

Perú: Actualización quincenal

- **Revisamos nuestra proyección del déficit fiscal para 2024, de 2.8% a 2.1%, y para 2025, de 2.5% a 2%; para 2026 y 2027 lo mantenemos en 2% y 1.6%, respectivamente.**
- **Vemos una alta probabilidad que la regla fiscal de 2% se cumpla en 2024 con la mejora de la recaudación tributaria, y un ajuste gradual de los gastos corrientes del gobierno.**
- **No vemos indicios de que el cumplimiento de la regla fiscal se sostenga en 2025 y 2026: se requiere de una reforma tributaria que impulse el crecimiento de los ingresos fiscales, o de un ajuste mayor de los gastos públicos que alivien las cuentas del gobierno.**
- **Hay riesgos que podrían afectar nuestra proyección base: por un lado, está la expectativa de que el precio del cobre siga elevado; por otro lado, están un nuevo apoyo Petroperú, y la intensificación de la crisis política.**

Vemos una alta probabilidad de que el gobierno cumpla con la regla fiscal de este año; sin embargo, no vemos que ello vuelva a ocurrir en 2025 y 2026. En nuestro reporte mensual de marzo hemos actualizado nuestra proyección del déficit fiscal para 2024, de 2.8% del PBI a 2.1%, y para 2025, de 2.5% a 2%; para 2026 y 2027 lo hemos mantenido sin cambios. Sobre la base de ello, si bien nuestra proyección para 2024 es ligeramente mayor a la regla fiscal de 2%, vemos una alta probabilidad de que se pueda cumplir: hemos mejorado nuestra perspectiva de los ingresos fiscales por el mayor dinamismo de la demanda interna, y el repunte del precio del cobre; además, esperamos que el gobierno realice un ajuste gradual de sus gastos corrientes. Sin embargo, mantenemos nuestra perspectiva de un incumplimiento de la regla fiscal para 2025 y 2026. Esto se explica porque el gobierno no logra implementar una reforma tributaria que permita incrementar los ingresos fiscales. Por ejemplo, una mejora de la recaudación y de la administración de impuestos, o una reducción de los gastos tributarios podrían incrementar los ingresos en alrededor de 2% del PBI cada uno. Por el lado de los gastos, el gobierno debería implementar fuertes recortes de gastos corrientes para lograr cumplir con la meta fiscal. Por último, hay riesgos que podrían afectar nuestra proyección base: el de mayor probabilidad es que el precio del cobre continúe en niveles elevados, por encima de los cUS\$400/lb.; por otro lado, están que no descartamos un nuevo apoyo a Petroperú y una intensificación de la crisis política, aunque ambos de menor probabilidad por el momento.

Perú: Proyección del resultado económico del sector público no financiero

% del PBI

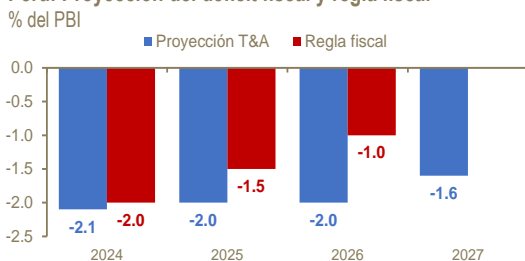
	2023	2024 (p)		2025 (p)		2026 (p)		2027 (p)	
		Dic-23	Mar-24	Dic-23	Mar-24	Dic-23	Mar-24	Dic-23	Mar-24
1. Ingresos corrientes	19.7	19.8	20.1	19.9	20.2	20.2	20.3	20.5	20.5
Ingresos Tributarios	15.1	15.0	15.4	15.2	15.4	15.5	15.6	15.8	15.8
Ingresos No Tributarios	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7
2. Gastos No Financieros	20.9	21.1	20.6	20.9	20.6	20.7	20.7	20.5	20.5
Gastos Corrientes	15.5	15.8	15.3	15.6	15.3	15.3	15.3	15.1	15.1
Gastos de Capital	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.4	5.4	5.4	5.4
3. Otros ¹	0.0	0.1	0.0	0.1	0.0	0.1	0.0	0.1	0.1
4. Resultado Primario (1. - 2. + 3.)	-1.1	-1.2	-0.5	-0.8	-0.4	-0.4	-0.4	0.0	0.1
5. Intereses	1.7	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
6. Resultado Económico (4. - 5.)	-2.8	-2.8	-2.1	-2.5	-2.0	-2.0	-2.0	-1.6	-1.6

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

Fuente: BCRP, Thorne & Associates

En nuestro último reporte mensual de marzo, hemos presentado la actualización de nuestras proyecciones del sector público. Específicamente, ajustado a la baja nuestra proyección del déficit fiscal para 2024, de 2.8% del PBI a 2.1%, y para 2025, de 2.5% a 2%; para 2026 y 2027 lo hemos mantenido en 2% y 1.6%, respectivamente. Esta reducción corresponde a una mejora de la recaudación tributaria, a través del mayor dinamismo de la demanda interna y el mayor precio del cobre, y un ajuste gradual de los gastos corrientes del gobierno. Si bien nuestra proyección es ligeramente mayor a la regla fiscal de 2% para 2024, vemos una alta probabilidad de que pueda cumplirse. No obstante, de no implementarse alguna reforma tributaria o realizar mayores recortes del gasto público, el incumplimiento de la regla fiscal de 1.5% para 2025 y 1% para 2026 se podría materializar.

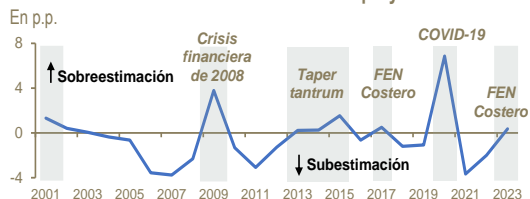
Perú: Proyección del déficit fiscal y regla fiscal



Fuente: Thorne & Associates

Desde la actualización de nuestras proyecciones en setiembre de 2023, hemos mantenido una perspectiva de incumplimiento de la regla fiscal para 2024. Ello debido a que, históricamente, en periodos donde ocurren choques exógenos que impactan en la economía, la proyección del MEF sobre el déficit fiscal suele estar subestimada. En la publicación de su Marco Macroeconómico Multianual (MMM) de 2024 vimos esto: anunció un fuerte aumento del presupuesto público de este año, de 12%, a partir de proyecciones optimistas en cuanto al crecimiento del PBI y de la recaudación tributaria, en un contexto donde se esperaba un impacto entre moderado y alto del FEN durante el 1T24.

Perú: Evaluación del resultado económico proyectado del MEF¹

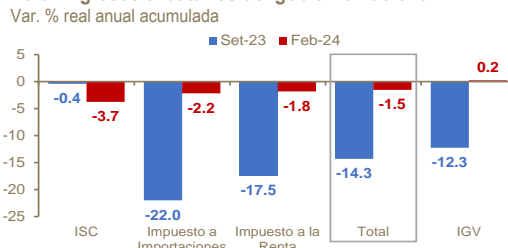


^{1/} Diferencia entre la proyección del MEF del periodo t, realizada en el periodo t-1 en su MMM, y el dato efectivo observado. Se considera el resultado económico como el % del PBI nominal.
Fuente: MEF, BCRP, Thorne & Associates

Sin embargo, en los últimos meses se dieron una serie de cambios que explican nuestra mejor perspectiva del déficit fiscal. Por el lado de los ingresos, revisamos nuestra proyección de ingresos totales de 19.8% del PBI a 20.1% para 2024, de 19.9% a 20.2% para 2025 y de 20.2% a 20.3% para 2026; para 2027 se mantiene en 20.5%. Ello se explica por la mejora de los ingresos tributarios de 15% a 15.4% para 2024, de 15.2% a 15.4% para 2025, y de 15.5% a 15.6% para 2026; para 2027 lo mantuvimos en 15.8%. Los ingresos no tributarios permanecerían en 4.7%.

Según los datos del BCRP hasta febrero, la recuperación de los ingresos tributarios que prevemos para este año ya habría empezado; de hecho, desde octubre del año pasado comenzaron a recuperar terreno, y fue en enero que alcanzaron su primera variación interanual positiva, después de su performance adverso durante el 2023. Descomponiendo los ingresos tributarios a nivel nacional, se observa que todos los impuestos, excepto el ISC, se han recuperado. En orden de recuperación, se encuentran los Impuestos a las Importaciones, el Impuesto a la Renta y por último el IGV.

Perú: Ingresos tributarios del gobierno nacional¹

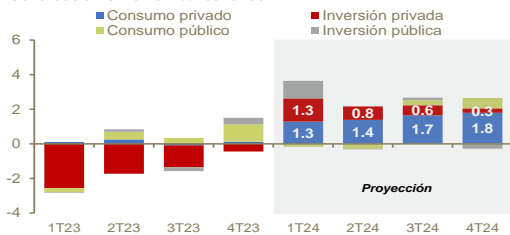


^{1/} No financiero.
Fuente: BCRP, Thorne & Associates

Dos serían los factores que permitirían que esta recuperación se sostenga. En primer lugar, se tiene la recuperación de la demanda interna con la debilidad del impacto del FEN - el cual tuvo un impacto muy limitado sobre la economía en el 1T24, a diferencia de lo que se esperaba a finales de 2023-. Esto se daría por el lado del consumo e inversión privados que, después de un mal 2023 con variaciones de 0.1% y -7.2%, respectivamente, se expandirían 2.3% y 3.7% este año, en un contexto de menores tasas de interés y mayor confianza.

Perú: Contribución al crecimiento de la demanda interna¹

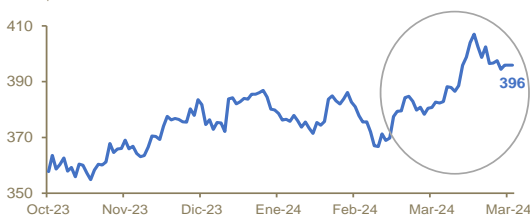
Contribución en la var. % real anual



1/ Sin variación de inventarios.
Fuente: BCRP, Thorne & Associates

En segundo lugar, se tiene la recuperación del precio del cobre durante este año. De hecho, con los datos a la fecha, se observan ya los inicios de tal recuperación, donde su cotización internacional ha permanecido en alrededor de cUS\$400/lb., con un crecimiento de 6.2% entre setiembre y marzo, del cual 4.4 p.p. se concentraron en este último mes.

Global: Precio del cobre
cUS\$/lb.



Fuente: BCRP, Thorne & Associates

Esta dinámica se sostendría durante el año por dos motivos. Por un lado, por los esperados recortes de tasa de la Fed que empezarán en junio, los cuales favorecerían la demanda de los commodities riesgosos, entre los que destaca el cobre -con una

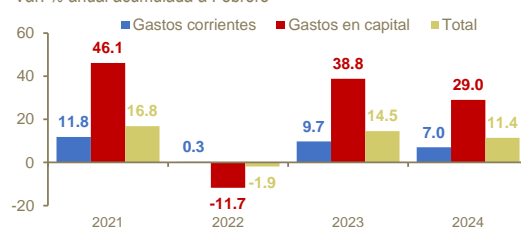
correlación histórica con el S&P 500 de 0.28, incluso superior a la del petróleo crudo-. Por otro lado, se tiene la esperada contracción de la oferta de China, cuyas fundiciones han anunciado posibles recortes de producción, ante la escasez de concentrado para su procesamiento. No obstante, un factor que impulsaría el precio a la baja es la esperada desaceleración económica de China, lo cual podría debilitar la demanda por cobre.

Por el lado de los gastos, vemos una necesidad del gobierno de ajustar sus niveles de gasto corriente para alcanzar la meta fiscal de este año, aunque sería de manera gradual. En esa línea, bajamos nuestra proyección de los gastos no financieros de 21.1% del PBI a 20.6% para 2024, y de 20.9% a 20.6%, debido a la reducción de nuestra previsión de los gastos corrientes de 15.8% a 15.3%, y de 15.6% a 15.3%, respectivamente. Para 2026 y 2027, los gastos totales lo mantenemos en 20.7% y 20.5%, y los gastos corrientes en 15.3% y 15.1%. Los gastos de capital se mantendrían en 5.3% para 2024 y 2025, y en 5.4% para 2026 y 2027.

Los datos a febrero muestran moderada desaceleración del gasto. En los dos primeros meses del año los gastos no financieros aumentaron a una tasa anual de 11.4%, ligeramente menor al 14.5% del mismo periodo de 2023. En cuanto a los gastos corrientes, las tasas fueron de 7% y 9.7%, y de los gastos de capital 29% y 38.8%, respectivamente.

Perú: Evolución de los gastos no financieros

Var. % anual acumulada a Febrero



Fuente: BCRP, Thorne & Associates

Esta gradual reducción de los gastos corrientes se alinea con lo anunciado por el gobierno. El 23 de marzo se publicó el Decreto

de Urgencia N°006-2024 en donde una de las principales medidas plantea limitar algunos gastos excesivos por parte de ciertas entidades del gobierno nacional, los cuales no podrán superar el monto devengado de 2023. Sobre la base de ello, y asumiendo una ejecución total del gasto de estas partidas para este año, estimamos que la restricción de estos gastos sería de solo S/574 millones, o 0.06% del PBI. Los mayores recortes se darían en las partidas de viajes domésticos - con S/189 millones-, combustibles y carburantes -con S/107 millones-, servicios de consultorías por personas jurídicas -con S/93 millones- y la adquisición de uniformes y vestuarios -con S/83 millones-.

Perú: Recortes de gastos innecesarios anunciados por el MEF ¹

Como se indica

	Millones de S/	% del PBI
Gastos en telefonía celular y comunicación por radio-celular	8	0.00
Viajes internacionales	40	0.00
Viajes domésticos	189	0.02
Adquisición de uniformes y vestuarios	83	0.01
Publicidad, impresiones, difusión e imagen institucional	14	0.00
Combustibles y carburantes	107	0.01
Servicios por atenciones y celebraciones	23	0.00
Servicios de consultorías por personas jurídicas	93	0.01
Servicios de consultorías por personas naturales	17	0.00
Total	574	0.06

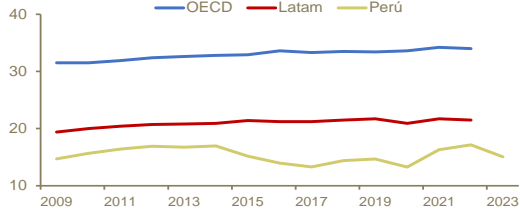
^{1/} Se asume que la ejecución del gasto de las partidas mencionadas es del 100%.

Fuente: DU N°006-2024, Thorne & Associates

Ahora, si bien es muy probable que el gobierno logre cumplir con la regla fiscal para este año, no vemos indicios de que esto vuelva a ocurrir en los siguientes años. Nuestra proyección actual del déficit fiscal se ubica 0.5 p.p. y 1 p.p. por encima de la regla fiscal de 2025 y 2026, respectivamente. Esto corresponde, principalmente, a que el gobierno no logra implementar una reforma tributaria que permite impulsar la recaudación. Por ejemplo, la OECD¹ ha estimado que una mejora de la recaudación y de la administración de impuestos puede generar recursos al Estado por 2.3% del PBI en el largo plazo. Esto está relacionado con expandir la base tributaria a partir de la reducción de la informalidad, que se encuentra en 70% del empleo total. Sin embargo, también puede implementar otras medidas como la reducción de gastos tributarios: la Sunat ha estimado que estos

gastos -que son exoneraciones, devoluciones, deducciones, entre otros- representan alrededor del 2% del PBI. Estas medidas podrían resultar en un cumplimiento de la regla fiscal en los próximos años, así como acercarnos más a la recaudación promedio de la región.

Global: Comparación de la recaudación tributaria % del PBI



Fuente: OECD, Thorne & Associates

Por el lado de los gastos, hay gastos potenciales que podrían significar un mayor alivio para las cuentas públicas. En particular, vemos que esto se podría dar por el lado de los gastos de remuneraciones. Por ejemplo, en el presupuesto para este año, se aprobó un aumento del gasto en remuneraciones por cerca de S/10 mil millones, o 1% del PBI. Entre los principales aumentos destacan el destinado al gasto en remuneraciones del personal del magisterio por alrededor de S/2,100 millones; los del personal de salud, en cerca de S/2,000 millones; y los del personal administrativo y servicios CAS, en poco más de S/1,000 millones cada uno.

Por último, vemos una serie de riesgos que podrían alterar nuestra proyección base del déficit fiscal. La de mayor probabilidad es la expectativa de que el precio del cobre siga elevado: nosotros proyectamos un precio promedio de cUS\$380/lb. este año, y que suba hasta cUS\$385/lb. en 2027. Sin embargo, la tendencia actual indicaría que puede cerrar el año en cUS\$400/lb. y que continúe subiendo en los próximos, por lo que los ingresos tributarios podrían verse impulsados, como sucedió en 2021 y 2022, donde llegaron a ser 16.3% y 17.2% del PBI, con un precio del metal rojo por encima de los cUS\$400/lb.

¹ OECD (2023). Estudios Económicos de la OECD: Perú 2023, OECD Publishing, Paris.

Por otro lado, vemos dos riesgos a la baja, aunque de menor probabilidad por el momento. El primero es que no descartamos un nuevo apoyo a la empresa estatal petrolera Petroperú. Es cierto que el gobierno ha anunciado que no realizará nuevas inyecciones de liquidez a la empresa. En lugar de ello, ha aprobado paquetes de ayuda vía crédito del Banco de la Nación por US\$800 millones, así como US\$500 millones en garantías -ello no genera un riesgo en el déficit fiscal ni en la regla fiscal pues estos no se miden en base a fuentes de financiamiento-. Sin embargo, el deterioro de la situación financiera de la empresa -que generó pérdidas por US\$823 millones en 2023- y la reciente reducción de su calificación crediticia de BB+ a B+ por Fitch Ratings, nos llevan a no descartar un nuevo salvataje. Consideramos que el gobierno tendrá que recapitalizar a la empresa en un contexto de un cambio profundo de su estructura financiera.

El segundo es la reciente intensificación de la crisis política con el avance de las investigaciones en contra de la presidenta por el caso de sus relojes marca "Rolex", que ha llevado a la renuncia de seis ministros y la presentación de una moción de vacancia por algunos congresistas. Por el momento, hay incertidumbre respecto a su desarrollo, pero de mantenerse esta situación, la recuperación de las expectativas podría verse afectadas, afectando el dinamismo del gasto privado y de los ingresos tributarios.

En marzo de 2024, esperamos que las expectativas macroeconómicas de los agentes empresariales se recuperen parcialmente. Las expectativas económicas a 3 meses subirían de 47.2 en febrero a 48 en marzo, donde los recientes datos económicos continúan sorprendiendo, pero compensado por la intensificación de la crisis política. De la misma manera, las órdenes de compra respecto al mes anterior aumentarían de 44 a 45.3, y los inventarios no deseados bajarían 40.1 a 39.5 en el mismo periodo.

Por su parte, el INEI publicará el dato de la producción nacional de febrero de 2024 el próximo 15 de abril. Anticipamos un rebote de 2.4%, luego del 1.4% de enero. El principal soporte del mes será el sector minería e hidrocarburos, que creció 15.9%. No obstante, se resalta que el resultado se explicó por un efecto base debido a que la producción minera de febrero de 2023 estuvo afectada por las protestas sociales del mes, por lo que en adelante se esperan menores tasas de crecimiento del sector. Sumado a ello, los sectores comercio y servicios continuarían con su proceso de recuperación gradual. Por otro lado, la construcción perdería dinamismo debido a la desaceleración de la inversión pública y la caída de -0.7% del consumo interno de cemento. Además, los otros sectores primarios seguirían en terreno negativo: la pesca cayó -31.3%, el agro lo hizo en -1.9%, y la manufactura primaria lo haría a una tasa de doble dígito. En términos desestacionalizados, el PBI se incrementaría en 1.1% respecto al mes previo.

Por su parte, el 1 de mayo de 2024, el INEI publicará el dato de la inflación de Lima Metropolitana de abril de 2024. Proyectamos una desaceleración de la inflación mensual, la cual pasaría de 1.01% en marzo a 0.30% en abril. La alta inflación de marzo se explicó por factores estacionales -como la subida de precios de los servicios de educación-; en abril, el resultado estaría guiado por una desaceleración de la mayoría de los componentes, principalmente de los alimentos y del transporte. De esta manera, en términos interanuales, la inflación se ubicaría dentro de su rango meta: bajaría de 3.05% a 2.79%. Similar tendencia observaría la inflación sin alimentos ni energía, aunque de manera más gradual: la tasa mensual bajaría de 0.88% a 0.14%; y la tasa interanual lo haría de 3.11% a 3.04%.

*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.

Fuentes: INEI, BCRP, estimaciones propias.

Revisión de datos del mes pasado

Jue	Operaciones del Sector Público No Financiero (% a/a, real)	Dic-23	Ene-24	Feb-24	Actual
14-mar	Ingresos corrientes	-6.3	4.6	<u>1.3</u>	-4.9
	Gastos no financieros	-2.5	-1.4	<u>-2.7</u>	16.6
Vie	Balanza comercial (% a/a, real)	Nov-23	Dic-23	Ene-24	Actual
15-mar	Exportaciones	9.8	-1.9	<u>2.8</u>	8.4
	Importaciones	-3.8	-2.0	<u>1.8</u>	13.5
	Producto Bruto Interno Mensual	Nov-23	Dic-23	Ene-24	Actual
	PBI (% a/a, real)	0.3	-0.7	<u>1.8</u>	1.4
	PBI (% m/m, real, desestacionalizado)	0.8	-0.6	<u>0.8</u>	0.4
Jue	Crédito al sector privado (% a/a)	Dic-23	Ene-24	Feb-24	Actual
21-mar	Total	0.7	1.0	<u>1.2</u>	0.4
	A empresas	-3.2	-2.5	<u>-1.7</u>	-3.0
Lun	Índice de precios al consumidor	Ene-24	Feb-24	Mar-24	Actual
01-abr	Inflación - Lima Metropolitana (% a/a)	3.02	3.29	<u>2.94</u>	3.05
	Inflación - Lima Metropolitana (% m/m)	0.02	0.56	<u>0.90</u>	1.01
	Inflación sin alimentos ni energía - Lima Metropolitana (% a/a)	2.86	3.10	<u>2.88</u>	3.11
	Inflación sin alimentos ni energía - Lima Metropolitana (% m/m)	0.01	0.51	<u>0.66</u>	0.88

Fuentes: INEI, BCRP, estimaciones propias.

Publicación de datos y proyecciones

Del 04 de abril al 1 de mayo de 2024

Jue	Confianza empresarial (50=neutral)	Ene-24	Feb-24	Mar-24
04-abr	Expectativas de la economía a 3 meses	43.8	47.2	<u>48.0</u>
	Órdenes de compra con respecto al mes anterior	42.6	44.0	<u>45.3</u>
	Inventarios con respecto al mes anterior	44.7	40.1	<u>39.5</u>
Jue	Política monetaria (%)	Feb-24	Mar-24	Abr-24
11-abr	Tasa de interés de referencia del BCRP	6.25	6.25	<u>6.25</u>
	Balanza comercial (% a/a, real)	Dic-23	Ene-24	Feb-24
	Exportaciones	-1.9	8.4	<u>12.2</u>
	Importaciones	-2.0	13.5	<u>15.6</u>
	Operaciones del Sector Público No Financiero (% a/a, real)	Dic-23	Ene-24	Feb-24
	Ingresos corrientes	4.6	-4.9	<u>-1.1</u>
	Gastos no financieros	-1.4	16.6	<u>0.9</u>
Lun	Producto Bruto Interno Mensual (% real)	Nov-23	Dic-23	Ene-24
15-abr	PBI (a/a)	-0.7	1.4	<u>2.4</u>
	PBI (m/m, desestacionalizado)	-0.6	0.4	<u>1.1</u>
Jue	Crédito al sector privado (% a/a)	Ene-24	Feb-24	Mar-24
25-abr	Total	1.0	0.4	<u>-0.1</u>
	A empresas	-2.5	-3.0	<u>-3.9</u>
Mié	Índice de precios al consumidor (%)	Feb-24	Mar-24	Abr-24
01-may	Inflación - Lima Metropolitana (a/a)	3.29	3.05	<u>2.94</u>
	Inflación - Lima Metropolitana (m/m)	0.56	1.01	<u>0.30</u>
	Inflación sin alimentos ni energía - Lima Metropolitana (a/a)	3.10	3.11	<u>2.88</u>
	Inflación sin alimentos ni energía - Lima Metropolitana (m/m)	0.51	0.88	<u>0.13</u>