

Perú: Actualización quincenal

- Revisamos nuestra proyección del déficit fiscal de 2.6% del PBI a 2.2% para 2025; para 2026 seguimos manteniendo nuestra proyección en 3.4%.
- Pese a que se alcanzaría la meta fiscal este año, el aumento de los gastos corrientes y gastos en defensa, y la ausencia de ingresos extraordinarios, llevarían a un nuevo incumplimiento de la regla fiscal en 2026.
- Nuestra proyección de gastos incluye 3 proyectos de ley que significan un gasto corriente de 1% del PBI, y operaciones de endeudamiento para proyectos de inversión del sector Defensa por 0.7% del PBI.
- Presupuesto de 2026 otorgaría mayor peso a los gastos permanentes: presupuesto para salarios crecería 10.2% a/a real. Además, también asignaría un mayor presupuesto para gastos electorales (+272% real).
- Economía mantendría su buen desempeño en octubre al crecer 3.8% a/a, ligeramente menor al 3.9% en setiembre; la tasa anualizada en el cálculo de 3m/3m subiría de 4.9% a 5%. La inflación cerraría el año en 1.58% a/a. El déficit fiscal se mantendría en 2.3% del PBI en noviembre.

El gobierno lograría cumplir con la meta fiscal de 2025 por un margen reducido, pero mayores gastos en salarios y del sector Defensa llevarían a un incumplimiento en 2026. Estamos revisando nuestra proyección del déficit fiscal de 2.6% del PBI a 2.2% para este año. El mejor resultado obedece al fuerte crecimiento de los ingresos tributarios por mayores precios de las materias primas, y también al ajuste del gasto que viene realizando el gobierno en el 4T25. Sin embargo, para 2026 mantenemos nuestra proyección del déficit en 3.4%. Por un lado, revisamos al alza nuestra proyección de los ingresos tributarios de 14.9% del PBI a 15.2%, explicada por la mejor perspectiva de crecimiento de los precios de commodities y de la economía. Por otro lado, el gasto público se revisa de 20.8% a 21.3%. Si bien revisamos ligeramente la proyección de gastos corrientes de 15.5% a 15.4%, seguiría siendo 1p.p. mayor a 2025. Esto se debe a (i) las mayores presiones de gasto salarial en el presupuesto, el cual crecería 10.2% a/a real y representaría el 36% del presupuesto total; (ii) el mayor presupuesto para gastos electorales, que subirán 272% en términos reales; y (iii) la incorporación de 3 proyectos de Ley que se vienen aprobando en el Congreso, que generarán un gasto de 1% del PBI. Además, revisamos la proyección de gastos de capital de 5.3% a 5.9%, explicado por la aprobación de operaciones de endeudamiento para proyectos de inversión en el sector Defensa, que representan un gasto de 0.7% del PBI.

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

% del PBI

	2024	2025 (p)		2026 (p)	
		Set-25	Dic-25	Set-25	Dic-25
1. Ingresos corrientes	18.7	19.4	19.3	19.1	19.4
Ingresos tributarios	14.4	15.1	15.1	14.9	15.2
Ingresos no tributarios	4.3	4.3	4.2	4.2	4.2
2. Gastos no financieros	20.7	20.3	20.1	20.8	21.3
Gastos corrientes	14.6	14.6	14.4	15.5	15.4
Gastos de capital	6.1	5.6	5.6	5.3	5.9
3. Otros¹	0.2	0.1	0.2	0.0	0.1
4. Resultado primario (1. - 2. + 3.)	-1.8	-0.8	-0.6	-1.6	-1.7
5. Intereses	1.7	1.8	1.7	1.8	1.7
6. Resultado económico (4. - 5.)	-3.4	-2.6	-2.2	-3.4	-3.4

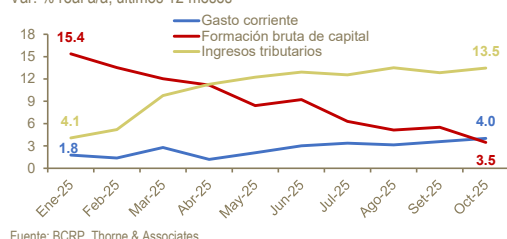
^{1/} Incluye ingresos de capital del gobierno general y resultado primario de las empresas públicas.

Fuente: BCRP, Thorne & Associates (estimaciones propias)

Con el 2025 llegando a su fin, este año quedará marcado como aquel en el que los ingresos del gobierno evitaron un nuevo quiebre de la regla fiscal. Y es que, sin considerar 2021 y 2022—años impulsados por la reapertura económica tras la pandemia—, en lo que va del 2025 las tasas de crecimiento real de los ingresos han reportado sus tasas más altas desde 2018.

En detalle, los ingresos tributarios acumulados de los últimos 12 meses pasaron de crecer 4.1% a/a a inicios de año a 13.5% al cierre de octubre. En cambio, los gastos corrientes aumentaron su crecimiento al pasar de 1.8% a 4%, y el gasto de capital destinado a la inversión se desaceleró de 15.4% a 3.5% durante el mismo periodo. Esto permite notar que, a pesar del impulso extraordinario que ha experimentado el erario público, se ha dado mayor prioridad a los gastos corrientes o gastos rígidos¹, en lugar del gasto en inversión, que se traduce en mejoras de productividad de largo plazo.

Perú: Cuentas fiscales del sector público no financiero
Var. % real a/a, últimos 12 meses



Fuente: BCRP, Thorne & Associates

Así, nuestras actualizaciones de proyecciones de las cuentas fiscales se dan en un contexto en donde las mejoras responden principalmente a un shock positivo, pero transitorio, de los ingresos fiscales que estaría financiando de manera inadecuada compromisos de gasto permanente. Para 2025, reducimos nuestra previsión del déficit fiscal de 2.6% del PBI a 2.2%; mientras que para 2026 esta pasaría de 3.4% a 3%. Esto implicaría que el MEF cumpliría con la meta fiscal para el presente año, pero aún seguiría lejos de hacerlo para los siguientes.

¹ Los gastos públicos rígidos se definen como aquellos son aquellos compromisos difíciles de modificar en el

Perú: Deficit fiscal del gobierno general
% del PBI



Fuente: BCRP, Thorne & Associates

En 2025, la mayor reducción del déficit fiscal se daría por el lado de los ingresos tributarios que, si bien mantenemos nuestra proyección de 15.1% del PBI, significaría un incremento de 0.7p.p. respecto a 2024. Ahora, nuestra revisión de -0.4p.p. en nuestra proyección del déficit fiscal de 2025 responde principalmente al menor crecimiento de lo esperado de los gastos corrientes en el 3T25 y a los ajustes fiscales por S/ 1.2 mil millones (0.1% del PBI) anunciados por el MEF para noviembre y diciembre, principalmente de los gastos en bienes y servicios. A esta también contribuyen los mejores resultados primarios de las empresas estatales y el menor pago de intereses, que justifican una reducción adicional de 0.2p.p. en el déficit.

Sin embargo, para 2026 mantenemos nuestra proyección del déficit fiscal en 3.4% del PBI. Por un lado, corregimos al alza los ingresos tributarios en +0.3p.p., justificado por la mejora de nuestra previsión de los precios de los commodities, lo que permitiría que los precios de las exportaciones y los términos de intercambio alcancen nuevos niveles históricos, y también por la mejora en nuestras perspectivas de la economía, que se desaceleraría a un menor ritmo en dicho año. Aunque esperamos que las tasas de crecimiento vistas en 2025 se diluyan para el siguiente año, la recaudación tributaria se mantendría en un nivel similar como % del PBI: en 15.2% en 2026, ligeramente mayor al 15.1% de 2025.

Sin embargo, esto sería compensado por una mayor evolución del gasto. Aunque revisamos

corto plazo, tales como las remuneraciones, pensiones y servicios de la deuda.

ligeramente a la baja la proyección de los gastos corrientes en -0.1p.p., a 15.4% del PBI, seguiría siendo 1p.p. mayor al resultado de 2025. Sobre los gastos de capital, estamos corrigiendo nuestra proyección en +0.6p.p., a 5.9%.

Este incremento del gasto corriente responde a tres factores. El primero a la distribución del presupuesto de 2026, el cual prioriza el gasto rígido. Según la Ley de Presupuesto aprobada por el Congreso el 29 de noviembre, se asignó un presupuesto de S/94 mil millones para salarios, un incremento real de 10.2% a/a, ocupando el 36% del presupuesto total. Esto representa un incremento significativo respecto del periodo 2019-2025, donde se registró un crecimiento real promedio de 5.8%, y una proporción del presupuesto total del 29%. Esto se da a costa de la reducción del presupuesto para la inversión pública y la reserva de contingencia, que caerían a una tasa real de 14.9% y 42.1%, respectivamente.

Perú: Evaluación del Presupuesto Público 2026

Como se indica

	Var. % real a/a		% del total	
	Promedio 2019-2025	2026	Promedio 2019-2025	2026
Total:	3.2	0.3	100	100
Gastos corrientes	2.7	4.1	61	64
Salarios	5.8	10.2	29	36
Pensiones	-0.4	4.0	7	6
Bienes y servicios	-1.7	-2.1	19	15
Resto	4.6	-11.0	6	6
Proyectos	2.4	-11.6	26	22
Adquisición de activos no fin.	6.7	-14.9	22	19
Resto	-16.5	29.6	4	2
Reserva de contingencia	5.2	-42.1	3	2
Servicio de la deuda	8.1	16.5	10	13

Fuente: MEF, Thorne & Associates

El nuevo presupuesto también brinda señales de que estas presiones de gastos permanentes serían mayores. Vemos que hubo dos incrementos importantes respecto al presupuesto presentado por el Ejecutivo en agosto: el de planilla y de bienes y servicios, que aumentaron en S/419 millones y S/380 millones, respectivamente. Esto fue compensado por una reducción en el presupuesto para la reserva de contingencia, en S/622 millones, y para otros gastos corrientes, en S/211 millones. Esto refuerza la posibilidad de que el Congreso pueda seguir ejerciendo presión sobre la evolución de los gastos corrientes.

Perú: Cambios en el Presupuesto Aprobado¹

Millones de S/



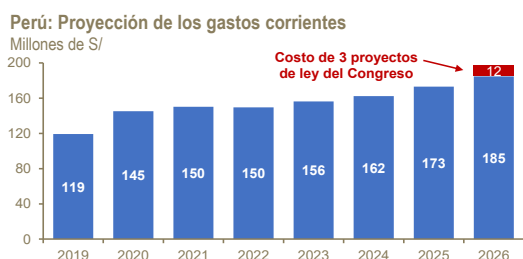
1/ Diferencia entre el presupuesto aprobado en el Congreso y el presentado por el Ejecutivo.
Fuente: Congreso del Perú, Thorne & Associates

Respecto al presupuesto para la inversión pública, este aumentó solo en S/24 millones, pero su distribución por nivel de gobierno resulta más importante: el del gobierno nacional se redujo en S/1,867 millones, pero aumentó el de los gobiernos locales en S/1,594 millones y de los regionales en S/297 millones. El riesgo de ello es que, al ser el último año de los gobiernos subnacionales, podría incentivar a una ejecución acelerada, pero de mala calidad técnica.

El segundo factor es la necesidad de mayor gasto por las elecciones. El presupuesto para las entidades encargadas es de S/2.1 mil millones, un incremento real de 272% a/a. Más aún, según el presidente del JNE, sigue existiendo una brecha de S/2.3 mil millones para el desarrollo normal de las elecciones. Si bien este incremento es poco factible, es importante notar que este gasto resultaría mayor. Primero porque en 2026 coincidirán las elecciones generales y las regionales y municipales —en 2006, el último en que coincidieron ambas, el gasto devengado fue 20% mayor al presupuesto inicial—; y segundo por la histórica participación de 39 organizaciones políticas, que ejercerán mayor presión de gasto.

El tercero, y más importante, es la aprobación de proyectos de ley que generarán mayor gasto público a partir de 2026, y que no están incluidos en el presupuesto actual. Nuestra proyección incluye los siguientes: (i) el PL 01901/2021-CR, que aumenta el pago de CTS y aguinaldos para trabajadores CAS por un costo anual de S/3 mil millones; (ii) el PL 03864/2022-CR, que establece que la pensión para docentes jubilados sea proporcional a

una remuneración mensual, por S/5.7 mil millones; y (iii) el PL 12345/2025-CR, que propone incrementar los aguinaldos para todos los servidores públicos, por S/3.6 mil millones. Aunque estos dos últimos están pendiente de aprobación, el Ejecutivo no ha brindado señales de que vaya a bloquearlas. Estas medidas generarían un impacto de S/12 mil millones (1% del PBI), y llevarían a que los gastos corrientes crezcan a una tasa real de 11.7% a/a; sin ellas, crecerían solo 4.7%, y se mantendrían en 14.4% del PBI en 2026.



Fuente: Congreso del Perú, MEF, Thorne & Associates

La revisión al alza de los gastos de capital se explica porque, pese al menor presupuesto asignado en 2026, se han aprobado operaciones de endeudamiento para proyectos de inversión en el sector Defensa por S/7.9 mil millones o 0.7% del PBI. Este sería el segundo año consecutivo en el que se le asigna un monto significativo a este sector —en 2025 se le asignó un monto de S/12.7 mil millones o 1.1% del PBI. Vemos que ello representa un riesgo severo para las finanzas públicas debido a que el gobierno no estaría siendo transparente al incluir este mayor gasto en el presupuesto, y porque generaría una presión al alza en la trayectoria del déficit fiscal y la deuda pública.

Perú: Operaciones de concertaciones internas

Como se indica

	Millones de S/			% del PBI		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026
Defensa Nacional	460	12 652	7 923	0.0	1.1	0.7
Resto de sectores	12 093	2 708	1 639	1.1	0.2	0.1
Apoyo a la balanza de pagos	25 095	22 288	28 831	2.3	2.0	2.6
Bonos ONP	46	46	42	0.0	0.0	0.0
Total	37 694	37 694	38 435	3.4	3.4	3.5

Fuente: MEF, Thorne & Associates

Así es como la ministra de Economía, Denisse Miralles, asegura que con la aprobación del Presupuesto 2026 “se ha logrado redistribuir de manera más equitativa los recursos y mantener la responsabilidad fiscal”; sin embargo, la falta de transparencia, junto con las omisiones y menores asignaciones a recursos clave que este presenta demuestran todo lo contrario.

La economía mantendría su fuerte dinamismo en octubre.

El 15 de diciembre de 2025, el INEI publicará el dato de producción nacional de octubre de 2025. En el primer mes del 4T25, la economía mantendría una tasa acelerada, pero ligeramente menor al mes de setiembre, al pasar de 3.9% a/a a 3.8%. Ajustando por estacionalidad, la tasa anualizada a tres meses aumentaría de 4.9% 3m/3m a 5%. En el análisis interanual, los sectores que impulsarían el crecimiento en octubre serían pesca, minería y manufactura; mientras que aquellos ligados al consumo, que ha impulsado el crecimiento en los últimos trimestres, serían servicios junto con derechos de importación y otros impuestos, los cuales equivalen al 45.4% de la actividad económica. Prevemos que el primero pase de crecer 3.2% a/a a 3.6% en octubre, mientras que el segundo lo haría de 4.3% a/a a 5%, ante la espera de una mayor recaudación del IGV. Por el contrario, los sectores agropecuario y construcción se desacelerarían a tasas más pronunciadas: el primero de 12.1% a/a en setiembre a tan solo 1.9%, y el segundo de 10.2% a/a a 5.2%. En los siguientes meses esperamos que la economía se siga debilitando, pero a un ritmo gradual, por lo cual el 4T25 cerraría con un crecimiento de 3%, y de 3.2% en todo el año.

El 18 de diciembre el BCRP publicará los datos del sector público no financiero de noviembre, para el que esperamos el déficit fiscal anualizado se mantenga en 2.3% del PBI, manteniéndose a 0.1p.p. por encima de la meta fiscal de 2.2% para 2025. Así, si bien en términos reales los ingresos corrientes se desacelerarían de 10.5% a/a a 4.7%, los gastos no financieros del sector público harían lo contrario al pasar de 2.1% a/a a 6.8% en

octubre. Cabe resaltar que, sin las medidas de ajuste del gobierno, los gastos hubiesen crecido 8.9%. De todas maneras, vemos que la mayor corrección a la baja de los gastos se observaría en diciembre.

Por último, el 1 de enero de 2026, el INEI publicará el dato de inflación de Lima Metropolitana de diciembre. En noviembre, la inflación presentó una ligera aceleración al aumentar a 0.11% m/m y 1.37% a/a. Para diciembre, esperamos un mayor avance en el aumento de los precios, posicionándose en 0.31% m/m y 1.58% a/a. El mayor crecimiento de la inflación en el último mes del año se explicaría principalmente ante la perspectiva de un mayor aumento en los precios de alimentos y bebidas no alcohólicas, ante una menor caída en los precios de la carne. Por su lado, la inflación que excluye alimentos y energía registraría una tasa de 0.39% m/m en diciembre; mientras que la tasa interanual alcanzaría el 1.76% a/a, similar al de noviembre. En un contexto de apreciación cambiaria, esperamos que los precios de productos importados sigan manteniendo la inflación en el tramo inferior del rango meta hasta el 3T26.

*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 diciembre de 2025 al 1 de enero de 2026

Jue 11-dic	Política monetaria Tasa de interés de referencia del BCRP	Oct-25 Nov-25 Dic-25
		4.25 4.25 <u>4.25</u>
	Balanza comercial (% a/a, real)	Ago-25 Set-25 Oct-25
	Exportaciones	2.6 9.4 <u>0.9</u>
	Importaciones	9.3 12.7 <u>10.4</u>
	Balanza comercial (millones de US\$)	Ago-25 Set-25 Oct-25
	Balanza comercial	2 705 3 654 <u>2 332</u>
Lun 15-dic	Producto Bruto Interno Mensual (% real)	Ago-25 Set-25 Oct-25
	PBI (a/a)	3.0 3.9 <u>3.8</u>
	PBI (3m/3m, desestacionalizado y anualizado)	2.8 4.9 <u>5.0</u>
	PBI (m/m, desestacionalizado)	0.2 0.2 <u>0.3</u>
Jue 18-dic	Operaciones del Sector Público No Financiero (% a/a, real)	Set-25 Oct-25 Nov-25
	Ingresos corrientes	-7.3 10.5 <u>4.7</u>
	Gastos no financieros	-14.4 2.1 <u>6.8</u>
	Deficit fiscal (% del PBI, 12 meses acum.)	Set-25 Oct-25 Nov-25
	Deficit fiscal	-2.5 -2.3 <u>-2.3</u>
Jue 24-dic	Crédito al sector privado (% a/a)	Set-25 Oct-25 Nov-25
	Total	5.0 5.6 <u>5.8</u>
	A empresas	3.8 5.0 <u>5.0</u>
Jue 01-ene	Índice de precios al consumidor (%)	Oct-25 Nov-25 Dic-25
	Inflación - Lima Metropolitana (a/a)	1.35 1.37 <u>1.58</u>
	Inflación - Lima Metropolitana (m/m)	-0.10 0.11 <u>0.31</u>
	Inflación sin alimentos ni energía - Lima Metropolitana (a/a)	1.77 1.77 <u>1.76</u>
	Inflación sin alimentos ni energía - Lima Metropolitana (m/m)	0.04 0.06 <u>0.39</u>

Fuentes: INEI, BCRP, estimaciones propias.

Revisión de datos del mes pasado

Jue 13-nov	Política monetaria	Set-25	Oct-25	Nov-25	Actual
	Tasa de interés de referencia del BCRP	4.25	4.25	4.25	4.25
	Balanza comercial (% a/a, real)	Jul-25	Ago-25	Set-25	Actual
	Exportaciones	-6.8	2.6	-3.3	9.4
	Importaciones	15.4	9.3	12.0	12.7
	Balanza comercial (millones de US\$)	Jul-25	Ago-25	Set-25	Actual
	Balanza comercial	2 050	2 705	2 786	3 654
	Operaciones del Sector Público No Financiero (% a/a, real)	Ago-25	Set-25	Oct-25	Actual
	Ingresos corrientes	23.5	-7.3	-0.6	10.5
	Gastos no financieros	5.7	-14.4	-1.9	2.1
	Deficit fiscal (% del PBI, 12 meses acum.)	Ago-25	Set-25	Oct-25	Actual
	Deficit fiscal	-2.4	-2.5	-2.3	-2.3
Sáb 15-nov	Producto Bruto Interno Mensual (% real)	Jul-25	Ago-25	Set-25	Actual
	PBI (a/a)	3.3	3.0	3.1	3.9
	PBI (3m/3m, desestacionalizado y anualizado)	0.5	2.8	3.7	4.9
	PBI (m/m, desestacionalizado)	1.0	0.2	0.2	0.2
Jue 20-nov	Producto Bruto Interno Trimestral (% real)	1T25	2T25	3T25	Actual
	PBI (a/a)	4.0	2.6	3.2	3.4
	PBI (t/t, desestacionalizado y anualizado)	3.2	3.4	3.7	4.9
Jue 27-nov	Crédito al sector privado (% a/a)	Ago-25	Set-25	Oct-25	Actual
	Total	4.5	5.0	6.4	5.6
	A empresas	3.5	3.8	4.8	5.0
Lun 01-dic	Índice de precios al consumidor (%)	Set-25	Oct-25	Nov-25	Actual
	Inflación - Lima Metropolitana (a/a)	1.36	1.35	1.40	1.37
	Inflación - Lima Metropolitana (m/m)	0.01	-0.10	0.14	0.11
	Inflación sin alimentos ni energía - Lima Metropolitana (a/a)	1.81	1.77	1.77	1.77
	Inflación sin alimentos ni energía - Lima Metropolitana (m/m)	0.06	0.04	0.06	0.06

Fuentes: INEI, BCRP, estimaciones propias.