

Perú: Actualización quincenal

- **Regla fiscal se continuaría incumpliendo: el déficit fiscal bajaría a 2.8% en 2025, pero luego se mantendría en 2.4% en 2026 y 2.3% en 2027.**
- **Aprobación del Presupuesto Público 2025, si bien sugiere una moderación del gasto, implica también que el gasto en salarios y en la inversión pública serán los de mayor crecimiento.**
- **Recaudación de 2025 se beneficiaría por ingresos extraordinarios, pero tendencia actual de recuperación gradual seguiría, en un contexto de menor crecimiento del PBI y de los precios de exportación.**
- **Riesgos al alza aumentan: guerra comercial entre EEUU y China, y la aprobación de leyes del Legislativo (nuevo régimen para el sector agro) generarían una disminución de los ingresos tributarios.**
- **Actividad económica se habría recuperado en octubre al crecer 3.5% a/a; inflación cerraría el año en 2.16% a/a en noviembre; BCRP realizaría una pausa en diciembre y mantendría su tasa en 5%.**

Deterioro del déficit fiscal seguirá en los próximos años, generando un incumplimiento de la regla fiscal. El déficit fiscal va a cerrar el año en 3.8% del PBI, superior al límite fiscal de 2.8%. Sin embargo, esperamos que esta tendencia se mantenga: bajaría a 2.8% en 2025, y luego se estabilizaría en 2.4% en 2026 y 2.3% en 2027 –pero manteniéndose por encima de la regla fiscal. Con la aprobación del Presupuesto Público de 2025, si bien habrá una moderación del gasto, el gasto en salarios y en la inversión pública serán los de mayor crecimiento, lo que generará presiones sobre el gasto total. En cuanto a la recaudación, este se verá favorecido en 2025 por ingresos extraordinarios de la regularización del IR. Sin embargo, la recuperación decepcionante que se ha registrado a la fecha afectaría la dinámica de los próximos años, en un contexto de menor crecimiento económico y de los precios de exportación. Por último, vemos que los riesgos al alza han aumentado. Entre los que ya contemplamos están la insolvencia de Petroperú, el costo fiscal de la nueva reforma del sistema de pensiones y los incentivos de mayor gasto del gobierno entrante en 2026. Ahora, han aparecido dos adicionales: el primero es la posible guerra comercial entre EEUU y China, y el segundo es la aprobación de nuevas leyes en el Legislativo que podrían generar costos fiscales adicionales, como el dictamen que busca derogar el régimen agrario vigente.

Perú: Proyección de las cuentas fiscales del sector público no financiero

% del PBI nominal

	2023	2024 (p)	2025 (p)	2026 (p)	2027 (p)
1. Ingresos corrientes	19.8	18.9	19.6	19.8	19.7
Ingresos Tributarios	15.1	14.5	15.2	15.3	15.3
Ingresos No Tributarios	4.7	4.5	4.5	4.5	4.4
2. Gastos No Financieros	20.9	21.2	20.7	20.5	20.3
Gastos Corrientes	15.6	14.9	14.9	14.8	14.7
Gastos de Capital	5.3	6.3	5.8	5.6	5.6
3. Otros ¹	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0
4. Resultado Primario (1. - 2. + 3.)	-1.1	-2.1	-1.0	-0.7	-0.6
5. Intereses	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7
6. Resultado Económico (4. - 5.)	-2.8	-3.8	-2.8	-2.4	-2.3

^{1/} Incluye ingresos de capital del gobierno general y el resultado primario de las empresas públicas.

Fuente: BCRP, Thorne & Associates (estimaciones propias)

Frente al constante deterioro que ha sufrido el déficit fiscal, la regla fiscal se volvería a incumplir por segundo año consecutivo. Los gastos elevados y la débil recuperación de los ingresos han llevado a que el déficit fiscal se ubique en 4.1% del PBI a octubre de 2024, por encima del 2.8% de 2023 y del 1.7% de 2022. Si bien nuestra proyección sugiere que cerrará el año en un nivel menor, en alrededor de 3.8%, seguirá siendo muy superior al límite permitido de 2.8% para este año.

Perú: Resultado económico del sector público no financiero

% del PBI, últimos 12 meses



Fuente: BCRP, Thorne & Associates

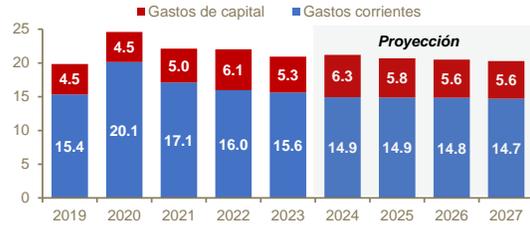
Pero, lo relevante es preguntarse cuál será la dinámica del déficit fiscal para los siguientes años y si volverá a alinearse con la regla fiscal. En julio de 2024, se aprobó el DL N° 1621 el cual establecía una moderación más gradual del límite permitido del déficit fiscal: de 2% a 2.8% para 2024, de 1.5% a 2.2% para 2025, de 1% a 1.8% para 2026, de 1% a 1.4% para 2027 y 1% para 2028. Nuestra perspectiva es que, si bien va a haber un margen de mejora en 2025, no será suficiente para cumplir con la nueva meta establecida. Proyectamos un déficit fiscal de 2.8% del PBI para 2025, 2.4% para 2026 y 2.3% para 2027. Es más, vemos la aparición de nuevos riesgos que podrían desviar nuestra proyección base al alza.

Por un lado, habría leve moderación de los gastos no financieros, los cuales bajarían a 20.7% del PBI en 2025, 20.5% en 2026 y 20.3% en 2027. El ajuste de 2025 vendría por el gasto de capital a 5.8% en 2025, el cual subió fuerte este año por la operación de capitalización de Petroperú. Sin embargo, hacia adelante, el gasto corriente continuaría rígido, en alrededor de 14.8%, principalmente por presiones de aumentos salariales; y la

inversión pública seguiría creciendo a tasas elevadas para dinamizar la economía.

Perú: Proyección de los gastos no financieros

% del PBI



Fuente: BCRP, Thorne & Associates

La aprobación del presupuesto público de 2025 implicaría que el gasto corriente, principalmente los salarios, y la inversión pública sigan siendo los de mayor crecimiento. A octubre, el gasto no financiero del gobierno general aumentó a una tasa real de 10.1% a/a, tras caer 4.5% en el mismo periodo de 2023, explicado por la inversión pública (24.1%) y el gasto corriente (2.4%), en donde las remuneraciones subieron 7.5%. Para el siguiente año, si bien estos componentes se moderarían, seguirían añadiendo presiones al gasto total. El presupuesto del siguiente año será de S/252 mil millones, un aumento de S/11 mil millones (4.6%) respecto al presupuesto inicial de este año. El gasto corriente, sin reserva de contingencia, aumentará en S/7 mil millones (4.6%), en donde el mayor aumento será para el gasto en remuneraciones con S/3.8 mil millones (3.7%). El gasto de capital se incrementará solo en S/1 mil millones (2%), pero el gasto para la adquisición de activos no financieros aumentará en S/4 mil millones (8.2%), que será compensado por el menor gasto de donaciones y transferencias.

Perú: Principales aumentos del Presupuesto 2025

Miles de millones de S/, por gasto genérico



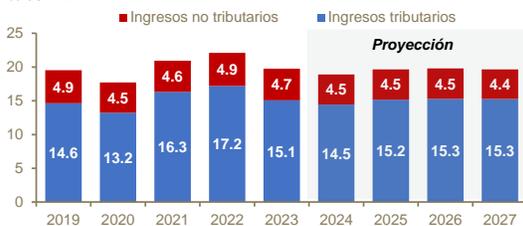
Fuente: MEF, Thorne & Associates

Otro factor que explica también el gasto elevado es la constante reasignación del presupuesto. Cada año, el gobierno realiza modificaciones, generalmente al alza, al presupuesto inicial, lo que implica mayores presiones de gasto. Últimamente, estas reasignaciones han disminuido: el ratio entre el presupuesto final e inicial bajó de x1.21 en 2021 a x1.09 en 2024, principalmente por las menores modificaciones del presupuesto para el gasto corriente. Sin embargo, aún prevemos que estas reasignaciones se sigan dando debido a las tendencias pasadas. Esto sería más evidente para la inversión pública, en donde las reasignaciones han sido más del 20% en los últimos años.

Por el lado de los ingresos corrientes, tras el debilitamiento de 2024, en donde la recaudación no logró recuperarse por completo de la recesión de 2023, proyectamos que suban hasta 19.6% del PBI en 2025, para luego estabilizarse en alrededor de 19.8% del PBI en 2026 y 2027. Esto sería resultado del incremento de los ingresos tributarios a 15.2% en 2025 y 15.3% en 2026 y 2027, mientras que los ingresos no tributarios promediarían 4.5% durante los siguientes tres años.

Perú: Proyección de los ingresos corrientes

% del PBI



Fuente: BCRP, Thorne & Associates

La mejora de los ingresos para el siguiente año se explica, en parte, por los ingresos extraordinarios que se obtendrán, provenientes de mayores saldos por regularizar el próximo año y la venta de activos de una empresa del sector de electricidad. Según estimaciones del MEF, esto se trasladaría en un aumento adicional de la regularización del Impuesto a la Renta (IR) de 0.4% del PBI.

Sin embargo, vemos que la recuperación decepcionante que se registró de la recaudación tributaria en lo que va del 2024 afectaría la dinámica de los próximos años. A octubre de este año, los ingresos tributarios del gobierno general solo han podido crecer a una tasa real de 0.4%, luego de su fuerte caída de 13.4% en el mismo periodo de 2023. Esto se dio incluso pese a que el PBI real registró un crecimiento acumulado de 3% al cierre del 3T24, y los precios de exportación de 7.4%. La tendencia actual sugiere que el proceso de recuperación seguirá; sin embargo, debido a que proyectamos una moderación en el crecimiento de la economía (de 3.1% en 2024 a 2.8% en 2025 y 3% en 2026-27) y los precios de exportación (de 8.9% en 2024 a 3.9% en 2025 y 0.8% en 2026-27), esto se daría de manera gradual.

Perú: Evolución de los ingresos tributarios

Var. % real anual, promedio móvil

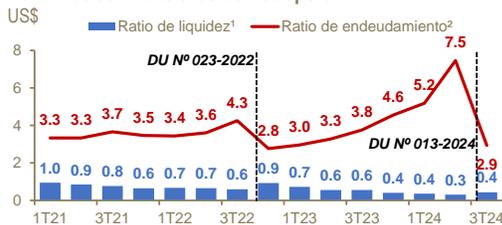


Fuente: BCRP, Thorne & Associates

Por último, en cuanto a los riesgos, vemos que han aumentado y que podrían añadir presiones adicionales negativas sobre el déficit fiscal. Entre las que ya se contemplan, se encuentran la insolvencia de la empresa estatal petrolera Petroperú, y las implicancias de la aprobación de la reforma al sistema de pensiones. Desde 2022, el gobierno ha venido incrementando el apoyo financiero a la petrolera: ese año recibió S/ 4,000 millones en aportes de capital; US\$ 750 millones para atender obligaciones de corto plazo, la cual fue capitalizada en 2024; y, entre 2022 y 2024, recibió garantías del gobierno, por medio del Banco de la Nación, hasta por US\$ 2,800 millones para financiar capital de trabajo. Si se considera que, en los últimos diez años, Petroperú ha contado con un resultado económico negativo promedio de -0.24% del PBI, aunado con los últimos rescates que el

Estado le ha otorgado, la empresa estatal revela fuertes problemas de solvencia que afectan las arcas fiscales. Asimismo, la reciente promulgación de la ley que reforma el sistema de pensiones del país, si bien busca garantizar una pensión justa, no resuelve el problema de baja densidad de cotización ya existente, y por el contrario implicaría un costo fiscal de al menos 0.5% del PBI, según las estimaciones más optimistas.

Perú: Ratios financieros de Petroperú



1/ Act. corrientes / Pas. corriente. 2/ Pasivo / Patrimonio.
 Fuente: Petroperú, Thorne & Associates

Entre otros potenciales riesgo, contemplamos los posibles incentivos de mayor gasto por parte del Ejecutivo. Con miras a las elecciones presidenciales de 2026, y ante los bajos índices de aprobación de los poderes del Estado, se da cabida a propuestas populistas que incrementen el gasto corriente. Es más, últimamente se han venido discutiendo propuestas como el aumento de la Remuneración Mínima Vital (RMV), medida que, en el pasado, ha solido ser implementada en épocas electorales y de baja aprobación presidencial. Específicamente, desde el año 2000, el aumento de la RMV ha sido utilizado como política populista pues de los últimos 14 incrementos, 12 han sido en dichas épocas.

Finalmente, contemplamos el riesgo de una posible reducción en los ingresos tributarios como consecuencia del (1) inicio de una nueva guerra comercial entre EEUU y China con la victoria de Trump, y (2) la aprobación de nuevas leyes por parte del Legislativo. En el pasado, la guerra comercial entre las dos potencias generó una reducción en la actividad económica global y en los precios de los *commodities*. De repetirse este escenario, estas presiones a la baja se volverían a dar, sobre todo en el cobre, lo que afectaría la recaudación tributaria de actividades

extractivas. Así, desde que comenzó la guerra comercial en junio de 2018 hasta diciembre de 2019, el índice de los precios de exportaciones peruanas se redujo en 4.6%, en donde el precio del cobre cayó en 12.6%. En esta ocasión esto podría intensificarse debido al mayor acercamiento de China al Perú, con la imposición de mayores aranceles por parte de EEUU a productos provenientes de puertos financiados por China alrededor del mundo, lo cual sería el caso del Puerto de Chancay, presionando los precios de las exportaciones a la baja debido a la pérdida de ventaja competitiva atribuida a mayores aranceles.

Perú: Índice de precio de las exportaciones y precio del cobre¹
 Índice, Junio 2018 = 100



1/ Seconsidera Junio de 2018 como mes previo al inicio de la guerra comercial.
 Fuente: BCRP, Thorne & Associates

Por otro lado, los proyectos de ley propuestos por el Legislativo también atentan contra la recaudación fiscal. Actualmente, el que más resalta es la aprobación del dictamen que busca derogar la Ley N° 31110, que dictamina el régimen agrario vigente. La nueva propuesta reduciría el IR de 29.5% a 15% hasta 2035 para las empresas agroindustriales, entre otros beneficios tributarios para el sector. Considerando el régimen agrario actual, solo el 13.7% de las unidades agrarias inscritas en Sunat se encuentran acogidas a la ley vigente, y el 2% concentra el 92% de los ingresos de los sujetos al régimen. De esta forma, los más beneficiados serían aquellos que concentran la mayor parte de la base imponible del sector, lo que significaría un impacto fiscal anual de S/ 1,850 millones (0.18% del PBI), según el MEF.

En octubre, la actividad económica habría recuperado dinamismo, a pesar de los paros de transportistas. El 15 de diciembre, el INEI publicará el dato de la producción nacional de octubre de 2024. La economía se

recuperaría al pasar de crecer 3.2% a/a en setiembre a 3.5% a/a en octubre, explicándose por la mayor evolución en el sector agropecuario y a pesar de los paros de transportistas. En dicho mes, el sector agropecuario se recuperó, al pasar de 1.1% a/a a crecer a una tasa de 13.4% a/a. Así, el subsector agrícola habría sido el responsable de dicho resultado al crecer a 21.1% a/a en octubre. En la misma línea, el sector construcción habría crecido 7.1% a/a; el subsector manufactura no primaria, ligado a la inversión, 5.4% a/a; y los sectores comercio y servicios, ligados al consumo, habrían registrado mejores tasas por segundo mes consecutivo: 3.7% a/a y 4.9% a/a, respectivamente. En cambio, el sector minería e hidrocarburos se habría debilitado por segundo mes consecutivo, al pasar de 1.1% a/a en setiembre a -2.2% a/a en octubre. En términos desestacionalizados, la economía crecería a 0.2% m/m en octubre.

El 1 de enero de 2025, el INEI publicará el dato de inflación de Lima Metropolitana de diciembre de 2024. En noviembre, la inflación se mantuvo por octavo mes consecutivo dentro del rango meta, no obstante, mostró un ligero repunte al pasar de 2.01% a/a en octubre a 2.27% a/a. Aun así, se prevé una ligera desaceleración en diciembre, proyectándose en 2.16% a/a, lo que sería 0.11 pp. menor al dato del mes anterior. Ello se explicaría, principalmente, por las menores presiones inflacionarias en productos como el gas y la carne, lo que afectaría a los rubros alimentos y energía. De esta forma, con nuestras proyecciones, la inflación promedio en 2024 sería de 2.37%. Por su lado, la inflación subyacente, que excluye alimentos y energía, se mantendría en 2.56% a/a en diciembre, explicado principalmente por el ligero aumento en el rubro de transporte, asociado al sector servicios.

*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.

Publicación de datos y proyecciones

Del 12 de diciembre de 2024 al 1 de enero de 2025

Mie 12-dic	Política monetaria (%) Tasa de interés de referencia del BCRP	Oct-24	Nov-24	Dic-24
		5.25	5.00	<u>5.00</u>
	Balanza comercial (% a/a, real)	Ago-24	Set-24	Oct-24
	Exportaciones	11.7	1.9	<u>25.3</u>
	Importaciones	9.5	0.0	<u>3.7</u>
	Operaciones del Sector Público No Financiero (% a/a, real)	Set-24	Oct-24	Nov-24
	Ingresos corrientes	19.8	2.8	<u>0.5</u>
	Gastos no financieros	44.3	1.1	<u>-6.4</u>
Vie 15-dic	Producto Bruto Interno Mensual (% a/a, real)	Ago-24	Set-24	Oct-24
	PBI (a/a)	3.7	3.2	<u>3.5</u>
	PBI (m/m, desestacionalizado)	0.9	-0.3	<u>0.2</u>
Jue 26-dic	Crédito al sector privado (% a/a)	Set-24	Oct-24	Nov-24
	Total	0.3	0.3	<u>0.3</u>
	A empresas	0.5	-0.1	<u>0.3</u>
Dom 01-ene	Índice de precios al consumidor (%)	Oct-24	Nov-24	Dic-24
	Inflación - Lima Metropolitana (a/a)	2.01	2.27	<u>2.16</u>
	Inflación - Lima Metropolitana (m/m)	-0.09	0.09	<u>0.29</u>
	Inflación sin alimentos ni energía - Lima Metropolitana (a/a)	2.50	2.56	<u>2.56</u>
	Inflación sin alimentos ni energía - Lima Metropolitana (m/m)	0.08	0.06	<u>0.36</u>

Fuentes: INEI, BCRP, estimaciones propias.



Revisión de datos del mes pasado

Jue	Balanza comercial (% a/a, real)	Jul-24	Ago-24	Set-24	Actual
14-nov	Exportaciones	17.5	11.7	<u>2.6</u>	1.9
	Importaciones	12.9	9.5	<u>5.8</u>	0.0
Jue	Operaciones del Sector Público No Financiero (% a/a, real)	Ago-24	Set-24	Oct-24	Actual
14-nov	Ingresos corrientes	3.3	19.8	<u>19.6</u>	2.8
	Gastos no financieros	8.9	44.3	<u>14.4</u>	1.1
Mar	Producto Bruto Interno Mensual	Jul-24	Ago-24	Set-24	Actual
15-nov	PBI (% a/a, real)	4.6	3.7	<u>2.9</u>	3.2
	PBI (% m/m, real, desestacionalizado)	1.7	0.9	<u>-0.2</u>	-0.3
Jue	Crédito al sector privado (% a/a)	Ago-24	Set-24	Oct-24	Actual
28-nov	Total	0.7	0.3	<u>0.3</u>	0.3
	A empresas	0.9	0.5	<u>0.5</u>	-0.1
Vie	Índice de precios al consumidor	Set-24	Oct-24	Nov-24	Actual
01-dic	Inflación - Lima Metropolitana (% a/a)	1.78	2.01	<u>2.29</u>	2.27
	Inflación - Lima Metropolitana (% m/m)	-0.24	-0.09	<u>0.11</u>	0.09
	Inflación sin alimentos ni energía - Lima Metropolitana (% a/a)	2.64	2.50	<u>2.56</u>	2.56
	Inflación sin alimentos ni energía - Lima Metropolitana (% m/m)	0.00	0.08	<u>0.06</u>	0.06
Jue	Confianza empresarial (50=neutral)	Set-24	Oct-24	Nov-24	Actual
05-dic	Expectativas de la economía a 3 meses	51.8	51.7	-	50.6
	Órdenes de compra con respecto al mes anterior	47.5	49.6	-	51.3
	Inventarios con respecto al mes anterior	50.0	51.6	-	47.9

Fuentes: INEI, BCRP, estimaciones propias.