

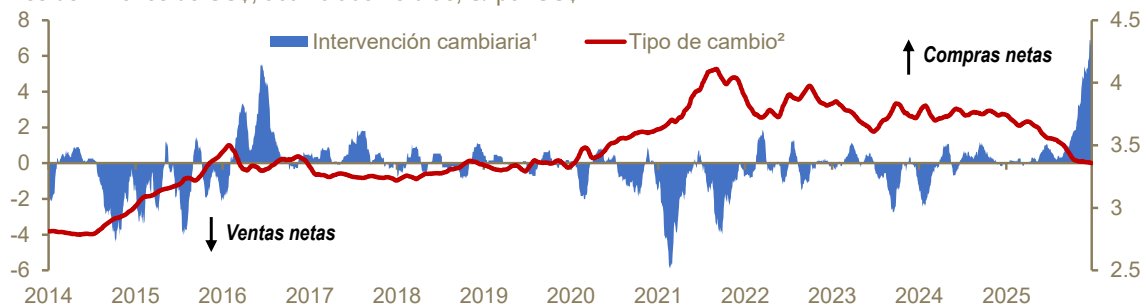
Perú: Actualización quincenal

- En enero, el BCRP realizó su mayor intervención cambiaria, con un total de compras netas por US\$6.8 mil millones en los últimos 28 días útiles por el fuerte aumento de oferta de dólares y apreciación del sol de 11.6% a/a.
- Dilema del BCRP entre intervención cambiaria o recorte de tasas. Vemos que el entorno externo debería llevar a un recorte más de tasas, pero esperamos que sea en el 2S26, luego de que el ruido electoral se disipe.
- Factores estructurales que explican los mayor precios de materias primas y debilitamiento del dólar aún se mantienen, lo que implicaría que este shock externo sería de mayor duración. De acentuarse esta tendencia, el recorte de tasas se podría adelantar al 1S26.
- Si bien las presiones inflacionarias aumentaron en enero, el entorno externo y la mayor apreciación llevarían a que la inflación se mantenga por debajo del 2% por más tiempo, forzando a un recorte de tasas.
- Proyecciones - Perú: La economía habría crecido 2.6% a/a en diciembre, registrando un crecimiento de 3.3% en todo el 2025. Déficit fiscal habría aumentado a 2.3% en enero. Inflación subiría de 1.7% a 1.8% a/a en enero.

BCRP, entre la intervención cambiaria y el recorte de tasas. El actual contexto externo ha generado un significativo aumento de oferta de dólares en la economía y una fuerte apreciación del sol en enero, que se apreció 11.6% a/a frente al dólar. Frente a ello, el BCRP realizó su mayor intervención cambiaria a la fecha en dicho mes, con compras netas por US\$6.8 mil millones en los últimos 28 días útiles para reducir la volatilidad del tipo de cambio. Sin embargo, las condiciones actuales podrían sugerir un recorte más de tasas, que induciría a menores flujos de capital y se generen presiones alcistas en el tipo de cambio y la inflación. Proyectamos un recorte más de tasas de 25pbs, el cual esperamos que se realice durante el 2S26, luego de que el ruido electoral se disipe. Este mayor espacio de política monetaria se justifica por el mayor diferencial de tasas reales respecto a EE.UU., ante la mayor brecha de inflación entre Perú y EE.UU., y también por la posibilidad de una menor tasa natural de interés respecto al estimado por el BCRP. Además, también se justifica por la posibilidad de que el shock externo –altos precios de materias primas y debilitamiento del dólar a nivel global– persista durante el año, incluso pese a la fuerte corrección de los últimos días. Es más, de acentuarse este escenario externo, generando que la inflación se mantenga por debajo del centro de su rango meta por más tiempo, el recorte de tasas podría adelantarse al 1S26.

Perú: Intervención cambiaria del BCRP y tipo de cambio

Miles de millones de US\$, acumulado 28 días; S/ por US\$



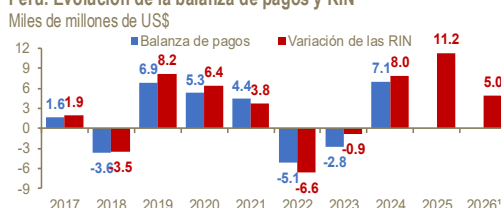
1/ Incluye compras netas en el mercado spot, CDLD BCRP, CDR BCRP, y SWAPs cambiarios. 2/ Tipo de cambio interbancario.

Fuente: BCRP, Thorne & Associates

El dilema entre intervención cambiaria o reducción de tasas por parte del BCRP se ha acentuado recientemente, en un contexto de mayor apreciación cambiaria y presiones bajistas en la inflación. Nuestra proyección considera un recorte más, pero el momento para ello todavía es incierto: esperamos que se de en el 2S26, una vez que el ruido electoral desaparezca; pero, de seguir esta tendencia apreciativa, el recorte podría adelantarse al 1S26.

En un contexto como el actual, caracterizado por términos de intercambio en máximos históricos, resulta natural esperar un aumento en la oferta de dólares de la economía. En línea con ello, el BCRP estima un crecimiento de 35.4% y 29.2% en la balanza comercial y en la cuenta corriente para 2025, respectivamente, lo que implicaría una expansión de su contrapartida en la balanza de pagos y, en consecuencia, una mayor entrada neta de capitales. Esta mayor disponibilidad de divisas se refleja en las Reservas Internacionales Netas (RIN), que en 2025 registraron un incremento de US\$11.2 mil millones (MM) y, solo en enero de 2026, un aumento de US\$5MM adicionales.

Perú: Evolución de la balanza de pagos y RIN

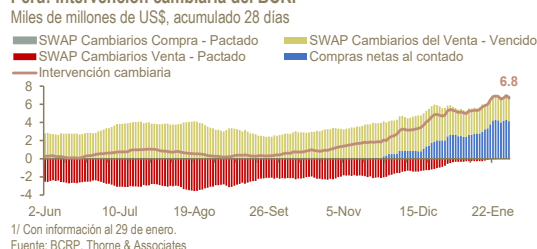


1/ Con información al 30 de enero.
Fuente: BCRP, Thorne & Associates

Como resultado de este mayor flujo de dólares, en enero, el sol se ha apreciado en promedio 11.6% a/a frente al dólar, lo que ha llevado al BCRP a acelerar su intervención cambiaria. Con el objetivo de atenuar la volatilidad del tipo de cambio, desde el 5 de noviembre hasta el 30 de enero, el BCRP ha intervenido en el mercado cambiario comprando el equivalente a US\$12.3MM, de los cuales US\$6.1 han sido mediante compras al contado. En los últimos 28 días útiles, dicha intervención ha alcanzado US\$6.8MM, que incluye compras al contado, y la emisión y

vencimiento de SWAPs cambiarios. En este contexto, la suma de estas operaciones la convierte en una de la intervenciones cambiarias más grandes antes registradas.

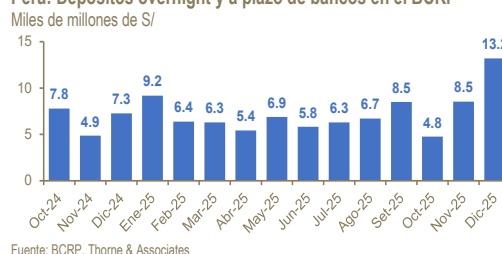
Perú: Intervención cambiaria del BCRP¹



Así, la intervención cambiaria reciente también puede tener implicancias sobre la política monetaria. En particular, tanto las compras al contado como los vencimientos recientes de SWAPs cambiarios venta han generado un flujo de soles hacia las entidades bancarias, los cuales pueden canalizarse al sistema financiero mediante mayores préstamos al público o, alternativamente, ser depositados en el BCRP.

Respecto a la última, entre octubre y diciembre de 2025, fecha en la que aumentó sustancialmente la intervención cambiaria, los depósitos *overnight* y a plazo en moneda nacional de los bancos comerciales en el BCRP pasó de S/4.8 a S/13.2MM. Si bien este podría ser un factor estacional, no se puede excluir a la reciente intervención cambiaria como un factor importante a considerar, sobre todo si contemplamos la importante suma de esta. Así, un aumento en las cuentas monetarias de las empresas bancarias resultado de un aumento de soles en el mercado interbancario terminaría afectando a la tasa *overnight*, la cual es el principal *target* de la tasa de interés de política monetaria.

Perú: Depósitos *overnight* y a plazo de bancos en el BCRP



¿El BCRP podría atenuar los efectos de la volatilidad cambiaria mediante un recorte de tasas? Una reducción de tasas implicaría un menor diferencial de tasas de interés respecto a Estados Unidos (EE.UU.). Esto debería inducir a que los flujos de capital hacia Perú disminuyan, revirtiendo el fortalecimiento del tipo de cambio, el cual ha generado presiones bajistas sobre la inflación.

Aunque el BCRP todavía no brinda señales de un posible recorte, vemos que hay un espacio considerable para un recorte adicional. Al observar el diferencial de tasas reales respecto al de EE.UU., mientras el diferencial de tasas nominales se ubica en 50pbs, usando las tasas reales ex-post, el diferencial pasa a 145pbs; y aumenta a 257pbs si se toma en cuenta las tasas ex-ante.



Otro factor que da soporte a la bajada de tasas es la ubicación de la tasa natural. Actualmente, la tasa real se ubica en 2.1%, muy cercano al nivel natural estimado por el BCRP de 2%. No obstante, considerando que las expectativas de inflación bajasen de 2.1% a 2% –escenario factible considerando la fuerte apreciación cambiaria–, la tasa real subiría a 2.2%, lo cual generaría espacio para un recorte de 25pbs. Otra posibilidad es que la tasa natural actual se encuentre por debajo del 2%. Usando la metodología de Benati (2023), realizamos una estimación de la tasa natural, la cual se estaría ubicando en 1.5%, lo cual dejaría espacio para más recortes. Esta menor tasa sería factible considerando que, desde 2023, la prima por riesgo ha caído, las tasas globales han venido disminuyendo, y el ahorro nacional se ha incrementado.



Fuente: BCRP, Benati (2023), Thorne & Associates

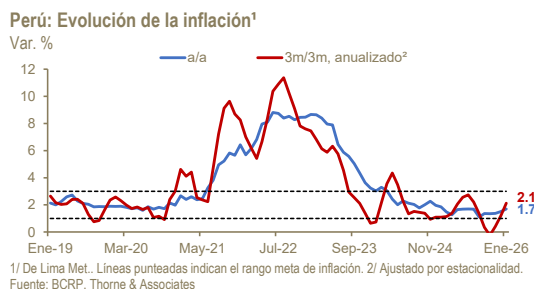
Ahora, para que este recorte de tasas pueda suceder, se debería considerar si el shock externo –altos precios de materias primas y debilitamiento del dólar– que está generando esta apreciación cambiaria es transitorio o permanente.

En los últimos días, hubo una corrección importante de los precios de las materias primas y del dólar a nivel global. Esto se dio luego de que Trump nomine a Kevin Warsh como próximo presidente de la FED, decisión que tendrá que ser confirmada por el Senado. Esto descartaría un escenario de varios recortes de tasas. Sin embargo, vemos que los factores estructurales que han empujado los precios de los commodities al alza, y mantenido débil al dólar, aún permanecen activos–entre ellos las tensiones geopolíticas y comerciales, mayor demanda por la transición hacia energías verdes, entre otros. Si bien este boom de materias primas no sería permanente –como ha ocurrido históricamente–, sí vemos que hay espacio para que esta tendencia alcista se mantenga este año.



Este contexto externo podría implicar que la inflación permanezca por debajo del centro de su rango meta por más tiempo. En enero se

observó presiones al alza de la inflación: la tasa interanual subió a 1.7%, y la tasa 3m/3m anualizada a 2.1%. Parte de este incremento se explica por un efecto base, pero también por el incremento de la inflación sin alimentos ni energía, una medida tendencial de la inflación. Sin embargo, los componentes asociados al tipo de cambio continúan presionando a la baja a la inflación: en enero restaron 0.4p.p. a la inflación interanual. De continuar este escenario de fuerte apreciación cambiaria, este escenario de baja inflación se podría mantener, presionando a un recorte más de tasas para que la inflación vuelva al centro de su rango meta.



PBI en 2025 crecería en 2025 a una tasa de 3.3% a/a. El 15 de febrero de 2026, el INEI publicará el dato de producción nacional de diciembre del año pasado, y con ello los datos completos para 2025. Proyectamos que la actividad económica en 2025 se habría acelerado a 3.3%, respecto a 2024, principalmente por un aumento en la recaudación tributaria y un mayor crecimiento del sector construcción. En diciembre, la actividad económica volvería a acelerarse a 2.6% a/a, luego de crecer 1.5% en noviembre. No obstante, esto no sería suficiente para impulsar la tasa 3m/3m anualizada con ajuste estacional, la cual continuaría con un ajuste a la baja al pasar de 2.7% a 1.2%. El mayor dinamismo en términos interanuales respondería a la aceleración de la construcción, y a la precisión de recuperación del sector agropecuario y una menor contracción de la manufactura y minería. Así, en diciembre, proyectamos que los cuatro crezcan a tasas de 11.3% a/a, 3.3%, -1.3% y 3.7%, respectivamente. En cuanto a los sectores de comercio y servicios, asociados al

consumo, estos no experimentarían sustanciales cambios en su dinamismo, al pasar de 4.2% a 4.3% y de 3% a 3.2%, respectivamente.

El 12 de febrero el BCRP publicará los datos del sector público no financiero de enero. En términos reales, esperamos que los ingresos corrientes sigan desacelerándose de una tasa de 4% a/a a una de 3.5%. Por el contrario, esperamos que los gastos no financieros retomen un mayor crecimiento, pasando de 4.5% a 7.4%, como consecuencia de un crecimiento en nuestras previsiones de gasto corriente. Con ello, el déficit fiscal acumulado a 12 meses volvería a crecer a 2.3% del PBI en enero de 2026.

Por último, el 1 de marzo de 2026, el INEI publicará el dato de inflación de Lima Metropolitana de febrero. En enero, la inflación interanual se aceleró nuevamente de 1.51% a/a a 1.70%; no obstante, la inflación mes a mes presentó un menor dinamismo, al pasar de 0.24% m/m a 0.10%. Para febrero esperamos que la aceleración de la inflación se mantenga a niveles interanuales, con una proyección de 1.78% a/a, y a 0.26% m/m mes a mes. El crecimiento de los precios para el febrero se explicaría principalmente por el aumento en el precio de alimentos como la carne y un mayor crecimiento en los precios dentro del rubro de transporte. Por su lado, la inflación que excluye alimentos y energía registraría una tasa de 0.19% m/m y 2.03% a/a.

*El texto, data, 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 exista 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.

Revisión de datos del mes pasado

Jue 15-ene	Producto Bruto Interno Mensual (% real)	Set-25	Oct-25	Nov-25	Actual
	PBI (a/a)	4.2	4.0	<u>2.9</u>	1.5
	PBI (3m/3m, desestacionalizado y anualizado)	3.9	3.8	<u>4.2</u>	2.7
	PBI (m/m, desestacionalizado)	0.3	0.2	<u>0.7</u>	-0.4
	Balanza comercial (% a/a, real)	Set-25	Oct-25	Nov-25	Actual
	Exportaciones	9.8	19.3	<u>4.7</u>	-11.1
	Importaciones	12.7	11.4	<u>4.8</u>	5.8
	Balanza comercial (millones de US\$)	Set-25	Oct-25	Nov-25	Actual
	Balanza comercial	3 749	4 099	<u>6 223</u>	3 731
Jue 22-ene	Operaciones del Sector Público No Financiero (% a/a, real)	Oct-25	Nov-25	Dic-25	Actual
	Ingresos corrientes	10.5	5.3	<u>2.0</u>	4.0
	Gastos no financieros	2.6	4.5	<u>4.5</u>	4.5
	Deficit fiscal (% del PBI, 12 meses acum.)	Oct-25	Nov-25	Dic-25	Actual
	Deficit fiscal	-2.3	-2.2	<u>-2.2</u>	-2.2
Jue 29-ene	Crédito al sector privado (% a/a)	Oct-25	Nov-25	Dic-25	Actual
	Total	5.5	5.8	<u>6.3</u>	6.5
	A empresas	4.8	5.1	<u>6.8</u>	6.2
Dom 01-feb	Índice de precios al consumidor (%)	Nov-25	Dic-25	Ene-26	Actual
	Inflación - Lima Metropolitana (a/a)	1.37	1.51	<u>1.78</u>	1.70
	Inflación - Lima Metropolitana (m/m)	0.11	0.24	<u>0.17</u>	0.10
	Inflación sin alimentos ni energía - Lima Metropolitana (a/a)	1.77	1.83	<u>1.91</u>	2.03
	Inflación sin alimentos ni energía - Lima Metropolitana (m/m)	0.06	0.46	<u>0.07</u>	0.04

Fuentes: INEI, BCRP, estimaciones propias.

Publicación de datos y proyecciones

Del 12 de febrero al 1 de marzo de 2026

Jue 12-feb	Política monetaria	Dic-25	Ene-25	Feb-25
	Tasa de interés de referencia del BCRP	4.25	4.25	<u>4.25</u>
	Balanza comercial (% a/a, real)	Oct-25	Nov-25	Dic-25
	Exportaciones	44.4	10.1	<u>32.9</u>
	Importaciones	10.7	6.3	<u>2.8</u>
	Balanza comercial (millones de US\$)	Oct-25	Nov-25	Dic-25
	Balanza comercial	4 099	3 731	<u>4 591</u>
	Operaciones del Sector Público No Financiero (% a/a, real)	Nov-25	Dic-25	Ene-26
	Ingresos corrientes	5.3	4.0	<u>3.5</u>
	Gastos no financieros	4.5	4.5	<u>7.4</u>
	Deficit fiscal (% del PBI, 12 meses acum.)	Nov-25	Dic-25	Ene-26
	Deficit fiscal	-2.2	-2.2	<u>-2.3</u>
Dom 15-feb	Producto Bruto Interno Mensual (% real)	Oct-25	Nov-25	Dic-25
	PBI (a/a)	4.0	1.5	<u>2.6</u>
	PBI (3m/3m, desestacionalizado y anualizado)	3.8	2.7	<u>1.2</u>
	PBI (m/m, desestacionalizado)	0.2	-0.4	<u>0.5</u>
	Producto Bruto Interno Anual (% real)	2023	2024	2025
	PBI (a/a)	-0.4	3.5	<u>3.3</u>
Jue 26-feb	Crédito al sector privado (% a/a)	Nov-25	Dic-25	Ene-26
	Total	5.8	6.5	<u>6.6</u>
	A empresas	5.1	6.2	<u>6.2</u>
Dom 01-mar	Índice de precios al consumidor (%)	Dic-25	Ene-26	Feb-26
	Inflación - Lima Metropolitana (a/a)	1.51	1.70	<u>1.78</u>
	Inflación - Lima Metropolitana (m/m)	0.24	0.10	<u>0.26</u>
	Inflación sin alimentos ni energía - Lima Metropolitana (a/a)	1.83	2.03	<u>2.03</u>
	Inflación sin alimentos ni energía - Lima Metropolitana (m/m)	0.46	0.04	<u>0.19</u>

Fuentes: INEI, BCRP, estimaciones propias.