

Perú: Actualización quincenal

- En su intento por consolidar las cuentas fiscales, el gobierno presentó el Presupuesto 2026 por S/257.6 mil millones, un crecimiento nominal de 2.3% y de 0% en términos reales.
- Inconsistencias en el nuevo presupuesto: salarios crecerían en 9.3% real, 6.3p.p. más que en 2025; mientras que la inversión pública caería en 15.2%.
- Proyectamos que el déficit fiscal sea de 2.6% en 2025 y luego suba a 3.2% en 2026. El MEF sigue subestimando el crecimiento de los gastos públicos, por lo que espera que el déficit baje hasta el límite de la regla fiscal.
- En 2025, la evolución a la fecha de los gastos no permitiría alcanzar la proyección del MEF. En 2026, las presiones vendrán por el contexto electoral y la poca capacidad del nuevo gobierno de realizar un ajuste, el aumento de los salarios y los varios riesgos fiscales –principalmente el mal manejo de Petroperú y la aprobación de leyes desde el Congreso–.
- BCRP recortaría su tasa en 25pbs en setiembre; PBI desestacionalizado habría caído a una tasa anualizada de 0.2% 3m/3m en julio; e inflación de Lima rebotaría a 1.62% a/a en setiembre.

MEF busca ajustar el gasto en el Presupuesto 2026, pero sus proyecciones estarían subestimadas. El MEF publicó el presupuesto para el año fiscal 2026, el cual asciende a S/257.6 mil millones, un crecimiento nominal de 2.3% y de 0% en términos reales. Ello podría sugerir menores presiones de gasto, y da pie a que el MEF siga proyectando que el déficit fiscal continúe en el límite de la regla fiscal, de 2.2% del PBI en 2025 y 1.8% en 2026. Nuestra perspectiva es que el crecimiento de los gastos estaría subestimado, por lo cual vemos que el déficit cerrará en 2.6% este año y luego subirá a 3.2% el siguiente. En principio el nuevo presupuesto presenta inconsistencias: el gasto en remuneraciones crecería 9.3% a/a real en 2026, 6.3p.p. más que en 2025; en cambio, la inversión pública caería en 15.2%. Asimismo, para que se concreten las proyecciones de gasto del MEF para 2025, los gastos de capital deberían caer en 18% en lo que resta del año y los gastos corrientes en 1%, algo poco creíble considerando su respectiva evolución reciente. Para 2026, vemos que la subestimación se concentra en los gastos corrientes. Nuestra proyección incorpora varios factores que impulsarían al alza este componente: elecciones de 2026, poca capacidad del nuevo gobierno de realizar un ajuste, aumento de los salarios y varios riesgos fiscales como el mal manejo de Petroperú y aprobación de leyes desde el Congreso que generan gasto.

Perú: Evolución del presupuesto del sector público

Como se indica

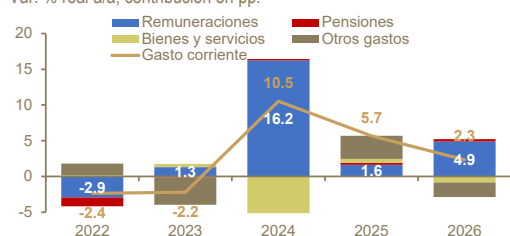


Fuente: MEF, Thorne & Associates

El 28 de agosto, el Consejo de Ministros aprobó por unanimidad el Proyecto de Ley de Presupuesto del Sector Público para 2026. Con ello, se dio por concluida la fase de formulación —a cargo del MEF— y se inició la fase de aprobación, responsabilidad del Congreso. Por un total de S/257.6 mil millones, el presupuesto registraría un incremento de 2.3% a/a en términos nominales, y 0% en términos reales. Si bien, a primera vista, podría interpretarse que el Gobierno estaría encaminado a cumplir su meta de consolidación fiscal, un análisis más profundo revela aspectos adicionales de carácter relevante y preocupante.

Ahora, el presupuesto 2026 asignaría S/166.6 mil millones para gastos corrientes, un incremento real de 2.3% respecto a 2025 que se vería impulsado únicamente por el crecimiento del pago de sueldo a los trabajadores. Este último crecería 9.3% para 2026, 6.3 pp. más que el crecimiento de 3% que observó la partida en el presupuesto de apertura de 2025. Así, aunque a nivel agregado el gasto corriente reflejaría un ajuste gradual, el detalle revela un incremento sostenido en las obligaciones derivadas de las prestaciones laborales otorgadas por el Estado, las cuales concentrarían el 36.3% del presupuesto público en 2026.

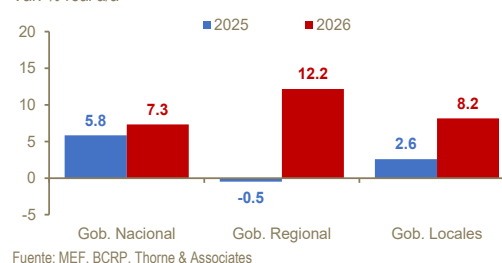
Perú: Contribución al crecimiento del gasto corriente
Var. % real a/a, contribución en pp.



Al desagregar el gasto que se destinaría para pagar la planilla del sector público de 2026, el 51.9% se destinaría para suplir las necesidades del Gobierno Nacional, y 40.2% y 7.9% para las de los gobiernos regionales y locales, respectivamente. Si bien, la participación se mantendría similar a la de

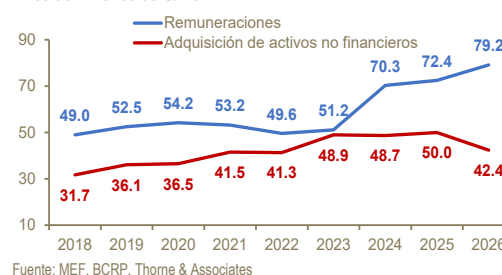
años anteriores, destaca el crecimiento por este concepto en el caso de los gobiernos subnacionales. En el caso de los gobiernos regionales, estos recibirían S/37.6 mil millones, un crecimiento de 12.2% en términos reales; mientras que los gobiernos locales recibirían, S/7.4 mil millones, 8.2% más que en 2025. Vale resaltar que 2026 sería el último año de gobierno de los alcaldes y gobernadores regionales, por lo que un aumento mayor a lo visto en 2025 resultaría importante destacar.

Perú: Presupuesto de apertura - Remuneraciones
Var. % real a/a



Por el contrario, el gasto de capital, al que se destinaría S/58.2 mil millones del presupuesto 2026, experimentaría una reducción real de 12.6%. Y es que el principal componente del gasto de capital es la inversión pública, partida que a diferencia del gasto corriente genera beneficios directos a la economía por medio de la mejora en infraestructura. Considerando que la inversión pública en 2026 se reduciría en 15.2%, esto significaría un retroceso a niveles de 2022 en términos reales, mientras que el gasto en remuneraciones habría crecido pronunciadamente desde la misma fecha.

Perú: Presupuesto de apertura
Miles de millones de S/ 2021



En agregado, la aprobación de este presupuesto podría sugerir menores presiones sobre el déficit fiscal. Es más, de acuerdo con la reciente publicación del Marco Macroeconómico Multianual (MMM) 2025-2029, el MEF sigue proyectando que el déficit baje de 3.5% del PBI en 2024 hasta el límite establecido por la regla fiscal: en 2.2% del PBI en 2025 y 1.8% en 2026. Sin embargo, no vemos que esta proyección se pueda sostener, principalmente por una subestimación del gasto público. Nosotros consideramos que el déficit fiscal sea de 2.6% este año, y luego suba a 3.2% en 2026.

Esta subestimación ya se comienza a apreciar en la proyección para este año. El MEF proyecta una caída real de los gastos de capital de 4.8%, y un crecimiento de los gastos corrientes de solo 2.7%, ubicándose en 5.5% y 14.3% del PBI, respectivamente. Tomando en cuenta que ambos crecieron en 7.6% y 4.9% hasta agosto, el MEF estaría esperando que el primero caiga en 18% en lo que resta del año y el segundo lo haga en 1%, algo poco creíble considerando su respectiva evolución en los últimos años. Nuestra proyección para este año indica que los gastos de capital solo caerían en 1.6%, y los gastos corrientes subirían en 6.2%, con lo cual se ubicarían en 5.6% del PBI y 14.7%, respectivamente.

Perú: Gastos no financieros del gobierno general

Var. % real a/a

	2011-2019	2023-2024	Hasta Agosto 2025 ¹	MEF		Thorne & Associates	
				2025 (p)	2026 (p)	2025 (p)	2026 (p)
Gastos no financieros	4.8	1.3	5.6	0.5	0.5	3.9	4.2
Gastos corrientes	5.7	-0.1	4.9	2.7	1.0	6.2	5.5
Gastos de capital	2.7	6.0	7.6	-4.8	-0.7	-1.6	0.8

^{1/} Incluye el dato preliminar del mes de agosto de 2025.

Fuente: BCRP, MEF (MMM 2026-2029), Thorne & Associates

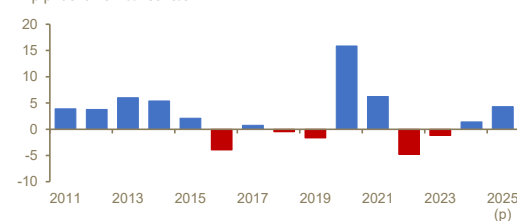
Para 2026, la subestimación se observaría principalmente en los gastos corrientes. Lo primero a señalar es la discrepancia entre lo publicado en el presupuesto y en el MMM. Como se mencionó anteriormente, el presupuesto considera un crecimiento real de este componente de 2.3%, mientras que el

MEF asume que solo crecería en 1%. Nuestra proyección es más conservadora, de 5.5%, similar a su crecimiento promedio previo a la pandemia. Esta proyección considera que las presiones seguirán elevadas durante el 4T25 y el 1S26 debido al contexto electoral, en donde habrá una participación histórica de 39 organizaciones políticas, y la continuidad de mayores presiones de gasto en salarios.

Nuestra proyección también se sustenta en que, históricamente, el MEF ha tendido a subestimar el crecimiento real de los gastos corrientes. En los últimos 15 años, en 10 ocasiones el error de proyección –diferencia entre el valor observado y proyectado por el MEF– fue positivo, con un promedio de +4.1p.p. excluyendo los años 2020 y 2021. Antes de la pandemia, solo en tres ocasiones el error de proyección fue negativo, destacando el año 2016, con un error de proyección de -4p.p., que coincidió con la elección de un gobierno de derecha que implementó un ajuste de los gastos corrientes. Para 2026, si bien nuestro escenario base contempla la elección de un gobierno de centro-derecha, no vemos que tenga la capacidad de realizar un fuerte ajuste debido a las presiones del poder Legislativo, por lo que existe una alta probabilidad que los gastos corrientes sigan elevados.

Perú: Error de proyección del gasto corriente

En p.p. de la var. % real a/a



^{1/} Diferencia entre la proyección del MEF en el año anterior y el dato observado del respectivo año.

Fuente: BCRP, MEF (MMM), Thorne & Associates

Por último, los riesgos continúan anclados al alza, con lo cual no sería factible ver una moderación de este componente. Entre los principales riesgos, se destacan el mal manejo de las cuentas financieras de Petroperú y la publicación de leyes desde el Congreso que generen presiones de gastos –recientemente se aprobó un dictamen de ley que sube las

pensiones de docentes jubilados y cesantes a S/3,300, lo cual tendría un costo fiscal anual de 0.4% del PBI—, con un impacto elevado. Otro riesgo importante, aunque de baja probabilidad por el momento, es la posibilidad de una victoria de un partido de izquierda en 2026 que aplique una política fiscal expansiva. Por último, otros dos riesgos son la pérdida de arbitrajes y litigios por la Municipalidad de Lima, con un impacto mediano, y shocks domésticos que conlleven mayores necesidades de gastos, con un impacto bajo.

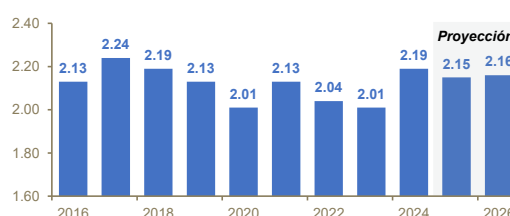
Perú: Evaluación de riesgos relacionados a los gastos públicos

Riesgos	Impacto
Mal manejo de las cuentas de Petroperú y nuevos salvatajes por parte del Gobierno	Alto ●
Publicación de leyes del Congreso que generen presiones de gasto o costos tributarios	Alto ●
Victoria de un partido de izquierda en 2026 que continúe con una política fiscal expansiva	Alto ●
Pérdidas de arbitrajes y litigios de la Municipalidad Metropolitana de Lima	Mediano ●
Shocks domésticos (climáticos y/o sociales)	Bajo ●

Fuente: Thorne & Associates

Por el lado de los ingresos, para 2026 la diferencia no sería muy sustancial. Proyectamos que los ingresos del gobierno general se ubiquen en 19.1% del PBI, ligeramente menor al estimado del MEF de 19.2%. Esto se explica porque esperamos un menor crecimiento del PBI, de 2.6% frente al 3.2% del MEF. No obstante, lo más relevante es que estas proyecciones tienen un sesgo a la baja por el aumento de los gastos tributarios. La Sunat estima que estos gastos subieron hasta 2.19% del PBI en 2024, y que luego bajarán a 2.15% en 2025 y 2.16% en 2026. Sin embargo, esta estimación podría verse afectada por la reciente aprobación de proyectos de leyes que perjudican la recaudación tributaria, entre las que destacan la creación de Zonas Económicas Especiales de Turismo y la ley que otorga incentivos fiscales a las agroexportadores, que tendrían un costo fiscal anual de 0.2% del PBI, respectivamente.

Perú: Evolución de los gastos tributarios % del PBI



Fuente: MEF (MMM), Sunat, Thorne & Associates

Déficit fiscal anualizado aumentaría ligeramente en agosto. El 11 de setiembre el BCRP publicará los datos del sector público no financiero de agosto, para el que esperamos el déficit fiscal anualizado aumente a -2.7%, al esperar un mayor crecimiento de los gastos no financiero y una desaceleración de los ingresos corrientes. En términos reales, el gasto no financiero pasaría de 4.1% a/a a 8.3%; mientras que los ingresos corrientes se desacelerarían nuevamente de 2.5% a/a a 1%.

El 15 de setiembre de 2025, el INEI publicará el dato de producción nacional de julio de 2025. En términos desestacionalizados, proyectamos que la economía retroceda a una tasa anualizada de -0.2% 3m/3m luego de crecer 0.5% en mayo. En términos interanuales, la economía se habría desacelerado en julio, pasando de 4.5% a/a a 2.8%, debido al menor dinamismo de la manufactura, construcción y comercio, así como a la desaceleración de los derechos de importación. La desaceleración de la manufactura no primaria habría explicado en gran parte la disminución para nuestra proyección de crecimiento en todo el sector de 7.3% a/a a 3.7% en julio; mientras que la desaceleración de la construcción se debería a un retroceso en el avance físico de obras, generando que el sector pase de 9.6% a 2.6%. La desaceleración en la proyección del sector comercio se daría ante una reducción en los datos de electricidad e ingresos tributarios, lo que explicaría que nuestra proyección para el sector en julio se posiciones en 2.3%, luego de alcanzar 3.1% en junio. Finalmente, la contracción en la recaudación real por IGV en julio nos llevaría a proyectar una

desaceleración de los derechos de importación de 10% a 1.8% en el mismo mes.

Por último, el 1 de octubre de 2025, el INEI publicará el dato de inflación de Lima Metropolitana de setiembre. Esperamos que la inflación se acelere a 0.27% m/m, luego de contraerse en agosto; igualmente, la tasa interanual pasaría a 1.62% a/a luego de registrar una tasa de 1.11% en agosto, la más baja desde 2018. El resultado en setiembre se explicaría por un incremento en los precios del rubro alimentos y bebidas no alcohólicas, específicamente por el mayor aumento en los precios de las frutas, y pescados y mariscos; al igual que el menor retroceso en el precio de las hortalizas y legumbres, y de la leche, queso y huevos. Por su lado, esperamos que la inflación subyacente, que excluye alimentos y energía, registre una tasa de 0.08% m/m en setiembre; mientras que la tasa interanual se incrementaría a 1.80% a/a. Si bien mantenemos nuestra proyección para el cierre del año en 2%, de continuar estas bajas presiones en los próximos meses, nuestra proyección podría revisarse a la baja entre 0.1p.p. y 0.2p.p.

*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 11 de setiembre al 1 de octubre de 2025

Jue 11-set	Política monetaria	Jul-25	ago-25	Set-25
	Tasa de interés de referencia del BCRP	4.50	4.50	<u>4.25</u>
	Balanza comercial (% a/a, real)	May-25	Jun-25	Jul-25
	Exportaciones	-7.2	-1.5	<u>-4.8</u>
	Importaciones	18.1	17.9	<u>10.8</u>
	Balanza comercial (millones de US\$)	May-25	Jun-25	Jul-25
	Balanza comercial	1 611	2 523	<u>2 496</u>
	Operaciones del Sector Público No Financiero (% a/a, real)	Jun-25	Jul-25	ago-25
	Ingresos corrientes	16.8	2.5	<u>1.0</u>
	Gastos no financieros	10.8	4.1	<u>8.3</u>
	Deficit fiscal (% del PBI, 12 meses acum.)	Jun-25	Jul-25	ago-25
	Deficit fiscal	-2.6	-2.6	<u>-2.7</u>
Lun 15-set	Producto Bruto Interno Mensual (% a/a, real)	May-25	Jun-25	Jul-25
	PBI (a/a)	2.7	4.5	<u>2.8</u>
	PBI (3m/3m, desestacionalizado y anualizado)	1.7	0.5	<u>-0.2</u>
	PBI (m/m, desestacionalizado)	-0.2	-0.2	<u>0.6</u>
Jue 25-set	Crédito al sector privado (% a/a)	Jun-25	Jul-25	ago-25
	Total	2.9	3.8	<u>3.7</u>
	A empresas	2.3	3.1	<u>2.7</u>
Mie 01-oct	Índice de precios al consumidor (%)	Jul-25	ago-25	Set-25
	Inflación - Lima Metropolitana (a/a)	1.69	1.11	<u>1.62</u>
	Inflación - Lima Metropolitana (m/m)	0.23	-0.29	<u>0.27</u>
	Inflación sin alimentos ni energía - Lima Metropolitana (a/a)	1.68	1.72	<u>1.80</u>
	Inflación sin alimentos ni energía - Lima Metropolitana (m/m)	0.18	0.05	<u>0.08</u>

Fuentes: INEI, BCRP, estimaciones propias.

Revisión de datos del mes pasado

Jue	Confianza empresarial (50=neutral)	May-25	Jun-25	Jul-25	Actual
7-ago	Expectativas de la economía a 3 meses	54.0	52.9	<u>52.1</u>	54.6
	Órdenes de compra con respecto al mes anterior	55.3	54.9	<u>54.6</u>	54.3
	Inventarios con respecto al mes anterior	53.6	54.9	<u>55.0</u>	54.1
Jue	Política monetaria	Jun-25	Jul-25	Ago-25	Actual
14-ago	Tasa de interés de referencia del BCRP	4.50	4.50	<u>4.25</u>	4.50
	Balanza comercial (% a/a, real)	Abr-25	May-25	Jun-25	Actual
	Exportaciones	5.6	-7.2	<u>-9.5</u>	-1.5
	Importaciones	6.8	18.1	<u>17.3</u>	17.9
	Balanza comercial (millones de US\$)	Abr-25	May-25	Jun-25	Actual
	Balanza comercial	1 528	1 611	<u>1 863</u>	2 523
	Operaciones del Sector Público No Financiero (% a/a, real)	May-25	Jun-25	Jul-25	Actual
	Ingresos corrientes	9.7	16.8	<u>9.0</u>	2.5
	Gastos no financieros	5.4	10.8	<u>15.0</u>	4.1
	Deficit fiscal (% del PBI, 12 meses acum.)	May-25	Jun-25	Jul-25	Actual
	Deficit fiscal	-2.6	-2.6	<u>-2.7</u>	-2.6
Vie	Producto Bruto Interno Mensual (% real)	Abr-25	May-25	Jun-25	Actual
15-ago	PBI (a/a)	1.4	2.7	<u>4.7</u>	4.5
	PBI (3m/3m, desestacionalizado y anualizado)	2.1	1.7	<u>2.8</u>	0.5
	PBI (m/m, desestacionalizado)	0.2	-0.2	<u>0.1</u>	-0.2
Jue	Producto Bruto Interno Trimestral (% real)	4T24	1T25	2T25	Actual
21-ago	PBI (t/t, desestacionalizado y anualizado)	0.9	5.9	<u>2.8</u>	1.9
	Consumo privado (t/t, desestacionalizado y anualizado)	4.1	3.9	<u>6.3</u>	5.2
	Inversión privada (t/t, desestacionalizado y anualizado)	2.9	4.5	<u>2.7</u>	13.8
Jue	Crédito al sector privado (% a/a)	May-25	Jun-25	Jul-25	Actual
28-ago	Total	2.4	2.9	<u>3.5</u>	3.8
	A empresas	2.3	2.3	<u>3.1</u>	3.1
Lun	Índice de precios al consumidor (%)	Jun-25	Jul-25	Ago-25	Actual
01-set	Inflación - Lima Metropolitana (a/a)	1.69	1.69	<u>1.64</u>	1.11
	Inflación - Lima Metropolitana (m/m)	0.13	0.23	<u>0.23</u>	-0.29
	Inflación sin alimentos ni energía - Lima Metropolitana (a/a)	1.69	1.68	<u>1.70</u>	1.72
	Inflación sin alimentos ni energía - Lima Metropolitana (m/m)	0.07	0.18	<u>0.03</u>	0.05

Fuentes: INEI, BCRP, estimaciones propias.