

**Reporte técnico N° 005-2020-CF/ST**

**Análisis del Marco Macroeconómico Multianual 2021-2024<sup>1</sup>**

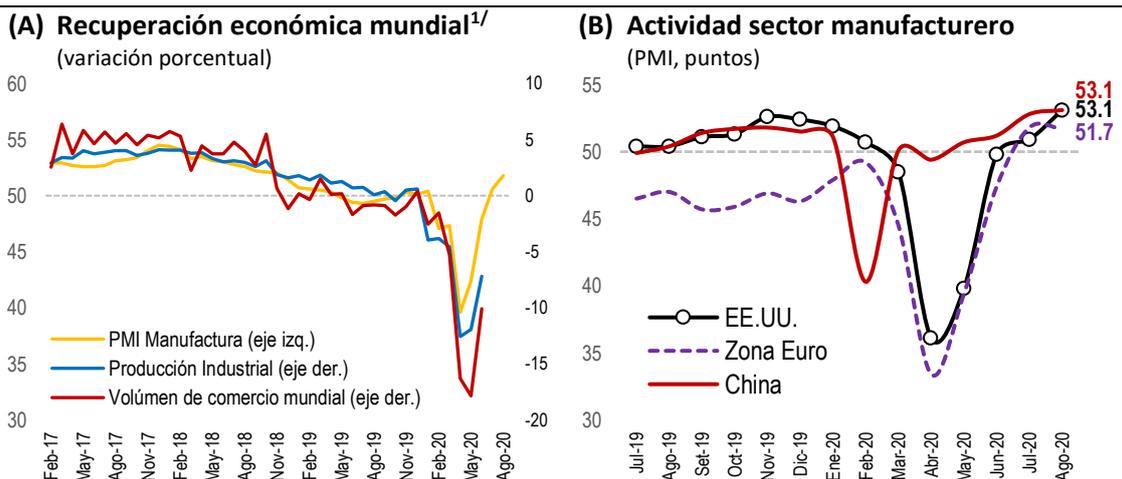
El presente documento contiene el análisis realizado por la Dirección de Estudios Macrofiscales (DEM) de la Secretaría Técnica del Consejo Fiscal (STCF) acerca de las proyecciones macroeconómicas y fiscales incluidas en el Marco Macroeconómico Multianual 2021-2024 (MMM) publicado en el diario oficial El Peruano, el 28 de agosto de 2020.

**Escenario macroeconómico**

**a) Escenario internacional**

El MMM reconoce un deterioro en las perspectivas macroeconómicas internacionales a causa de los profundos impactos económicos de la crisis de la COVID-19, que ha llevado a una recesión sincronizada sin precedentes. Sin embargo, y tras caídas históricas a inicios del segundo trimestre, la reapertura gradual de países de importancia global ha dado paso a un repunte incipiente de la actividad económica mundial (Gráfico N° 1.A). La mejora en los indicadores de producción industrial y ventas minoristas, así como la evolución favorable de los índices de actividad manufacturera de países como Estados Unidos, Zona Euro y China, anticiparían una recuperación hacia el tercer trimestre de 2020 (Gráfico N° 1.B). Más allá de este periodo, el escenario macroeconómico externo sigue rodeado de altos niveles de incertidumbre, expuesto a elevados riesgos asociados al control pandémico global y enmarcado en un contexto de severo deterioro del mercado laboral.

**Gráfico N° 1: evolución de la actividad económica internacional**



<sup>1/</sup> PMI=Índice de Gerentes de Compras. PMI mayor (menor) a 50 implica una expansión (contracción) de la actividad económica. Producción industrial y comercio son reportados como la variación porcentual interanual del índice mensual.

Fuente: BCRP, CPB Netherlands Bureau, JP Morgan, MEF. Elaboración: DEM-STCF.

Para 2020 en el MMM se contempla una caída del Producto Bruto Interno (PBI) mundial de 4,3 por ciento, la mayor contracción desde la Gran Depresión en 1930. Del mismo modo, la actividad económica de nuestros principales socios comerciales se reduciría 4,1 por ciento (Tabla N° 1). Esta contracción se sustenta principalmente por la implementación de medidas de contención

<sup>1</sup> Documento elaborado por Brigitt Bencich, Leonel Durand, Gustavo Ganiko, Alvaro Jiménez, Christian Merino, Alison Murga, William Sánchez, Juan Carlos Sosa y Renato Vassallo. Las opiniones vertidas en este documento no reflejan necesariamente la posición de los miembros del Consejo Fiscal.

y aislamiento en la mayoría de los países a partir de mediados de marzo, con la excepción de China, país que enfrentó los efectos de la pandemia en el primer trimestre del año, y cuyo repunte económico compensó la drástica caída del PBI mundial en el segundo trimestre. Hacia 2021, se espera que la economía mundial se recupere a una tasa de 5,3 por ciento, y en el mediano plazo (2022-2024) el crecimiento se estabilizaría en torno a 3,5 por ciento.

**Tabla N° 1: perspectivas de crecimiento mundial (var. % real)**

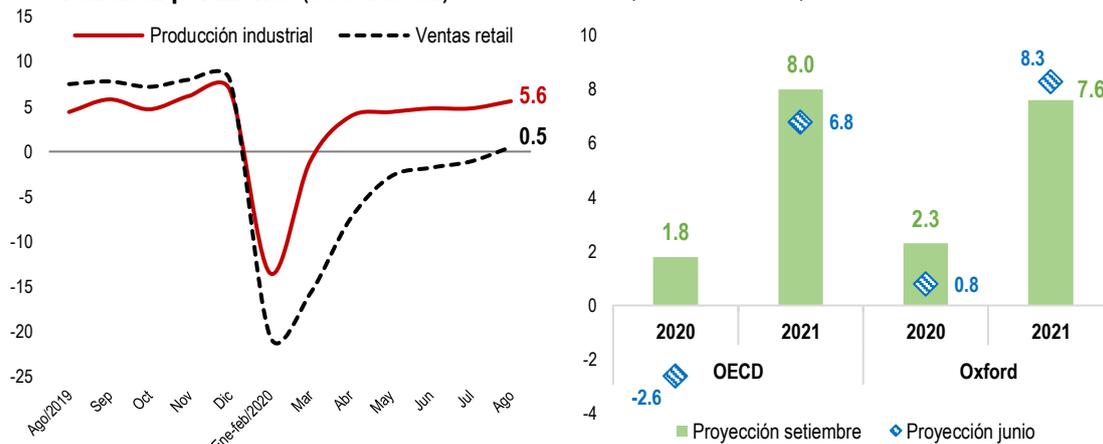
	2019	2020					2021					2022-2024
		MMM	Oxford	LF	OECD	RI	MMM	Oxford	LF	OECD	RI	MMM
		28-Ago	8-Set	15-Set	16-Set	18-Set	28-Ago	8-Set	15-Set	16-Set	18-Set	28-Ago
<b>PBI mundial</b>	<b>2,9</b>	<b>-4,3</b>	<b>-4,4</b>	<b>-4,4</b>	<b>-4,5</b>	<b>-5,0</b>	<b>5,3</b>	<b>5,4</b>	<b>5,1</b>	<b>5,0</b>	<b>5,5</b>	<b>3,5</b>
China	6,1	2,0	2,3	1,9	1,8	1,5	8,2	7,6	7,7	8,0	8,1	5,5
Estados Unidos	2,3	-5,5	-3,7	-5,2	-3,8	-3,7	4,0	3,7	4,0	4,0	4,0	2,0
Zona Euro	1,2	-8,1	-7,9	-8,2	-7,9	-8,8	5,5	5,9	5,6	5,1	6,0	2,0
ALC	0,1	-8,7	-	-7,6	-	-7,9	3,7	-	4,1	-	3,8	2,1
<b>PBI socios com.</b>	<b>3,0</b>	<b>-4,1</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>5,3</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>3,2</b>

Fuente: BCRP, FocusEconomics, OECD, Oxford Economics, MEF. Elaboración: DEM-STCF.

Según el MMM, China registraría un crecimiento de 2,0 por ciento en 2020, apoyado principalmente por el plan de estímulo fiscal (intensivo en infraestructura), el levantamiento de las restricciones de confinamiento y las condiciones financieras favorables. Tras la caída histórica de 6,8 por ciento en el primer trimestre, y un sorpresivo repunte de 3,2 por ciento en el segundo trimestre, el gigante asiático viene consolidando su recuperación económica. Hacia agosto se observa una importante recuperación de la producción industrial y la actividad manufacturera hacia niveles pre-COVID, así como una evolución favorable de las ventas retail, lo que indicaría una mejora en el consumo de los hogares (ver Gráfico N° 2.A). Esta mejora en el panorama para China ha llevado a distintas instituciones y analistas internacionales a revisar al alza el crecimiento esperado para 2020 (entre 1,8 y 2,3 por ciento). Para 2021 el MMM contempla un crecimiento de 8,2 por ciento resultado de la continuidad del plan de infraestructura y la política monetaria flexible, cifra también consistente con lo esperado por otros analistas (ver Gráfico N° 2.B). Para 2022-2024, el crecimiento de China se moderaría en torno a 5,5 por ciento, debido principalmente a factores estructurales como la disminución de la población en edad de trabajar y los niveles altos de deuda privada que limitarían el crecimiento de microempresas.

**Gráfico N° 2: recuperación de la economía China y perspectivas de corto plazo**

**(A) Recuperación de la producción industrial y ventas al por menor (var. % anual)**      **(B) Revisión en proyecciones de crecimiento (var. % real anual)**

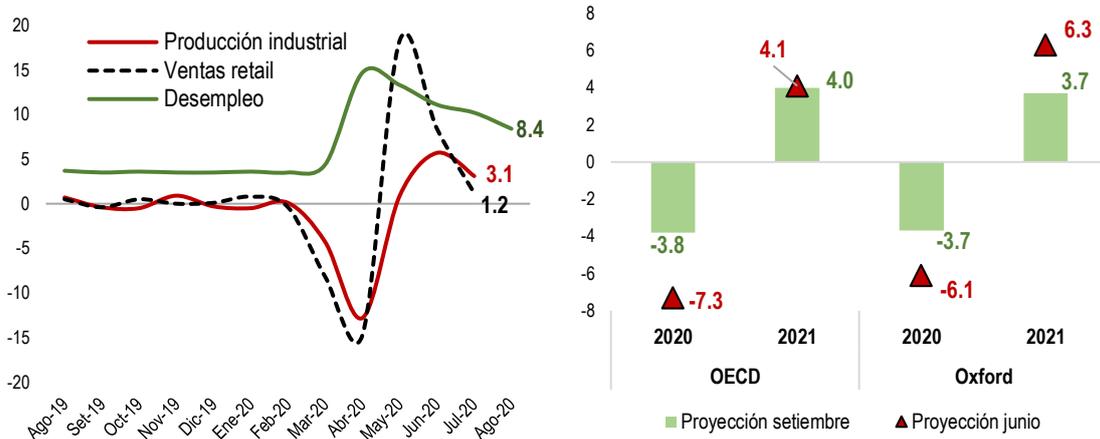


Fuente: NBS China, OECD, Oxford Economics. Elaboración: DEM-STCF.

Dentro de las economías desarrolladas, Estados Unidos registró una contracción de 9,1 por ciento en el segundo trimestre, para luego experimentar una drástica recuperación del gasto en los primeros meses del tercer trimestre, apoyado por una evolución favorable del empleo (Gráfico N° 3.A). Si bien esta mejora en los indicadores adelantados ya estaría comenzando a moderarse, distintos analistas ya han corregido al alza sus proyecciones de crecimiento económico para Estados Unidos en 2020 y 2021 (Gráfico N° 3.B). Por su parte, el MMM proyecta una caída de 5,5 por ciento para este año, y un repunte de 4,0 por ciento para 2021, mientras que en el periodo 2022-2024, su crecimiento se estabilizaría en torno a 2,7 por ciento.

**Gráfico N° 3: actividad económica en Estados Unidos y perspectivas de corto plazo**

**(A) Estados Unidos: principales indicadores de actividad económica**      **(B) Revisión en proyecciones de crecimiento (var. % real)**

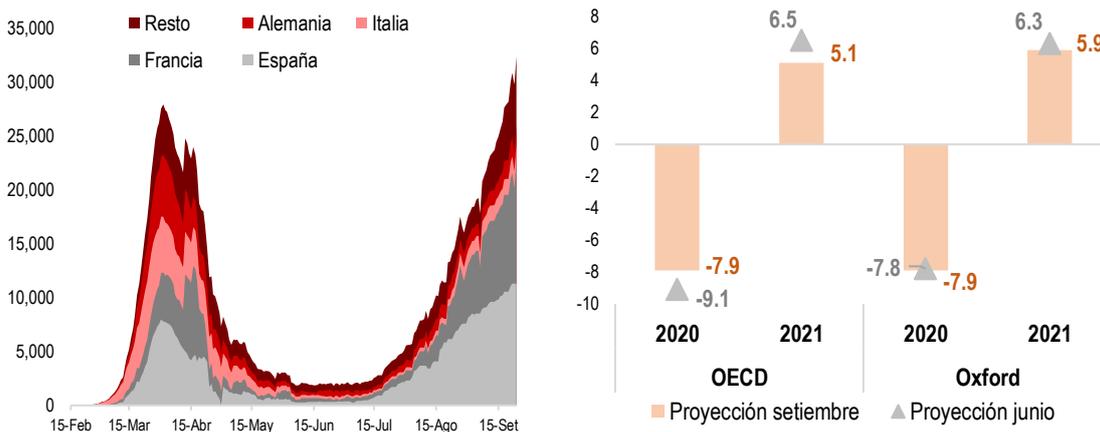


Fuente: OECD, Oxford Economics. Elaboración: DEM-STCF.

Por su parte, en el MMM se prevé una caída de -8,1 por ciento para la Zona Euro en 2020, para luego crecer 5,5 por ciento en 2021. Al respecto, aunque las economías se vienen recuperando del colapso del segundo trimestre, el reciente aumento de las infecciones por COVID-19 en varios países opacaría las proyecciones de crecimiento para el último trimestre del año e incluso principios de 2021 (Gráfico N° 4.A). Con ello, se observan ajustes a la baja en las proyecciones para el próximo año (Gráfico N° 4.B), en un contexto donde las perspectivas seguirán estando dominadas por la evolución de la pandemia.

**Gráfico N° 4: repunte de casos COVID-19 en Zona Euro y perspectivas de corto plazo**

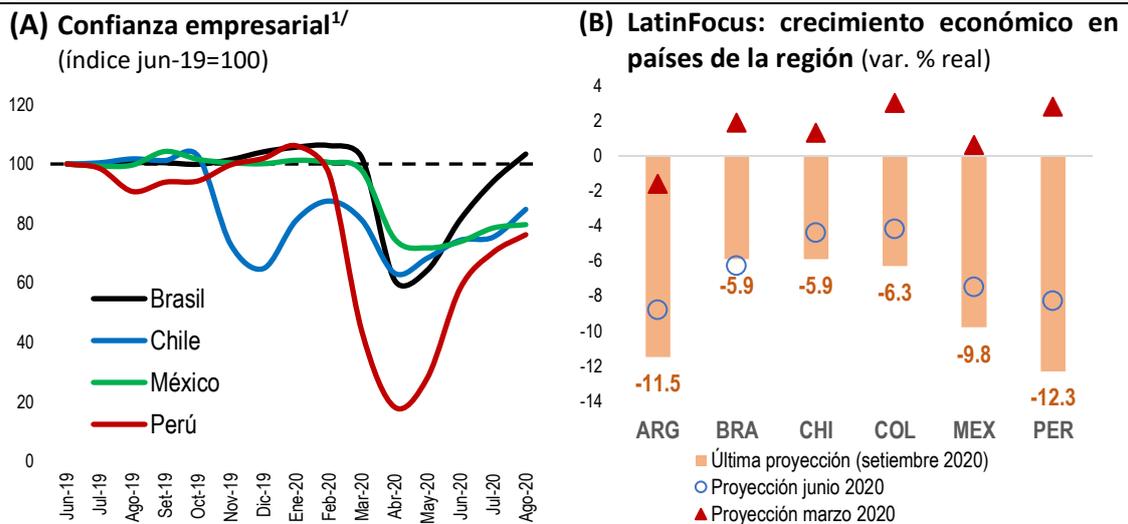
**(A) Zona Euro: nuevos casos COVID-19 (promedio móvil 7 días)**      **(B) Revisión en proyecciones de crecimiento (var. % real)**



Fuente: OECD, Oxford Economics. Elaboración: DEM-STCF.

El impacto en el PBI del segundo trimestre fue heterogéneo en los mercados emergentes, siendo América Latina el bloque con el desempeño más desfavorable. La región experimentaría una fuerte desaceleración en 2020 (MMM: -8,7 por ciento), resultado de las pérdidas considerables de empleo e ingresos que afectan el gasto de los hogares, así como la mayor incertidumbre que golpea a la inversión privada a través del deterioro en la confianza empresarial (Gráfico N° 5.A). Así, las previsiones de crecimiento de la mayoría de las economías se han revisado a la baja (Gráfico N° 5.B), siendo Brasil el país que lidera la carrera en las etapas iniciales de la recuperación en medio de un proceso de reapertura constante. La evolución favorable de los indicadores de actividad y producción mundial, así como los mayores estímulos fiscales y los anuncios de políticas monetarias acomodaticias, contribuirían a un clima de menor aversión al riesgo y de recuperación de la demanda externa, en un contexto de perspectivas favorables para las materias primas. Sin embargo, aún en persisten riesgos de una segunda ola de contagios.

**Gráfico N° 5: evolución de indicadores en América Latina y perspectivas de corto plazo**



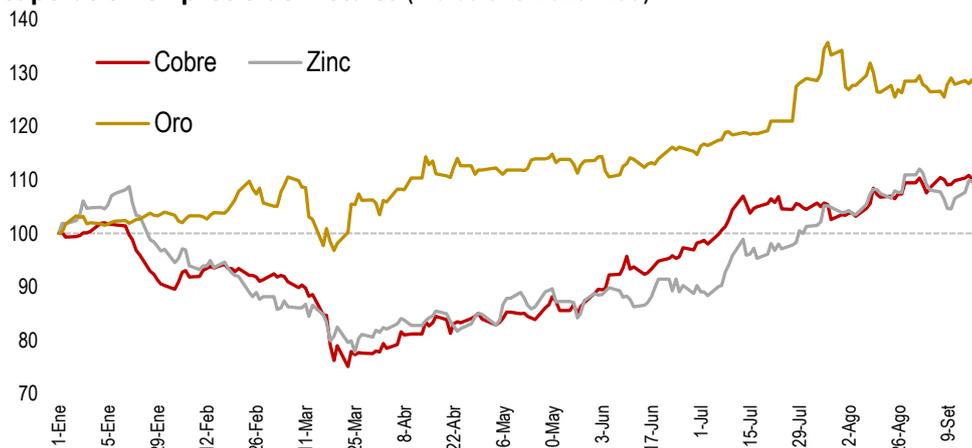
1/ Índices de confianza para los negocios, obtenidos del reporte mensual LatinFocus de setiembre de 2020.  
Fuente: BCRP, FocusEconomics. Elaboración: DEM-STCF.

El repunte gradual de la actividad y demanda global, así como la amplia liquidez en un contexto de depreciación multilateral del dólar, terminaron por favorecer el precio de las materias primas. Hacia fines de julio de 2020 las cotizaciones de cobre y zinc retornaron a sus niveles pre-COVID, en tanto el precio del oro registró a principios de agosto niveles máximos no vistos anteriormente (US\$ 2 067 por onza troy), gracias a su condición de valor refugio en un mercado dominado por la elevada incertidumbre global (Gráfico N° 6.A).

Teniendo en cuenta esta dinámica, el MMM prevé un precio promedio del cobre y zinc de ctv.US\$ 265 y 95 por libra para 2020 respectivamente, en línea con el promedio acumulado en lo que va del año, y lo proyectado por otras instituciones económicas. Para 2021, se espera que el precio de ambos metales se incremente en ctv. US\$ 5 por libra, en gran parte por la mejora de la inversión en China, sobre todo por el impulso estatal. Por su parte, se prevé que el oro registre un precio histórico promedio de US\$ 1 725 por onza troy en 2020, para escalar a US\$ 1 900 por oz.tr. en 2021 y posteriormente estabilizarse en US\$ 1 650 por oz.tr entre 2022-2024 (Gráfico N° 6.B).

**Gráfico N° 6: evolución y proyecciones de principales materias primas**

**(A) Recuperación en precio de metales (índice ene-2020=100)**



**(B) Términos de intercambio: evolución y proyecciones**

	2019	Promedio acum. 2020 <sup>1/</sup>	2020			2021			2022-2024	
			MMM 28-Ago	E&M 26-Ago	RI 18-Set	MMM 28-Ago	E&M 26-Ago	RI 18-Set	MMM 28-Ago	E&M 26-Ago
Cobre (¢US\$/lb.)	273	264	265	262	269	270	284	286	280	296
Oro (US\$/oztr.)	1 392	1 728	1 725	1 752	1 789	1 720	1 905	1 900	1 650	1 720
Zinc (¢US\$/lb.)	116	97	95	94	98	100	99	100	100	105
Petróleo (US\$/bar.)	57	38	40	39	40	45	47	44	48	55
<b>IPX (var. % anual)</b>	<b>-3,4</b>	-	<b>-2,4</b>		<b>-1,3</b>	<b>3,8</b>		<b>2,1</b>	<b>0,5</b>	-
<b>IPM (var. % anual)</b>	<b>-1,7</b>	-	<b>-5,3</b>		<b>-4,8</b>	<b>3,6</b>		<b>3,9</b>	<b>0,5</b>	-
<b>TDI (var. % anual)</b>	<b>-1,8</b>	-	<b>3,0</b>		<b>3,7</b>	<b>0,2</b>		<b>-1,7</b>	<b>0,0</b>	-

1/ Promedio desde el 01 de enero hasta el 18 de setiembre de 2020.

Fuente: BCRP, MEF. Elaboración: DEM-STCF.

El panorama macroeconómico internacional aún concentra una elevada incertidumbre. Según la OECD (2020)<sup>2</sup>, el desempeño favorable de la economía mundial en el corto plazo dependerá de: (i) la magnitud y duración de eventuales rebrotes de la COVID-19; (ii) el grado en que las medidas de contención actuales se mantienen o refuerzan (y su impacto en la confianza); (iii) el tiempo hasta que se implementa un tratamiento o vacuna eficaz; y (iv) el alcance de las medidas de política fiscal y monetaria en su objetivo de apoyo a la demanda.

**b) Escenario local**

El MMM prevé una contracción del PBI para 2020 de 12,0 por ciento, la mayor caída registrada en más de 30 años<sup>3</sup>. Esta proyección es consistente con un entorno local e internacional deteriorado por la crisis del COVID-19. Por el lado de la demanda, la caída prevista para este año se sustenta en una severa contracción de la demanda interna (-12,8 por ciento), principalmente por fuertes caídas del gasto privado (inversión privada: -34,2 por ciento y consumo privado: -9,6 por ciento) resultado de las medidas de confinamiento dictadas por el Gobierno para enfrentar la COVID-19. Con respecto a la demanda externa, también se contemplan caídas de dos dígitos para nuestras exportaciones e importaciones (-16,2 y -19,9 por ciento, respectivamente). Por el lado de la oferta, el deterioro en el crecimiento se explica, fundamentalmente, por la

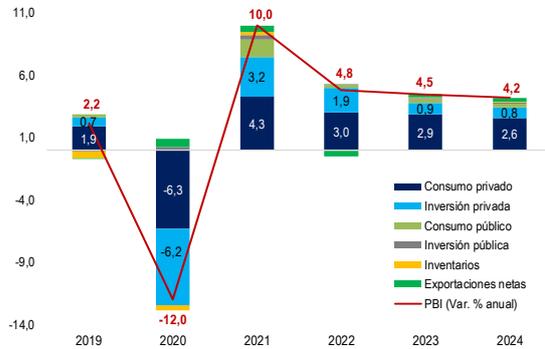
<sup>2</sup> Véase el informe “*Coronavirus: Living with Uncertainty*”, publicado el 16 de setiembre de 2020.

<sup>3</sup> En 1989 la caída del PBI fue de 12,3 por ciento.

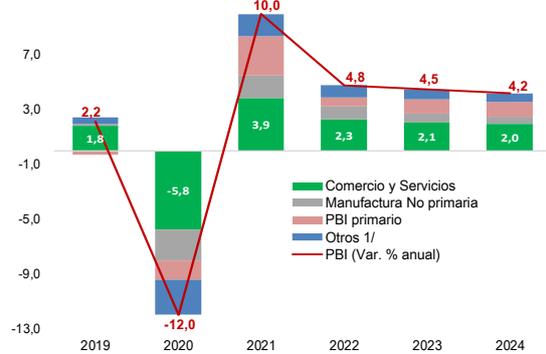
contracción del PBI no primario (-13,7 por ciento), básicamente por el fuerte deterioro de los sectores ligados a la demanda interna y externa (Gráfico N° 7.A y 7.B). Dichas estimaciones se encuentran en línea con las previsiones de otros analistas e instituciones económicas (Gráfico N° 7.C y 7.D).

**Gráfico N° 7: evolución de los indicadores económicos**

**(A) Contribuciones al PBI Gasto**  
(Puntos porcentuales)



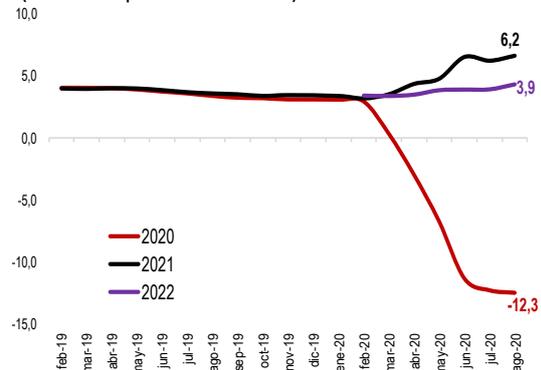
**(B) Contribución al PBI Sectorial**  
(Variación en puntos porcentuales)



**(C) Proyecciones de crecimiento del PBI**  
(Variación porcentual anual)

	2020	2021	2022	2023	2024
Ministerio de Economía y Finanzas (28-Ago) <sup>2/</sup>	-12,0	10,0	4,8	4,5	4,2
Banco Central de Reserva del Perú (18-Set) <sup>3/</sup>	-12,7	11,0	-	-	-
Fondo Monetario Internacional (24-Jun) <sup>4/</sup>	-13,9	6,5	-	-	-
LatinFocus (15-Set) <sup>5/</sup>	-10,5	7,9	4,1	3,8	3,5

**(D) Expectativas de Crecimiento del PBI<sup>6/</sup>**  
(Variación porcentual anual)



- 1/ Incluye construcción, electricidad y agua, y derechos de importación.
- 2/ Marco Macroeconómico Multianual 2021-2024, publicado el 28 de agosto de 2020.
- 3/ Reporte de Inflación, publicado el 18 de setiembre de 2020.
- 4/ Perspectivas de la economía mundial, actualización publicada el 24 de junio de 2020.
- 5/ LatinFocus Consensus Forecast, publicado el 15 de setiembre de 2020.
- 6/ Encuesta del BCRP (promedio de analistas), realizada el 31 de agosto de 2020.

Fuente: BCRP, Bloomberg, FMI, FocusEconomics, MEF, INEI, Apoyo Consultoría. Elaboración: DEM-STCF.

Cabe mencionar que aún existen riesgos latentes que podrían afectar el repunte esperado para la segunda mitad del año. A partir del mes de agosto se observa una ralentización en la velocidad de recuperación de la actividad económica, en un contexto de un nivel aún alto del número diario de infectados por la COVID-19 y el retraso del inicio de la fase 4 del proceso de reactivación económica (Gráfico N° 8.A y 8.B). Asimismo, el severo deterioro del mercado laboral<sup>4</sup> ha incidido en una fuerte contracción de los sectores vinculados al consumo privado<sup>5</sup> y de las expectativas

<sup>4</sup> En agosto 2020, el empleo adecuado en Lima se ubica en torno a 50 por ciento por debajo de sus niveles precrisis y registra una caída de 47,0 por ciento respecto al mismo periodo del 2019. Por su parte, el subempleo (principalmente informal) se encuentra alrededor de 6,0 por ciento por encima de sus niveles previos al COVID-19 y muestra un crecimiento de 10,3 por ciento respecto al mismo periodo del año previo. Asimismo, el ingreso laboral promedio permanece 12,7 por ciento por debajo de su nivel precrisis y registra una caída cercana a 9,0 por ciento respecto al mismo mes del 2019.

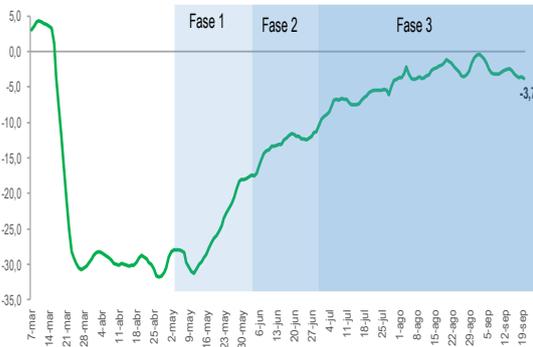
<sup>5</sup> En el cuatrimestre abril-julio 2020, los sectores comercio y servicios cayeron a tasas cercanas a 40 y 20 por ciento, respectivamente.

de los consumidores (Gráfico N° 8.C y N° 8.D). De esta manera, se esperaría que la recuperación de estos sectores sea paulatina, dada las características de la presente crisis y considerando que estas variables tienen alta persistencia en su dinámica relacionada a los hábitos de consumo.

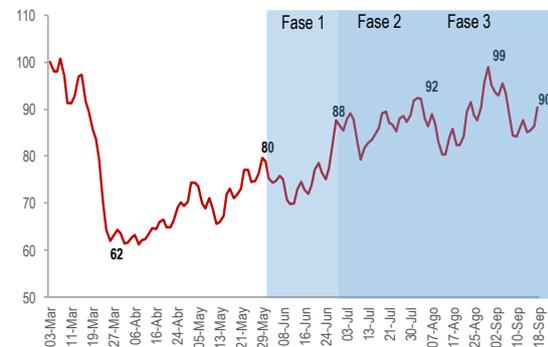
**Gráfico N° 8: evolución de los indicadores económicos**

**(A) Producción de electricidad**

(Var. % respecto al mismo periodo del año anterior, promedio móvil 7 días)

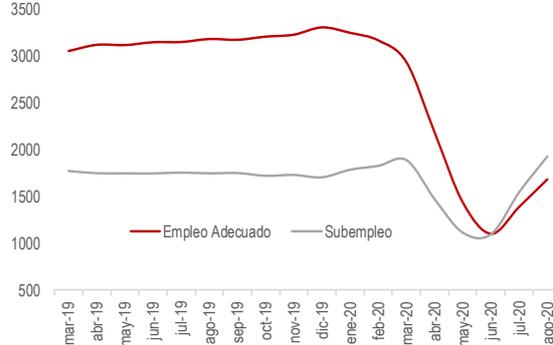


**(B) Número de transacciones de clientes en el LBTR<sup>1/</sup>** (Promedio móvil 7 días, índice 100 = 3 de marzo)



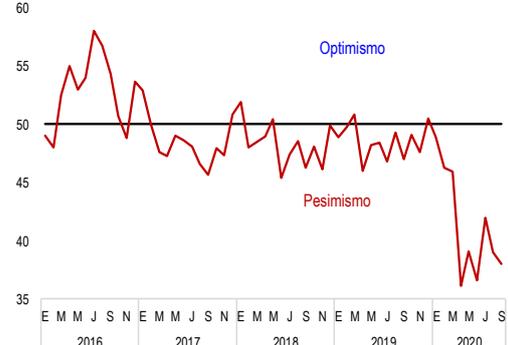
**(C) Empleo en Lima Metropolitana<sup>2/</sup>**

(Miles de personas)



**(D) Confianza del Consumidor**

(Puntos)



1/ Sistema de liquidación bruta en tiempo real. Comprende al número de operaciones de clientes de entidades del sistema financiero en moneda nacional y extranjera.

2/ Empleo en Lima Metropolitana - Promedio móvil tres meses (miles de personas). El empleo adecuado se define como trabajadores que laboran 35 o más horas a la semana y reciben ingresos suficientes para cubrir la canasta mínima de consumo. Mientras que el subempleo es principalmente informal.

Fuente: BCRP, Bloomberg, FMI, FocusEconomics, MEF, INEI, Apoyo Consultoría. Elaboración: DEM-STCF.

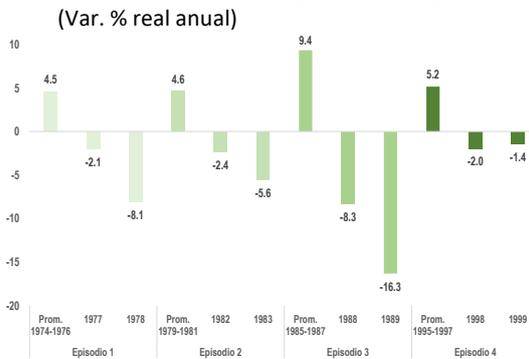
Para 2021, el MMM espera un rebote importante en el crecimiento económico, de 10,0 por ciento. Por el lado de la demanda, este crecimiento se explicaría por la recuperación tanto de la demanda interna como de la demanda externa. El dinamismo del gasto privado sería determinante registrando una expansión de 9,1 por ciento (inversión privada: 22,0 por ciento y consumo privado: 6,5 por ciento). Con respecto a la demanda externa, las exportaciones repuntarían en 15,6 por ciento y las importaciones en 14,5 por ciento. Por el lado de la oferta, en el MMM se contempla un crecimiento tanto del PBI primario y PBI no primario en 11,4 y 9,7 por ciento, respectivamente.

La proyección para 2021 podría ser factible, principalmente por un efecto estadístico mas no por fundamentos macroeconómicos. Sin embargo, persiste el riesgo de una recuperación más lenta de lo previsto del gasto privado, por la necesidad de los agentes económicos por reconstituir sus patrimonios, lo cual los llevará a ahorrar más y, en consecuencia, a gastar menos. En línea con ello, existe evidencia histórica para el caso peruano que, en episodios de caídas

significativas en el consumo privado, en el siguiente año esta variable continuó mostrando caídas<sup>6</sup> (Gráfico N° 9.A). Asimismo, la evidencia empírica internacional muestra que choques recesivos severos están asociados a recuperaciones más lentas, en comparación con recesiones de menor magnitud<sup>7,8</sup> (Gráfico N° 9.B). Este último escenario podría atribuirse a fenómenos de histéresis en el mercado laboral, y otras no-linealidades asociadas con la destrucción de cadenas productivas y relaciones laborales<sup>9</sup>. En conclusión, caídas en el producto generadas por choques en el consumo, tienden a ser más duraderas y seguidas de recuperaciones más débiles<sup>10</sup>.

**Gráfico N° 9: principales riesgos para una recuperación más lenta en el 2021**

**(A) Perú: Episodios de caídas >=2% del Consumo Privado (1950-2020)**



**(B) Mundo: Crecimiento promedio entre crisis<sup>1</sup> (Var. %)**

	t <sub>0</sub>	t <sub>1</sub>	t <sub>2</sub>
[Decrecimiento en t <sub>0</sub> ] <= 5%	-1,8%	1,7%	2,3%
[Decrecimiento en t <sub>0</sub> ] > 5%	-8,6%	0,4%	3,6%

1/ Se identifican 575 episodios de recesión fuerte en un conjunto de 138 países en el periodo 1960- 2014.

Fuente: BCRP, Banco Central de Chile. Elaboración: DEM-STCF.

El crecimiento promedio de 4,5 por ciento previsto en el MMM para el periodo 2022-2024, está sustentado principalmente en una mayor demanda interna, por mayores inversiones que incrementarían la acumulación del stock de capital, y en una mejora en la productividad por medidas del gobierno para impulsar la eficiencia y competitividad de la economía. Para alcanzar dicho ritmo de crecimiento proyectado, las tasas de incremento del consumo privado (2022-2024: 4,3 por ciento vs 2015-2019: 3,4 por ciento) e inversión privada (2022-2024: 7,8 por ciento vs 2015-2019: -0,2 por ciento) tendrían que ser superiores a las observadas en los 5 años previos a la crisis del COVID-19 (Gráfico N° 10.A y 10.B).

Sin embargo, estas proyecciones están sobreestimadas pues: i) están por encima del crecimiento de los últimos 5 años (3,2 por ciento) (ver gráfico N° 10.C); ii) son superiores al crecimiento potencial estimado previo a la crisis<sup>11</sup> –de acuerdo con la metodología revisada del

<sup>6</sup> En Perú, en el periodo 1950-2019, se registran cuatro episodios en donde el consumo privado mostró caídas mayores o iguales a 2,0 por ciento en el periodo t y en t+1 continuó cayendo: episodio 1 (1977-1978), episodio 2 (1983-1984), episodio 3 (1988-1989) y episodio 4 (1998-1999).

<sup>7</sup> El Banco Central de Chile (2020), siguiendo el estudio de Blanchard et al. (2015), encuentra que, recesiones donde la caída del PBI fue mayor a 5,0 por ciento en el primer año del choque; se observa que la tasa de crecimiento en el siguiente año es prácticamente nula.

<sup>8</sup> Para mayor detalle ver Informe de Política Monetaria, junio 2020. Recuadro V.1, Recuperación Económica Post Pandemia. Asimismo, ver Blanchard, O., E. Cerutti y L. Summers. 2015. "Inflation and Activity: Two Explorations and Their Monetary Policy Implications," IMF Working Papers, vol. 15(230).

<sup>9</sup> No obstante, el Banco Central de Chile, sostiene que estos resultados se deben tomar solo como referenciales, pues la naturaleza de la actual crisis se diferencia de recesiones anteriores. Asimismo, la magnitud de los programas de apoyo fiscal y monetario no tienen precedentes en estimular la economía.

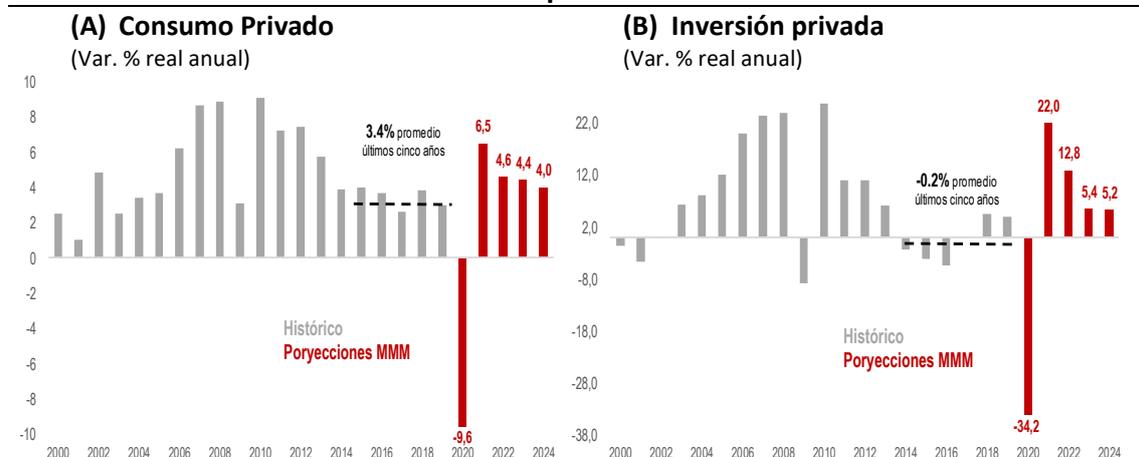
<sup>10</sup> Ver Blanchard, Olivier J. (1993). "Consumption and the Recession of 1990-1991," American Economic Review, P&P, vol. 83(2), 270-74.

<sup>11</sup> Desde 2012, el crecimiento económico potencial de nuestro país ha mostrado una reducción importante (promedio 2012-2018: 4,2 por ciento; 2019: 3,4 por ciento), vinculada a la caída persistente de los términos de intercambio y a

cálculo estructural de las cuentas fiscales<sup>12</sup>, el crecimiento potencial fue de 3,5 por ciento durante el 2019 (ver gráfico N° 10.D) –; iii) estarían limitadas por una débil recuperación del gasto privado, tras la necesidad de los agentes económicos por reconstituir sus patrimonios; y, iv) incorporan el efecto de las medidas de política económica orientadas a mejorar la eficiencia y competitividad de la economía –aún por implementarse– y cuyo impacto cuantitativo para el periodo de análisis (2022-2024) está aún por definirse.

En la misma línea, las proyecciones de crecimiento económico de mediano plazo del MMM no consideran los efectos que la pandemia tendría sobre el crecimiento potencial de la economía en los próximos años. Al respecto, si bien parte de los efectos negativos de la crisis sanitaria actual se revertirán en el corto plazo, también habrá impactos negativos en el mediano plazo<sup>13</sup>, asociados al deterioro del mercado laboral y a la reducción del aporte del stock de capital por menor inversión<sup>14</sup>. Con respecto a este último punto, el BCRP<sup>15</sup> señala que el PBI potencial, el cual mide la capacidad productiva de mediano plazo de la economía, se reducirá como consecuencia del confinamiento y medidas sanitarias adoptadas para enfrentar la pandemia, debido a la caída del grado de utilización del capital y del factor trabajo, y de la productividad total de factores.

**Gráfico N° 10: crecimiento de mediano plazo**



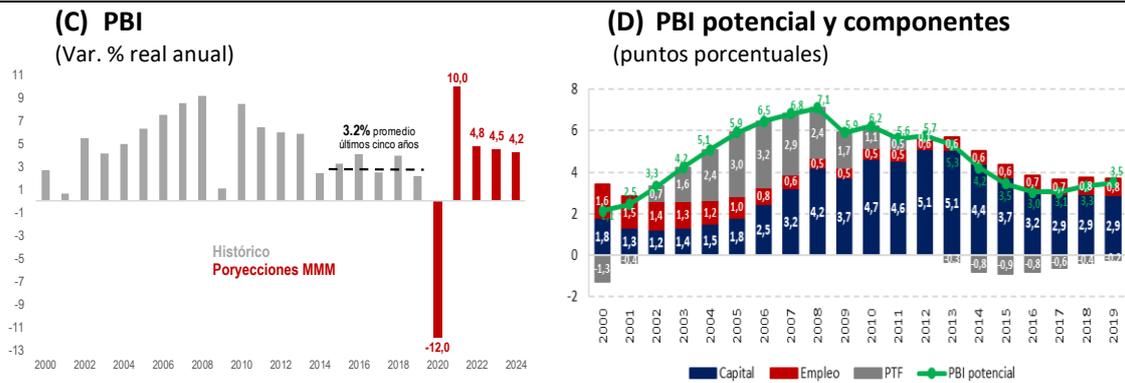
la falta de reformas estructurales en los últimos años. Esta dinámica contrasta con las tasas de crecimiento potencial alcanzadas durante el periodo de boom de *commodities* (promedio 2002-2011: 5,9 por ciento), asemejándose al promedio registrado entre 1994-2001 de 3,9 por ciento. Para más detalle, véase Reporte de Inflación del BCRP (diciembre de 2019); y Martínez y Florián (2019) “Identificación y fechado del ciclo económico en el Perú a partir de un modelo de componentes no observables: 1980-2018” Revista Moneda, BCRP.

<sup>12</sup> RM N° 024-2016-EF/15.

<sup>13</sup> Fitch Ratings. “Coronavirus GDP Impact to Persist in Medium Term”. Special Report. July, 2020. Según este informe, el crecimiento potencial de las economías avanzadas se reduciría en alrededor de 0,6 p.p. en promedio anual con relación a las estimaciones previas al COVID-19.

<sup>14</sup> Sin embargo, a pesar de la tendencia decreciente del crecimiento del PBI potencial, el crecimiento del PBI observado podría mostrar incrementos transitorios por mayor producción minera ante el inicio de operaciones de proyectos mineros importantes como Quellaveco y Mina Justa entre el 2022 y 2023.

<sup>15</sup> Para mayor detalle ver el Reporte de Inflación, setiembre 2020. Recuadro 3, El choque COVID-19: Descomposición entre Oferta y Demanda.



Fuente: BCRP, MEF. Elaboración: DEM-STCF.

Es importante destacar que estas proyecciones se dan en un contexto de debilidad macroeconómica y elevada incertidumbre. De acuerdo con el MMM, existen factores externos e internos que podrían afectar negativamente las perspectivas económicas. Por el lado externo, existen tres factores que aun ejercen presión sobre las perspectivas de riesgo internacional: i) una recesión económica más abrupta y prolongada, asociada al grado de control de la pandemia; ii) el deterioro de las condiciones financieras globales tras correcciones abruptas y/o por el alto nivel de endeudamiento de las empresas y países; y iii) el resurgimiento de tensiones comerciales, políticas y sociales. Mientras que, por el lado interno, hay riesgos asociados a: i) un rebrote del COVID-19 que podría prolongar las cuarentenas focalizadas y ralentizar el proceso de apertura económica; ii) la intensificación de conflictos sociales que podrían afectar el dinamismo de los sectores primarios; y iii) las elecciones presidenciales (2021) y subnacionales (2022), los cuales podrían generar mayor incertidumbre y afectar la recuperación de la inversión. La materialización de los riesgos externos e internos afectarían las perspectivas de crecimiento económico de nuestros socios comerciales, la evolución del precio de las materias primas y el desempeño de la economía doméstica. Con ello se observa un balance de riesgos hacia menores niveles de crecimiento económico.

## **Finanzas públicas**

De acuerdo con el MMM, las proyecciones fiscales son consistentes con los principios y lineamientos establecidos en el MRTF-SPNF. Bajo este marco fiscal, el Estado busca asegurar permanentemente la sostenibilidad fiscal, la predictibilidad del gasto público y el manejo transparente de las finanzas públicas.

Para los años 2020 y 2021, las reglas fiscales establecidas en el MRTF-SPNF se encuentran suspendidas temporalmente mediante Decreto Legislativo N° 1457. De acuerdo con el MMM, el presupuesto público para el 2021 se elabora considerando una estimación de un resultado económico deficitario del SPNF de 6,2 por ciento del PIB.

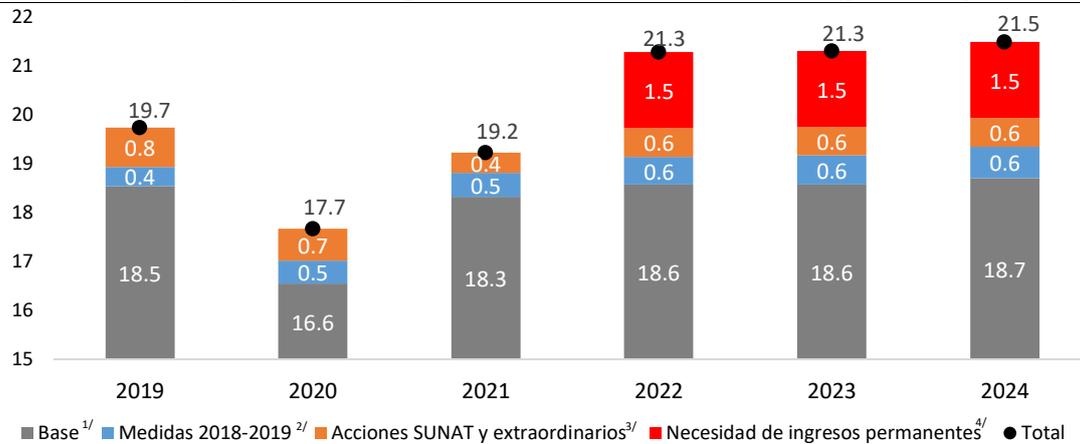
### **1. Ingresos fiscales**

De acuerdo con el MMM, los ingresos corrientes del Gobierno General (ICGG) para el 2020 registrarían una caída de 20,7 por ciento respecto al 2019, alcanzando un 17,7 por ciento del PIB. Esta caída estaría explicada por la contracción de la actividad económica (-12,0 por ciento), el deterioro de los precios de exportación (-2,4 por ciento) y por las medidas tributarias dictaminadas durante la emergencia sanitaria (costo fiscal de 1,0 p.p. del PIB).

Para el 2021, los ICGG registrarían un crecimiento de 19,6 por ciento, alcanzando un 19,2 por ciento del PBI. El incremento en la recaudación se explicaría por el crecimiento de la actividad económica (10,0 por ciento) y los precios de exportación (3,8 por ciento), la recuperación parcial de impuestos a través del RAF<sup>16</sup> (0,2 p.p. del PBI), ganancias derivadas de un conjunto de medidas implementadas entre los años 2018-2019 (0,5 p.p. del PBI) y por acciones de fiscalización de la SUNAT (0,4 p.p. del PBI).

Para el periodo 2022-2024, los ICGG crecerían a un ritmo promedio de 8,5 por ciento, hasta alcanzar un 21,5 por ciento del PBI en 2024. Este incremento se sustentaría en un ritmo de crecimiento económico promedio de 4,5 por ciento, la maduración de un conjunto de medidas implementadas entre los años 2018 y 2019 (0,6 p.p. del PBI) y por acciones de fiscalización de la SUNAT (0,6 por ciento del PBI). En adición a estos supuestos macroeconómicos y tributarios, la proyección de ingresos del MMM incorpora una partida asociada a la “necesidad de ingresos fiscales permanentes” de 1,5 p.p. del PBI (Gráfico N° 11). De no considerar esta necesidad de ingresos fiscales permanentes para los años 2022-2024, los ICGG crecerían en 5,7 por ciento en promedio durante estos años.

**Gráfico N° 11: proyección de ingresos corrientes del GG, MMM (porcentaje del PBI)**



1/Considera el costo del paquete de medidas tributarias dictaminadas durante el periodo de cuarentena (medidas COVID-19).

2/ Según la información proporcionada por el MEF, “se refiere a las medidas tributarias adoptadas desde finales de 2017 y 2019 (mejoras al sistema de deducciones, adecuación de tasas del ISC a externalidades negativas, ajuste de tasas del ISC 2019 y 2020, así como medidas de delegación)”.

3/ Según la información proporcionada por el MEF, “se refiere a las ganancias por acciones de control y fiscalización de SUNAT, así como otros ingresos de carácter extraordinario”.

4/ Según la información proporcionada por el MEF, “se refiere a las medidas para incrementar los ingresos fiscales permanentes a partir del 2022”.

Fuente: MEF. Elaboración: DEM-STCF.

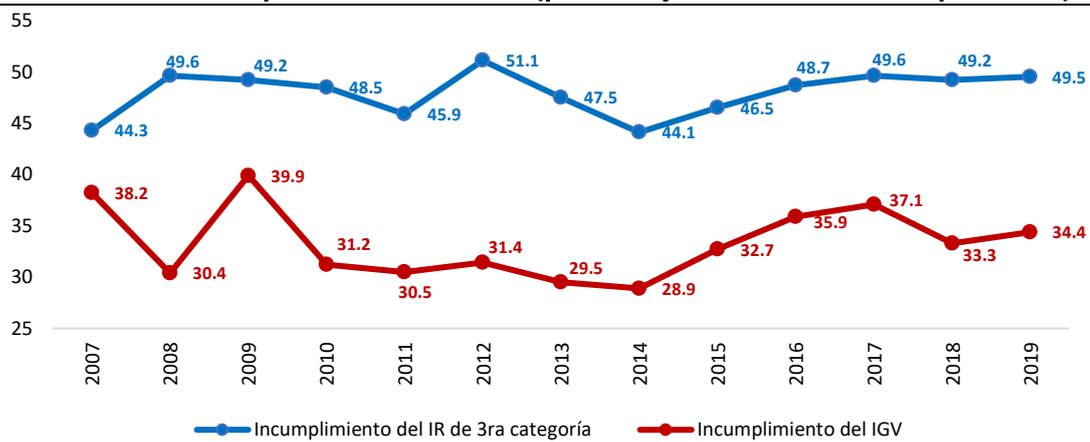
En suma, la proyección de ingresos fiscales de mediano plazo está condicionada al cumplimiento de los siguientes supuestos: i) el crecimiento de la actividad económica por encima de su nivel potencial; ii) El aporte de 1,2 p.p. del PBI provenientes de la maduración de un conjunto de medidas tributarias y de una mayor fiscalización por parte de la SUNAT; y iii) la necesidad de ingresos fiscales permanentes por 1,5 p.p. del PBI.

<sup>16</sup> Régimen de Aplazamientos y Fraccionamientos (RAF) de las deudas tributarias.

Respecto al supuesto de crecimiento económico, como se mencionó anteriormente, la tasa de crecimiento de mediano plazo prevista en el MMM está sobrestimada, lo que resulta en un sesgo optimista en la proyección de ingresos.

Con relación a las medidas tributarias y a la fiscalización por parte de la SUNAT, ambos supuestos permitirían una reducción de la evasión y elusión tributaria, lo que se vería reflejado en una disminución del incumplimiento tributario. Desde el 2008, los episodios de reducción del incumplimiento tributario han estado asociados a un mayor rol fiscalizador de la SUNAT y a modificaciones en los sistemas administrativos del IGV. Sin embargo, estos episodios no se han podido sostener por un periodo prolongado de tiempo (Gráfico N° 12).

**Gráfico N° 12: Incumplimiento tributario (porcentaje de la recaudación potencial)**



Fuente: MEF. Elaboración: DEM-STCF.

Con relación a la necesidad de ingresos permanentes, el supuesto utilizado en el MMM plantea un incremento permanente de ingresos de 1,5 p.p. del PBI a partir del 2022, para cubrir el gasto público previsto para el mediano plazo. Desde 1990, se han registrado dos episodios de incremento la presión tributaria en la magnitud prevista, asociados al periodo de reformas estructurales (1992-1996)<sup>17</sup> y al periodo de auge en el precio de minerales (2004-2007 y 2011-2012)<sup>18</sup> (Gráfico N° 13).

En el caso de la reforma estructural iniciada en 1992, se dictaminaron un conjunto de reformas enfocadas en el fortalecimiento institucional de la SUNAT, en la reducción del número de tributos, la simplificación de tasas del IR, la introducción del impuesto al valor agregado como impuesto universal<sup>19,20</sup>. Estas medidas permitieron incrementar la recaudación gradualmente, revertiendo el deterioro fiscal de los años previos.

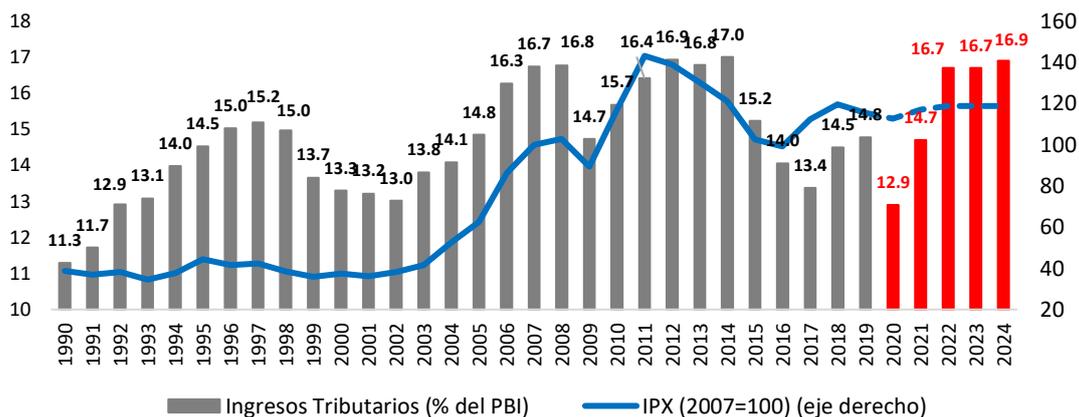
<sup>17</sup> Entre los años 1992-1996, los ingresos tributarios del GG registraron un crecimiento bianual promedio de 1,3 p.p. del PBI. El incremento sostenido de la recaudación registrado en estos años está asociado a la reforma estructural del sistema tributario peruano realizado a inicios de la década de los noventa.

<sup>18</sup> Entre los años 2004-2007 y 2011-2012, la presión tributaria registró un crecimiento bianual promedio de 1,55 p.p. del PBI y de 1,46 p.p. del PBI, respectivamente. Estos incrementos en la recaudación están asociados al crecimiento en los precios de exportación y en la actividad económica.

<sup>19</sup> Véase Abusada, R.; Du Bois, F.; Morón, E. y J. Valderrama (2000) “La reforma incompleta: rescatando los noventa”, Lima: Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico; Instituto Peruano de Economía, 2000.

<sup>20</sup> Para más detalle, véase BCRP (1992) “Memoria Anual”.

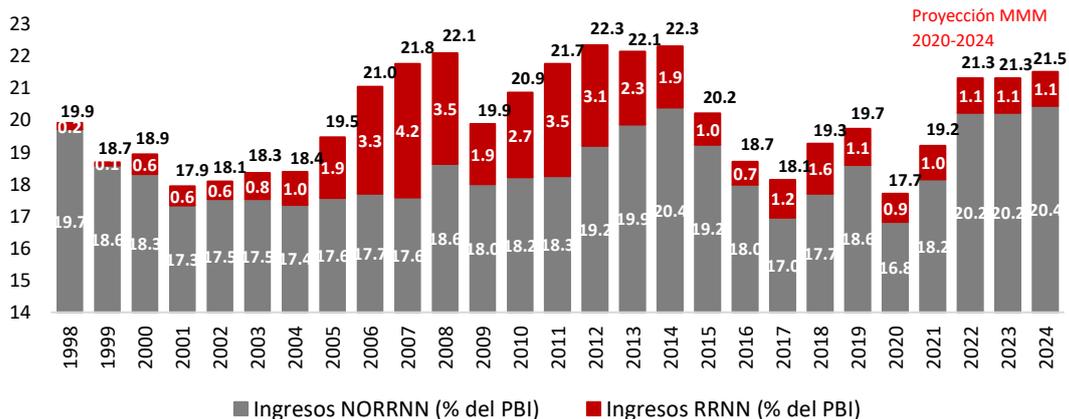
**Gráfico N° 13: ingresos tributarios del GG (porcentaje del PBI e índice)**



Fuente: BCRP, MEF. Elaboración: DEM-STCF.

El segundo episodio de incremento en la recaudación se produce durante los años de auge en los precios de exportación. Como se muestra en el gráfico N° 14, el incremento de ingresos registrado entre los años 2005 y 2012, proviene principalmente de los ingresos asociados a RRNN<sup>21</sup>. Con el fin del superciclo de precios de minerales<sup>22</sup>, se produce también una contracción de los ingresos entre los años 2012-2016, la cual se explica principalmente por la caída de los ingresos asociados a RRNN<sup>23</sup>. Esta dependencia de los ingresos fiscales respecto a los precios de exportación<sup>24</sup> constituyen un problema para las finanzas públicas debido a que trasladan la volatilidad de las cotizaciones internacionales hacia las cuentas fiscales<sup>25</sup> y no generan un incremento permanente de los ingresos.

**Gráfico N° 14: ingresos RRNN y no RRNN (porcentaje del PBI)**



Fuente: BCRP. Elaboración: DEM-STCF.

<sup>21</sup> Corresponde a los ingresos fiscales provenientes de los sectores minería e hidrocarburos. Los ingresos fiscales provenientes de la minería comprenden la suma del IR 3era categoría minero y su regularización, IEM, GEM, Regalías Mineras y Remanente de Utilidades a los Gobiernos Regionales. Por su parte, los ingresos provenientes del sector hidrocarburos son la suma del IR 3era categoría de hidrocarburos, su regularización y regalías gasíferas y petroleras.

<sup>22</sup> Véase FMI (2015) "Perspectivas de la economía mundial: Ajustándose a precios más bajos para las materias primas". Washington (octubre).

<sup>23</sup> Para más detalle, véase el recuadro N° 2 del Reporte Técnico N° 002-2017-CF/ST.

<sup>24</sup> Véase, por ejemplo, Santa María et. al (2009) "Historia de la Política Fiscal en el Perú 1980-2009". Cuadernos Tributarios. Revista de la Asociación Fiscal Internacional (IFA).

<sup>25</sup> Véase Ganiko y Montoro (2016).

## CONSISTENCIA DE LAS PROYECCIONES

Para analizar las proyecciones de ingresos públicos planteadas en el MMM, la Dirección de Estudios Macrofiscales de la Secretaría Técnica del CF realizó una proyección de ICGG a partir de un modelo econométrico<sup>26</sup>, utilizando las proyecciones macroeconómicas y los supuestos tributarios señalados en el MMM<sup>27</sup>.

El análisis muestra que la proyección de ingresos fiscales para el 2020 es consistente con los supuestos macroeconómicos (PBI e IPX) y tributarios (RAF) previstos en el MMM. En adición a estos supuestos, la recaudación podría verse afectada en caso se produzca un incremento del incumplimiento tributario, como el registrado durante la crisis financiera del 2009<sup>28</sup>. De replicarse este comportamiento durante la crisis actual, la recaudación prevista podría reducirse aproximadamente en 1,0 por ciento del PBI en el 2020<sup>29</sup>, afectando la base tributaria de los siguientes años.

Para el 2021, la proyección de ingresos está alineada con los supuestos macroeconómicos y tributarios señalados en el MMM. La proyección de ingresos es dependiente de la recuperación económica prevista para este año (10,0 por ciento), del repago de aplazamientos mediante el RAF (0,2 p.p. del PBI) y de la ganancia en recaudación por las acciones de fiscalización de la SUNAT previstas en el MMM (0,3 p.p. del PBI).

Para los años 2022-2024, la proyección pasiva de ingresos, considerando únicamente los supuestos macroeconómicos y las medidas dictaminadas durante la COVID-19, es congruente con un escenario en el cual los ingresos fiscales recuperarían los niveles previos a la pandemia a partir del 2024. En un escenario en el cual se añaden las medidas tributarias (medidas 2018 - 2019 y las ganancias por acciones de fiscalización de SUNAT) y el requerimiento de ingresos permanentes previstos en el MMM, los ingresos se acelerarían y recuperarían los niveles previos a la pandemia a partir del 2022. Sin embargo, el análisis sugiere que se podrían requerir mayores ingresos para poder alcanzar la meta de recaudación en el mediano plazo (Gráfico N° 15).

---

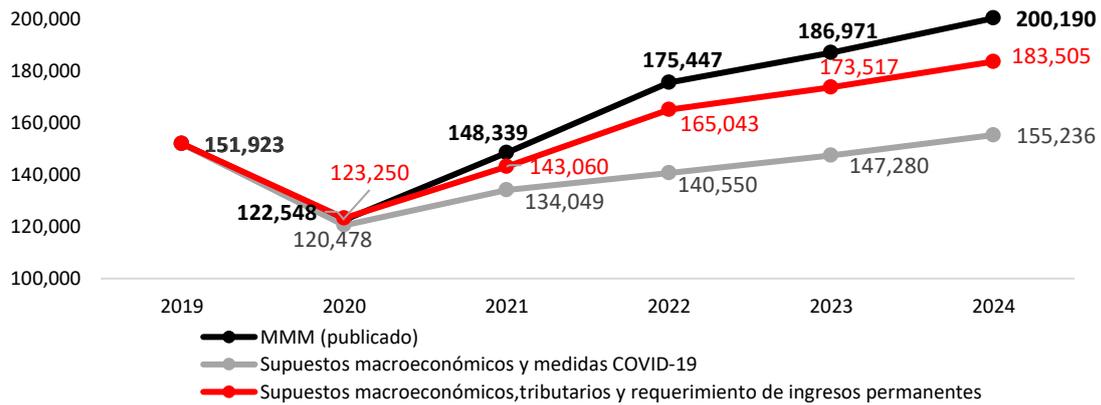
<sup>26</sup> El modelo especifica la tasa de crecimiento de los ICGG en función a su tasa de crecimiento rezagada un periodo, a las tasas de crecimiento del PBI e IPX y a una variable dicotómica que caracteriza a la crisis del 2009.

<sup>27</sup> Se considera los siguientes supuestos tributarios: i) medidas tributarias 2018-2019 (ISC, deducciones); ii) medidas COVID-2019; iii) reducción de la evasión y elusión tributaria (acciones de fiscalización de SUNAT); y iv) necesidad de ingresos permanentes. Adicionalmente, se considera ganancias de recaudación por ingresos extraordinarios; IR proveniente de empresas mineras que iniciaron operación entre el 2015 y 2016; y menores devoluciones tributarias.

<sup>28</sup> En este año, el indicador de incumplimiento del IGV se incrementó en 9,5 p.p. de su recaudación potencial.

<sup>29</sup> Cálculo realizado utilizando las elasticidades detalladas en el MMM.

**Gráfico N° 15: proyección de ingresos corrientes del GG, (millones de soles)**



Fuente: MEF, Estimaciones DEM -STCF. Elaboración: DEM-STCF.

## 2. Gasto público

De acuerdo con las proyecciones del MMM, en 2020 los gastos no financieros del Gobierno General (GNF) crecerían 15,6 por ciento en términos reales respecto al año previo (aproximadamente S/ 27 mil millones más que en 2019). Dicho crecimiento se explicaría por la ejecución de aproximadamente el 90 por ciento de las medidas de gasto previstas en el plan económico frente al COVID-19 de 4,6 puntos porcentuales del PBI<sup>30</sup>. En consecuencia, los rubros que más se incrementarían son las transferencias corrientes (+78,2 por ciento real) y los bienes y servicios (+9,7 por ciento real), mientras que el crecimiento en remuneraciones (+6,7 por ciento real) se explicaría por los compromisos ya asumidos desde la elaboración del presupuesto público del año 2020. Ello se vería atenuado por la menor ejecución del gasto afectado por las medidas para el control de la pandemia, que principalmente han limitado la ejecución del gasto en los rubros bienes y servicios y formación bruta de capital (FBK). Véase tabla N° 2.

**Tabla N° 2: evolución del GNF del GG en 2020**  
(millones de Soles, variación porcentual real)

	Miles de millones de S/			Var. % real	Contribución al incremento	Porcentaje del PBI		
	2019	2020	Diferencia			2019	2020	Diferencia
<b>GASTOS NO FINANCIEROS</b>	<b>155</b>	<b>182</b>	<b>27</b>	<b>15,6</b>	<b>100,0</b>	<b>20,1</b>	<b>26,2</b>	<b>6,1</b>
<b>I. GASTOS CORRIENTES</b>	<b>119</b>	<b>149</b>	<b>30</b>	<b>22,7</b>	<b>109,5</b>	<b>15,5</b>	<b>21,5</b>	<b>6,0</b>
1. Remuneraciones	49	53	4	6,7	15,4	6,4	7,7	1,3
2. Bienes y servicios	45	51	5	9,7	19,3	5,9	7,3	1,4
3. Transferencias	25	45	20	78,2	74,8	3,2	6,5	3,3
<b>II. GASTOS DE CAPITAL</b>	<b>35</b>	<b>33</b>	<b>-3</b>	<b>-8,8</b>	<b>-9,5</b>	<b>4,6</b>	<b>4,7</b>	<b>0,1</b>
1. Formación bruta de capital	31	27	-4	-14,3	-14,5	4,0	3,9	-0,1
2. Otros gastos de capital	5	6	1	28,2	5,1	0,6	0,8	0,3

Fuente: BCRP, MEF. Elaboración: DEM-STCF

<sup>30</sup> Hasta el 25 de septiembre de 2020 se han aprobado medidas de gasto del Plan Económico frente al COVID-19, por 4,6 p.p. del PBI (aprox. S/ 31,9 miles de millones). Las medidas del plan son organizadas de acuerdo con los objetivos que persiguen: (1) atención de la emergencia, que incluye principalmente la compra de bienes y servicios para la provisión de los servicios de salud y medidas para impedir la propagación del virus, (2) soporte económico a sectores vulnerables, donde se incluyen los subsidios económicos a familias y empresas afectadas y (3) apoyo y reactivación económica que incluye principalmente al programa Arranca Perú.

De esta manera el GNF, como porcentaje del PBI, pasaría de 20,1 por ciento en 2019 a 26,2 por ciento en 2020. La variación de 6,1 p.p. del PBI, se explica en parte por el mayor GNF nominal (58%) y en parte por la caída del PBI que reduce el denominador (42%).

Cabe resaltar que hasta agosto de 2020 el GNF creció 0,8 por ciento real respecto al mismo periodo del año previo, debido al mayor gasto en transferencias corrientes (+44,0 por ciento real) correspondiente principalmente a las medidas de subsidios económicos contempladas en el plan económico frente al COVID-19 (subsidios a familias mediante la entrega de bonos, subsidios a las planillas de empresas, subsidios por consumo eléctrico, entre otros). Esto fue contrarrestado por las caídas en los rubros de formación bruta de capital (-41,0 por ciento real) y bienes y servicios (-3,8 por ciento real)<sup>31</sup>.

**Tabla N° 3: GNF del GG requerido para alcanzar las proyecciones del MMM en 2020**  
(millones de Soles, variación porcentual real)

Gastos No Financieros	Enero - Agosto			Septiembre - Diciembre		
	2019	2020	Var. % real	2019	2020 MMM <sup>1/</sup>	Var. % real
<b>Total</b>	<b>91 540</b>	<b>93 913</b>	<b>0,8</b>	<b>62 990</b>	<b>87 689</b>	<b>37,2</b>
<b>Corriente</b>	<b>73 146</b>	<b>81 565</b>	<b>9,6</b>	<b>46 236</b>	<b>67 448</b>	<b>43,8</b>
Remuneraciones	31 301	32 872	3,2	17 864	20 453	12,9
Bienes y Servicios	26 003	25 473	-3,8	19 287	25 045	28,0
Transferencias	15 842	23 220	44,0	9 086	21 950	138,2
<b>Capital</b>	<b>18 394</b>	<b>12 348</b>	<b>-34,0</b>	<b>16 754</b>	<b>20 241</b>	<b>19,1</b>
Formación Bruta de Capital	15 915	9 557	-41,0	14 718	17 145	14,8
Otros Gastos de Capital	2 479	2 791	10,6	2 036	3 096	49,9

1/ Montos requeridos para alcanzar la proyección del MMM para el año 2020.

Fuente: BCRP, MEF. Elaboración: DEM-STCF

Como se aprecia en la tabla N° 3, para alcanzar las cifras de gasto proyectadas en el MMM para el 2020, entre setiembre y diciembre el GNF tendría que crecer 37,2 por ciento real principalmente en transferencias (138,2 por ciento real) y bienes y servicios (28,0 por ciento real). Dado que aún persisten restricciones a la ejecución del gasto derivadas de las medidas para evitar una mayor propagación de la COVID-19 (como las disposiciones en el sector construcción<sup>32</sup>), así como el bajo grado de avance en la ejecución del plan, el crecimiento previsto en el MMM para los últimos 4 meses del presente año podría ser particularmente difícil de lograr.

Con respecto al avance en la implementación del plan económico frente al COVID-19 (Tabla N° 4), al 25 de setiembre se ha ejecutado 34,1 por ciento del total, siendo el rubro bienes y servicios

<sup>31</sup> Sin considerar el gasto de las medidas del plan frente al COVID-19 realizados hasta agosto (S/ 10 169 millones), el GNF hubiera caído 10,1 por ciento en términos reales, el gasto en bienes y servicios habría caído 12,0 por ciento real y el gasto en transferencias hubiera crecido únicamente 1,2 por ciento real.

<sup>32</sup> Por ejemplo, la Resolución Ministerial N° 085-2020-VIVIENDA que aprobó los “Lineamientos de prevención y control frente a la propagación del COVID-19 en la ejecución de obras de construcción” contemplan: la elaboración de un “Plan para la vigilancia, prevención y control de COVID-19 en el Trabajo”, la instalación de paneles informativos con las recomendaciones básicas de prevención del contagio frente al COVID-19, el establecimiento de turnos para los trabajadores con el objetivo de evitar que el aforo sobrepase el 50% de su capacidad, implementar un servicio de traslado del personal hasta la obra y de esta a puntos cercanos a sus domicilios, brindar el servicio de alimentación para el personal, implementar en la obra zonas de: control previo, desinfección, vestuario y de trabajo, entre otras.

uno de los rubros con menor avance (24,0 por ciento), pero con la segunda mayor participación en el plan total (35%). Por lo tanto, para 2020, la estimación del GNF presenta riesgos a la baja.

**Tabla N° 4: composición y avance del plan económico según categoría de gasto**  
(millones de Soles, porcentaje del PBI)

	Plan aprobado 2020 <sup>1/</sup>		Ene - Set <sup>2/</sup>	Ejecución
	(Mill. de S/)	(% del PBI)	(Mill. de S/)	(%)
<b>TOTAL</b>	<b>31 969</b>	<b>4,6</b>	<b>10 908</b>	<b>34,1</b>
Remuneraciones	529	0,1	296	56,1
Bienes y Servicios	11 260	1,6	2 699	24,0
Transferencias	17 255	2,5	7 072	41,0
Formación Bruta de Capital	2 344	0,3	256	10,9
Otros Gastos de Capital	580	0,1	585	100,8

Nota: Actualizado al 25 de setiembre.

1/ Fuente: Diario Oficial El Peruano. Elaboración: DEM-STCF.

2/ Fuente: SIAF Consulta Amigable y Consulta Covid-19. Elaboración: DEM-STCF.

En 2021, el GNF del GG se reduciría en 1,7 por ciento real debido al menor gasto en transferencias corrientes (-39,6 por ciento real), en el marco del retiro de las medidas del plan para atender la crisis del COVID-19 (Tabla N° 5). En contraste, se espera un crecimiento de los rubros de FBK (27,6 por ciento real) y de bienes y servicios (10,7 por ciento real), dentro de los cuales se incluye parte de las medidas remanentes del plan económico frente al COVID-19 que se ejecutarían en 2021, principalmente las de la fase de reactivación económica, como una parte del programa Arranca Perú.

**Tabla N° 5: GNF GG 2020-2021**  
(miles de millones de Soles, variación porcentual real)

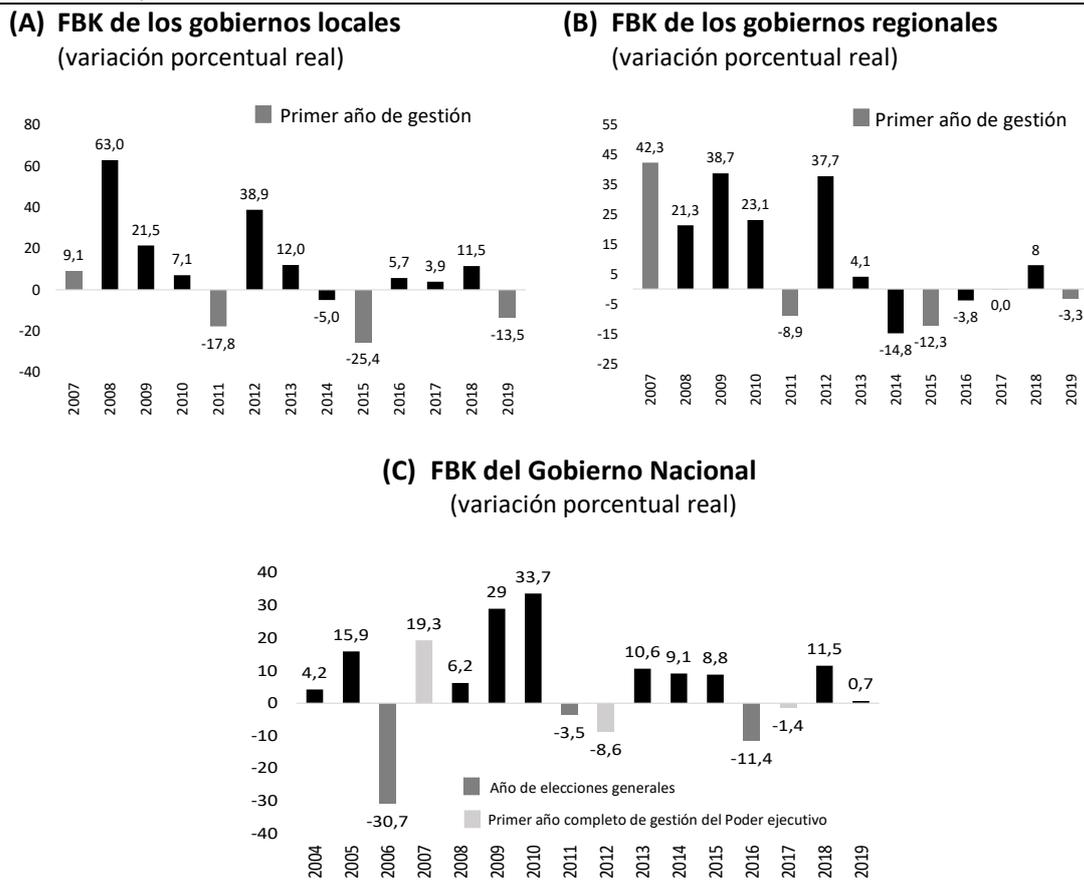
	Miles de millones de S/		Var. % real	Var.% real promedio respecto de 2019
	2020	2021		
<b>GASTOS NO FINANCIEROS</b>	<b>182</b>	<b>181</b>	<b>-1,7</b>	<b>6,6</b>
<b>I. GASTOS CORRIENTES</b>	<b>149</b>	<b>141</b>	<b>-6,8</b>	<b>6,9</b>
1. Remuneraciones	53	56	4,3	5,5
2. Bienes y servicios	51	57	10,7	10,2
3. Transferencias	45	28	-39,6	3,8
<b>II. GASTOS DE CAPITAL</b>	<b>33</b>	<b>40</b>	<b>22,0</b>	<b>5,5</b>
1. Formación bruta de capital	27	34	27,6	4,6
2. Otros gastos de capital	6	6	-3,1	11,5

Fuente: MEF, BCRP. Elaboración: DEM-STCF

Con respecto a lo previsto para 2021 resalta el crecimiento de 10,7 por ciento en el rubro bienes y servicios, derivado principalmente del incremento del gasto que no está relacionado al COVID-19, pues la mayor parte de la ejecución del plan está prevista para 2020. Así, en promedio, en los años 2020 y 2021, el gasto en ese rubro crecería 10,2 por ciento real y como porcentaje del PBI habría pasado de 5,9 a 7,3 por ciento del PBI.

Además, cabe señalar que las proyecciones del MMM no contemplan los efectos que tendrían los procesos electorales (elecciones generales en 2021 y elecciones regionales y locales en 2022) sobre la dinámica de la inversión pública, entre los años 2021, 2022 y 2023. Dichos efectos, que se han observado de manera recurrente en años previos (Gráfico N° 16), únicamente son contemplados en el MMM en su sección de análisis de riesgos. Al respecto cabe indicar que, el ciclo de las elecciones generales suele afectar la inversión del Gobierno Nacional, tanto en el año de las elecciones como en el año siguiente. Mientras que la inversión pública subnacional suele ser afectada en el primer año de gestión de las nuevas autoridades municipales y regionales<sup>33</sup>.

**Gráfico N° 16: formación bruta de capital por niveles de gobierno**  
(variación porcentual real anual)



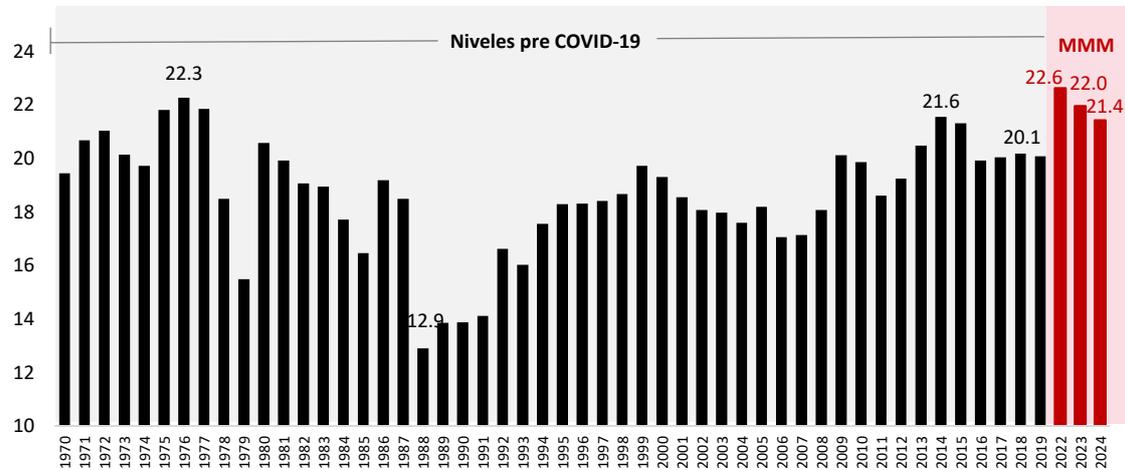
Fuente: BCRP. Elaboración: DEM-STCF.

De acuerdo con el MMM entre 2022 y 2024 el GNF tendría un crecimiento promedio de 1,3 por ciento real, pasando de 22,6 a 21,4 por ciento del PBI. Esto responde tanto a la moderación del crecimiento promedio del gasto corriente (+1,0 por ciento real), como a la del gasto de capital (+2,6 por ciento real), con el objetivo de reducir el déficit fiscal. A pesar de este crecimiento moderado, los gastos no financieros proyectados en el MMM para este periodo alcanzan un nivel promedio de 22,0 por ciento del PBI, lo cual marcaría los registros más altos desde mediados de los años 70, además de ser casi 2 p.p. mayor que el promedio de los 10 años previos a la pandemia (20,1 p.p. del PBI) (Gráfico N° 17). Así, en el mediano plazo no se proyecta que el

<sup>33</sup> Para más detalle ver el Reporte Técnico N° 001-2020-CF/ST, publicado el 6 de febrero de 2020.

gasto regrese a los niveles previos a la COVID-19, lo cual no es consistente con la necesidad de reconstruir las fortalezas de las finanzas públicas, para lo cual sería necesario moderar el ritmo de crecimiento del gasto aún más o incluso permitir su reducción, como se ha planificado en otros países de la región (ver Recuadro N° 1).

**Gráfico N° 17: GNF del GG 1970-2024**  
(porcentaje del PBI)



Fuente: BCRP, MEF. Elaboración: DEM-STCF.

### 3. Empresas públicas no financieras

De acuerdo con las proyecciones del MMM, en 2020 el resultado primario de las empresas no financieras (EPNF) sería deficitario en alrededor del 0,4 por ciento del PBI, explicado por el resultado primario deficitario presentado por PetroPerú S.A. y por las empresas públicas bajo el ámbito del FONAFE. Con relación a 2019 el déficit primario de las EPNF se incrementaría en 0,3 p.p. del PBI explicado principalmente por el mayor déficit de las empresas del sector eléctrico bajo el ámbito de FONFAFE (ElectroPerú S.A. y las empresas regionales de electricidad).

En 2021, el déficit primario de las empresas públicas no financieras se reduciría en aproximadamente 0,2 p.p. del PBI en línea con el menor monto de inversión previsto para el proyecto de modernización de la refinería de Talara por parte de PetroPerú S.A. Entre 2022 y 2024 el resultado primario de EPNF continuará incrementándose hasta alcanzar, en 2024, un superávit primario de 0,1 por ciento del PBI. Eso se explicaría principalmente por la reducción de los resultados deficitarios de Petroperú debido la menor inversión realizada para el Proyecto de Modernización de la Refinería de Talara (PMRT), cuya finalización estaría prevista para el 2022.

### 4. Déficit fiscal, deuda bruta y deuda neta

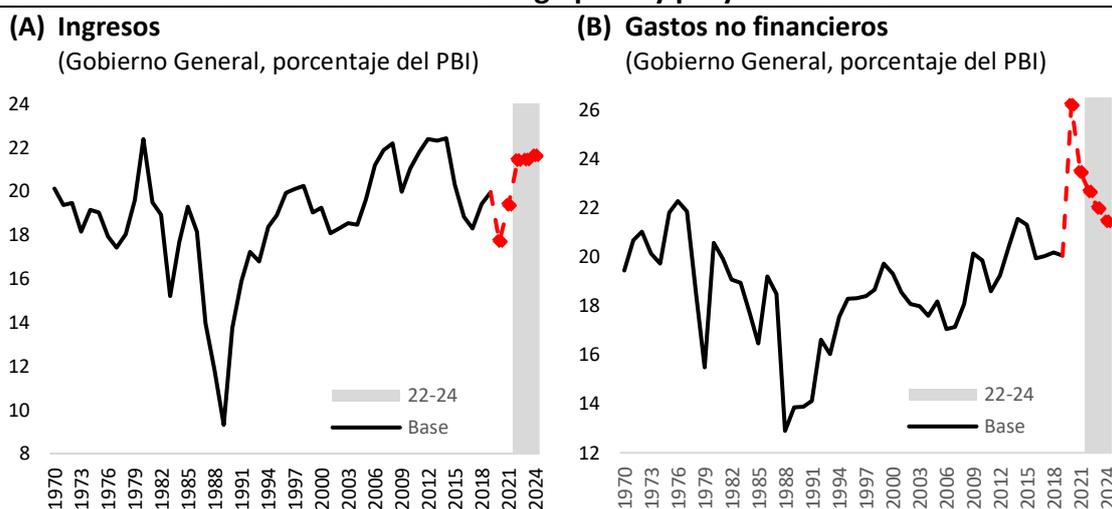
Debido a la previsión de menores ingresos y los mayores gastos como resultado de la respuesta ante la crisis del COVID-19, en el MMM se espera que el déficit fiscal del SPNF alcance 10,7 por ciento del PBI en 2020, el registro más alto desde finales de los años ochenta<sup>34</sup>. Para 2021 el déficit fiscal disminuiría hasta alcanzar 6,2 por ciento del PBI, explicado por menores gastos corrientes y una recuperación de los ingresos tributarios. Para los años 2022, 2023 y 2024; se

<sup>34</sup> En 1989 se registró un déficit fiscal de 11,3 por ciento del PBI.

plantea una disminución gradual del déficit fiscal hasta 3,3, 2,6 y 1,9 por ciento del PBI; respectivamente.

La reducción del déficit fiscal para los años 2022-2024 respecto a los años 2020-2021 se explica tanto por un aumento de los ingresos como por una reducción del gasto. Sin embargo, al evaluar el nivel de ambos componentes del déficit se observa que los ingresos alcanzan valores cercanos a los registrados durante épocas de auge económico por boom de commodities y el gasto no retorna a los niveles previos al COVID-19 (Gráficos N° 18.A y 18.B). Considerando esta composición, que no se ha observado en los últimos 50 años, el cumplimiento de la senda de déficit planteada en el MMM resulta poco probable.

**Gráfico N° 18: tendencias fiscales de largo plazo y proyecciones del MMM**



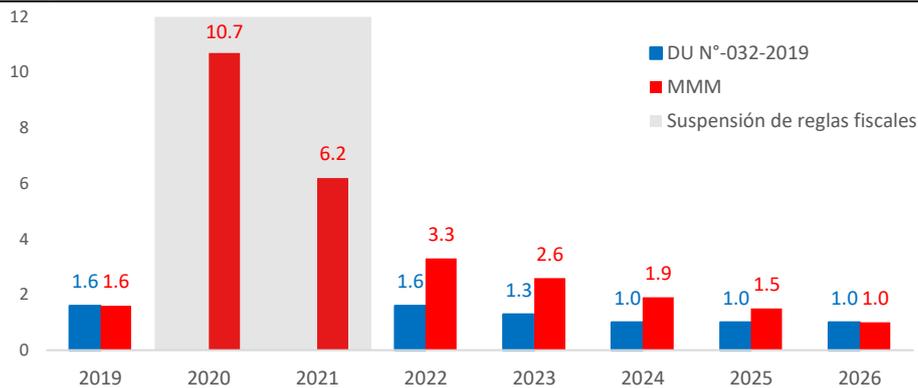
Fuente: BCRP, MEF. Elaboración: DEM-STCF.

Más allá del periodo de proyección del MMM, se plantea que el déficit fiscal siga reduciéndose hasta alcanzar 1,5 por ciento del PBI en 2025 y 1,0 por ciento del PBI en 2026 y en adelante, en línea con un proceso de consolidación fiscal. En este contexto, la senda planteada para el déficit fiscal, una vez culminada la suspensión de las reglas fiscales<sup>35</sup>, se encuentra por encima del límite establecido por la legislación vigente<sup>36</sup> (Gráfico N° 19) y retornaría al cumplimiento recién a partir del 2026 con la entrada de una nueva administración gubernamental.

<sup>35</sup> Establecida por el Decreto Legislativo (DL) N°1457.

<sup>36</sup> Culminada la suspensión de las reglas fiscales, las reglas fiscales vigentes son las establecidas en el Decreto de Urgencia N°032-2019 y el DL N°1276.

**Gráfico N° 19: convergencia de la senda del déficit fiscal 2020-2026**  
(porcentaje del PBI)

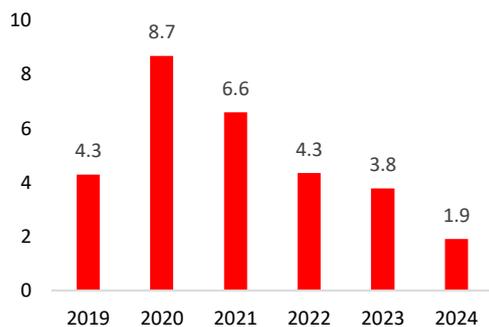


Fuente: MEF. Elaboración: DEM-STCF.

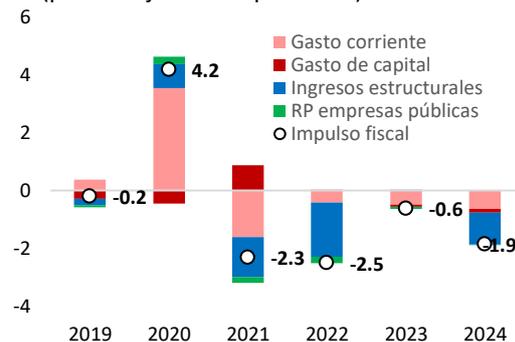
En cuanto al déficit fiscal estructural<sup>37</sup> (Gráfico N°20.A), para 2020 se espera un déficit de 8,7 por ciento del PBI potencial, en línea con un impulso positivo del gasto corriente en respuesta a la emergencia sanitaria y a la crisis económica. Para 2021 se prevé que el déficit estructural se reduzca a 6,6 por ciento del PBI potencial debido a un retiro parcial del impulso del gasto corriente del año previo, además de mayores ingresos estructurales. Para los años 2022-2024 se espera que el déficit estructural siga reduciéndose, explicado por mayores ingresos estructurales y, en menor medida, por menores gastos corrientes. Así, se espera que la postura fiscal del 2021 en adelante sea contractiva (Gráfico N° 20.B).

**Gráfico 20: cuentas estructurales del SPNF\***

**(A) Déficit fiscal estructural**  
(porcentaje del PBI potencial)



**(B) Impulso fiscal**  
(porcentaje del PBI potencial)



\* Metodología aprobada por la Resolución Ministerial N° 024-2016-EF/15  
Fuente: BCRP. Elaboración: DEM-STCF.

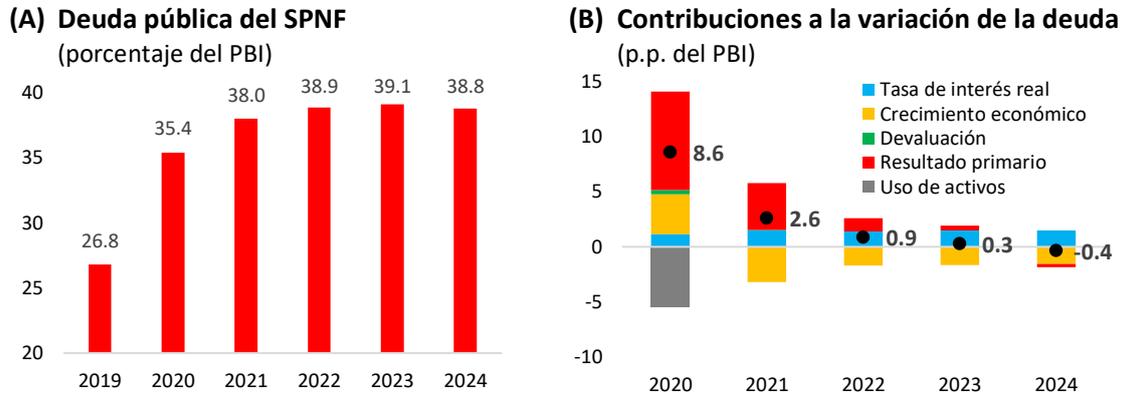
El incremento de las necesidades de financiamiento presiona el nivel de endeudamiento público al alza. Para 2020, se espera que la deuda pública del SPNF se incremente en 8,6 p.p. del PBI explicado por el déficit primario y el menor crecimiento económico, amortiguado por el uso de activos. Para 2021, la deuda pública aumentaría en 2,6 p.p. del PBI explicado principalmente por el déficit primario. Del 2019 al 2021, la deuda pública pasaría de 26,8 a 38,0 por ciento del PBI, alcanzando su nivel más alto desde inicios del milenio.

Para el periodo 2022-2024, se prevé un incremento adicional en el nivel de endeudamiento hasta niveles cercanos a 39,0 por ciento del PBI (Gráfico N° 21.A). Específicamente para los años

<sup>37</sup> Cálculos realizados utilizando la metodología aprobada mediante la Resolución Ministerial N° 024-2016-EF/15

2022, 2023 y 2024, se prevé que la deuda registre niveles de 38,9; 39,1 y 38,8 por ciento del PBI; respectivamente. En estos años la contribución de la tasa de interés y el déficit primario son los principales factores que explican el incremento de la deuda (Gráfico N° 21.B). A pesar de la reducción del déficit fiscal a partir del 2021 la trayectoria de la deuda pública no muestra una disminución significativa dentro del horizonte de proyección del MMM.

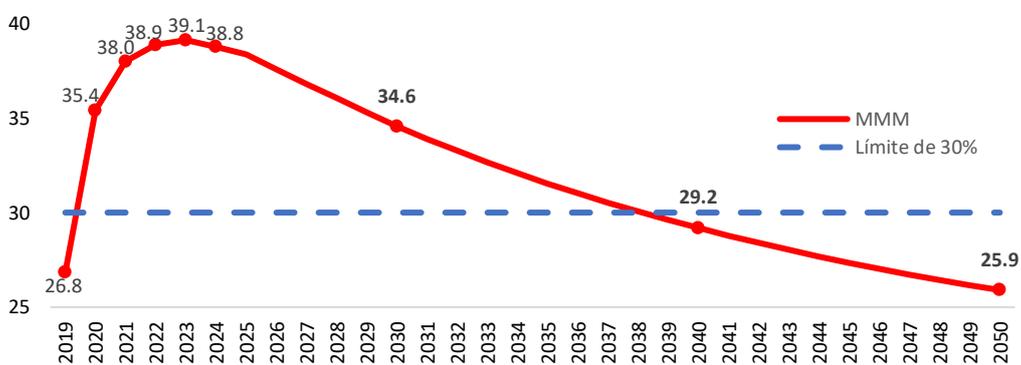
**Gráfico 21: trayectoria del endeudamiento público 2020-2024**



Fuente: MEF. Elaboración: DEM-STCF.

Del 2025 en adelante, se prevé que el ratio de endeudamiento mantenga una trayectoria decreciente explicada por la reducción permanente del déficit fiscal. Bajo este supuesto, en el MMM se presenta una simulación determinística de la deuda para las próximas décadas (Gráfico N° 22), registrando valores de 34,6 por ciento del PBI en 2030; 29,2 por ciento del PBI en 2040 y 25,9 por ciento del PBI en 2050. A pesar de presentar un cálculo para el ratio de deuda en el largo plazo, en el MMM no se hace mención explícita a un nuevo límite legal o el horizonte de tiempo necesario para alcanzarlo. De considerar el límite actual de 30 por ciento del PBI<sup>38</sup>, este se alcanzaría en un horizonte de 20 años, es decir a partir del 2039.

**Gráfico N° 22: trayectoria del endeudamiento público 2020-2050 (porcentaje del PBI)**



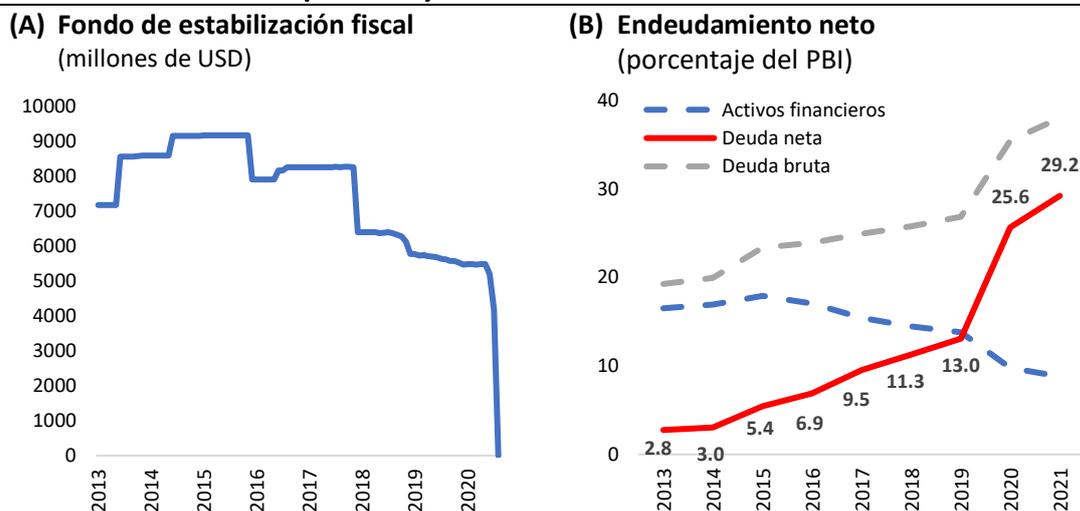
Fuente: MEF. Elaboración: DEM-STCF.

Uno de los principales supuestos para la proyección de la deuda bruta es un uso de activos significativo durante el 2020, equivalente a 38 mil millones de soles o 5,5 por ciento del PBI en dicho año, compuesto de recursos provenientes del Fondo de Estabilización Fiscal (FEF), saldos

<sup>38</sup> Establecido en el DL N°1276. Desvíos de hasta 4 p.p. del PBI son permitidos en casos de volatilidad financiera, asociados a la devaluación cambiaria.

de balance de entidades públicas y otros excedentes de la Cuenta Única del Tesoro (CUT)<sup>39</sup>. El agotamiento de recursos como el FEF<sup>40</sup> (Gráfico N° 23.A) para el financiamiento del déficit reduce los activos financieros del SPNF y sumado al incremento del endeudamiento bruto, incrementa sustancialmente el nivel de endeudamiento neto, indicador adecuado para medir la capacidad de pago del gobierno<sup>41</sup>. Del 2019 al 2021, la deuda neta se incrementaría en 16,2 p.p. del PBI pasando de 13,0 a 29,2 por ciento del PBI (Gráfico N° 23.B). Este incremento en el endeudamiento neto refleja el deterioro de las finanzas públicas en el Perú a consecuencia del COVID-19.

**Gráfico N° 23: activos públicos y deuda neta del SPNF**



Fuente: BCRP, MEF. Elaboración: DEM-STCF.

## 5. Riesgos sobre la sostenibilidad fiscal

Las previsiones del MMM sobre el endeudamiento público en el contexto del COVID-19 están acompañadas de un conjunto de factores de riesgo. En primer lugar, mayores niveles de endeudamiento implican un mayor pago nominal de intereses (Gráfico N° 24.A) y se explica tanto por un mayor tamaño de la deuda como por un mayor costo de financiamiento. Una carga de intereses elevada (Gráfico N° 24.B), restaría espacio para gasto no financiero al tener que destinar más recursos al pago de obligaciones financieras.

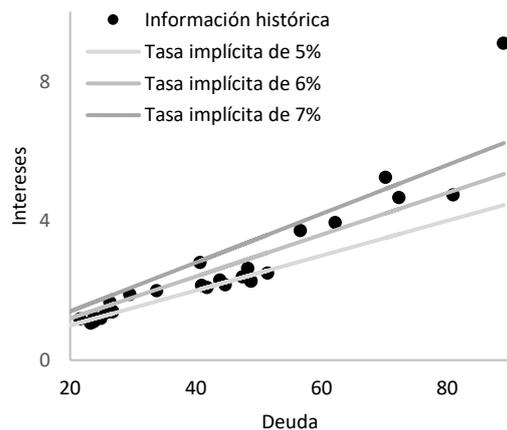
<sup>39</sup> El uso de recursos del FEF se encuentra autorizado por el DU N°051-2020, el uso de saldos de balance por el DU N°033-2020 y el uso de excedentes de la Cuenta Única del Tesoro por el DU N°032-2019.

<sup>40</sup> Desde inicios de año hasta el cierre de agosto de 2020 los depósitos del FEF han sido agotados, pasando de aproximadamente 5000 millones a 1 millón de USD.

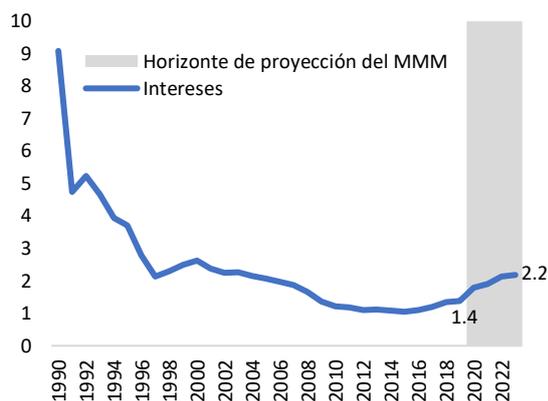
<sup>41</sup> Para más detalle sobre el endeudamiento neto, véase FMI (2011) "Modernizing the Framework for Fiscal Policy and Public Debt Sustainability Analysis"; y Eurostat (2014) "Measuring Net Government Debt: Theory and Practice".

**Gráfico N° 24: carga de los intereses y nivel de endeudamiento**

**(A) Nivel de endeudamiento y pago de intereses (porcentaje del PBI)**



**(B) Intereses del SPNF (porcentaje del PBI)**



Nota: Para el análisis de dispersión se considera información para Perú desde 1990 hasta 2019.  
Fuente: BCRP, MEF y Reinhart y Rogoff (2011). Elaboración: DEM-STCF.

En segundo lugar, existen riesgos para la proyección de la deuda en el corto plazo. Considerando que el tamaño la materialización de las garantías del programa Reactiva Perú es incierto, se genera una presión adicional al nivel de endeudamiento público. Según estimaciones de la DGTP<sup>42</sup>, la pérdida probable máxima esperada del programa asciende a 25 por ciento del monto total garantizado y como porcentaje del PBI ascendería a 0,88, 0,75 y 0,18 por ciento durante los años 2021, 2022 y 2023; respectivamente. Considerando una materialización en esa cuantía, la deuda pública al cierre de 2024 sería de 40,6 por ciento del PBI, 1,8 p.p. del PBI superior a la prevista (Gráfico N° 25.A).

Existen también riesgos de corto plazo asociados al desempeño de variables macroeconómicas y financieras. De considerar una tasa de interés implícita 50 puntos básicos (p.b.) superior a la prevista en el MMM a partir del 2020<sup>43</sup>, la deuda al 2024 alcanzaría 39,6 por ciento del PBI. Bajo un tipo de cambio más elevado, de 3,60 al cierre de 2020 y de 3,80 del 2021 en adelante<sup>44</sup>, la deuda al 2024 sería de 39,9 por ciento del PBI. Si el crecimiento económico para los años 2022-2024 es menor al previsto en el MMM; igual a 3,0 por ciento<sup>45</sup>; la deuda al cierre de 2024 sería de 40,6 por ciento<sup>46</sup>. Un choque combinado, incluyendo todos los supuestos previamente descritos, resultaría en una tendencia creciente para el endeudamiento público, alcanzando 43,5 por ciento del PBI al final del horizonte de proyección del MMM (Gráfico N°25.B).

<sup>42</sup> Dirección General de Tesoro Público del Ministerio de Economía y Finanzas, Dirección de Gestión de Riesgos Fiscales.

<sup>43</sup> El incremento en la tasa de interés implícita es reducido debido a que el costo de financiamiento es relativamente estable y el MMM ya considera una tasa de interés implícita de 6 por ciento.

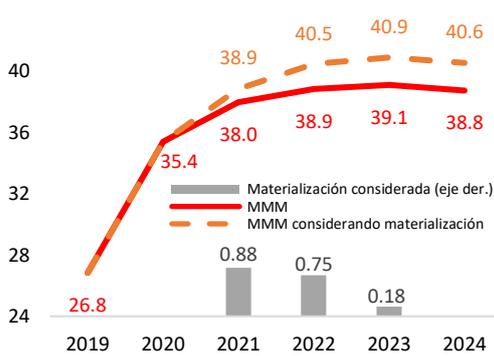
<sup>44</sup> Equivalente a una devaluación cambiaria de 8,6 y 5,6 por ciento en los años 2020 y 2021, respectivamente.

<sup>45</sup> Cercano al crecimiento promedio de los últimos 5 años (3,2 por ciento) e igual al supuesto de largo plazo asumido en el MMM para la simulación de la deuda al 2050.

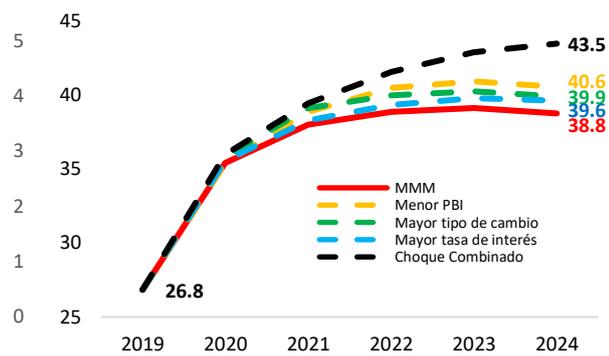
<sup>46</sup> Este resultado considera el efecto del menor crecimiento económico sobre la dinámica de la deuda (factor r-g) y un menor resultado primario (por menores ingresos, considerando una elasticidad al crecimiento del PBI de 0,2).

**Gráfico N° 25: riesgos en la proyección determinística de la deuda en el corto plazo**

**(A) Materialización de Reactiva Perú**  
(porcentaje del PBI)



**(B) Riesgos macroeconómicos y financieros**  
(porcentaje del PBI)



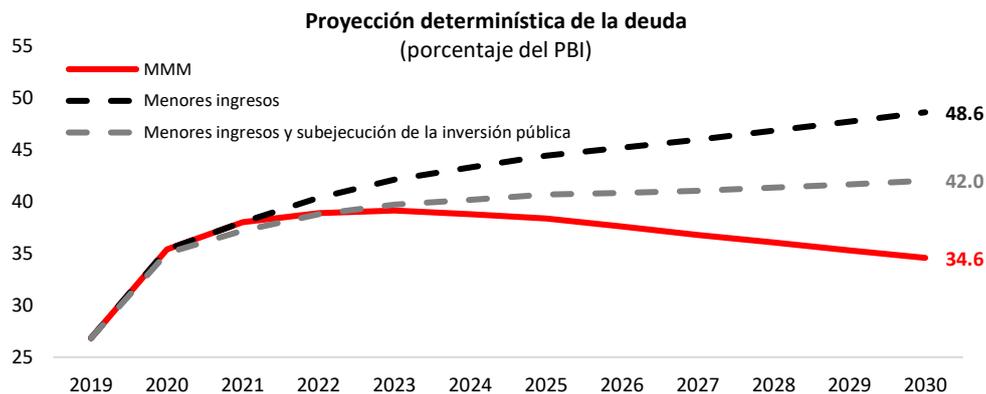
Nota 1: La materialización de las garantías del programa Reactiva Perú corresponde a la pérdida probable máxima esperada según la DGTP.

Nota 2: La trayectoria de mayor tasa de interés considera una tasa de interés implícita 50 p.b. superior a la del MMM a partir del 2020. La trayectoria de mayor tipo de cambio asume un tipo de cambio de 3,60 en 2020 y 3,80 del 2021 en adelante. La trayectoria de menor PBI asume un crecimiento económico de 3,0 por ciento del 2022 al 2024.

Elaboración: DEM-STCF.

Por último, existe el riesgo estructural asociado a una menor recaudación fiscal y a una subejecución de la inversión pública en el mediano plazo<sup>47</sup>. Si los ingresos a partir del 2022 son menores en 1,5 p.p. del PBI, monto equivalente a la necesidad de ingresos permanentes establecida en el MMM, la deuda en 2030 alcanzaría casi 50 por ciento del PBI. Incluso considerando una subejecución de la inversión pública<sup>48</sup>, la deuda aún adoptaría una tendencia creciente, alcanzando 42,0 por ciento del PBI en el 2030 (Gráfico N° 26).

**Gráfico N° 26: riesgos de menores ingresos y subejecución de inversión pública**



Nota: La trayectoria de menores ingresos considera un resultado primario 1,5 p.p. del PBI inferior al del MMM a partir del 2022. La subejecución de la inversión pública es equivalente a 0,4; 0,5; 0,8; 0,8 y 0,6 por ciento del PBI para los años 2020, 2021, 2022, 2023 y 2024; respectivamente. Del 2025 en adelante, se asume que la subejecución anual de la inversión pública es de 6000 millones de soles.

Elaboración: DEM-STCF.

<sup>47</sup> Este riesgo es especialmente importante debido a que en los últimos años las proyecciones de mediano plazo del MMM han sobrestimado los ingresos y han subestimado la inversión pública. Para más detalle respecto a la sobrestimación de ingresos, véase el Ganiko y Rojas (2019) y el informe N°001-2019-CF. Respecto a la subestimación de la inversión pública, véase el Reporte Técnico N°001-2020-CF/ST.

<sup>48</sup> En línea con estimaciones de la DEM-STCF, se asume que la subejecución de la inversión pública para los años 2020, 2021, 2022, 2023 y 2024 es de 0,4; 0,5; 0,8; 0,8 y 0,6 por ciento del PBI; respectivamente. Del 2025 en adelante se asume que la subejecución de la inversión pública se mantiene en alrededor de 6 mil millones de soles cada año.

En este nuevo contexto de mayor endeudamiento público, agotamiento de activos financieros y frente a los riesgos previamente mencionados, el espacio fiscal del gobierno peruano para responder a nuevos escenarios económicos adversos, sin poner en riesgo la sostenibilidad de la deuda, resulta prácticamente nulo. Recuperar el espacio fiscal utilizado en respuesta al COVID-19 requerirá que el gobierno impulse el crecimiento potencial, incremente la capacidad de generar superávits fiscales y evalúe el límite o el tiempo de convergencia a una nueva meta de deuda. Para más detalle sobre la estimación y los determinantes del espacio fiscal en Perú, previo y posterior al COVID-19, véase el Recuadro N° 2.

## Conclusiones

En el plano internacional, se observa un deterioro de las perspectivas macroeconómicas debido a la crisis del COVID-19, que tras la reapertura gradual de los países de importancia global ha dado paso a una ligera recuperación de la actividad económica mundial para lo que resta del año. Sin embargo, el escenario macroeconómico externo sigue rodeado de altos niveles de incertidumbre, asociado sobre todo al control de la pandemia.

En el plano local, la contracción de la actividad económica en 12,0 por ciento para 2020 es consistente con el escenario local e internacional afectado por la crisis del COVID-19; sin embargo, existen riesgos latentes asociados al desarrollo de una segunda ola de contagios para lo que resta del año que podrían repercutir en la recuperación de la actividad económica. Para 2021, la proyección de crecimiento está explicado principalmente por un efecto estadístico mas no por fundamentos macroeconómicos, que incluso, podría ser menor a la prevista ante una recuperación más lenta del gasto privado. Por su parte, para el periodo 2022-2024, las proyecciones de crecimiento están sobreestimadas; ya que, estas son superiores al crecimiento de los últimos 5 años, superiores al crecimiento potencial de la economía antes de la pandemia, estarían limitadas por una débil recuperación del gasto privado, e incorporan medidas orientadas a mejorar la eficiencia y competitividad de la económica aun por implementarse.

En cuanto a las cuentas fiscales, la crisis del COVID-19 marca la transición de una etapa de fortaleza fiscal hacia una de vulnerabilidad en las finanzas públicas. Por esto, es importante que ante las proyecciones presentadas en el MMM, se adopte una senda de consolidación fiscal apropiada y verosímil en el mediano plazo, que sea congruente con el límite de deuda pública al cual se desea converger. Además, junto con esto es fundamental la restitución de un sistema de reglas fiscales, que permita establecer límites a las acciones de política fiscal y defina el nivel sostenible de endeudamiento público.

En particular, la proyección de ingresos públicos de mediano plazo esta sobreestimada; ya que está se encuentra condicionada principalmente a la maduración de un conjunto de medidas tributarias implementadas desde 2018 y la necesidad de ingresos permanentes por 1,5 p.p. del PBI desde 2022. Respeto al gasto público, en el mediano plazo este no regresa a sus niveles previos a la crisis del COVID-19, lo cual no es consistente con la necesidad de reconstruir nuestras finanzas públicas, para lo cual sería necesario moderar el ritmo de crecimiento del gasto aún más o incluso permitir su reducción como en el caso de otros países de la Alianza del Pacífico.

En cuanto a la deuda pública se prevé que esta supere el límite legal permitido y alcance un máximo de 39,1 por ciento del PBI en 2023, para luego mantener una trayectoria decreciente explicada por la reducción permanente del déficit fiscal. Sin embargo, existen riesgos estructurales asociados a la evolución de las cuentas fiscales, con los cuales la deuda adoptaría una tendencia creciente. Estos riesgos se encuentran asociados a una menor recaudación tributaria en el mediano plazo y una subejecución de la inversión pública asociada al ciclo político.

Finalmente, en este nuevo contexto de mayor endeudamiento público, agotamiento de activos financieros y frente a los riesgos previamente mencionados, el espacio fiscal del gobierno peruano para responder a nuevos escenarios económicos adversos, sin poner en riesgo la sostenibilidad de la deuda, resulta prácticamente nulo.

**Recuadro N°1: Consolidación Fiscal en Alianza del Pacífico***Christian Merino, Alison Murga y Juan Carlos Sosa***Resumen**

*Como consecuencia de la pandemia del COVID-19 en la mayoría de los países se viene experimentando severas contracciones de la actividad económica que han motivado la implementación de paquetes de respuesta de política fiscal de magnitudes sin precedentes. Ambos factores están generando un rápido deterioro en las finanzas públicas que se manifiesta en un marcado incremento de los niveles de déficit fiscal y deuda pública. Con la finalidad de preservar la sostenibilidad fiscal, muchos de estos países se verán en la obligación de iniciar procesos de consolidación fiscal en los próximos años. El presente recuadro hace un recuento de los procesos de consolidación fiscal en los países de la Alianza del Pacífico. La información presentada proviene de sus respectivos marcos fiscales de mediano plazo publicados y, en el caso de Chile, también de las publicaciones del Consejo Fiscal Autónomo. En el recuadro se resalta las herramientas que se prevé utilizar durante los procesos de consolidación fiscal, así como las consecuencias, en términos de sostenibilidad de la deuda pública, que se tendrían si no se logran los objetivos trazados.*

**1. Consolidación Fiscal en Chile<sup>49</sup>****Situación de las finanzas públicas al término de 2020**

Como consecuencia de la contracción de la actividad económica (6,5 por ciento real) y las medidas de ingresos y gastos del plan económico para enfrentar la crisis del COVID-19 (11,6 por ciento del PBI) el déficit fiscal alcanzaría el 9,6 por ciento del PBI, incrementándose en 6,8 p.p. del PBI respecto de 2019. Los ingresos públicos se reducirían en 2,3 puntos porcentuales del PBI (de 21,4 a 19,1 por ciento del PBI) y los gastos no financieros se incrementarían en 4,4 p.p. del PBI (de 23,4 a 27,6 por ciento del PBI), principalmente por el incremento del gasto corriente (transferencias) como producto de la implementación del plan económico. Así, la deuda pública se incrementaría en 6,7 p.p. del PBI respecto de 2019, llegando a 34,8 por ciento del PBI.

**Estrategia de consolidación fiscal**

La consolidación fiscal de las finanzas públicas en Chile comenzaría en 2022, según las previsiones del Consejo Fiscal Autónomo (CFA, 2020). Esto se encuentra en línea con una recuperación del crecimiento económico (5,5 por ciento real) y el retiro de la mayor parte de las medidas transitorias del plan de estímulo económico<sup>50</sup>. En consecuencia, en 2021 el déficit fiscal se reduciría hasta alcanzar el 4,2 por ciento del PBI, acorde con el incremento de los ingresos (en 3,3 p.p. del PBI) y la reducción de los gastos no financieros (1,8 p.p. del PBI). Esta reducción del déficit fiscal seguiría hasta el 2025, hasta que este alcance el 1,1 por ciento el PBI en adelante (consistente con una regla de balance estructural de 1,0 por ciento del PBI), acorde con una contracción de los gastos no financieros en los siguientes años (2,9 por ciento real promedio para el periodo 2021-2024). Por su parte, hasta 2024 la deuda pública continuaría con su tendencia ascendente de la última década, y alcanzaría un máximo de 48,3 por ciento del PBI, para luego reducirse hasta 45 por ciento del PBI en 2030.

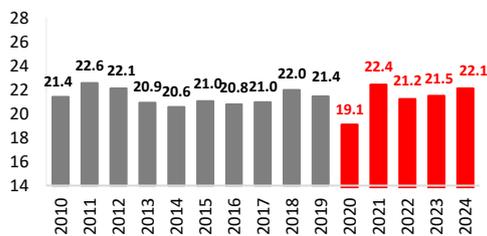
<sup>49</sup> Ver Informe de Finanzas Públicas del Segundo Trimestre 2020, publicado el 22 de junio de 2020.

<sup>50</sup> Cabe recordar que en junio se anunció un plan de US\$ 12 000 millones para el mediano plazo (2020-2022).

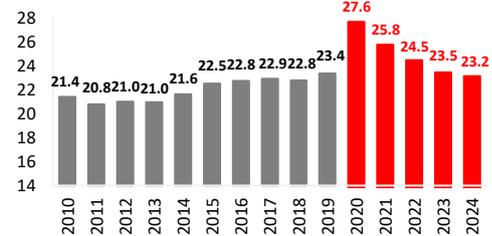
De esta manera, el proceso de consolidación en Chile buscará que la deuda pública se establezca alrededor de 45 por ciento del PBI en 2030 (Ministerio de Hacienda, 2020)<sup>51</sup>. Para esto, la estrategia planteada consistirá principalmente en controlar el crecimiento del gasto público; ya que, si el mismo creciera a la misma tasa que en los últimos años (en torno al 4 por ciento), esto haría que la senda de deuda pública adopte una senda explosiva (no convergente), alcanzando el 70 por ciento del PBI hacia el año 2030. Más aun, el último informe del CFA (CFA, 2020) nota que de no revertir la tendencia de que el gasto público crezca a tasas por superiores que las del PBI, la deuda pública podría alcanzar el 125 por ciento del PBI en 2032.

**Gráfico N° R1.1: Finanzas públicas de Chile**

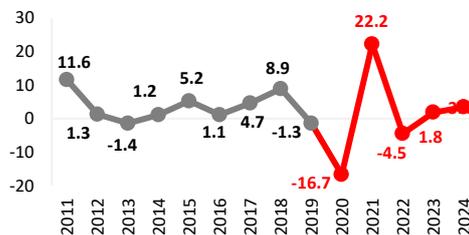
**(A) Ingresos públicos (porcentaje del PBI)**



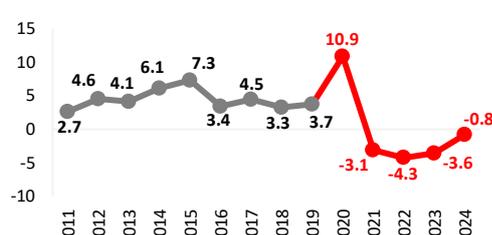
**(B) Gasto no financiero (porcentaje del PBI)**



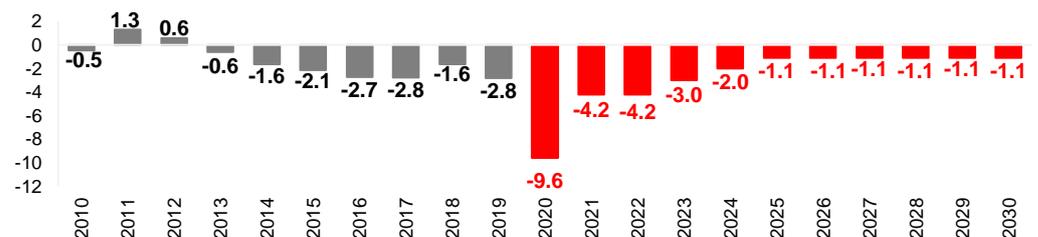
**(C) Ingresos públicos (var. % real)**



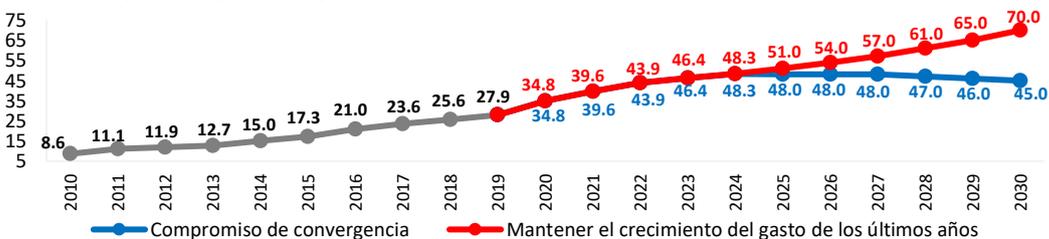
**(D) Gasto no financiero (var. % real)**



**(E) Resultado económico (porcentaje del PBI)**



**(F) Deuda pública (porcentaje del PBI)**



Fuente: Ministerio de Hacienda de Chile. Elaboración: DEM-STCF.

<sup>51</sup> Según el Ministerio de Hacienda: "Para retomar a una senda sostenible, el esfuerzo para la segunda mitad de la década ha de ser significativo. Esto se traduce en que, para alcanzar valores en torno a 45 por ciento del PBI de Deuda Bruta, el Balance Efectivo y el Balance Estructural tendrán que alcanzar en promedio valores superavitarios entre los años 2025-2030, en torno a 1 por ciento del PBI".

## 2. Consolidación Fiscal en Colombia<sup>52</sup>

### Situación de las finanzas públicas al término de 2020

Como resultado de la contracción de la actividad económica (5,5 por ciento real) y las medidas para enfrentar la crisis del COVID-19, el déficit fiscal del Gobierno Nacional Central (GNC) se ubicaría en 8,2 por ciento del PBI, incrementándose en 5,7 p.p. del PBI respecto al año 2019. Los ingresos públicos se reducirían en 0,6 p.p. del PBI (de 16,2 a 15,6 por ciento del PBI); mientras que, los gastos públicos (incluyendo intereses de la deuda) se incrementarían en 5,2 p.p. del PBI (18,6 a 23,8 por ciento del PBI), principalmente por el incremento de los gastos para hacer frente a la crisis (2,8 por ciento del PBI).

### Estrategia de consolidación fiscal

En Colombia, según el Ministerio de Hacienda y Crédito Público, la consolidación fiscal iniciaría en 2021, en línea con la recuperación de la actividad económica (6,5 por ciento real) y el retiro de las medidas que incrementarían el gasto público de forma temporal (2,8 por ciento del PBI). Así, el déficit fiscal se reduciría hasta alcanzar el 5,1 por ciento del PBI, principalmente por la reducción de los gastos asociados a la pandemia. Posteriormente, el déficit fiscal se reduciría a 2,5 por ciento del PBI en 2022, consistente con el límite establecido por la regla fiscal (1,0 por ciento del PBI de déficit estructural). Por su parte, la deuda pública alcanzaría un máximo de 65,6 por ciento del PBI en 2021, para luego empezar una trayectoria descendente. Las principales razones de esta reducción serían el mayor crecimiento económico (4,1 por ciento en promedio) y la reducción del déficit fiscal, que alcanzaría superávits primarios desde 2022 (1,44 por ciento del PBI promedio para el periodo 2022-2030).

De esta manera, el proceso de consolidación fiscal buscará evitar que la deuda pública se ubique por encima del 60 por ciento del PBI en los siguientes años<sup>53</sup> (MHCP, 2020). Para esto, la estrategia consistirá en una combinación de mayores ingresos y menores gastos no financieros. En ingresos, habría ganancias a partir de la modernización y digitalización de la administración tributaria (1,4 por ciento del PBI desde 2023), la revisión de beneficios tributarios y la imposición de impuestos verdes (2,0 por ciento del PBI desde 2022, denominado “necesidad de ingresos estructurales”). Mientras que, en gastos, se espera un menor gasto corriente (crecimiento real promedio de 3,2 por ciento para el periodo 2022-2030) asociado a una mejora de la eficiencia presupuestal junto con una reducción temporal de la inversión pública (contracción de 13,8 por ciento promedio real para el periodo 2021-2024). De no lograrse esto, Colombia podría presentar déficits primarios similares al promedio histórico de los últimos 10 años (0,35 por ciento del PBI)<sup>54</sup>, que tendrían como consecuencia el aumento de la deuda pública por encima del 60,0 por ciento del PBI desde 2030. Ante este escenario, el crecimiento proyectado de la deuda pública para 2020 requerirá ajustes en el corto y mediano plazo o, de lo contrario, difícilmente se garantizará una trayectoria estable y acorde con los fundamentos de la economía colombiana (MHCP, 2020).

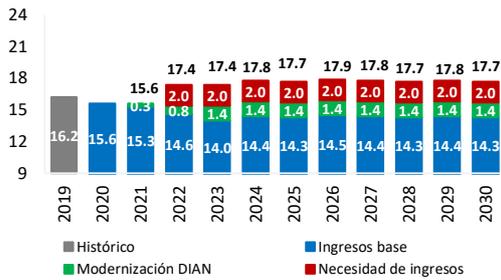
<sup>52</sup> Ver Marco Fiscal de Mediano Plazo 2020, publicado por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP, 2020).

<sup>53</sup> En línea con las estimaciones del límite de deuda para Colombia, según cálculos del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, se encontraría entre el 60 y 69 por ciento del PBI (MHCP, 2020).

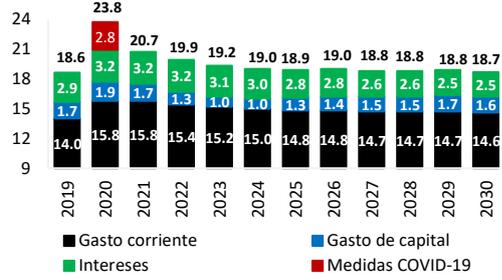
<sup>54</sup> Déficit primario de los últimos 10 años ha sido 0,35 por ciento del PBI en promedio.

**Gráfico N° R1.2: Finanzas públicas de Colombia**

**(A) Ingresos públicos (porcentaje del PBI)**



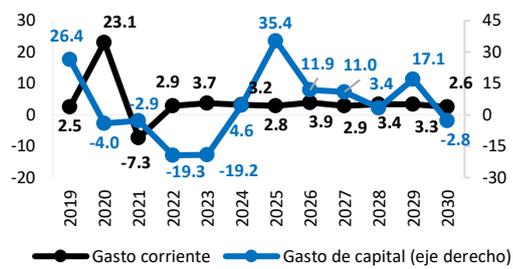
**(B) Gastos totales (porcentaje del PBI)**



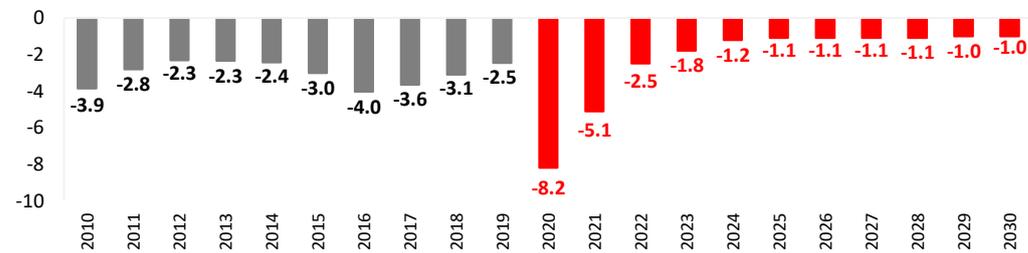
**(C) Ingresos públicos (var. % real)**



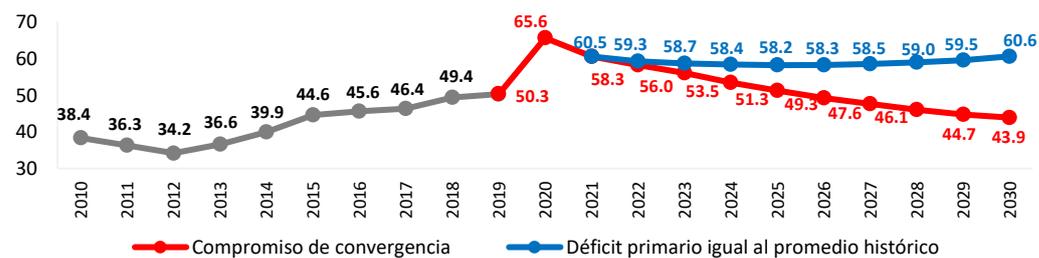
**(D) Gasto corriente y de capital (var. % real)**



**(E) Resultado económico (porcentaje del PBI)**



**(F) Deuda pública (porcentaje del PBI)**



Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público de Colombia. Elaboración propia.

**3. Consolidación Fiscal en México<sup>55</sup>**

**Situación de las finanzas públicas al término de 2020**

Las finanzas públicas en México, en 2020, no sufrirían un deterioro considerable a pesar de la contracción de la actividad económica (-8,0 por ciento real). Por un lado, los ingresos se incrementarían en 1,1 p.p. del PBI<sup>56</sup> (de 22,2 por ciento del PBI en 2019 a 23,3 por ciento del PBI en 2020) en línea con los resultados neutros durante los primeros siete meses del año<sup>57</sup>. Por su

<sup>55</sup> Ver Criterios Generales de Política Económica 2021, publicado el 8 de setiembre de 2020.

<sup>56</sup> Respecto a lo aprobado en la ley de presupuesto en 2019, los ingresos se reducirían en 0,6 p.p. del PBI, explicado por una reducción de los ingresos tributarios e ingresos petroleros en 1,2 y 0,8 p.p. del PBI, respectivamente.

<sup>57</sup> Durante los primeros siete meses, los ingresos tributarios se redujeron solo en 0,8 por ciento real.

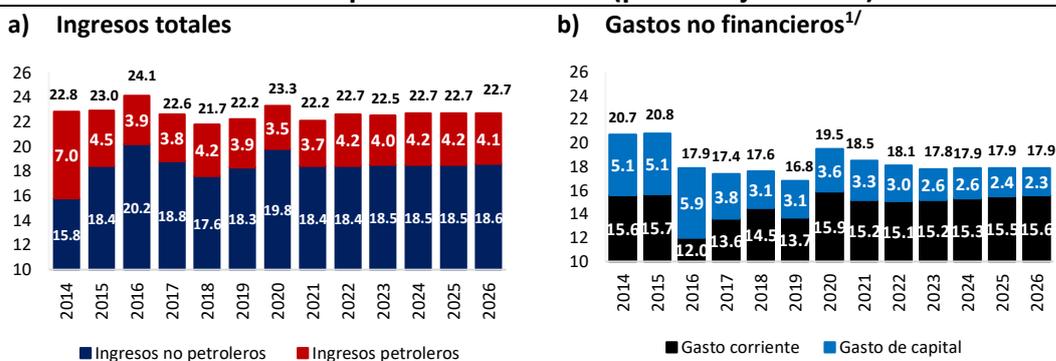
parte, los gastos no financieros se incrementarían en 2,7 por ciento real respecto del 2019<sup>58</sup> (de 16,8 a 19,5 por ciento del PBI), de los cuales 0,4 p.p. del PBI están asociados a los recursos necesarios para implementar las políticas orientadas a disminuir los efectos negativos de la pandemia por COVID-19. En consecuencia, el déficit fiscal ascendería a 2,9 por ciento del PBI, incrementándose en 1,3 p.p. del PBI respecto del 2019; sin embargo, este déficit se ubicaría por debajo de niveles registrados durante el periodo 2014-2015. De esta manera la deuda pública, se ubicaría en 53,6 por ciento del PBI, incrementándose en 8,1 p.p. del PBI respecto de su nivel de 2019.

**Estrategia de consolidación fiscal**

La consolidación fiscal en México se iniciaría en 2021, con la reducción de la deuda pública a 52,4 por ciento del PBI, a pesar de que el déficit fiscal se mantendría en los mismos niveles del 2020 (2,9 por ciento del PBI). En los siguientes años, el déficit fiscal se reduciría hasta estabilizarse en alrededor de 2,0 por ciento del PBI. Este resultado se explicaría principalmente por la reducción de los gastos no financieros que pasarían de 18,5 a 17,9 por ciento del PBI principalmente por una reducción del gasto de capital (1,0 p.p. del PBI). Por su parte, los ingresos se mantendrían en alrededor de 22,7 por ciento del PBI en los siguientes años, explicado por unos ingresos no asociados al petróleo estables durante el periodo 2021-2026 (18,5 por ciento del PBI en promedio). Con esto, la deuda pública se reduciría gradualmente hasta alcanzar el 50,3 por ciento del PBI en 2026.

De esta manera, el proceso de consolidación fiscal buscara que la deuda pública se reduzca gradualmente durante el periodo 2020-2026, en línea con la reducción de los requerimientos financieros del sector público (RFSP)<sup>59</sup>. Para esto, la estrategia de consolidación fiscal dependerá de dos factores. En primer lugar, de la reducción de los gastos no financieros, los cuales se reducirán en 0,6 p.p. del PBI, principalmente los menores gastos de capital. En segundo lugar, de la evolución de las variables macroeconómicas, principalmente de la actividad económica que se estima crecería a una tasa de 2,5 por ciento real (2022-2026), tasa que será superior al registrado en los últimos 5 años (2,0 por ciento) e incluso superior al promedio de los últimos 20 años (2,1 por ciento).

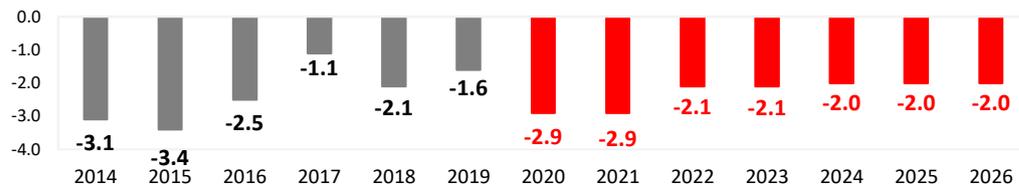
**Gráfico N° R1.3: Finanzas públicas de México (porcentaje del PBI)**



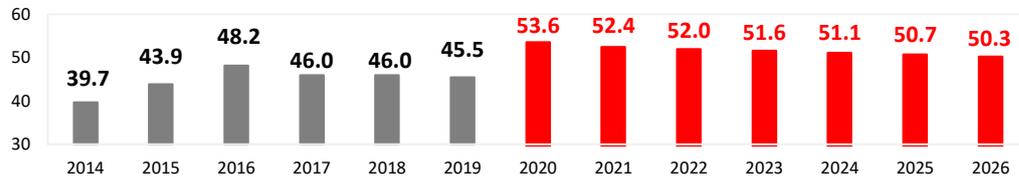
<sup>58</sup> Sin embargo, respecto a lo aprobado en la ley de presupuesto en 2019, los gastos no financieros se incrementarían en 0,5 p.p. del PBI.

<sup>59</sup> De acuerdo con la Secretaría de Hacienda: "... el Saldo Histórico de los RFSP disminuirá a partir de 2022 en 3 décimas del PIB por año, para llegar a 52.2 por ciento del PIB en 2026".

**c) Resultado económico**



**d) Deuda pública**



1/ Consiste en el gasto programable devengado del sector público.  
 Fuente: Secretaría de Hacienda y Crédito Público. Elaboración propia.

**4) Conclusiones**

Para los siguientes años, será necesario que los países de la Alianza del Pacífico inicien procesos de consolidación con el objetivo de evitar que las deudas públicas alcancen niveles insostenibles en el mediano plazo. Por el lado macroeconómico, los marcos fiscales de mediano plazo suponen que los niveles de crecimiento económico convergerán a sus niveles potenciales. Por el lado de las finanzas públicas, la política de ingresos y gastos de estos países dependerá de la situación de las finanzas públicas antes de la crisis del COVID-19. En Chile, es crucial modular el crecimiento del gasto público; mientras que, en Colombia, se hace necesario incrementar la recaudación tributaria, así como reducir el gasto corriente; finalmente en México, se necesitará mantener los niveles de ingresos de los últimos años junto con una reducción de los gastos de capital, tendencia observada desde 2017.

Estos esfuerzos de consolidación fiscal en los diferentes países, tanto por el lado de incrementar ingresos permanentes como por el lado de control de gastos, permitirán que el déficit fiscal comience a reducirse y que se traduzca en una menor deuda pública luego de unos años. De no cumplirse estas metas, la deuda pública presentaría una tendencia creciente en el mediano plazo.

**Referencias**

Consejo Fiscal Autónomo (2020). *Informe del Consejo Fiscal Autónomo sobre el Ejercicio de sus Funciones y Atribuciones*. Publicado el 14 de setiembre de 2020, Santiago – Chile.

Ministerio de Hacienda (2020). *Informe de Finanzas Públicas del segundo trimestre de 2020*. Publicado el 22 de junio de 2020, Santiago – Chile.

Ministerio de Hacienda y Crédito Público (2020). *Marco Fiscal de Mediano Plazo 2020*. Bogotá - Colombia

Secretaría de Hacienda y Crédito Público (2020). *Criterios Generales de Política económica 2021*. Publicado el 8 de setiembre de 2020, Ciudad de México - México.

**Recuadro 2: evaluación del espacio fiscal bajo las proyecciones del MMM**

*Gustavo Ganiko y Alvaro Jiménez*

*El presente recuadro calcula el espacio fiscal peruano en base a la metodología de Wyplosz (2020). Utilizando los supuestos del MMM, los resultados sugieren que el espacio fiscal disponible previo a la crisis se ha agotado. La restitución del espacio fiscal en los próximos años requerirá de un mayor crecimiento económico y de un mayor esfuerzo de consolidación fiscal. Asimismo, el espacio fiscal dependerá del límite de endeudamiento y del horizonte de tiempo establecido para realizar la consolidación fiscal.*

Espacio fiscal es un concepto utilizado con frecuencia para analizar la política fiscal y sobre el cual existen múltiples definiciones y estrategias empíricas para su medición<sup>60</sup>. Para Wyplosz (2020), el espacio fiscal se define como la disponibilidad de recursos para llevar a cabo una política fiscal expansiva con fines contracíclicos, sin poner en riesgo la sostenibilidad de la deuda en el largo plazo. De forma similar, el FMI (2018) entiende por espacio fiscal al margen de maniobra que existe para realizar una política fiscal expansiva discrecional, sin poner en peligro el acceso a los mercados y la sostenibilidad de la deuda. Para otros autores, el espacio fiscal es la capacidad de un gobierno para honrar su deuda (Kose et al. 2017), o la diferencia entre el nivel de deuda actual y un límite de deuda específico a cada país (Ostry et al. 2010)<sup>61</sup>. Un aspecto central de estas definiciones radica en que, independiente de la métrica utilizada, el espacio fiscal busca preservar la sostenibilidad de la deuda pública.

En el presente recuadro se adopta la metodología propuesta por Wyplosz (2020), la cual se caracteriza por ser de cálculo simple y por la transparencia de supuestos. Esto supone una ventaja en la coyuntura actual, considerando la incertidumbre sobre las cuentas fiscales generadas por el COVID-19.

**Determinación del espacio fiscal**

Siguiendo a Wyplosz (2020), el espacio fiscal se calcula como:  $espacio\ fiscal = \widehat{dp} - E(dp)$ .

Donde  $(\widehat{dp})$  es déficit primario que satisface la condición de sostenibilidad fiscal y  $E(dp)$  es el déficit primario previsto por el hacedor de política para los siguientes “P” años de expansión fiscal. A su vez,  $(\widehat{dp})$  se aproxima a partir de la siguiente ecuación, derivada de la restricción presupuestal del gobierno:

$$\widehat{dp} = \left[ \frac{\phi - 1}{\phi^N - \phi^{N-P}} \right] (b_N - \phi^N b_0) - \left[ \frac{\phi^{N-P} - 1}{\phi^N - \phi^{N-P}} \right] \overline{dp}, \quad \phi = 1 + r - g$$

El déficit primario que satisface la condición de sostenibilidad fiscal se determina a partir de 3 factores. En primer lugar, depende de la meta de deuda como porcentaje del PBI “N” años hacia adelante ( $b_N$ ) y el nivel de endeudamiento inicial ( $b_0$ ), donde “N” se define como el horizonte temporal de convergencia y “N – P” corresponde a los años de consolidación fiscal. En segundo lugar, depende del costo real de endeudamiento ajustado por crecimiento ( $\phi$ ), compuesto por valores de mediano plazo para la tasa de interés real<sup>62</sup> de la deuda ( $r$ ) y el crecimiento económico ( $g$ ). Finalmente, depende del déficit primario de estado estable ( $\overline{dp}$ ), que se define

<sup>60</sup> Para más detalle sobre las metodologías para el cálculo del espacio fiscal, véase Debrun et al. (2019).

<sup>61</sup> Para una aplicación de esta metodología para el caso peruano, véase Ganiko et al. (2016).

<sup>62</sup> Para la evaluación empírica, se desagrega  $r$  en función de la tasa de interés implícita de la deuda ( $i$ ) y de la inflación ( $\pi$ ).

como el resultado primario (en porcentaje del PBI) que el gobierno es capaz de generar de forma permanente.

### Estimación del espacio fiscal y supuestos utilizados

La estimación del espacio fiscal considera las previsiones macrofiscales actuales y previas al COVID-19, para lo cual se utilizan las proyecciones de los MMM 2021-2024 y MMM 2020-2023, respectivamente. La tabla R2.1 resume estos supuestos y presenta el cálculo del espacio fiscal resultante.

Bajo los supuestos utilizados<sup>63</sup>, las finanzas públicas en el Perú pasaron de una situación de holgura fiscal, consistente con una previsión de la deuda pública menor a su límite legal, a una de deterioro, donde el espacio fiscal para políticas expansivas adicionales resulta nulo. Este resultado se explica principalmente por los supuestos adoptados en torno al límite de deuda, al costo de endeudamiento y al déficit primario.

**Tabla N° R2.1: cálculo de espacio fiscal y supuestos utilizados**

Variable	Pre-Covid	Post-Covid
deuda meta $b_N$	30.0%	34,6%
deuda inicial $b_0$	26.8%	26.8%
tiempo de convergencia $N$	11	11
años de expansión fiscal $P$	2	2
años de consolidación $N - P$	9	9
$\phi = (1 + r - g)$	1.0019	1.0039
crecimiento económico $g$	3.5%	3.5%
Inflación $\pi$	2.0%	2.0%
tasa de interés $i$	5.8%	6.2%
déficit primario de estado estable $\overline{dp}$	-0.40%	-0.60%
déficit primario esperado en expansión $E(dp)$	0.0%	6.6%
déficit primario máximo $\widehat{dp}$	3.1%	5.8%
<b>espacio fiscal <math>\widehat{dp} - E(dp)</math></b>	<b>3.1%</b>	<b>-0.8%</b>

El espacio fiscal se calcula siguiendo la metodología de Wyplosz (2020).  
Fuente: MEF. Elaboración: DEM-STCF.

Los supuestos de deuda meta ( $b_N$ ) reflejan dos contextos económicos contrapuestos. Previo al COVID-19, el límite de deuda buscaba acotar el crecimiento del endeudamiento público, todavía por debajo de su límite de 30,0 por ciento; mientras que posterior al COVID-19, el límite de deuda determinará la gradualidad de la consolidación fiscal que se tendrá que realizar junto con la restitución de las reglas fiscales<sup>64</sup>. La calibración de la deuda meta de 34,6 por ciento y el horizonte de convergencia ( $N$ ) de 11 años<sup>65</sup> (hasta el 2030) se realizan considerando las sendas de deuda pública de mediano plazo previstas en el MMM 2021-2024. En consistencia con la

<sup>63</sup> Se asume que la deuda inicial en ambos escenarios es la registrada a fines del 2019. De considerar el nivel de deuda de deuda previsto para el 2020 en el escenario post COVID, se obtienen resultados similares (espacio fiscal nulo).

<sup>64</sup> Para más detalle, véase Secretaría Técnica del Consejo Fiscal (2020).

<sup>65</sup> De acuerdo con Wyplosz (2020), el periodo de convergencia es un supuesto arbitrario en el que se prioriza el realismo de las proyecciones al elegir horizontes cortos o se impone una condición cercana a la teóricamente adecuada (de tiempo infinito) al elegir horizontes largos. Para el caso europeo, Wyplosz (2020) considera un horizonte temporal de 30 años y evalúa la sensibilidad de sus resultados con horizontes entre 10 y 100 años.

suspensión de las reglas fiscales, se asume que los años 2020 y 2021 son de expansión fiscal, mientras que los años restantes (2022-2030) son de consolidación.

Con relación al costo real de endeudamiento ( $\phi$ ), se considera un crecimiento económico de mediano plazo ( $g$ ) consistente con las estimaciones de crecimiento potencial realizadas durante el 2019<sup>66</sup>, y se asume que estos valores no varían en el escenario posterior al COVID-19<sup>67</sup>. En el caso de la tasa de interés posterior al COVID-19, se asume un incremento hasta a su máximo valor histórico<sup>68</sup>, que refleja el mayor nivel de endeudamiento previsto a partir del 2020. Este incremento de la tasa de interés implícita posterior al COVID-19, tiene como consecuencia que el costo real de endeudamiento se incremente, generando una dinámica de deuda pública más desfavorable respecto a la prevista en el 2019.

En cuanto al déficit primario de estado estable, los supuestos utilizados reflejan la magnitud del futuro ajuste fiscal requerido bajo dos situaciones diferentes. Previo al COVID-19, se asume un superávit primario<sup>69</sup> consistente con una reducción de la deuda a un ritmo moderado, por debajo de su límite legal; mientras que posterior al COVID-19 se asume un superávit primario de mayor magnitud, pues se plantea la necesidad una consolidación que reduzca de forma significativa el nivel de endeudamiento público. En el caso del déficit primario esperado, previo al COVID-19 se asume un déficit primario nulo debido a que no existía la necesidad de implementar políticas fiscales expansivas<sup>70</sup>, mientras que posterior a la crisis sanitaria se asume que la caída de los ingresos y la necesidad de respuesta a través del gasto público incrementan sustancialmente el déficit primario en el corto plazo.

### **Determinantes del espacio fiscal y análisis de sensibilidad**

Bajo la metodología de Wyplosz (2020), el cálculo del espacio fiscal depende de los supuestos de: i) crecimiento económico de mediano plazo<sup>71</sup>, ii) el déficit primario de estado estable, iii) el límite de deuda elegido y iv) el horizonte de convergencia. El gráfico R2.1 presenta la sensibilidad de los resultados ante cambios en estos supuestos<sup>72</sup>.

Los resultados se pueden resumir en un conjunto de elasticidades promedio<sup>73</sup>. Elevar el crecimiento económico en 0,5 p.p. de forma permanente, incrementa el espacio fiscal en 0,9 por ciento del PBI; mientras que el aumento del resultado primario de estado estable en 0,5 p.p.

<sup>66</sup> Véase por ejemplo Castillo y Florián (2019), Martínez y Florián (2019) y MEF (2019).

<sup>67</sup> A pesar de que en el MMM 2021-2024 se asume un crecimiento económico promedio de 4,5 por ciento para los años 2022-2024, la proyección de la deuda al 2030 considera que el crecimiento para los años 2026-2030 es menor, resultando en un crecimiento promedio de 3,5 por ciento para el periodo 2022-2030.

<sup>68</sup> Según información histórica 2000-2020, la tasa de interés implícita más elevada se registró en 2008 y fue equivalente a 6,2 por ciento. Se asume además que la inflación es igual al punto medio del rango meta del BCRP.

<sup>69</sup> Similar a la proyección al final del horizonte del MMM 2020-2023.

<sup>70</sup> En el MMM 2020-2023 y en el DU N°032-2019, el impulso fiscal previsto para los años 2020 y 2021 era cercano a cero o negativo.

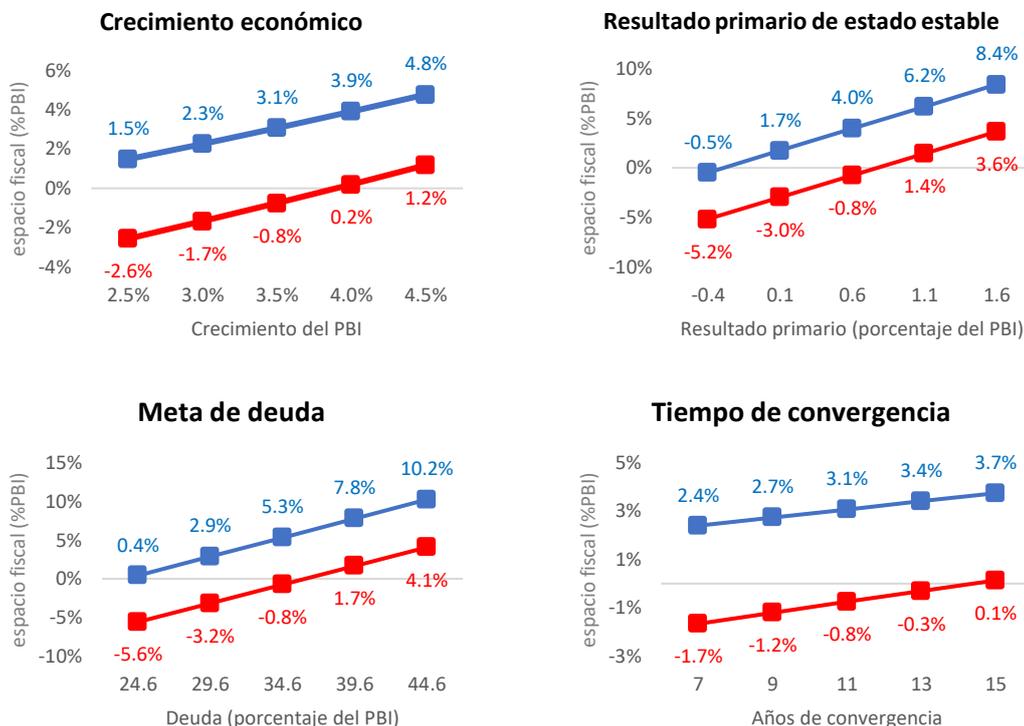
<sup>71</sup> La tasa de interés implícita tiene un efecto similar. El supuesto clave es el valor asumido para el factor  $r-g$ , que determina una dinámica de la deuda más o menos favorable para reducir el nivel de endeudamiento público. Para más detalle, véase el Recuadro 1 del Reporte Técnico N°002-2020.

<sup>72</sup> Otras variables tienen menor incertidumbre en su proyección de mediano plazo. En el caso de la inflación, Gondo y Yetman (2018) encuentran que países latinoamericanos que siguen metas explícitas de inflación logran anclar las expectativas dentro del rango meta. En el caso de la tasa de interés implícita de la deuda, Mauro y Zhou (2020) argumentan que esta variable no absorbería la volatilidad de las tasas de interés marginales construidas usando el índice EMBIG.

<sup>73</sup> Según Wyplosz (2020) cambios pequeños en los supuestos generan cambios aproximadamente lineales en el espacio fiscal debido a que el cálculo se encuentra en la parte no explosiva de una función exponencial.

del PBI incrementa el espacio fiscal en 2,2 por ciento del PBI<sup>74</sup>. Por su parte, elevar el límite de deuda pública en 5 p.p. del PBI incrementa el espacio fiscal en 2,4 por ciento del PBI e incrementar el tiempo de convergencia en dos años incrementa el espacio fiscal en 0,4 por ciento del PBI.

**Gráfico N° R2.1: Sensibilidad del espacio fiscal a cambios en sus determinantes**



Las líneas azules corresponden al espacio fiscal bajo supuestos pre-COVID. Las líneas rojas corresponden al espacio fiscal bajo supuestos post-COVID.

Fuente: MEF. Elaboración: DEM-STCF. El espacio fiscal se calcula siguiendo la metodología de Wyplosz (2020).

Bajo esta metodología, la restitución del espacio fiscal requerirá de un mayor crecimiento económico y de una mayor capacidad para generar ahorros fiscales. Asimismo, el espacio fiscal será proporcional al límite de endeudamiento y al horizonte de tiempo establecido para realizar la consolidación fiscal.

Como señala Wyplosz (2020), la calibración de la meta de deuda y el tiempo de convergencia acarrea consideraciones específicas para cada país. La meta de deuda debe ser compatible con un límite de endeudamiento prudencial que a su vez brinde flexibilidad para implementar políticas contracíclicas<sup>75</sup>. Por su parte, el tiempo de convergencia no debe resultar demasiado laxo o exigente. Una convergencia demasiado laxa resulta en una acumulación de superávits primarios poco creíble que siempre generará espacio fiscal positivo; mientras que una convergencia muy restrictiva resulta en una consolidación fiscal agresiva con la cual el espacio fiscal siempre será negativo.

<sup>74</sup> Incrementar el resultado primario de estado estable implica aumentar permanente los ingresos o reducir permanentemente los gastos una vez concluidos “p” años de expansión fiscal.

<sup>75</sup> A modo de ejemplo, Wyplosz (2020) establece metas de deuda dependientes del nivel de endeudamiento inicial.

### Conclusiones y agenda futura

En este recuadro se calcula el espacio fiscal para el caso peruano siguiendo la metodología de Wyplosz (2020). En base a dicha metodología, los resultados indican que el espacio fiscal para políticas expansivas más allá de las previstas en el MMM 2021-2024 es nulo. Así, todo el espacio disponible previo a la pandemia se ha agotado debido al impacto y la respuesta al COVID-19.

La restitución del espacio fiscal requerirá de un mayor crecimiento económico y de una mayor capacidad para generar ahorros fiscales. Asimismo, dependerá del límite de endeudamiento y el horizonte de convergencia elegido por el hacedor de política. La calibración de los últimos dos supuestos dependerá también de consideraciones específicas determinadas por la viabilidad de la consolidación fiscal.

La metodología aplicada en este recuadro tiene como ventaja la simpleza de cálculo y la transparencia de supuestos, pero puede tener limitaciones. En particular, la metodología no considera un crecimiento económico distinto durante los años de expansión y consolidación fiscal o que una proporción de la deuda pública peruana está denominada en moneda extranjera. Expansiones en esta dirección permitirían refinar el cálculo de espacio fiscal peruano tras el COVID-19.

### Referencias

Castillo, L. y Florián, D. (2019) “*Measuring the output gap, potential output growth and natural interest rate from a semi-structural dynamic model for Peru*”. Documentos de Trabajo BCRP 2019-012.

Debrun, X., Ostry, J., Willems, T. y Wyplosz, C. (2019) “*Public Debt Sustainability*”, CEPR Discussion Paper Series DP 14010.

DU N°032-2019 (2019). “Decreto de Urgencia que regula un retorno gradual a la regla de resultado económico del Sector Público No Financiero y modifica el Decreto Legislativo N° 1441, Decreto Legislativo del Sistema Nacional de Tesorería”. Diario Oficial El Peruano.

Ganiko, G., Melgarejo, K. y Montoro, C. (2016) “*How much is too much? The fiscal space in emerging markets*”. Documentos de trabajo BCRP 2016-014.

Gondo, R. y Yetman, J (2018). “*Anchoring of Inflation Expectations in Latin America*”. Documentos de Trabajo BCRP 2018-003.

Jiménez, F. (2008) “*Reglas y sostenibilidad de la política fiscal*”. Fondo Editorial Pontificia Universidad Católica del Perú.

Kose, M.; Kurlat, S.; Ohnsorge, F y Sugawara, N. (2017). “*Cross-Country Database of Fiscal Space*”. Policy Research Working Paper 8157, World Bank Group.

FMI (2018) “*Assessing Fiscal Space: An Update and Stocktaking*”. IMF Policy Papers.

Martínez, M. y Florián, D. (2019) “*Identificación y fechado del ciclo económico en el Perú a partir de un modelo de componentes no observable 1980-2018*”. Revista Moneda (septiembre 2019).

Mauro, P. y Zhou, J. (2020) “*r-g<0: Can We Sleep More Soundly?*”. IMF Working Paper WP/20/52.

MEF (2016) “*Metodología para el Cálculo de las Cuentas Estructurales*”.

MEF (2019) “*Marco Macroeconómico Multianual 2020-2023*”.

MEF (2020) “*Marco Macroeconómico Multianual 2021-2024*”.

Ostry, J.; Ghosh, R.; Kim, J.; y Qureshi, M. (2010) “Fiscal Space”. IMF Staff Position Note.

Secretaría Técnica del Consejo Fiscal (2020). “Análisis del Decreto Legislativo que aprueba la suspensión temporal y excepcional de las reglas fiscales para el Sector Público No Financiero para los años fiscales 2020 y 2021, y establece otras disposiciones”. Reporte Técnico N° 002-2020-CF.

Wyplosz, C. (2020) “*What’s Wrong with Fiscal Space?*”. CEPR Discussion Paper No. DP14431.