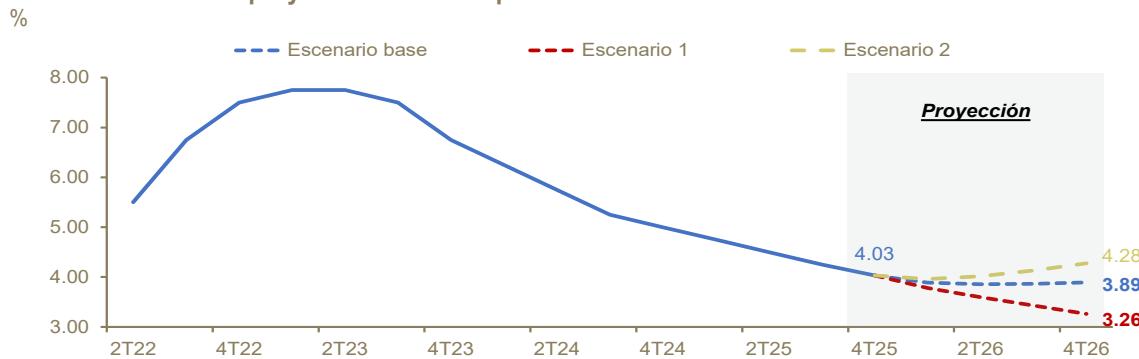


## Perú: Actualización quincenal

- Nuestra estimación de la regla de Taylor sugiere que el BCRP tiene espacio para un recorte más de 25pbs en 2025; en 2026 la mantendría sin cambios.
- El recorte de 25pbs en lo que resta del año se sustenta, principalmente, en la reducción de las expectativas de inflación observadas hasta setiembre, acompañada de los recientes recortes de la FED.
- Para 2026, pese al contexto de menor crecimiento económico y dos recortes más de la FED, el incremento gradual de las expectativas de inflación forzaría al BCRP a no realizar más recortes.
- Asimismo, al ser el contexto electoral de 2026 un shock de incertidumbre transitorio, el BCRP estará inactivo; pero, de observarse más inestabilidad, con resultados más prolongados, podría verse inclinado a subir su tasa.
- Economía mejoraría su desempeño y crecería de 3.2% a 3.6% a/a en setiembre; la tasa anualizada en el cálculo de 3m/3m, se incrementaría de 1.4% a 4.4%. Inflación de noviembre se incrementaría levemente, de 1.35% a/a a 1.4%. Déficit fiscal bajaría de 2.4% del PBI a 2.3% en octubre.

**BCRP con espacio para realizar un recorte más de 25pbs este año; en 2026 dejaría su tasa sin cambios.** Pese a la cautela mostrada por el BCRP sobre su próxima decisión de política monetaria, nosotros seguimos proyectando un recorte más en lo que resta del año. Para ello, en este reporte estimamos una regla de Taylor con ciertas variaciones. En nuestro escenario base, la regla estimada sugiere un recorte más de 25pbs en el 4T25, explicado por la reducción de las expectativas inflacionarias observadas a la fecha y los recientes recortes de la FED. Para 2026, asumimos un incremento gradual de las expectativas de inflación, a medida que el contexto externo deje de contribuir a bajas presiones inflacionarias, con lo cual el BCRP mantendría su tasa en 4%. Por su parte, incluimos dos escenarios alternativos. El primero sugiere un recorte en el 4T25 y tres recortes más en 2026. En este escenario, a diferencia del escenario base, asumimos que las expectativas de inflación van a seguir disminuyendo, en la medida de que la proyección del BCRP no se cumpla y la inflación continúe por debajo del 2%. En cambio, en el segundo escenario, el modelo, aunque también sugiere un recorte en el 4T25, propone una subida de tasas de 25pbs en 2026. Aquí, la diferencia respecto a nuestro escenario base es que asumimos un mayor incremento de las expectativas inflacionarias y una economía más resiliente. Asimismo, también consideramos que el escenario político resultaría más inestable a lo esperado, forzando al BCRP a subir su tasa.

### Perú: Escenarios de proyección - Tasa de política monetaria



Fuente: BCRP, Thorne & Associates

El último comunicado del BCRP ha mostrado cierta cautela respecto a su próxima decisión de política monetaria. Aunque ello podría sugerir que el ciclo de recortes ha finalizado, nosotros aún consideramos que aún hay espacio para un recorte adicional.

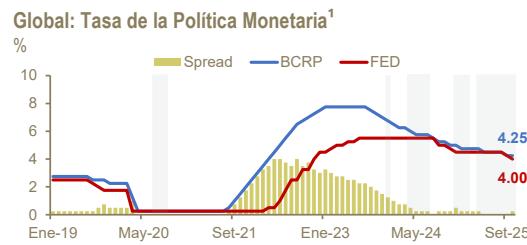
Distintos indicadores refuerzan esta idea. Desde diciembre de 2024, la inflación ha mostrado presiones bajistas, ubicándose en el tramo inferior del rango meta desde entonces. Así, en octubre, la inflación anual registró un incremento de solo 1.35%; es más, el promedio móvil desestacionalizado de tres meses—que permite observar con mayor claridad su tendencia—acentuó su tendencia a la baja y cayó 0.2%. La inflación sin alimentos y energía (SAE), un indicador menos volátil, aunque no ha retrocedido con la misma intensidad, también brinda señales de bajas presiones inflacionarias.



Esto se ha dado bajo un contexto de fuerte apreciación del sol frente al dólar, de alrededor de 11.5% en lo que va del año. Ciertamente los acontecimientos detrás de esta son meramente choques de oferta externos, los cuales son exógenos para una economía pequeña y abierta como la peruana. No obstante, dicho fortalecimiento de la moneda se ha reflejado en la evolución de los precios a través de una menor inflación importada, tal que, entre junio de 2024 y julio de 2025, esta ha contribuido en reducir la inflación SAE en 0.51p.p., de acuerdo con estimaciones del BCRP.

Si consideramos además que el *spread* de tasas entre el BCRP y la FED es de 25pbs y que, las expectativas de inflación en nuestro

país se encuentran por debajo de las de EEUU de manera sostenida, esto podría seguir presionando al tipo de cambio a la baja, por lo que el BCRP podría considerar reducir su tasa para cerrar este espacio en el diferencial de tasas.



Caso contrario sucede con la actividad económica, la cual ha mostrado una mayor resiliencia a la esperada. En términos interanuales, con datos a setiembre, el PBI pasaría de un crecimiento de 2.8% en el 2T25 a 3.4% en el 3T25; lo mismo ocurre al considerar el promedio trimestral anualizado, que rebotaría a una tasa de 4.4% t/t, mayor al 0.5% del trimestre previo. De todos modos, esperamos un enfriamiento de la economía en el 4T25, la cual se prolongaría en el 2026 en un contexto de incertidumbre por elecciones, brindando mayor espacio para recortes.



Ahora bien, una manera de modelar la trayectoria de la tasa de política monetaria es a partir del uso de la regla de Taylor. A diferencia de modelos tradicionales, utilizamos las siguientes variables: i) el rezago de la tasa de referencia, ii) el rezago de la desviación de las expectativas de inflación respecto a su promedio histórico, iii) el rezago

de la brecha producto y iv) el rezago de la tasa de interés extranjera (tasa de la FED).

$$i_t = \beta_0 + \beta_1 * i_{t-1} + \beta_2 * (\pi_{t-1}^e - \pi_{LP}^e) + \beta_3 * (y_{t-1} - \bar{y}) + \beta_4 * i_{t-1}^* + \varepsilon_t$$

La primera diferencia es el uso de los rezagos en la brecha de las expectativas de inflación y la brecha producto. Esto se debe a que las decisiones del BCRP de cada mes se basan en datos pasados: de un mes en el caso de las expectativas de la inflación y de dos en el caso de la actividad económica. Como en nuestro modelo utilizamos datos trimestrales, se considera el primer rezago de cada una.

La segunda es que, siguiendo a Vega (2019)<sup>1</sup>, se reemplaza la meta de inflación de 2% por el promedio de largo plazo de las expectativas de inflación de 2.8%. La razón para ello es que tanto la inflación como las expectativas de inflación no parecen tender a una meta de 2%, sino a un nivel mayor, lo cual se comprueba cuando se obtiene su promedio histórico. Asimismo, con este cambio, usando los coeficientes estimados (ver Modelo 3) para reestimar los parámetros del modelo del BCRP (2013)<sup>2</sup>, se obtiene una tasa natural de interés nominal implícita de 4%, consistente con la estimación actual del BCRP.

Por último, incorporamos el rezago de la tasa de interés de la FED. Esto porque cambios en la tasa de la FED afectan al tipo de cambio a través del diferencial de tasas, lo que a su vez influye sobre la inflación, sus expectativas y, finalmente, en las decisiones del BCRP. Si bien esta incorporación reduce la tasa natural de interés nominal implícita de 4% a 3%, el modelo final muestra un mejor desempeño predictivo respecto a otras especificaciones (ver Modelo 4) al presentar el menor Error Estándar Residual (RSE). Otro aspecto para notar es que el coeficiente asociado al rezago de la tasa de la FED supera al de la brecha producto, lo que sugiere que el BCRP le

otorga mayor peso a las decisiones de la FED que a la evolución de la actividad económica.

El modelo que se utilizará en adelante es el Modelo 4, en donde todos los coeficientes estimados resultaron estadísticamente significativos. Cabe resaltar que se realizó un ejercicio adicional para añadir al tipo de cambio real en el modelo final debido a su fuerte apreciación observada a la fecha. Sin embargo, al estimar el modelo, su coeficiente asociado resultó ser estadísticamente no significativo. Creemos que ello se debe a que las expectativas de inflación ya recogen el efecto de los movimientos del tipo de cambio, razón por la cual el BCRP presta mayor atención al primero que al segundo.

Perú: Modelos de Regla de Taylor<sup>1</sup>

Coeficientes	Coeficientes <sup>2</sup>			
	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4
$\beta_0$ : Intercepto	2.90 (***)	0.49 (**)	0.87 (***)	1.11 (***)
$\beta_1$ : Tasa_BCRP(-1)	-	0.80 (***)	0.78 (***)	0.65 (***)
$\beta_2$ : Brecha_Inflación(-1)	1.35 (***)	0.41 (***)	0.52 (***)	0.72 (***)
$\beta_3$ : Brecha_PBI(-1)	0.20 (*)	0.07 (.)	0.07 (.)	0.07 (*)
$\beta_4$ : Tasa_FED(-1)	-		-	0.14 (***)
<u>Estadísticos:</u>				
R2	0.49	0.91	0.92	0.93
RSE	1.22	0.52	0.50	0.45

1/ Todos los modelos fueron estimados mediante Mínimos Cuadrados Ordinarios. Los signos \*\*\*, \*\*, \* indican significancia estadística del 10%, 5%, 1% y 0%, respectivamente. 2/ En los modelos 1 y 2 se utiliza la desviación de las expectativas de la inflación respecto a la meta de 2%; en los modelos 3 y 4 se reemplaza la meta por el promedio histórico de las expectativas de inflación de 2.8%.

Fuente: BCRP, FRED, Thorne & Associates

Con este modelo final, proyectamos cuándo se tomarían las siguientes decisiones de política monetaria. Para ello, usamos nuestras proyecciones para plantear un escenario base: desaceleración de la economía (2% a/a en el 4T25 y 2.6% para 2026); un incremento progresivo de las expectativas de inflación (hasta 2.6% en el 4T26); y más recortes de la tasa de la FED (3.75% en el 4T25 y 3.25% en el 4T26). Bajo estas condiciones, el modelo recomienda una reducción de 25pbs para finales de 2025, lo que se ajusta con nuestra revisión inicial. El resultado se explica principalmente por la paulatina reducción de las expectativas de inflación durante el año, que pasaron de 2.45% en diciembre de 2024 a 2.16% en setiembre; y también por los dos

<sup>1</sup> Vega, H. (2019). ¿Qué hará el Banco Central con su tasa de política monetaria en los próximos meses?

<sup>2</sup> BCRP (2013). Modelo de Proyección Trimestral del BCRP: Actualización y novedades

recortes recientes de 25pbs de la FED, y el recorte adicional que se espera en diciembre.

Para 2026, nuestro modelo recomienda una ligera reducción hasta 3.89% en el cuarto trimestre, lo que implicaría mantener la tasa de interés de referencia en 4.00% durante el año. Si bien en el escenario base asumimos que la brecha producto seguiría débil y que la FED realizaría dos recortes, nuestro modelo le otorga mayor relevancia a la evolución de las expectativas de inflación, las cuales mostrarían un incremento hacia el final del horizonte de proyección, acercándose a su promedio histórico. Este comportamiento estaría asociado a un aumento de la inflación por los rubros vinculados a los precios internacionales y depreciación del tipo de cambio, en un contexto donde las tensiones comerciales y geopolíticas a nivel global se podrían mantener o incrementar. A esto se suma el contexto de elecciones presidenciales, periodo en el cual el BCRP suele estar inactivo.

Para plantear los escenarios alternativos, partimos por la pregunta de cuáles tendrían que ser las condiciones para que el BCRP realice mayores o menores recortes en comparación con el escenario base. Así, el primer escenario alternativo se caracteriza por mantener las perspectivas de crecimiento del escenario base, pero se diferencia por bajar las expectativas de inflación a 2%. En un segundo escenario consideramos un mayor crecimiento, utilizando las proyecciones del BCRP, junto con un mayor aumento de las expectativas de inflación, hasta 2.9% hacia fin de 2026.

#### Perú: Escenarios de proyección

Como se indica

	2025		2026	
	PBI (Var. % a/a)	Expectativas de inflación (%, fp)	PBI (Var. % a/a)	Expectativas de inflación (%, fp)
Escenario base	3.00	2.20	2.60	2.60
Escenario 1	3.00	2.10	2.60	2.00
Escenario 2	3.20	2.30	2.90	2.90

Fuente: Thorne & Associates

Al reducir las expectativas de inflación a 2%, por debajo de su promedio histórico, bajo la

lógica de la regla de política monetaria, el primer escenario alternativo sugeriría tres recortes más de 25pbs en 2026, hasta 3.25%. Este escenario sería consistente con una inflación que no subiría hasta la meta del 2% como lo espera el BCRP, sino que seguiría registrando tasas similares a la de los últimos meses. Esto se concretaría si continúa el auge de los precios de los *commodities* —lo que sostendría los términos de intercambio y el tipo de cambio en niveles similares a los de 2025—. Este escenario se vería reforzado en caso de que la FED realice mayores recortes a los actualmente esperados durante 2026.

Por el contrario, de ocurrir un aumento de las expectativas de inflación a 2.9% hacia finales de 2026, el segundo escenario alternativo sería aquel en el que la tasa de interés de referencia suba a 4.25%. Además, también consideramos que el escenario política podría resultar más inestable a lo esperando, reforzando la decisión del BCRP de subir su tasa. No obstante, vemos a este escenario como el de menor probabilidad pues se tendría que observar una economía nacional más sobreacalentada a lo esperado en 2026, un mayor incremento de las tensiones globales y políticas, y menores recortes de tasas de la FED.

**El déficit fiscal a 12 meses bajaría a 2.3% en octubre.** El 13 de noviembre el BCRP publicará los datos del sector público no financiero de octubre, para el que esperamos el déficit fiscal anualizado baje de 2.4% a 2.3% del PBI, lo que se explicaría por una recuperación de los ingresos corrientes, y compensada por una menor reducción del gasto no financiero. Así, en términos reales, el primero pasaría de -5% en setiembre a -0.6%, mientras que el segundo pasaría de contraerse 14.8% a/a a -1.9%.

El 15 de noviembre de 2025, el INEI publicará el dato de producción nacional de setiembre de 2025. En términos interanuales, la economía mejoraría su desempeño y pasaría de 3.2% a 3.6%; al ajustar por estacionalidad, la tasa anualizada de 3m/3m subiría de 1.4% en agosto a 4.4%. En el análisis interanual, el

sector agropecuario y construcción aceleraron su crecimiento entre agosto y setiembre: el primero de 6.4% a 12.1%, apoyado en la mayor producción agrícola (18.4%); y el segundo de 3.6% a 9.2%, favorecido por el mayor consumo interno de cemento y la mayor inversión pública. Asimismo, la pesca y manufactura primaria registraron una recuperación parcial al ya no registrar tasas negativas; y la minería e hidrocarburos mantuvo un crecimiento de 1.9%. Esto sería compensado parcialmente por la desaceleración del comercio, los servicios y los derechos de importación y otros impuestos, ante un menor dinamismo de indicadores asociados como el IGV real (5.2% a -0.7%), venta de vehículos (26.7% a 14.0%) e importaciones de bienes de consumo (11.9% a 10.2%). Con esto, el PBI crecería 3.4% en 3T25, y empujaría nuestra proyección del año de 2.7% a alrededor de 3%.

Por último, el 1 de diciembre de 2025, el INEI publicará el dato de inflación de Lima Metropolitana de noviembre. En octubre, la inflación sorprendió con un retroceso de 0.1%, explicado por la fuerte apreciación del tipo de cambio, de 2.5% m/m (la mayor en el año), pero también por las mayores rebajas tarifarias de teléfonos móviles. Para noviembre, esperamos un avance de la inflación de 0.14% m/m; en términos interanuales, presentaría una ligera aceleración de 1.35% a 1.40%. Esto se daría bajo un contexto donde el precio del petróleo y el tipo de cambio se mantendrían estables, con lo cual los rubros asociados caerían a un menor ritmo. Por su lado, la inflación que excluye alimentos y energía registraría una tasa de 0.06% m/m en octubre; mientras que la tasa interanual de 1.77% a/a.

\*El texto, datos, información, imágenes y otros materiales contenidos en el presente correo o en cualquier producto, servicio, reporte o página web de propiedad de Thorne & Asociados S.A.C. ("Thorne & Asociados") constituye posesión de propiedad intelectual. Ningún material de ninguna parte del presente correo podrá ser transmitido, difundido, transferido, asignado, reproducido, o utilizado de alguna otra manera o diseminado en cualquier forma a ninguna persona o entidad, sin el consentimiento explícito y por escrito de Thorne & Asociados. Todas las

reproducciones no autorizadas o cualquier otro uso se considerarán como infracción(es) deliberada(s) de copyright y cualquier otra propiedad intelectual, derechos de propiedad, incluyendo más no limitándose a derechos de privacidad de Thorne & Asociados. Thorne & Asociados expresamente se reserva todos los derechos de propiedad intelectual, incluyendo, pero no limitándose, el derecho de bloquear la transferencia de sus productos y servicios y/o hacerle seguimiento a los mismos, utilizando tecnología de seguimiento electrónico, así como cualquier otra forma lícita de hacerlo conocidos o por desarrollarse en el futuro. Thorne & Asociados se reserva el derecho, sin previo aviso, de utilizar todas las medidas de la ley para sancionar penal o civilmente la violación de sus derechos. Mientras Thorne & Asociados usará sus mejores esfuerzos comerciales para entregar información veraz a sus clientes, Thorne & Asociados no podrá garantizar la veracidad, precisión, relevancia y/o integridad de la información usada respecto a ello. Alguna de la información contenida en este correo podrá haber sido obtenida de otras fuentes y Thorne & Asociados no emite ninguna garantía de representación, implícita o expresa, con respecto a dicha información (o los resultados que se obtengan del mismo), y expresamente, renuncia a todas las garantías de originalidad, precisión, integridad, comerciabilidad o idoneidad para un propósito particular respecto a dicha información. Sin limitación alguna de lo anterior, en ningún caso Thorne & Asociados, o sus afiliadas o cualquier tercera parte envuelta o relacionada con el cumplimiento, informática o creación de la data será responsable por la pérdida o daño de ninguna naturaleza, incluyendo pero no limitándose a cualquier daño directo, indirecto o consecuencial, incluso si expresamente existe la posibilidad de dicho daño, que pueda surgir por el uso, del contenido de la información proveniente de este correo o cualquier error, omisión o imprecisiones en relación con los mismos.

## Publicación de datos y proyecciones

Del 13 de noviembre al 1 de diciembre de 2025

Jue	Política monetaria	Set-25	Oct-25	Nov-25
13-nov	Tasa de interés de referencia del BCRP	4.25	4.25	4.00
	<b>Balanza comercial (% a/a, real)</b>	<b>Jul-25</b>	<b>Ago-25</b>	<b>Set-25</b>
	Exportaciones	-5.9	0.8	<u>-3.3</u>
	Importaciones	15.4	9.1	<u>12.0</u>
	<b>Balanza comercial (millones de US\$)</b>	<b>Jul-25</b>	<b>Ago-25</b>	<b>Set-25</b>
	Balanza comercial	2 152	2 578	<u>2 785</u>
	<b>Operaciones del Sector Público No Financiero (% a/a)</b>	<b>Ago-25</b>	<b>Set-25</b>	<b>Oct-25</b>
	Ingresos corrientes	23.9	-5.0	<u>-0.6</u>
	Gastos no financieros	5.7	-14.8	<u>-1.9</u>
	<b>Deficit fiscal (% del PBI, 12 meses acum.)</b>	<b>Ago-25</b>	<b>Set-25</b>	<b>Oct-25</b>
	Deficit fiscal	-2.4	-2.4	<u>-2.3</u>
Sáb	<b>Producto Bruto Interno Mensual (% real)</b>	<b>Jul-25</b>	<b>Ago-25</b>	<b>Set-25</b>
15-nov	PBI (a/a)	3.4	3.2	<u>3.6</u>
	PBI (3m/3m, desestacionalizado y anualizado)	0.2	1.4	<u>4.4</u>
	PBI (m/m, desestacionalizado)	0.9	0.3	<u>0.7</u>
Jue	<b>Producto Bruto Interno Trimestral (% real)</b>	<b>1T25</b>	<b>2T25</b>	<b>3T25</b>
20-nov	PBI (a/a)	3.9	2.8	<u>3.4</u>
	PBI (t/t, desestacionalizado y anualizado)	3.3	0.5	<u>4.4</u>
Jue	<b>Crédito al sector privado (% a/a)</b>	<b>Ago-25</b>	<b>Set-25</b>	<b>Oct-25</b>
27-nov	Total	4.5	5.0	<u>5.4</u>
	A empresas	3.5	3.8	<u>4.8</u>
Lun	<b>Índice de precios al consumidor (%)</b>	<b>Set-25</b>	<b>Oct-25</b>	<b>Nov-25</b>
01-dic	Inflación - Lima Metropolitana (a/a)	1.36	1.35	<u>1.40</u>
	Inflación - Lima Metropolitana (m/m)	0.01	-0.10	<u>0.14</u>
	Inflación sin alimentos ni energía - Lima Metropolitana (a/a)	1.81	1.77	<u>1.77</u>
	Inflación sin alimentos ni energía - Lima Metropolitana (m/m)	0.06	0.04	<u>0.06</u>

Fuentes: INEI, BCRP, estimaciones propias.

## Revisión de datos del mes pasado

Jue	Política monetaria	Ago-25	Set-25	Oct-25	Actual
9-oct	Tasa de interés de referencia del BCRP	4.50	4.25	<u>4.25</u>	4.25
	<b>Balanza comercial (% a/a, real)</b>	<b>Jun-25</b>	<b>Jul-25</b>	<b>Ago-25</b>	<b>Actual</b>
	Exportaciones	-1.5	-5.9	<u>-5.2</u>	0.8
	Importaciones	17.9	15.4	<u>7.0</u>	9.1
	<b>Balanza comercial (millones de US\$)</b>	<b>Jun-25</b>	<b>Jul-25</b>	<b>Ago-25</b>	<b>Actual</b>
	Balanza comercial	2 523	2 152	<u>2 340</u>	2 578
Mie	<b>Producto Bruto Interno Mensual (% real)</b>	<b>Jun-25</b>	<b>Jul-25</b>	<b>Ago-25</b>	<b>Actual</b>
15-oct	PBI (a/a)	4.5	3.4	<u>2.7</u>	3.2
	PBI (3m/3m, desestacionalizado y anualizado)	0.5	0.2	<u>1.3</u>	1.4
	PBI (m/m, desestacionalizado)	-0.2	0.9	<u>0.2</u>	0.3
Jue	<b>Operaciones del Sector Público No Financiero (% a/a)</b>	<b>Jul-25</b>	<b>Ago-25</b>	<b>Set-25</b>	<b>Actual</b>
16-oct	Ingresos corrientes	2.6	23.9	<u>7.0</u>	-5.0
	Gastos no financieros	5.9	5.7	<u>-13.4</u>	-14.8
	<b>Deficit fiscal (% del PBI, 12 meses acum.)</b>	<b>Jul-25</b>	<b>Ago-25</b>	<b>Set-25</b>	<b>Actual</b>
	Deficit fiscal	-2.6	-2.4	<u>-2.2</u>	-2.4
Jue	<b>Crédito al sector privado (% a/a)</b>	<b>Jul-25</b>	<b>Ago-25</b>	<b>Set-25</b>	<b>Actual</b>
23-oct	Total	3.9	4.5	<u>4.9</u>	5.0
	A empresas	3.2	3.5	<u>3.6</u>	3.8
Sáb	<b>Índice de precios al consumidor (%)</b>	<b>Ago-25</b>	<b>Set-25</b>	<b>Oct-25</b>	<b>Actual</b>
01-nov	Inflación - Lima Metropolitana (a/a)	1.11	1.36	<u>1.43</u>	1.35
	Inflación - Lima Metropolitana (m/m)	-0.29	0.01	<u>0.03</u>	-0.10
	Inflación sin alimentos ni energía - Lima Metropolitana (a/a)	1.75	1.81	<u>1.90</u>	1.77
	Inflación sin alimentos ni energía - Lima Metropolitana (m/m)	0.08	0.06	<u>0.17</u>	0.04

Fuentes: INEI, BCRP, estimaciones propias.