

Reporte Especial

Departamento de Estudios Económicos

NOVIEMBRE 2024

2025: Entre la incertidumbre política y la estabilidad económica



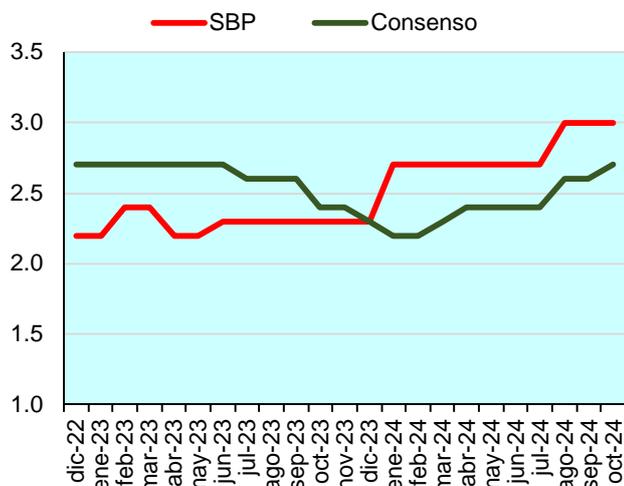
DISCLAIMER: Las opiniones, estimaciones, pronósticos, declaraciones y recomendaciones efectuadas en el presente reporte son producto de la investigación y estudio realizado por los autores, sobre la base de información pública disponible reflejan la opinión exclusivamente del equipo de Estudios Económicos, y no necesariamente de Scotiabank Perú S.A.A. El presente informe no constituye asesoría en inversiones, ni contiene, ni debe ser interpretado como una oferta, una invitación o una recomendación para realizar cualquier acto jurídico respecto de cualquier valor mobiliario o producto financiero. Scotiabank Perú S.A.A. y sus subsidiarias no se responsabilizan por cualquier error, omisión o inexactitud que pudiera presentar este reporte; ni por los resultados de cualquier decisión de inversión adoptada respecto de los valores o productos financieros que se analizan.

Visión general – un año de estabilidad económica

Estamos elevando nuestra proyección de crecimiento del PBI para 2025 de 2.5% a 2.8%. El cambio no es grande y el número no es lejano del crecimiento de 3.0% esperado para el 2024. Esta relativa estabilidad de un año a otro es significativa, y representa un cambio respecto de los cuatro años previos. El Perú pasó por un periodo de crecimiento muy inestable y volátil entre el 2020 y 2023, afectado por la pandemia, incertidumbre política, El Niño y un período de inflación global.

El hecho de que las proyecciones de crecimiento del 2024 y del 2025, tanto nuestros como del consenso de mercado, se hayan movido dentro de rangos tan estrechos últimamente (ver gráfico), sugiere que se ha entrado en un periodo de mayor estabilidad y visibilidad.

El 2024 - 2025 es un periodo en que la inflación global ha amainado, el clima se ha normalizado, la pandemia ha desaparecido, y si bien la política nacional sigue ruidosa, el manejo económico del Estado se ha asentado, y el riesgo político principal se ha trasladado a las elecciones del 2026.

PROYECCIONES PBI AÑO 2024 (var. % anual)


Fuente: LatinFocus, Estudios Económicos Scotiabank Perú

Mayor estabilidad y visibilidad en el crecimiento económico no es sinónimo de un crecimiento más vigoroso. El crecimiento del PBI de 3.0% que esperamos para el 2024 refleja en buena medida -aunque no totalmente- un rebote natural luego de la recesión del 2023. Es un crecimiento sobre una base baja.

El crecimiento de 2.8% que proyectamos para el 2025 es más orgánico, pero tampoco es vigoroso. De alguna manera, el crecimiento se parece bastante al del periodo 2014 - 2019, y está muy lejos de los registros del periodo 2004 a 2013, cuando se crecía casi consistentemente por encima de 5.0%

La diferencia es la inversión privada. La vemos débil en el 2024 - 2025, tal como ocurrió entre 2014 y 2019.

PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

	2023	2024P	2025P
Sector Real (var. % real)			
PBI	-0.6	3.0	2.8
Demanda interna	-2.1	3.4	3.0
PBI primario	2.8	2.6	2.2
PBI no primario	-1.4	3.1	2.9
Consumo privado	0.1	2.8	2.6
Inversión privada	-7.3	2.0	3.3
Inversión pública	2.8	11.0	3.5
Sector Externo (mill. US\$)			
Exportaciones	67,518	72,300	74,880
Importaciones	49,840	51,290	53,121
Balanza Comercial	17,678	21,010	21,759
RIN	71,033	81,000	82,000
Sector Fiscal (% del PBI)			
Balance Fiscal	-2.8	-3.3	-2.4
Deuda Pública	32.9	33.5	33.2
Sector Monetario (en %)			
Inflación	3.2	2.4	2.4
Tipo de cambio (S/ por US\$)	3.71	3.75	3.78
Tasa de referencia	6.75	5.00	4.50

Fuente: BCR, INEI. Proyecciones: Estudios Económicos Scotiabank Perú

Dada la dinámica de los precios de los metales, la estabilidad de precios (inflación baja, tipo de cambio estable, tasas de interés bajando), así como los balances macroeconómicos razonablemente robustos del país, el PBI bien podría crecer a tasas más similares al periodo 2005 - 2013, de 6.0% o más. Es la incertidumbre política, y su impacto sobre inversión privada, lo que lo impide. El siguiente cuadro contrasta el crecimiento de la inversión privada en los tres periodos de análisis.

PBI E INVERSIÓN PRIVADA (var. % promedio anual)

Período	PBI	Inv. Privada
2024P - 2025P	2.9%	2.6%
2014 - 2019	3.0%	-1.6%
2007 - 2013	6.6%	18.0%

Fuente: BCR. Proyecciones: Estudios Económicos Scotiabank Perú

La incertidumbre que afecta al inversionista -y crecientemente al consumidor- no es solamente política. Existe un elemento relativamente nuevo, al menos en términos de su magnitud y potencial impacto sobre la economía: la creciente economía ilegal en el país, y la inseguridad que afecta tanto a la ciudadana como a los negocios. Ambos fenómenos están en expansión, y representan un riesgo creciente para el bienestar ciudadano, y el crecimiento económico.

Entorno Global

El entorno global tuvo un impacto importante en la economía del Perú en años recientes. El mayor trastorno global fue la pandemia del 2020. La recesión del 2023 fue consecuencia, en gran medida, del El Niño, pero también afectó el impacto de la guerra en Ucrania sobre insumos importados claves: hidrocarburos, trigo, maíz y soya, lo que se tradujo en inflación local y pérdida del poder adquisitivo.

Ha habido impactos más sutiles e indirectos. La tensión geopolítica entre China y Occidente ha venido incidiendo sobre el comercio internacional en formas no siempre previsibles. Mirando al 2025, el cambio de gobierno en EEUU en enero del próximo año podría tener consecuencias, en especial si deriva en incrementos arancelarios y una aceleración del aislamiento comercial.

El Perú entra al 2025 en un mundo con muchos puntos de tensión geopolítica. Tal vez es por esto que el precio del oro ha venido alcanzando récord tras récord en lo que va del 2024. No es claro si este auge del oro durará. No es claro, tampoco, si los conflictos y tensiones del mundo puedan en algún momento impactar negativamente en los precios de petróleo, causar interrupciones en el comercio, o llevar a un desplome en los precios de los metales. Todos los años aparecen riesgos geopolíticos globales, y sin embargo da la impresión de que vivimos en una etapa de incertidumbre global particularmente profunda y riesgosa. Sin embargo, esta situación tuvo un impacto relativamente leve en el Perú en el 2024, y nuestro supuesto es que ocurra algo similar en el 2025. Recién se puede incluir riesgos en las proyecciones cuando éstos se materialicen.

Crecimiento Global y Precios de los Metales

Los precios de los metales preciosos e industriales han venido subiendo en lo que va del 2024. En particular, el oro y el cobre, los dos principales metales producidos y exportados por el Perú, alcanzaron máximos históricos en algún momento del año. Los precios de otros metales, como el zinc, también se han recuperado.

El precio del oro. Esperamos que el precio del oro promedie US\$ 2,390 por onza en el 2024, un aumento del 22% en comparación con el promedio de US\$ 1,944/oz en el 2023. El precio del oro se mantuvo tendencia alcista hasta octubre debido al fuerte aumento de la demanda asociada a fuertes compras de oro de parte de algunos bancos centrales, en especial de China, India, Rusia y Turquía; además de la alta demanda en el mercado financiero. En algunos momentos del año, la debilidad del dólar (índice DXY) también contribuyó al alza del precio del oro. Adicionalmente, las crecientes tensiones geopolíticas en Medio Oriente aumentaron la demanda del oro como refugio. El precio alcanzó un récord de US\$ 2,787/oz a finales de octubre.

Esperamos una situación relativamente similar en el 2025. No hay evidencia de que los bancos centrales estén modificando sus políticas de reforzar sus reservas con oro, y tampoco se vislumbra un debilitamiento de los riesgos geopolíticos. Sin embargo, las posiciones de oro en el mercado de contratos se han mantenido muy altas durante mucho tiempo, por lo cual existe un riesgo importante de una liquidación de las posiciones largas, lo cual constituye un riesgo de una corrección significativa del precio del oro.

PRECIO DE METALES (promedio anual)

Metal	2023	2024P	2025P
Oro (US\$ por onza)	1,944	2,390	2,450
Plata (US\$ por onza)	23.41	28.30	30.00
Cobre (US\$ por libra)	3.85	4.20	4.20
Zinc (US\$ por libra)	1.20	1.26	1.30
Petróleo (US\$ por barril)	77.00	76.00	74.00

P:proyectado

Fuente: Estudios Económicos Scotiabank Perú

El precio del cobre. Esperamos que el precio del cobre promedie US\$ 4.20 por libra en 2024, un aumento de 9% en comparación con el promedio de US\$ 3.85/lb en 2023. El precio del cobre comenzó el año en niveles relativamente altos, en parte reflejando el cierre definitivo de la mina Cobre Panamá, que representaba el 1% de la oferta mundial de cobre. En mayo, el precio alcanzó un nuevo máximo histórico alrededor de US\$ 4.80, debido a un ataque especulativo a las posiciones cortas (*short squeeze*). Estos movimientos financieros frecuentemente son de gran magnitud, pero de duración corta, por lo que posteriormente corrigió el mercado, aunque siempre manteniéndose en niveles superiores al 2023.

Para el 2025, esperamos que la demanda del cobre siga siendo robusta, en parte debido a la transición hacia energías renovables y la electrificación de vehículos. Mayores estímulos fiscales del gobierno de China, especialmente dirigidos a su sector inmobiliario, podrían ser un factor alcista adicional. Sin embargo, la mayor producción de la República Democrática del Congo, del Perú y de Chile, que juntos representan alrededor del 50% de la oferta global, harían que el balance físico se mantenga en superávit manteniendo presión a la baja sobre el precio.

El precio del zinc. Prevemos que el precio promedie US\$ 1.26 por libra en 2024, un aumento del 5% en comparación con el promedio de US\$ 1.20/lb en 2023. El precio continuó recuperándose tras las fuertes caídas entre el 2022 y 2023 -a mínimos de más de dos años- luego de que las fundiciones europeas y chinas volvieran a operar tras la caída de precios de la energía desde niveles récord (producción de zinc es intensiva en energía). El rebote tomó fuerza desde abril, impulsado por la fuerte subida del precio de cobre, al ser metales industriales, pero también porque la demanda se ha fortalecido en los últimos meses debido a las mejoras en las perspectivas de la producción industrial global. La producción industrial es un buen indicador de la demanda de zinc ya que se usa para galvanizar acero, que se utiliza en la construcción, infraestructura, automóviles y electrodomésticos. Además, esperamos un mercado deficitario para este año.

Para 2025, esperamos que la demanda de zinc se mantenga saludable, ayudada por las políticas de estímulo en China. Sin embargo, una desaceleración prolongada del sector inmobiliario es un riesgo a la baja en el precio. En cuanto a la oferta, las fundiciones inactivas europeas (2%-3% de la oferta) podrían reanudar la producción y presionar ligeramente los precios.

Proyecciones de crecimiento del PBI

Proyectamos que el PBI crezca 2.8% en el 2025. Para poner esto en perspectiva, es una tasa algo mejor que el 2.6% de crecimiento promedio desde el 2015 (excluyendo los años COVID 2020-21). Ni la incertidumbre global ni la incertidumbre política interna ha impedido que el Perú crezca en el 2024. Para el 2025 la situación es parecida, con muchos focos de riesgo potencial, que probablemente limite un crecimiento mayor, pero que no impida que el crecimiento sea positivo.

OFERTA Y DEMANDA GLOBAL (var. % anual)

	2023	2024P	2025P
PBI	-0.6	3.0	2.8
Importaciones	-1.4	4.4	3.7
Demanda interna	-2.1	3.4	3.0
Consumo privado	0.1	2.8	2.6
Consumo público	4.6	2.2	2.1
Inversión bruta fija	-5.4	3.8	3.4
Privada	-7.3	2.0	3.3
Pública	2.8	11.0	3.5
Exportaciones	4.9	2.8	3.0

Fuente: BCR Proyecciones: Estudios Económicos Scotiabank Perú

El 2025 presenta una serie de aspectos alentadores, incluyendo:

- Será el primer año de operación del nuevo puerto de Chancay. Tal vez más importante que la operación misma, sea la posibilidad de que atraiga una ola de inversión nacional y extranjera a la zona.
- Aceleración en inversión en infraestructura. El gobierno ha sido muy activo en licitar proyectos en los últimos dos años.
- Inflación baja, lo cual debe permitir que se recuperen las remuneraciones reales.
- Tasas de interés más bajas, alentado la demanda interna.
- Sensación de mayor estabilidad política.

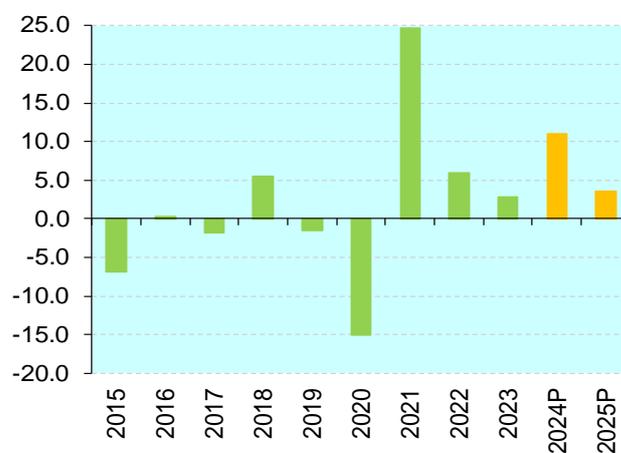
Tal vez lo que más diferencie el 2025 del 2024 sea que mientras en 2024 la inversión pública lideró el crecimiento del PBI y la inversión privada fue débil, en el 2025, esperamos que el crecimiento sea más homogéneo, con la inversión pública y privada, creciendo a un paso similar.

Inversión pública. Nuestra proyección de crecimiento de 3.5% de la inversión pública en el 2025 es menor al Marco Macroeconómico Multianual 2025-2028, que refleja la intención del gobierno. Este es un supuesto creíble, aunque con un rango de error amplio. Y contrasta con el crecimiento de 11.0% que esperamos para el 2024.

Entendemos que, para asegurar salir de la recesión del 2023, el gobierno quiso estimular a la economía vía inversión pública en el 2024. Esta motivación ya no existirá en el 2025. Sin embargo, aún vemos cierta viada en la inversión pública y existen un buen número de proyectos de inversión gobierno a gobierno en proceso.

Adicionalmente, el gobierno no tiene control sobre el gasto de los gobierno regionales y locales, lo cual podría también elevar la inversión pública.

INVERSIÓN PÚBLICA (var. % anual)



Fuente: BCR Proyección: Estudios Económicos Scotiabank Perú

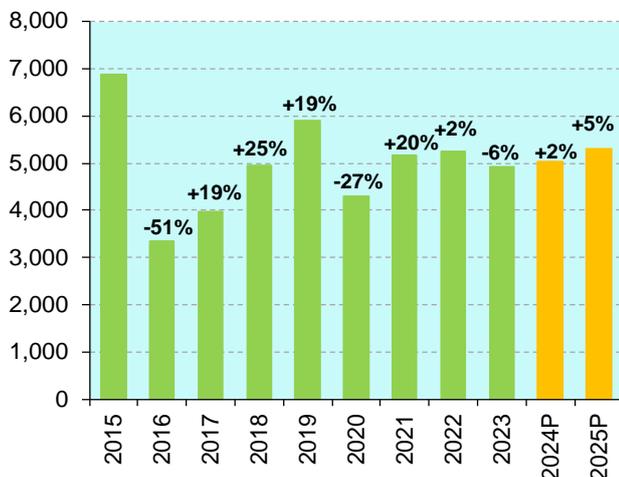
Inversión privada. Existe una impresión general de que la inversión privada es baja y cautelosa debido a la incertidumbre política. Si bien existe una mejora en la sensación de gestión pública actualmente, de manera que la confianza empresarial es más positiva que negativa, persiste una preocupación profunda respecto de las elecciones del 2026.

Si bien es cierto que, en forma general, la incertidumbre política afecta negativamente a la inversión privada, al mismo tiempo la inversión privada no es homogénea. No todos los rubros ni tipos de inversión se comportan de la misma manera. Hay comportamientos diferenciados según se trate de inversión minera, en infraestructura, residencial, CAPEX, etc. Lo que esperamos al respecto es lo siguiente.

- Lo que ha venido obstaculizando a la **inversión en minería** en los últimos años, más que la incertidumbre política, ha sido las protestas sociales alrededor de algunos proyectos de alto perfil, el exceso de permisos requeridos y la demora del Estado en otorgados, y, más recientemente, la incursión de la minería ilegal en propiedades de la minería formal. En cuanto las protestas, si bien no han desaparecido, la frecuencia es menor que antes. Adicionalmente, el gobierno ha empezado a apoyar a proyectos de alto perfil como Tía María, lo cual es alentador. A esto se agrega que el gobierno está acelerando la aprobación de permisos para los proyectos mineros. Estimamos que la inversión minera crezca 5.4% en el 2025.

- La **inversión en infraestructura** está muy vinculada a las licitaciones del gobierno. Estas licitaciones se han acelerado desde el 2023 - 2024, y debe aumentar los niveles de ejecución en los próximos años.
- La **inversión inmobiliaria** fue afectada por la inflación, que elevó los precios de los materiales, y por el incremento en las tasas de interés. La mejora que se viene dando es aún muy acotada, y sin incluir viviendas sociales.
- La **inversión en capex**, es decir, en expansiones de la capacidad productiva, ha sido muy afectado por la situación política. Mientras no se reduzca la incertidumbre política, el crecimiento de este segmento de la inversión privada será cautelosa.

INVERSIÓN MINERA (en millones de dólares)



Fuente: Minem. Proyección: Estudios Económicos Scotiabank Perú

Consumo Privado. Nuestra proyección de crecimiento del consumo privado de 2.6% en el 2025 (versus 2.8% en el 2024), descansa sobre dos factores positivos y uno negativo. El primer factor favorable es que el empleo formal está creciendo, en forma modesta, pero positiva.

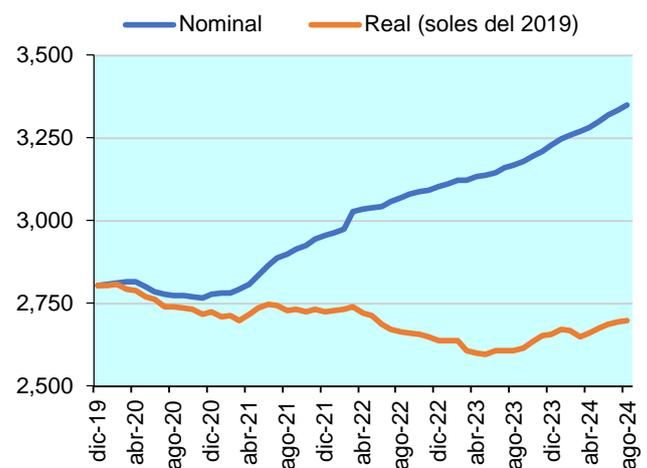
El crecimiento del empleo está muy correlacionado a la inversión privada. Si bien nuestro pronóstico de crecimiento de la inversión privada, 3.0% en el 2025, es solo marginalmente mejor que para el 2024 (2.2%), la forma de inversión será relevante. La inversión en infraestructura en particular es algo más intensiva en mano de obra. A esto se agrega que se está recuperando el empleo en el sector agroexportador, que estuvo muy afectado hasta entrado el 2024 debido al impacto de El Niño.

Tal vez más importante que el empleo en sí es que el salario real está aumentando. En el periodo 2022 – 2023, el salario real cayó debido a la inflación que superó 8%. Ahora con la inflación nuevamente controlada, se está reestableciendo gradualmente los ingresos de los hogares.

Ahora bien, aun así, nuestra proyección es que el consumo crezca menos en el 2025 que en el 2024. La razón es que estamos asumiendo que en el 2024 no habrá un nuevo retiro de recursos de las AFPs, como ocurrió en el 2024, y que elevó el consumo en el tercer trimestre.

Existe una incógnita final: la minería ilegal. Entendemos que, dentro de la economía ilegal en el país, la minería ilegal es una de las actividades más rentables que existe. También entendemos que ha crecido fuertemente en los últimos ocho años. Si bien la minería ilegal no ingresa directamente en las cuentas del PBI, es empleo e ingreso de alguien. Debe estar dando soporte al consumo en alguna medida.

INGRESO PROMEDIO DEL SECTOR FORMAL (últimos 12 meses, en soles)



Fuente: BCR, Estudios Económicos Scotiabank Perú

Crecimiento del PBI por sectores

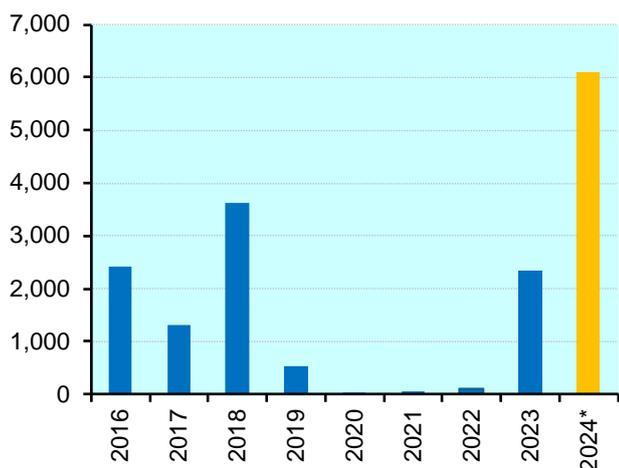
La recuperación de la actividad económica sería liderada por los sectores vinculados a la demanda interna. Esto a diferencia de lo sucedido en el 2024 cuando el rebote de los sectores primarios incidió de manera importante en la reactivación del PBI.

Comercio. El crecimiento de 2.6% que esperamos en el 2025 es menor al 2024, cuando fue favorecido por la disponibilidad de ingresos extraordinarios asociados al séptimo retiro de los fondos de pensiones (AFP) y la libre disponibilidad de la CTS. Nuestro supuesto es que no habrá un octavo retiro de fondos de AFPs pues la Ley de Reforma del Sistema de Pensiones recientemente aprobada prohíbe expresamente nuevos retiros. Más bien, el crecimiento del comercio estará vinculado a la gradual recuperación del empleo -en línea con la consolidación de la recuperación de la inversión privada- y la recuperación del poder adquisitivo -en concordancia con una inflación que se sitúa nuevamente por debajo del 3%-. A nivel desagregado, prevemos un mayor dinamismo de los segmentos de home center y supermercados, así como la recuperación de ventas de vehículos nuevos.

Construcción. Pronosticamos que el sector Construcción crecerá 3.3%, favorecido principalmente por el mayor dinamismo de la inversión en infraestructura. Si bien importantes proyectos como el megapuerto de Chancay y la ampliación del Aeropuerto Internacional Jorge Chávez habrán concluido en el 2024, las obras de la Línea 2 del Metro de Lima, la modernización de aeropuertos regionales, así como parte de los cerca de US\$ 6,000 millones en proyectos de infraestructura adjudicados por

Proinversión en lo que va del 2024 -entre los que destacan el Anillo Vial Periférico, diversas líneas de transmisión eléctrica y el Ferrocarril Huancayo-Huancavelica- contribuirían a mantener el dinamismo en el sector. Asimismo, prevemos la recuperación de la autoconstrucción -que se mantuvo estancada durante el 2024- en la medida que se consolide la recuperación del empleo y de los ingresos reales.

ADJUDICACIONES DE PROINVERSIÓN (en millones de dólares)



* Al 31 de Agosto

Fuente: Proinversión, Estudios Económicos Scotiabank Perú

Servicios. El sector Servicios crecería 3.0%, aunque con distintas velocidades al interior. El rubro de *Alojamiento y Restaurantes* lideraría el crecimiento, en línea con el aumento del turismo a nivel mundial, pero también gracias a una baja base de comparación. Este rubro es de los pocos que aún no recupera sus niveles prepandemia. Asimismo, el sector *Servicios Financieros* se vería favorecido por un efecto estadístico positivo. El crecimiento de 3% que esperamos interrumpiría tres años consecutivos de caída. Adicionalmente, ayudaría la reducción en las tasas de interés. Por su parte, esperamos que el rubro de *Servicios Gubernamentales* crezca 2.8%, acotado por el aumento del déficit fiscal, y que el rubro de *Telecomunicaciones* aumente 2.8%, una expansión menor al promedio, desacelerando luego del importante incremento de la demanda de servicios de internet pospandemia.

La *Manufactura No Primaria* continuaría con una gradual recuperación, expandiéndose 2.6%. Es, con el turismo, los únicos sectores que aún no han logrado recuperar sus niveles prepandemia. Esto a pesar de que la demanda interna en el país sí se ha recuperado. La persistencia de cierta debilidad en el sector parece estar vinculada a una mayor competencia de productos importados, en particular bienes de consumo no duradero -calzado, prendas de vestir, productos de aseo personal y limpieza- e insumos -acero, plástico, productos de papel, entre otros-. De otro lado, prevemos que se continúe recuperando la demanda de confecciones por parte del mercado estadounidense. También esperamos una gradual recuperación de la industria agroexportadora en la medida que se concrete la recuperación de la producción agrícola orientada al mercado externo.

PRODUCTO BRUTO INTERNO (var. % anual)

SECTOR	2023	2024P	2025P
Agropecuario	-2.9	2.7	2.7
Pesca	-19.7	23.3	1.5
Minería e Hidrocarburos	8.2	0.9	1.9
Minería	9.2	1.0	1.7
Hidrocarburos	0.7	0.3	3.8
Manufactura	-6.6	3.6	2.6
Primaria	-2.6	7.0	2.3
No primaria	-7.8	2.4	2.6
Construcción	-7.9	3.6	3.3
Comercio	2.4	3.2	2.6
Servicios	0.2	3.0	3.0
PBI	-0.6	3.0	2.8
Sectores Primarios	2.8	2.6	2.2
Sectores No Primarios	-1.4	3.1	2.9

Fuente: INEI, BCR. Proyecciones: Estudios Económicos Scotiabank Perú

En lo que se refiere a los sectores primarios, el sector *Agropecuario*, con un crecimiento de 2.7%, continuaría con la recuperación iniciada en el 2024, tras los efectos negativos de El Niño en el 2023. Asumimos condiciones agroclimáticas normales, en línea con los informes recientes de la Comisión Multisectorial Encargada del Estudio Nacional del Fenómeno El Niño (ENFEN). Los cultivos de agroexportación, como uvas y arándanos, que se cosechan entre setiembre y marzo, liderarían el crecimiento, una vez superadas las secuelas de El Niño. A su vez, los productos orientados al mercado interno continuarían creciendo, en especial en la zona sur del país. En la zona norte existe el riesgo de un déficit hídrico.

El margen de crecimiento del sector *Pesca* (+1.5%) es menor, luego de la significativa recuperación registrada en el 2024 (ver cuadro). Los desembarques de anchoveta mostraron una notable recuperación a partir del 2T24, cuando se dispararon las condiciones de calentamiento del mar peruano que afectaron la pesca de anchoveta durante el 2023. Proyectamos que la pesca de anchoveta supere los 4 millones de TM en el 2024, por encima del promedio registrado en los últimos 10 años, lo cual constituye una base alta de comparación para el 2025. En cambio, sí esperamos una mayor recuperación de la pesca de especies para Consumo Humano Directo (CHD), en especial de la pota, que mostró una significativa caída en el 2024 debido a condiciones oceanográficas adversas y a la elevada base de comparación -la captura de pota alcanzó un récord de más de 600 mil TM en el 2023.

Esperamos un crecimiento moderado de 1.9% del sector *Minería e Hidrocarburos* por segundo año consecutivo, luego del importante repunte en el 2023 como consecuencia del primer año completo de operaciones de la mina de cobre Quellaveco. Este fue el último proyecto de construcción de una mina nueva (*greenfield*) importante ejecutado y, mientras no existan nuevos proyectos de similar envergadura, es difícil que haya un crecimiento notorio en el PBI minero.

La producción de oro viene creciendo un estimado de 7% en el 2024, probablemente incentivado por los niveles precios récord del oro. La preocupación está en que pareciera que estos altos precios estuvieran incidiendo en un incremento en la producción de la minería ilegal. Esperamos un crecimiento moderado de la producción del oro para el 2025, pero existe bastante incertidumbre, puesto que es difícil pronosticar la evolución de la minería ilegal, así como la manera en que puede estar afectando a las empresas mineras formales. En cuanto a la producción de cobre, prevemos un aumento moderado, en parte por ampliaciones de instalaciones en algunas empresas mineras ante el relativamente alto precio del cobre.

Balances Macroeconómicos

Balance Fiscal. La persistencia del déficit fiscal en 4.0% al tercer trimestre del 2024 ha generado preocupación. Es difícil ver cómo el gobierno pueda cumplir con la regla de un déficit fiscal que no supere el 2.8% del PBI. Nosotros proyectamos un déficit para 2024 de 3.3%.

La regla fiscal es plurianual, con las siguientes metas de cumplimiento: 2.8% del PBI en 2024; 2.2% en 2025; 1.8% en 2026; 1.4% en 2027; y 1.0% del PBI en 2028. Cumplir con la regla fiscal en 2025, que es del 2.2% del PBI, es, tal vez, un desafío menor que para el 2024, debido a que los altos precios de los metales en el 2024 deberían elevar en forma importante la recaudación por impuestos a la renta de la minería en el 2025. Nosotros proyectamos un déficit fiscal de 2.4% del PBI para el 2025, aunque la cifra tiene un margen de error lo suficientemente amplio como para abarcar la regla del 2.2%.

El mayor factor de mejora fiscal será en el 2025 será, sin duda, el aumento esperado de los ingresos por impuesto a la renta minera el próximo año. Esto por sí solo hace creíble la expectativa del gobierno de un aumento del 6.9% en términos reales de los ingresos fiscales. Esperamos que el impacto de los precios más altos de los metales pueda añadir 0.4 puntos porcentuales a la recaudación por Impuesto a la Renta del 2025 en comparación con 2024. En otras palabras, este factor reduciría el déficit fiscal en 2025 en 0.4 puntos porcentuales.

Adicionalmente, el gobierno ha estado introduciendo recientemente una serie de iniciativas para ampliar el alcance del Impuesto General a la Venta (IGV), para abarcar las plataformas digitales, apuestas en línea, entre otros. El MMM sugiere que otras iniciativas similares de ampliación del impuesto podrían estar en camino. Estas iniciativas entrarían en vigor en 2025.

Los ingresos fiscales han comenzado a mejorar desde mediados de 2024, y el factor que está inflando el déficit este año ha estado más del lado del gasto fiscal. El gobierno puede controlar su gasto, pero un porcentaje alto del gasto de inversión estatal está en manos de los gobiernos subnacionales y no bajo el control del gobierno nacional. Ambos factores dificultan una reducción en el gasto en la medida que propone el MMM. Según el MMM, el gasto aumentaría 3.7% en términos reales en 2025, tanto el gasto corriente (1.7%) y la inversión pública (8.1%).

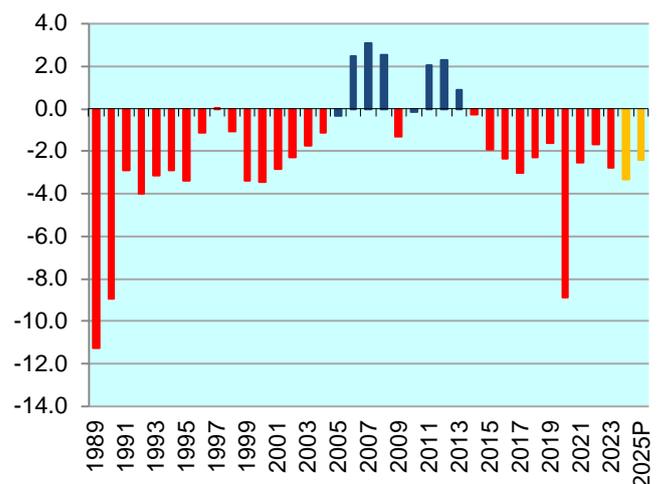
En resumen, que el déficit continúe disminuyendo después del 2025, como establece la regla, dependerá de los precios de los metales, del crecimiento del PBI, y de los cambios políticos que generen las elecciones de 2026.

Existe una buena probabilidad de que el gobierno no alcance sus nuevos objetivos de regla fiscal. ¿Deberíamos preocuparnos? En general parece prematuro preocuparse por la situación fiscal, ya que es bastante manejable hoy por hoy. Sin embargo, el déficit fiscal actual del 4.0% amerita monitorear la situación.

A pesar del déficit fiscal, el perfil de la deuda pública es muy saludable. Tras la colocación de bonos soberanos por S/ 21.000 millones (2.0% del PBI) que tuvo lugar en junio de 2024, más del 83% de la deuda pública está ahora en instrumentos a tasa fija, y casi 53% está en soles. Adicionalmente, predomina la deuda de largo plazo (vida media de alrededor de 13 años). Los bonos soberanos representan el 77% de la deuda pública total.

El Marco Macroeconómico Multianual prevé que la deuda pública finalice en 2024 en 33.2% del PBI y se estabilice en 33.3% en 2025, antes de disminuir a 32.4% en 2028 y 29.7% en 2035. Aún si no se cumpliera exactamente con estas cifras, que dependen del cumplimiento de una regla fiscal bastante estricta, el Perú seguirá siendo visto por los mercados con muy buenos ojos por la baja deuda pública.

DÉFICIT FISCAL (% del PBI)



Fuente: BCR Proyecciones: Estudios Económicos-Scotiabank

Balanza Comercial

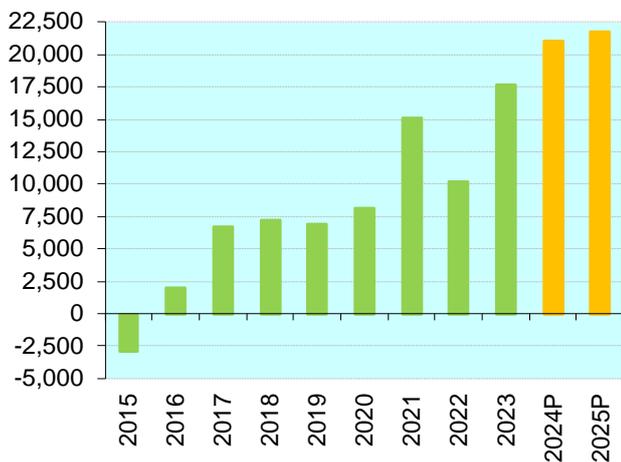
La Balanza Comercial registraría un superávit récord de US\$ 21 mil millones durante el 2024. Las exportaciones alcanzarían US\$ 72,300 millones (+7.1%), liderado por los metales ante el alza en el precio de nuestros principales minerales de exportación como cobre y oro. A esto se agrega la recuperación del volumen exportado de harina y aceite de pescado ante la normalización de los desembarques de anchoveta luego que en el 2023 se vieran afectados por el Fenómeno El Niño (FEN). Asimismo, contribuiría el mayor valor exportado de productos agropecuarios -el menor volumen exportado por las secuelas del FEN sería más que compensado por el aumento de los precios ante la menor oferta global de frutas y hortalizas-, textiles -ante la recuperación de la demanda de EEUU, el principal mercado de destino- y siderometalúrgicos, parcialmente contrarrestado por la caída de las exportaciones pesqueras no tradicionales -las condiciones oceanográficas afectaron la captura de pota-.

Por su parte, las importaciones ascenderían a US\$ 51,290 millones (+2.9%) liderado por el incremento en bienes de capital -en particular materiales de construcción y equipos de transporte- en línea con la inversión pública y la gradual recuperación de la inversión privada. Además, ha habido un incremento en el volumen de importación de trigo, maíz y soya, y de crudo, que reemplaza la adquisición de derivados luego del inicio de operaciones de la nueva refinería de Talara. Lo que sigue débil son las importaciones de bienes de consumo en el 2024.

Para el 2025 proyectamos un superávit de US\$ 21,760 millones, nivel similar al 2024. El 3.6% de incremento de las exportaciones refleja un moderado incremento del volumen exportado de minerales y la estabilización proyectada del precio del cobre. De otro lado, esperamos una recuperación del volumen exportado de productos de agroexportación -en particular arándanos y uvas- tras el fin del FEN y la captura de pota. Adicionalmente, las perspectivas de un mayor crecimiento de las economías de América Latina favorecerían la exportación de productos químicos, metalmeccánicos y siderometalúrgicos.

Las importaciones también crecerían +3.6%, lideradas por las mayores compras de bienes de capital -en sintonía con el crecimiento de la inversión privada-, materias primas para el agro y la industria -ante el mayor nivel de actividad de ambos sectores- y bienes de consumo -favorecidos por la tendencia ascendente del consumo privado, en un contexto de crecimiento del empleo y los ingresos, así como de una inflación contenida-.

BALANZA COMERCIAL (en millones de dólares)



Fuente: BCR Proyección: Estudios Económicos-Scotiabank

Inflación y tasa de interés

Inflación. Las variables monetarias han regresado a un estado de mayor estabilidad. La inflación viene fluctuando alrededor del 2% durante toda la segunda mitad del 2024, cómodamente dentro del rango meta del BCR. No vemos razones para pensar que la inflación no siga dentro del rango meta (1% a 3%) en el horizonte 2024-2025.

La estabilidad de precios es una de las mayores fortalezas del país. Luego de un periodo de inflación de 8% a 9% en el 2022-2023, por temas globales, la inflación ha vuelto a niveles que evidencian una relativa estabilidad de precios

en el país. Esto se patentiza en la poca variación en las proyecciones de inflación, tanta nuestras como del consenso de mercado, en lo que va del año.

Algo similar ocurre respecto de las proyecciones de la inflación para el 2025. Nosotros proyectamos 2.4%, en línea con el consenso de mercado, según data de LatinFocus. Estas proyecciones también han estado muy estables en lo que va del año.

Existe cierto riesgo de que eventos globales puedan gatillar una inflación mundial – vía un incremento en el precio de hidrocarburos por una expansión de la guerra en Medio Oriente, por ejemplo. O por políticas más inflacionarias luego del cambio de gobierno en los EEUU. Después de todo, fueron eventos globales lo que generó la inflación en el Perú durante el periodo 2022-2023. El contrargumento es que los bancos centrales del mundo demostraron tener la capacidad para controlar y revertir la inflación. La evidencia es que el 2024 también fue un año con múltiples focos de tensión geopolítica internacional y, sin embargo, no se revirtió la tendencia de desaceleración en la inflación.

Tasa de interés de referencia. Otro factor positivo y estabilizador hacia delante es la reducción de la tasa de interés de referencia del Banco Central de la Reserva, (BCR). La tasa de referencia ya está acercándose a niveles más neutrales, luego de estar en un pico de 7.75% en el 2023. Esperamos cerrar el 2024 con una tasa de 5.0%, y llegar a 4.50%, para mediados del 2025.

Nuestra proyección de tasa terminal en 4.50% es por construcción. Entendemos que las autoridades monetarias consideran la posibilidad de elevar la tasa de interés real neutral, que actualmente está en 2.0%. No sabemos cuándo la elevarían, ni a qué nivel, pero 2.5% parecer ser un nivel razonable. Dada nuestra expectativa de una inflación estabilizándose un poco por encima de 2.0%, una tasa neutral debería estar alrededor de 4.5%. El mensaje es que los tiempos en que la tasa de referencia estaba en niveles de 2.0% o menos no se vislumbra que regresen por un buen tiempo.

Tipo de cambio. En el pasado el tipo de cambio Sol/Dólar (PEN) siempre ha sido la variable más difícil de proyectar. Ha sido volátil y sensible a demasiados factores. Esta situación ha cambiado. El tipo de cambio lleva más de dos años moviéndose dentro de un rango sumamente estable, cuyo punto medio es 3.75. Estamos proyectando que el tipo de cambio se mantenga fluctuando alrededor de este rango hasta finales del 2025.

Esta estabilidad refleja dos cosas. La primera es que el Perú tienes balances externos robustos que dan soporte a la moneda (PEN). Este soporte continuará en el 2025, aunque es probable que la fuerte demanda de dólares de parte de empresas mineras para pagar impuestos en marzo-abril, lleven a un fortalecimiento temporal del sol en este periodo.

El segundo elemento a considerar es que los factores que influyen sobre la moneda han cambiado. Históricamente, el PEN estuvo muy correlacionado con el precio del cobre. Esta correlación se rompió con la pandemia en el 2020, y nunca se reestableció. Actualmente, el PEN correlaciona cercanamente con el índice global del dólar (DXY). Es este índice el que se ha mantenido sumamente estable en los últimos dos años.

Mirando más allá del 2025

La economía del país no está mal. Mantiene su fortaleza externa y existe una situación fiscal deteriorada, pero manejable. El Perú ha recuperado la estabilidad monetaria y cambiaria. El costo del dinero ha bajado.

Este contexto no tiene por qué cambiar en los próximos años. Sin embargo, el 2026 será un año electoral, por lo que es probable que las elecciones presidenciales dominen la agenda crecientemente en el 2025, y que el cambio de gobierno defina el rumbo del país a partir del 2026. Las elecciones del 2026 es el evento definitorio de los escenarios. El futuro a partir del 2026 dependerá crucialmente de los resultados de las elecciones. El futuro del país será muy diferente si entra un nuevo gobierno que genere confianza y estabilidad, estimulando la inversión privada, y fortaleciendo las instituciones y el Estado de Derecho, o si continúa la inestabilidad política, el debilitamiento del sector privado formal, así como del Estado de Derecho y la institucionalidad.

					
Banca Corporativa y Comercial			Sales		
Maricela Panduro	<i>Vicepresidente Banca Corporativa y Mercado de Capitales</i>		Catalina Sardá	<i>Director Head Inst. Corp. Sales & Derivatives</i>	202-2710
Carlos Correa	<i>Vicepresidente Banca Comercial e Institucional</i>		Irene De Velasco	<i>Director Institutional Sales</i>	202-2700
Estudios Económicos			Mariana García	<i>Associate Institutional Sales</i>	202-2700
Guillermo Arbe	<i>Gerente Principal</i>	211-6052	Mariana Cáceres	<i>Associate Analyst Institutional Sales</i>	202-2727
Pablo Nano Cortez	<i>Sub Gerente Economía Real /Sectorial</i>	pablo.nano@scotiabank.com.pe	Francisco Cadarso	<i>Analyst Institutional Sales</i>	202-2700
Ricardo Avila	<i>Manager Economía Monetaria/Mercados Financ.</i>	ricardo.avila@scotiabank.com.pe	Giannina Mostacero	<i>Associate FX Sales</i>	202-2727
Katherine Salazar	<i>Analista Sectores Primarios / Commodities</i>	katherine.salazar@scotiabank.com.pe	Natalia Herrán	<i>Head Corporate & Derivatives</i>	202-2700
Carlos Asmat	<i>Analista Sectores No Primarios</i>	carlos.asmat@scotiabank.com.pe	Katherina Centeno	<i>Associate FX Sales</i>	202-2700
Grecia Fajardo	<i>Analista Sistema Financiero</i>	grecia.fajardo@scotiabank.com.pe	Takeshi Miyamoto	<i>Associate FX Sales</i>	202-2700
David Fernandez	<i>Practicante</i>	david.fernandez@scotiabank.com.pe	Alejandra Alvarado	<i>Associate FX Sales</i>	202-2700
José Poémape	<i>Practicante</i>	jose.poemape@scotiabank.com.pe	Nicolás Macarachvili	<i>Associate Risk Solutions</i>	202-2700
Global Capital Markets Peru			Eduardo De las Casas	<i>Associate Risk Solutions</i>	202-2710
Fernando Suito	<i>Head Sales and Trading</i>		Wenceslao Aste	<i>Director Head SMEs & Personal Banking</i>	202-2727
Trading			Roberto Carranza	<i>Associate Senior FX Sales</i>	202-2727
Antonio Diaz	<i>Director FX Trading</i>		Luis Miguel Arbulú	<i>Associate FX Sales</i>	202-2727
Jean Pierre Abusabal	<i>Associate Director Fixed Income</i>		Victor Ganoza	<i>Associate Analyst FX Sales</i>	202-2700
Daniel Defago	<i>Associate Fixed Income</i>		Diego Rubio	<i>Associate Analyst FX Sales</i>	211-6000
Gabriel Quispe	<i>Associate FX Trading</i>		Jhonatan Flores	<i>Associate FX Sales</i>	211-6000
Paulo Lazaro	<i>Associate FX Trading</i>		Carlos Flores	<i>Associate FX Sales</i>	211-6000
			Miguel Shinno	<i>Associate FX Sales</i>	202-2727
					
			José Luis Guinand Llosa	<i>Gerente General</i>	211-6040 ax. 17825
			Pamela Sáenz León	<i>Head Trader Scotia Bolsa</i>	211-6040 ax. 17816