

Informe N° 005-2018-CF

Opinión del Consejo Fiscal sobre el Marco Macroeconómico Multianual 2019-2022¹

El presente informe contiene la opinión colegiada del Consejo Fiscal (CF) sobre las proyecciones fiscales incluidas en el proyecto de Marco Macroeconómico Multianual 2019-2022 (MMM) remitido por el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF). Esta opinión se emite en cumplimiento del artículo 13° del Decreto Legislativo N° 1276 que aprueba el Marco de Responsabilidad y Transparencia Fiscal del Sector Público No Financiero (MRTF-SPNF), el Decreto Supremo N° 150-2017-EF que aprueba el Reglamento del MRTF-SPNF, y el Decreto Supremo N° 287-2015-EF por el que se establecen disposiciones para la implementación y funcionamiento del CF.

Escenario internacional y local

El MMM contiene proyecciones de crecimiento de la economía mundial similares a las publicadas en el Informe de Actualización de Proyecciones Macroeconómicas 2018-2021 (IAPM)². La actividad económica de nuestros socios comerciales crecería 3,8 por ciento en 2018, mayor en 0,1 puntos porcentuales (p.p.) respecto al IAPM³. Esto se da en un contexto de mayor crecimiento económico en Estados Unidos, debido al impulso fiscal implementado, aunque parcialmente atenuado por la desaceleración en la Zona Euro, ante un menor dinamismo de su sector industrial. En los años siguientes (2019-2022), nuestros socios comerciales crecerían en promedio 3,4 por ciento.

En el caso de los precios de los principales productos de exportación, se ha revisado ligeramente a la baja la proyección del precio del cobre, del zinc y del oro respecto al IAPM, debido a las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China, y a la apreciación del dólar. En contraste, se ha revisado al alza la previsión del precio del petróleo, debido a la menor oferta mundial y a las tensiones geopolíticas en países del Medio Oriente. En consecuencia, el índice de precios de exportación (IPX) crecería 10,0 por ciento en 2018 (menor en 0,2 p.p. a lo proyectado en el IAPM), y 0,2 por ciento en promedio en el periodo 2019-2022. En el caso de los términos de intercambio, crecerían 3,8 por ciento este año (menor en 1,8 p.p. respecto al IAPM), para luego crecer en promedio 0,1 por ciento entre los años 2019-2022.

Es importante destacar que estas proyecciones se dan en un contexto de mayor volatilidad internacional. De acuerdo al MMM, existen cuatro factores de riesgo cuya materialización afectaría las perspectivas de crecimiento económico de nuestros socios comerciales y la evolución del precio de las materias primas: (i) las tensiones comerciales ante las medidas arancelarias implementadas por Estados Unidos; (ii) los desequilibrios financieros generados por el retiro del estímulo monetario de las economías avanzadas; (iii) el populismo global; y (iv) el alto nivel de endeudamiento corporativo y de gobiernos locales en China.

¹ La opinión del Consejo Fiscal se basa en el proyecto de Marco Macroeconómico Multianual 2019-2022 remitido el 31 de julio de 2018, mediante Oficio N° 1006-2018-EF/10.01 y en la información proporcionada por el Ministerio de Economía y Finanzas al 3 de agosto de 2018.

² Publicado en el portal web del MEF el 27 de abril de 2018.

³ La revisión al alza considera el crecimiento de los 20 principales socios comerciales en base a la ponderación de 2017.

Respecto a la actividad económica local, se ha revisado al alza la proyección de crecimiento económico para 2018. Así, en el MMM se prevé una tasa de crecimiento de 4,0 por ciento para este año, mayor al estimado del IAPM (3,6 por ciento). Para los años siguientes, el MMM considera una tasa de crecimiento económico promedio de 4,7 por ciento.

La aceleración del crecimiento económico previsto para el 2018 en el MMM se sustenta, por el lado de la demanda, en el repunte del gasto privado (mayor en 0,5 p.p. respecto a lo proyectado en el IAPM), como consecuencia del dinamismo de la inversión privada (mayor en 0,7 p.p. a lo proyectado en el IAPM)⁴ y el consumo privado (mayor en 0,4 p.p. a lo proyectado en el IAPM)⁵. Por el lado de la oferta, el crecimiento se sostendría en la dinámica de los sectores no primarios (mayor en 0,2 p.p. respecto a lo proyectado en el IAPM)⁶.

Durante el periodo 2019-2022, por el lado de la demanda, el crecimiento económico estaría impulsado por la inversión privada, que crecería 7,4 por ciento en promedio, donde destaca la inversión en minería (que representaría alrededor del 15 por ciento de la inversión total durante esos años) debido a la consolidación del nuevo ciclo de inversiones⁷. En tanto, el consumo privado crecería en promedio 4,0 por ciento durante esos años, debido a la reactivación del empleo. Por el lado de la oferta, se resalta el dinamismo de los sectores no primarios (crecimiento de 5,2 por ciento en promedio en el periodo 2019-2022, la mayor tasa desde 2014).

La tasa de crecimiento del PBI potencial para este año es de 3,6 por ciento (mayor en 0,1 p.p. a la previsión del IAPM), proyectándose una tasa de crecimiento potencial de 4,5 por ciento hacia el año 2022. La dinámica del PBI potencial estaría sustentada en un mayor *stock* de capital, ante el dinamismo de la inversión privada, y en mayores ganancias de productividad, debido a la implementación de medidas de impulso de la competitividad incorporadas en la Política Nacional de Competitividad.

Proyecciones fiscales

Las proyecciones fiscales contenidas en el MMM son consistentes con las reglas fiscales establecidas en el MRTF-SPNF y la Ley N° 30637, ley que dispone la aplicación de la cláusula de excepción a las reglas macrofiscales del Sector Público No Financiero (SPNF). Estas normas disponen el cumplimiento conjunto de las siguientes reglas macrofiscales: (i) la deuda pública no podrá superar el límite de 30 por ciento del PBI; (ii) el déficit fiscal máximo del SPNF será de 3,5; 2,9; 2,1; 1,0 y 1,0 por ciento del PBI para los años 2018, 2019, 2020, 2021 y 2022, respectivamente; (iii) el gasto no financiero del Gobierno General (GG) no podrá crecer por encima del límite superior del rango de más y menos 1 p.p. del promedio del crecimiento real del PBI de 20 años, la regla estará vigente a partir del año 2020⁸ y (iv) el gasto corriente sin mantenimiento del GG no podrá crecer por encima del promedio del crecimiento real del PBI de

⁴ Debido a la dinámica de la inversión en minería.

⁵ Explicado por la recuperación del mercado laboral y la interrelación positiva con la inversión privada.

⁶ Crecería impulsado por los sectores Servicios y Manufactura no primaria.

⁷ Donde destacan proyectos como Quellaveco (US\$ 5 300 millones), Pampa de Pongo (US\$ 2 500 millones), Mina Justa (US\$ 1 348 millones), la ampliación de Toromocho (US\$ 1 300 millones) y Corani (US\$ 585 millones).

⁸ Con la información de este MMM, dichas tasas son 6,2; 6,2; y 6,1 por ciento en términos reales en los años 2020, 2021 y 2022, respectivamente

20 años al que se le reduce 1 p.p., por excepción entre los años 2020 y 2021 dicha reducción es de 1,5 p.p.⁹.

Con respecto a los ingresos del GG, la previsión para el 2018 ha sido revisada al alza a 19,0 por ciento del PBI (en comparación al 18,5 por ciento del PBI previsto en el IAPM), explicada principalmente por factores transitorios como el aplazamiento de impuestos durante 2017 (consecuencia del IGV justo y el Fenómeno El Niño (FEN)), la mayor recaudación proveniente de los sectores minería e hidrocarburos, las menores devoluciones tributarias y los mayores ingresos extraordinarios. A su vez, la proyección incorpora ingresos provenientes de medidas tributarias, implementadas durante 2018 (incremento de tasas de detracciones e impuestos selectivos al consumo), equivalentes a 0,3 p.p. del PBI. De esta forma, los ingresos del GG se incrementarían, en comparación al 2017, en 0,8 p.p. del PBI.

Para 2019, los ingresos del GG se incrementarían hasta alcanzar 19,3 por ciento del PBI, debido a medidas tributarias que aportarían ingresos por 0,7 p.p. del PBI. En 2019, la proyección considera las medidas implementadas durante el 2018; así como medidas adicionales que estarían orientadas a combatir la evasión y la elusión de impuestos, y a ampliar la base tributaria, que aportarían 0,3 p.p. del PBI.

Para los años 2020-2022, los ingresos fiscales se acelerarían hasta alcanzar 20,6 por ciento del PBI en 2022. Esta ganancia de ingresos se debería a una normalización de las devoluciones tributarias, mayor dinamismo económico, el inicio de pago de impuesto a la renta de nuevos proyectos mineros y la maduración de las medidas tributarias implementadas en los años previos.

Por su parte, la estimación de ingresos estructurales fue revisada al alza a 19,7 por ciento del PBI potencial para el periodo 2018 – 2020 (0,3 p.p. más que en el IAPM), sustentada por la revisión al alza de los ingresos observados. Para 2022, los ingresos estructurales ascenderían a 20,6 por ciento del PBI potencial, cifra similar a la de los ingresos convencionales.

Con relación al gasto público, en el MMM se prevé que en 2018 el gasto no financiero del GG se ubique en 20,4 por ciento del PBI, igual al previsto en el IAPM y superior al nivel registrado en 2017 (20,0 por ciento del PBI). Dicho nivel de gasto no financiero se mantendría en 2019 y se reduciría hasta 20,2 por ciento del PBI en los años 2021 y 2022 (nivel mayor en 0,2 p.p. del PBI a lo previsto en el IAPM para 2021), en un contexto de consolidación fiscal.

Respecto del IAPM ha habido una recomposición de los componentes del gasto no financiero que se traduce en mayor gasto corriente y menores niveles de inversión pública. Así, se prevé que el gasto corriente sea de 15,3 por ciento del PBI en 2018 (igual al proyectado en el IAPM y al registrado en 2017), y que se reduzca hasta 14,8 por ciento en 2022 (reducción menor que la esperada en el IAPM en la que el gasto corriente llegaba a 14,2 por ciento del PBI en 2021). Por su parte, se espera que la inversión pública sea de 4,9 por ciento del PBI en 2018 (igual que en el IAPM y superior en 0,4 p.p. del PBI que la registrada en 2017) y que aumente hasta 5,2 por ciento en 2022 (aumento menor que el previsto en el IAPM que proyectaba que en 2021 la inversión pública se ubicaría en 5,5 por ciento del PBI). En este contexto, la proyección de crecimiento para 2018 de la inversión pública se redujo de 17,5 a 14,0 por ciento real debido a

⁹ Con la información del MMM, dichas tasas son de 4,0; 4,2; 3,7; 3,7 y 4,1 por ciento en términos reales en los años 2018, 2019, 2020, 2021 y 2022, respectivamente.

previsiones de menor ejecución en grandes proyectos como la Línea 2 del Metro de Lima y la modernización de la refinería de Talara.

La proyección de déficit fiscal se redujo a 3,0 y 2,7 por ciento del PBI para los años 2018 y 2019, como resultado de los mayores ingresos fiscales esperados. Estos niveles son menores a los contemplados en el IAPM y a los límites establecidos por la regla fiscal de resultado económico: 3,5 y 2,9 por ciento del PBI en 2018 y 2019. Para los años 2020 y 2021, se espera que el déficit fiscal se reduzca considerablemente (en 0,8 p.p. del PBI en promedio) hasta alcanzar la meta de 1,0 por ciento del PBI en 2021, en línea con el proceso de consolidación fiscal previsto en la Ley N° 30637. Posteriormente, en 2022, se espera que el nivel de déficit fiscal se mantenga en 1,0 por ciento del PBI.

Las previsiones de necesidades de financiamiento también han sido revisadas hacia la baja con respecto al IAPM, en línea con los menores déficits esperados. De esta forma, la deuda pública se ubicará en 25,9 y 27,5 por ciento del PBI en 2018 y 2019, por debajo de los niveles contemplados en el IAPM, para luego descender a partir de 2020 y converger a 26 por ciento del PBI en 2022. A partir del 2019, la principal fuente de financiamiento sería el endeudamiento público (1,2 por ciento del PBI en promedio¹⁰), y en menor medida los activos financieros (0,5 por ciento del PBI en promedio¹¹). En consecuencia, la deuda neta ascenderá a 14,5 por ciento del PBI en 2022¹², nivel superior al 9,5 por ciento del PBI registrado en 2017.

Por otro lado, se prevé un déficit fiscal estructural de 2,7 por ciento del PBI potencial en 2018, menor al previsto en el IAPM pero mayor en 0,3 p.p. al registrado en 2017. Así, la postura de la política fiscal será ligeramente expansiva en 2018, con un impulso fiscal positivo de 0,2 p.p. del PBI potencial en 2018, para luego iniciar una posición contractiva en el periodo 2019-2021, en línea con el proceso de consolidación fiscal.

Con respecto al registro de los pasivos contingentes explícitos, en el MMM se presenta la exposición máxima del SPNF a tres fuentes de contingencias: i) las derivadas de procesos judiciales en cortes nacionales e internacionales, administrativas y arbitrajes nacionales; ii) por controversias internacionales en temas de inversión; y iii) por garantías otorgadas en la suscripción de contratos de Asociaciones Público-Privadas (APPs). Estos pasivos disminuyeron de 10,3 a 9,9 por ciento del PBI entre 2016 y 2017, aunque en gran medida debido a la apreciación del tipo de cambio y al aumento del PBI nominal¹³. Los pasivos asumidos en contratos de APPs presentaron la mayor caída (en 0,33 p.p. del PBI), debido a la disminución de las contingencias por compromisos asumidos y garantías financieras (en 0,25 y 0,08 p.p. del PBI respectivamente).

¹⁰ El MEF prevé obtener recursos a través de endeudamiento por 1,9 por ciento del PBI en 2019, y 0,9 por ciento del PBI en promedio para los años 2020-2022.

¹¹ Considera el uso del FEF y otros activos, incluyendo los obtenidos por pre-financiamientos. Para el 2019, el MEF prevé utilizar recursos de estas fuentes por 0,8 por ciento del PBI, compuesto por pre-financiamientos obtenidos en 2018 (por 0,6 por ciento del PBI) y recursos del FEF y de otros activos (por 0,2 por ciento del PBI). Para los años 2020-2022, se prevé usar recursos de estas fuentes por 0,4 por ciento del PBI en promedio.

¹² Para el cálculo de la deuda neta se restan los activos financieros de la deuda bruta del SPNF. A junio de 2018, los activos financieros equivalen 15,1 por ciento del PBI, ligeramente menor al 15,3 por ciento del PBI registrado en 2017.

¹³ Según el MMM, la apreciación del tipo de cambio y el crecimiento del PBI nominal generaron una disminución de este indicador en 0,78 p.p. del PBI. Sin considerar estos efectos (empleando el tipo de cambio y PBI del 2016), este indicador crecería en 0,36 p.p. del PBI.

Opinión de CF sobre las proyecciones contempladas en el MMM

En relación a las perspectivas sobre el escenario macroeconómico mundial, el CF considera que las proyecciones de corto plazo del crecimiento mundial y de las cotizaciones internacionales de los principales productos de exportación se encuentran en línea con los reportes de otras instituciones económicas a junio y julio de este año¹⁴. Sin embargo, tal como se menciona en el MMM, estas proyecciones no han considerado las recientes medidas arancelarias entre Estados Unidos y China¹⁵, que intensifican las tensiones comerciales entre ambos países.

En ese sentido, el CF resalta la necesidad de analizar con mayor profundidad los factores que podrían plasmarse en mayor incertidumbre, principalmente la creciente tensión comercial entre Estados Unidos y China, cuyo desenlace podría reducir las perspectivas de crecimiento mundial en los siguientes años¹⁶ y afectar al precio de nuestras exportaciones, como es el caso del cobre, nuestro principal producto de exportación. Otros riesgos que, sin dejar de ser importantes, impactarían en menor medida a la economía peruana serían la normalización de la política monetaria de Estados Unidos, que afectaría al tipo de cambio y al precio del oro; y la enorme deuda corporativa de las economías emergentes, que podría afectar, principalmente, el crecimiento económico de China.

No obstante, de acuerdo a las proyecciones del MMM el escenario externo continuaría siendo favorable este año¹⁷, por lo que el CF reitera (ver el informe N° 003-2018-CF) la importancia de adoptar medidas dirigidas a recuperar el espacio fiscal en nuestra economía y así fortalecer nuestra capacidad para afrontar la materialización de futuros riesgos locales¹⁸ e internacionales que puedan deteriorar nuestras finanzas públicas.

En cuanto a las perspectivas de crecimiento económico local, el CF considera que la proyección para este año es consistente con el dinamismo observado en el sector no primario de la economía y los anuncios de inicio de importantes proyectos mineros¹⁹. Para los siguientes años, la dinámica del crecimiento económico se sostendría, por el lado de la demanda, en la inversión privada, principalmente en minería e infraestructura, y por el lado de la oferta, en los sectores

¹⁴ Proyección de crecimiento mundial en 2018: MMM en 3,9 por ciento; BCRP (*“Reporte de Inflación” (RI)* de junio de 2018) en 3,8 por ciento; y FMI (*“Perspectivas de la Economía Mundial”*, julio de 2018) en 3,9 por ciento. Proyección del precio del cobre en 2018: MMM en US\$ 3,05 por libra, BCRP (RI de junio de 2018) en US\$ 3,19 por libra y Bloomberg (agosto de 2018) en US\$ 3,08 por libra. Proyección del precio del oro para 2018: MMM en US\$ 1 305 por onza troy (oz), BCRP (RI de junio 2018) en US\$ 1 314 por oz y Bloomberg (agosto de 2018) en US\$ 1 296 por oz.

¹⁵ Las medidas recientes sobre aranceles de Estados Unidos y China se implementarán a partir del 23 de agosto del presente año.

¹⁶ Lindé y Pescatori (2017) encuentran que una guerra comercial entre Estados Unidos y el resto del mundo –a través de un incremento del 10 por ciento de los aranceles por ambos bandos- generaría una caída de 1 por ciento en el comercio mundial y 0,5 por ciento en el PBI mundial (ver *“The Macroeconomic Effects of Trade Tariffs: Revisiting the Lerner Symmetry Result”*, IMF Working Paper N° 17/151). Además, *Bloomberg Economics* (marzo de 2018) señala que un aumento del 10 por ciento en los costos de importación de Estados Unidos, con una respuesta similar de los demás países, iniciada en 2018, generaría una reducción del PBI mundial de 0,2 p.p. en 2019 y de 0,3 p.p. en 2020.

¹⁷ El crecimiento mundial esperado para el año 2018 sería el mayor desde el año 2011. Además, los precios promedio del cobre y el oro esperados para el 2018 serían los mayores desde los años 2013 y 2014, respectivamente.

¹⁸ Por ejemplo, ante la materialización de desastres naturales asociados a la ocurrencia del FEN. La Comisión Multisectorial Encargada del Estudio Nacional del Fenómeno El Niño (ENFEN), en agosto de este año, revisó al alza la probabilidad de ocurrencia de la anomalía climática para el verano de 2019. No obstante, la entidad señala que esta revisión no implica la ocurrencia de lluvias extraordinarias como las de los años 1983, 1998 o 2017.

¹⁹ El 26 de julio de este año, la empresa minera Anglo American anunció el desarrollo del proyecto Quellaveco, cuyo costo de capital esperado se ubica en un rango entre US\$ 5 000 millones y US\$ 5 300 millones (véase en <http://www.angloamerican.com/media/press-releases/2018/26-07-2018a>).

no primarios. En ese sentido, y en línea con lo señalado anteriormente²⁰, el CF resalta la importancia de evaluar el efecto de condiciones internacionales menos favorables sobre nuestra economía, principalmente por el lado de la demanda externa y precio de materias primas como el cobre y el oro²¹, dado que existe el riesgo que el crecimiento del sector no primario sea menor ante un debilitamiento del entorno internacional.

Respecto al crecimiento del PBI potencial, el CF señala que la proyección hacia el año 2022 no está plenamente justificada²² pues se observa que: (i) no guarda relación con el crecimiento esperado de los términos de intercambio²³; (ii) se apoya en las mayores ganancias de productividad debido a la implementación de una Política Nacional de Competitividad que, a la fecha, solo contiene lineamientos generales y ninguna acción concreta y; (iii) el stock de capital podría ser menor debido a una menor inversión pública respecto a lo esperado en el MMM. En ese sentido, el CF reitera (ver los informes N° 002-2017-CF y N° 003-2018-CF) la necesidad de sustentar adecuadamente la proyección de crecimiento potencial, sobre todo en relación a la ganancia de productividad, las que dependen de políticas específicas que la promuevan.

Con relación a la proyección de ingresos públicos, el CF opina que las previsiones para los años 2018 y 2019 están en línea con las perspectivas de crecimiento local e internacional planteadas en el MMM, asumiendo que las medidas tributarias generen, en estos años, ingresos por 0,3 y 0,7 p.p. del PBI, respectivamente. El CF nota que la recuperación de ingresos prevista para el 2018 se explica principalmente por factores transitorios, en su mayoría asociados a los mejores precios de exportación. Sin embargo, el CF advierte que en el escenario internacional se enfrentan riesgos y que, en escenarios de mayor volatilidad, se dificulta la proyección de mediano plazo de los precios de exportación²⁴. En línea con lo anterior, el CF recomienda adoptar una actitud prudente ante los resultados positivos de recaudación de este año^{25,26}. Como se mencionó en el informe N° 003-2018-CF, por su naturaleza temporal, los ingresos transitorios deberían destinarse a reconstituir ahorros públicos como el Fondo de Estabilización Fiscal (FEF), y así fortalecer nuestra capacidad para afrontar la materialización de posibles eventos económicos adversos.

²⁰ Ver informes N° 002-2016-CF, N° 006-2016-CF y N° 002-2017-CF.

²¹ Al respecto, Gondo y Vega (2018) señalan que un aumento en el precio de las materias primas reduce la probabilidad de demoras en los proyectos de inversión minera; mientras que un incremento de la volatilidad de estos precios, en épocas de caída, aumenta la probabilidad de demora de proyectos mineros y no mineros (ver "*La dinámica de los proyectos de inversión en el Perú*", Revista Moneda N° 173, pp 20-23).

²² El Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) estiman un crecimiento potencial de 4 por ciento en el mediano plazo.

²³ Castillo y Rojas (2014) encuentran que los choques de términos de intercambio en Chile, México y Perú generan importantes ganancias de productividad, no solo de corto plazo, sino también de mediano y largo plazo (ver "*Términos de intercambio y productividad total de factores: Evidencia empírica de los mercados emergentes de América Latina*", Revista Estudios Económicos N° 28, pp 27-46).

²⁴ La revisión de los errores de proyección muestra que estos se magnifican en periodos de alta volatilidad. Por ejemplo, en 2009 los precios de exportación registraron una caída de 12,7 por ciento, cifra inferior al crecimiento de 1,1 por ciento proyectado en el Marco Macroeconómico Multianual Revisado (MMMR) del año previo. En ese año, los ingresos del GG resultaron menores en 3,3 p.p. del PBI a los proyectados en el MMMR del año anterior.

²⁵ Más aun considerando que, en los últimos tres años, los ingresos del GG se han sobreestimado en 1,7 p.p. del PBI (error de proyección promedio de los últimos 3 MMMR).

²⁶ Por ejemplo, en los siete primeros meses del año, los ingresos tributarios del GG registraron un crecimiento de 20,8 por ciento real respecto al mismo periodo del año anterior. Este crecimiento es explicado por la mayor recaudación proveniente del sector minero (con una contribución de 3,9 p.p.) y del IGV (6,9 p.p.).

Con respecto a los niveles de ingresos públicos previstos para los años 2020-2022, el CF considera que las proyecciones para este periodo son optimistas. La Secretaría Técnica del CF, a partir de los supuestos detallados en el MMM (PBI e IPX), estima que los ingresos fiscales convergerían, en un escenario pasivo²⁷, en torno al 18,3 por ciento en lugar del 19,0 por ciento del PBI planteado en el MMM al 2022. Para cumplir con la meta propuesta, se requerirían medidas tributarias que generen 2,3 p.p. del PBI, en lugar del 1,6 p.p. del PBI previsto en el MMM. Como se mencionó en informes previos²⁸, el CF considera vital la implementación de medidas de política tributaria que permitan cumplir con la senda de ingresos prevista al 2022. Dado que estas medidas no han sido sustentadas en el MMM, el CF sugiere que se evalúe la adopción de medidas de política tributaria complementarias²⁹ dirigidas a incrementar los ingresos permanentes.³⁰

Con relación a los ingresos estructurales, el CF nota que el cálculo realizado en el MMM incorpora un ajuste cíclico a las devoluciones tributarias, el cual excluye a las devoluciones superiores a 1,9 por ciento del PBI³¹. Dado que la metodología para el cálculo de las cuentas estructurales no contempla este tipo de ajuste, el CF recomienda que también se publiquen los balances fiscales estructurales sin considerar esta exclusión³². Asimismo, el CF exhorta, en el marco de sus funciones³³, que los cambios metodológicos referentes al cálculo de las cuentas estructurales se realicen con la opinión previa del CF.

Respecto al gasto público, el CF nota que en los últimos años se han subestimado gastos corrientes y se ha sobreestimado el crecimiento de la inversión pública³⁴. Por ello, el CF

²⁷ Este escenario considera las proyecciones de crecimiento de PBI e IPX del MMM; así como las elasticidades de los ingresos fiscales consideradas en el IAPM (pág. 31).

²⁸ Véase los informes N° 004-2017-CF y N° 003-2018-CF.

²⁹ En el MMM se hace mención de medidas administrativas orientadas a disminuir el incumplimiento tributario. Como se menciona en el informe N° 003-2018-CF, estas medidas son relevantes; sin embargo, toman tiempo en surtir efecto. Véase Banco Mundial (2015) *“Peru Selected issues in Fiscal Policy Taxation and Equity”*, junio de 2015. Asimismo, el MMM señala, en general, que las medidas se encuentran en la delegación de facultades legislativas que otorgó el Congreso en julio de este año orientadas a combatir la evasión fiscal y ampliar la base tributaria, y a partir del 2020, en medidas adicionales relacionadas con la revisión de los beneficios tributarios y con una reforma consensuada del impuesto a la renta, entre otras.

³⁰ Por ejemplo, la experiencia de México (2013) y Chile (2014) muestra que es posible incrementar los ingresos permanentes a partir de reformas tributarias estructurales. Estas reformas tienen en común que introdujeron nuevos impuestos y realizaron modificaciones simultáneas en el impuesto a la renta, impuestos selectivos e impuestos al valor agregado. Para más detalle, véase la nota de discusión N° 002-2018-CF/ST, *“Ingresos públicos y reformas tributarias en los países de la Alianza del Pacífico”*.

³¹ La metodología señala que *“... para el cálculo del ingreso estructural se excluyen los ingresos extraordinarios por constituir ingresos transitorios que no reflejan ni el ciclo de PBI ni de los precios de exportación, (...)”* (pág. 9). De esta forma, la metodología solo permite la exclusión de ingresos extraordinarios. Considerando las proyecciones contenidas en el MMM, las devoluciones tributarias se encontrarían por encima de 1,9 por ciento del PBI por 6 años (desde el 2016 hasta el 2021), lo cual descarta su naturaleza de extraordinario.

³² El FMI brinda la siguientes recomendaciones para categorizar los ingresos extraordinarios: i) ser cauteloso con aquellos ingresos extraordinarios o “de una sola vez” que hacen que los balances fiscales se vean mejor; ii) tratar como ingreso extraordinario aquellas operaciones que afectan el balance fiscal por un periodo corto de tiempo, usualmente no mayor a un año; iii) si se tiene alguna duda sobre si la operación debe considerarse “de una sola vez”, no hacer ninguna exclusión; y iv) si se hacen ajustes, reportar los balances fiscales con y sin los ingresos extraordinarios. Véase, Bornshorst et al (2011) *“When and how adjust beyond the business cycle”*, IMF Technical Note.

³³ Como señala el MRTF-SPNF en su artículo 15, el CF tiene dentro de sus funciones la emisión de opinión no vinculante sobre la metodología para el cálculo del resultado fiscal estructural del SPNF.

³⁴ En los últimos 7 años (2011-2017), en promedio, la proyección a un año del gasto corriente ha sido subestimada en 0,7 p.p. del PBI (que representa 4,7 por ciento del gasto corriente promedio), mientras que la inversión pública ha sido sobrestimada en 0,8 p.p. del PBI (que representa 14,7 por ciento de la inversión pública promedio).

considera pertinente que en el MMM la convergencia de las sendas de gasto corriente e inversión pública previstas al 2022, sean más graduales respecto a las contempladas en el IAPM.

Considerando el alto grado de inflexibilidad del gasto corriente y que en el periodo de proyección continuarían las presiones para incrementar el gasto en remuneraciones, la reducción del gasto corriente propuesta (de 0,4 p.p. del PBI entre 2017 y 2021) es más factible de alcanzar que la prevista el IAPM (1,1 p.p. del PBI en el mismo periodo).

Por su parte, el CF considera acertado que se haya moderado la proyección del crecimiento de la inversión pública entre 2017 y 2022 (0,7 p.p. del PBI en el MMM, frente a 1 p.p. del PBI del IAPM), considerando que la misma no viene mostrando el dinamismo esperado. Aun así, el CF advierte que la meta de crecimiento de 14 por ciento real para 2018 sigue siendo elevada y casi el doble que la prevista por otros analistas³⁵, por lo cual sería necesario que en el MMM se sustente detalladamente cómo se alcanzará dicho crecimiento. El CF considera que los principales factores que harían que el crecimiento de la inversión pública sea menor que el esperado en el corto plazo son: i) el bajo gasto en reconstrucción a la fecha³⁶, ii) retrasos en la ejecución de algunos de los proyectos de inversión pública más importantes³⁷, iii) la moderación del ritmo de crecimiento de la inversión pública para el segundo semestre del año producto de un efecto estadístico³⁸ y iv) el efecto que podrían tener las elecciones regionales y municipales sobre la inversión en el último trimestre del año y durante 2019³⁹.

Asimismo, la baja ejecución del gasto en reconstrucción en 2018 podría crear presiones para que dicho gasto se posponga para ser ejecutado en los próximos años. El CF advierte que ello podría dificultar la consolidación fiscal en el mediano plazo, sobre todo si el gasto en reconstrucción se concentra de 2020 en adelante, años en los que dicho gasto debería empezar a reducirse. En ese sentido, el CF recomienda considerar escenarios alternativos para las proyecciones fiscales en los cuales se cumplan los objetivos macrofiscales sin dejar de atender las necesidades de reconstrucción.

Con relación al cumplimiento de la regla fiscal del gasto corriente sin mantenimiento, el CF alerta que en 2018 se mantiene el riesgo de incumplimiento, tal como se advirtió en el informe N° 003-2018. Los principales gastos que podrían producir el desvío de la regla fiscal son el gasto en remuneraciones y el gasto en pensiones, como evidencia el crecimiento real mostrado entre

³⁵ En julio de 2018, BBVA y BCP estimaron una tasa de crecimiento real de 6 y 4 por ciento, respectivamente. Por su parte, Macroconsult estimó una tasa de crecimiento real de 9,8 por ciento en abril.

³⁶ Según el portal de transparencia económica del MEF, el gasto en inversión pública en el marco del proceso de reconstrucción es de S/ 150 millones (consulta realizada el 14 de agosto de 2018). Cabe indicar que en lo que va de 2018, se han realizado transferencias para actividades de reconstrucción (vía crédito suplementario) a entidades de los tres niveles de gobierno por S/ 2 451 millones, pero ello aún no se ha traducido en mayor ejecución del gasto público.

³⁷ Entre ellos se encuentra la Línea 2 del Metro de Lima y el Proyecto de Modernización de la Refinería de Talara.

³⁸ En el primer semestre del 2017 la tasa de crecimiento real de la formación bruta de capital del GG fue de -10,1 por ciento, mientras que en el segundo semestre del 2017 dicha tasa de crecimiento fue de 8,5 por ciento.

³⁹ Estimaciones de la Secretaría Técnica del CF muestran que las elecciones regionales y municipales afectan el desempeño de la inversión pública de los gobiernos subnacionales desde el trimestre posterior a las elecciones y a lo largo del año siguiente. Asimismo, la prohibición de la reelección establecida en la Ley N° 30305 supone un riesgo adicional pues gobiernos reelectos suelen dar continuidad a las obras iniciadas en un periodo anterior. Para mayor detalle véase el reporte técnico N°002-2018-CF/ST.

enero y julio de 2018⁴⁰. Además, dicho riesgo podría extenderse en los próximos años porque se espera que continúen las presiones para incrementar el gasto en remuneraciones y porque la propia regla fiscal es más restrictiva en el periodo 2020 - 2021⁴¹.

Por otra parte, las estimaciones del gasto no financiero del GG del MMM, son compatibles con su respectiva regla fiscal, que estará vigente a partir del año 2020. Ello se debe a que en dicho periodo se produciría el retiro del impulso fiscal para alcanzar la consolidación fiscal, con el gasto público ajustándose para cumplir con la regla de déficit fiscal prevista en la Ley N° 30637.

Con respecto al ratio de deuda pública, el CF opina que los niveles esperados para los años 2018-2020 son consistentes con la menor previsión de déficits fiscales en este periodo. Como resultado, la sostenibilidad fiscal⁴² mejora en la medida que la nueva trayectoria de la deuda tiene una menor probabilidad de superar el límite legal de 30 por ciento del PBI, según estimaciones del MEF (un 30 por ciento de probabilidad, en lugar del 35 por ciento estimado hace un año⁴³). Sin embargo, el CF recuerda que el principal sustento de estas proyecciones es el cumplimiento de la consolidación fiscal, la cual plantea una reducción del déficit fiscal en 2,0 p.p. del PBI al 2021. Como manifestó el CF en su Informe Anual 2017⁴⁴, la deuda podría adoptar una tendencia creciente, superando el límite de 30 por ciento del PBI, si no se logra la consolidación fiscal y ante la materialización de riesgos macroeconómicos⁴⁵. Por lo tanto, el CF considera importante asegurar la continuidad del proceso de consolidación fiscal.

El CF nota que en el MMM no se prevén ingresos para el FEF, en un contexto en el que se espera una mayor recaudación fiscal para este año generada por factores temporales, principalmente por mayores precios de exportación. Además, en el MMM se prevé usar recursos del FEF en los próximos años, con lo cual su saldo (2,9 por ciento del PBI en junio de 2018) disminuirá hacia el 2022 ubicándose por 6 años consecutivos por debajo de su límite de 4,0 por ciento del PBI⁴⁶.

El CF recuerda que el marco legal permite la incorporación de nuevos recursos al FEF, siempre y cuando se autorice por norma expresa⁴⁷. En este sentido, el CF opina que los ingresos generados por factores temporales (como los que se obtendrán en este año) deben destinarse a reconstituir ahorros públicos como el FEF. Para ello, es importante no solo monitorear la evolución de las cuentas estructurales, sino también poder usarlas como herramientas de política fiscal. Además, el CF sugiere evaluar el desempeño reciente de los fondos administrados

⁴⁰ En los primeros 7 meses del año, los gastos en remuneraciones y pensiones crecieron 11,2 y 14,4 por ciento real, respectivamente. En el mismo periodo, el gasto en pensiones del Decreto Ley N° 19846, Régimen de pensiones del personal militar y policial, creció 73,5 por ciento real.

⁴¹ Cabe recordar que según la Ley N° 30637, extraordinariamente para los años 2020 y 2021 el gasto corriente sin mantenimiento no podrá crecer más que el promedio de 20 años de crecimiento real del PBI reducido en 1,5 p.p. y no 1 p.p. como es el parámetro ordinario de la regla fiscal.

⁴² La definición de sostenibilidad fiscal utilizada en este documento considera una senda no creciente (o no explosiva) del ratio de deuda pública como porcentaje del PBI en el mediano plazo. Para una discusión sobre esta definición y otras utilizadas en la literatura académica, véase el Informe Anual 2017 del CF, "Las finanzas públicas en el Perú: efectividad y sostenibilidad".

⁴³ Véase la página 93 del Marco Macroeconómico Multianual 2018-2021, publicado el 25 de agosto de 2017.

⁴⁴ Informe Anual 2017 del CF, páginas 33 y 34.

⁴⁵ Los riesgos considerados sobre esta nueva trayectoria de deuda consisten en: i) disminución del crecimiento económico; ii) depreciación del tipo de cambio; iii) aumento de tasas de interés; y iv) caída en los precios de exportación. Para mayor detalle véase las páginas 31-34 del Informe Anual 2017 del CF.

⁴⁶ Dispuesto en el Decreto Legislativo N° 1276, MRTF-SPNF.

⁴⁷ En el artículo 18 del MRTF-SPNF se establece que, en adición a las fuentes dispuestas en esta norma, constituyen recursos del FEF "otros recursos autorizados por norma expresa".

por el Tesoro Público, en relación a sus objetivos y su consistencia con la estrategia de gestión global de activos y pasivos públicos, a fin de identificar recursos que puedan ser reorientados hacia el FEF para fortalecerlo⁴⁸.

Con respecto a los pasivos contingentes explícitos y las obligaciones por sentencias judiciales en calidad de cosa juzgada, el CF opina que el registro de estas obligaciones en el MMM contribuye a la transparencia de las finanzas públicas, además se da continuidad a la práctica iniciada con el MMM 2018-2021⁴⁹. En el caso de las sentencias judiciales en calidad de cosa juzgada, el CF sugiere seguir prácticas internacionales para la estimación del impacto en la deuda pública y para su adecuado registro en las estadísticas fiscales⁵⁰.

El CF considera necesario que se continúe con la presentación de estimaciones de compromisos fiscales mandatorios y espacio fiscal para el mediano plazo, como se hizo previamente en el MMM 2018-2021, pues esta práctica contribuye a mejorar el planeamiento de mediano y largo plazo de las finanzas públicas. El CF sugiere que se tome en cuenta las observaciones realizadas en los informes N° 004-2017-CF y N° 001-2018-CF, en relación a: i) incorporar el efecto del envejecimiento poblacional para evitar una sobreestimación del espacio fiscal; ii) realizar un ejercicio de sensibilidad a estas proyecciones, a fin de mostrar su grado de incertidumbre; y iii) consolidar y registrar estos pasivos siguiendo las mejores prácticas internacionales y recomendaciones de organizaciones internacionales⁵¹.

En relación a otras contingencias fiscales, el CF manifiesta su preocupación por la acumulación de obligaciones del Fondo para la Estabilización de Precios de los Combustibles Derivados del Petróleo (FEPC), cuyo saldo asciende a S/ 870 millones a junio de 2018⁵². Estas obligaciones constituyen un pasivo contingente, pues el Estado debe realizar transferencias al FEPC cuando no tenga recursos suficientes para pagar sus obligaciones^{53, 54}.

El CF exhorta a tomar las medidas que sean necesarias para mitigar el riesgo fiscal generado por las contingencias de este fondo, pues su materialización podría dificultar el cumplimiento de las reglas fiscales y la consolidación fiscal en los próximos años. Para ello, el CF sugiere rediseñar el

⁴⁸ Por ejemplo, el Fondo de Infraestructura Pública y Servicios Públicos (el cual no ha sido implementado aún) se alimenta de los recursos del FEF cuando éste alcanza un 4 por ciento del PBI. Como mencionó el CF en su informe N° 008-2016, la administración de este fondo debe guardar consistencia con la estrategia de gestión global de activos y pasivos del Tesoro Público.

⁴⁹ Desde el MMM 2018-2021, el registro de estos pasivos se incluye como una sección en este documento. Anteriormente, en los años 2015 y 2016, se reportaban estos pasivos en el informe de Contingencias Explícitas del Sector Público No Financiero.

⁵⁰ Véase la nota de discusión N° 001-2016, "Activos y pasivos del Sector Público No Financiero", de la Secretaría Técnica del CF, en la cual se muestran dos formas para incorporar estas obligaciones dentro del análisis de sostenibilidad de la deuda. Véase el recuadro 3 del reporte técnico N° 004-2017 de la Secretaría Técnica del CF, para opciones de registro de estas obligaciones, en línea con recomendaciones internacionales y prácticas en la región.

⁵¹ El FMI en su documento "*Peru: Fiscal Transparency Evaluation*" publicado en octubre de 2015, recomienda reportar la reserva actuarial neta de la Caja de Pensiones Militar Policial como un pasivo en la hoja de balance del Sector Público; mientras que en el caso del Sistema Nacional de Pensiones, el FMI recomienda reportarlo como pasivo contingente en una nota informativa. Estas recomendaciones se encuentran en línea con las directrices del manual de estadísticas fiscales del FMI del año 2014, "*Government Finance Statistics Manual 2014*".

⁵² Según información provista por el MEF.

⁵³ Véase el artículo 9, "Transferencia contingente del Estado al Fondo", del Decreto de Urgencia N° 010-2004, y sus modificatorias.

⁵⁴ Las últimas transferencias que realizó el Gobierno al FEPC fueron en 2015 y 2016, por un total de S/ 806 millones. Previamente, el Gobierno transfirió un total de S/ 3 674 millones entre los años 2010 y 2011, antes de rediseñar el FEPC en el año 2012.

mecanismo de estabilización de precios del FEPC, permitiendo un mayor ajuste en las bandas de precios y una mayor frecuencia para su actualización, de tal forma que los desfases de precios sean solo transitorios y no permanentes. Adicionalmente, el CF sugiere tomar en cuenta la experiencia internacional sobre el uso de mecanismos de estabilización de precios que propicien una mayor transparencia sobre su costo fiscal⁵⁵, y que contemplen el uso de instrumentos financieros para la transferencia de riesgos ante fluctuaciones significativas en los precios de combustibles⁵⁶.

Finalmente, el CF señala que la economía peruana enfrenta un conjunto de riesgos que pueden afectar la sostenibilidad de las finanzas públicas. En el escenario internacional, existe incertidumbre respecto a la creciente tensión comercial entre Estados Unidos y China. En el plano local, existe incertidumbre sobre el mayor crecimiento potencial previsto en el MMM, debido a que esta se lograría gracias a ganancias de productividad respaldadas por la Política Nacional de Competitividad que, a la fecha, presenta lineamientos generales de los que no se puede inferir la implementación de políticas específicas que garanticen dichas ganancias en el mediano plazo. En este sentido, el CF considera que es importante que el MMM incluya un análisis sobre riesgos por variaciones significativas en los supuestos macroeconómicos empleados mostrando los posibles efectos en las variables fiscales. Al respecto, estimaciones realizadas por la Secretaría Técnica del CF muestran que en un escenario de menor crecimiento y mayor caída de los precios de exportación entre los años 2019-2022⁵⁷, el gasto público durante este periodo tendría que ajustarse y ser menor en 2,1 p.p. del PBI en el acumulado para este periodo, para poder cumplir con la senda de déficit fiscal. Alternativamente, se requerirían medidas tributarias adicionales en esta magnitud para enfrentar el mismo nivel de gasto.

⁵⁵ Por ejemplo, en 2010 expiró en Chile el Fondo de Estabilización de Precios de Combustibles, y desde 2011 se emplea un mecanismo de estabilización que opera a través de incrementos y rebajas a los impuestos específicos. Bajo este mecanismo, el costo fiscal se refleja directamente en la recaudación fiscal, con lo cual se transparenta y reconoce su costo inmediatamente.

⁵⁶ En México, la Secretaría de Hacienda y Crédito Público implementa una Estrategia de Contratación de Coberturas Petroleras para proteger los ingresos petroleros del Gobierno Federal. Esta estrategia está aprobada en la Ley de Ingresos de la Federación para el 2018. En Chile, el Ministerio de Hacienda está facultado a contratar coberturas financieras ante variaciones en los precios de combustibles (Ley N° 20.493). Sin embargo, este mecanismo aún no ha sido implementado.

⁵⁷ Se realiza un análisis de sensibilidad asumiendo que las proyecciones de crecimiento del PBI e IPX contempladas en el MMM disminuyen en 0,5 desviación estándar. La desviación se calcula para el periodo 2012-2017 con la finalidad de caracterizar las caídas consecutivas en los precios de exportación (2012-2016) y su posterior recuperación (2017). En este escenario, las proyecciones de crecimiento de PBI e IPX disminuyen en 0,8 y 4,6 p.p., respectivamente.

Conclusiones

El CF opina que las proyecciones macroeconómicas del MMM son consistentes con un entorno local e internacional que, en lo que va del año, resultó mejor a lo previsto en el IAPM. Sin embargo, el CF nota que las perspectivas para el contexto internacional se han tornado inciertas en las últimas semanas, principalmente por la intensificación de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China, nuestros principales socios comerciales. El precio del cobre, nuestro principal producto de exportación es muy sensible al volumen del comercio internacional.

La materialización de uno o varios riesgos que enfrenta el entorno internacional tendría repercusiones negativas para las finanzas públicas de nuestro país. Según estimaciones realizadas por la Secretaría Técnica del CF, en un escenario de menor crecimiento y mayor caída de precios de exportación, el gasto público tendría que ajustarse y ser menor en 2,1 p.p. del PBI en términos acumulados para el periodo 2019-2022, para poder cumplir con la senda de déficit fiscal. Alternativamente, se requerirían medidas tributarias adicionales en esta magnitud para enfrentar el mismo nivel de gasto. En este sentido, el CF considera que el MMM debe incluir un análisis sobre riesgos por variaciones significativas en los supuestos macroeconómicos empleados, mostrando los posibles efectos en las variables fiscales e indicando las medidas contingentes a adoptar ante estas eventualidades.

Respecto al mayor crecimiento potencial previsto en el MMM, el CF nota que dicho crecimiento se sustenta en ganancias de productividad derivadas de la implementación de la Política Nacional de Competitividad, que, a la fecha, contiene solamente lineamientos generales de los que no se puede inferir acciones concretas. En este sentido, el CF opina que es necesario establecer políticas específicas que promuevan una mayor productividad, pues de ellas dependerá fundamentalmente el esfuerzo de la consolidación fiscal y la mejora esperada para la tasa de crecimiento potencial de la economía.

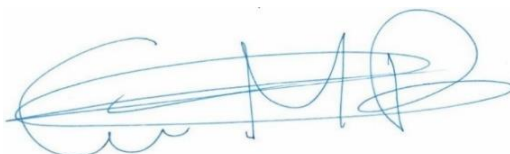
Respecto a los ingresos fiscales, el CF considera que las previsiones de ingresos públicos para los años 2018-2019 están en línea con las perspectivas planteadas en el MMM. Sin embargo, las proyecciones de ingresos para los años 2020-2022 no están plenamente sustentadas. Su cumplimiento para este periodo dependerá de medidas tributarias que no han sido detalladas en el MMM, por lo cual el CF exhorta a especificar dichas medidas.

Respecto al gasto público, el CF advierte que la baja ejecución del gasto en reconstrucción en 2018 podría crear presiones para ejecutar dicho gasto en los próximos años, lo que dificultaría la consolidación fiscal en el mediano plazo. Por ello, el CF recomienda considerar escenarios alternativos para las proyecciones fiscales en los cuales se cumplan los objetivos macrofiscales sin dejar de atender las necesidades de reconstrucción.

Asimismo, con relación a la regla fiscal del gasto corriente sin mantenimiento, el CF alerta que para el año 2018 persiste el riesgo de incumplimiento, y que dicho riesgo podría extenderse en los siguientes años debido a la poca flexibilidad del gasto corriente y porque la propia regla es más restrictiva en el periodo 2020-2021. De igual forma, el CF exhorta a tomar las medidas que sean necesarias para mitigar las contingencias fiscales generadas por el Fondo para la Estabilización de Precios de los Combustibles Derivados del Petróleo, pues su materialización podría dificultar el cumplimiento de las reglas fiscales y la consolidación fiscal en los próximos años.

Por último, el CF sugiere incluir en el MMM una proyección multianual de los principales compromisos fiscales mandatorios u obligatorios por ley, como se hizo previamente en el MMM 2018-2021.

Lima, 15 de agosto de 2018



WALDO EPIFANIO MENDOZA BELLIDO

Presidente
Consejo Fiscal