

Reporte Técnico N° 01-2022-CF**Análisis del Informe de Actualización de Proyecciones Macroeconómicas 2022-2025 y del proyecto de ley que propone modificaciones a las reglas macrofiscales a partir de 2023¹**

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 contenidas en el informe de Actualización de Proyecciones Macroeconómicas 2022-2025 (IAPM)² y sobre el proyecto de ley N° 1763/2021-PE mediante el cual el Poder Ejecutivo propuso la “Ley que dispone un retorno gradual a las reglas macrofiscales para el Sector Público no Financiero”³. En ese sentido, el presente, constituye un documento técnico de respaldo de los Informes N° 01-2022-CF y N° 02-2022-CF, mediante el cual el Consejo Fiscal emitió su opinión sobre ambas materias.

I. ANÁLISIS DEL IAPM**1) Escenario Macroeconómico****a) Escenario internacional**

El IAPM contempla un deterioro significativo en el escenario internacional de corto plazo (2022), en comparación al previsto en las proyecciones del Marco Macroeconómico Multianual 2022-2025 (MMM)⁴, debido principalmente a los efectos del conflicto entre Rusia y Ucrania, el retiro acelerado de los estímulos monetarios y la fuerte desaceleración de China en medio de una nueva ola de contagios de COVID-19.

Tras observarse un rebote importante en 2021 (6,1 por ciento), el IAPM considera una revisión a la baja en la actividad económica mundial de 4,5 a 3,6 por ciento para 2022 (ver gráfico 1.A), sustentado principalmente en el fuerte choque de oferta que se desprende del conflicto entre Rusia y Ucrania. Según el Fondo Monetario Internacional (FMI), esta crisis se desarrolla cuando la economía mundial aún no se ha recuperado por completo de la pandemia, generando una ralentización del crecimiento económico y un incremento de la inflación. Así, respecto de su pronóstico de enero, el FMI también ha revisado a la baja su estimación de crecimiento global de 4,4 a 3,6 por ciento, en línea con lo esperado por el MEF (ver gráfico 1.B).

La guerra se suma a la serie de choques de oferta que han afectado a la economía mundial en los últimos años. Así, la perspectiva de crecimiento de este año para la Zona Euro se ha revisado de 4,7 a 3,0 por ciento producto de la guerra, siendo el ajuste en las proyecciones más significativo y, según el FMI, el segundo principal contribuyente a su revisión del crecimiento global. A ello se suma el importante deterioro en las perspectivas para Estados Unidos (revisión de 4,0 a 3,3 por ciento), como consecuencia del incremento de la inflación, la política monetaria más restrictiva y el retraso en la aprobación del paquete fiscal “Build Back Better”⁵ (ver gráficos

¹ Documento elaborado por DEM-STCF. Las opiniones vertidas en este documento no reflejan necesariamente la posición de los miembros del Consejo Fiscal.

² Publicado el 30 de abril de 2022.

³ Presentado al Congreso de la República el 21 de abril de 2022. A la fecha de publicación del presente reporte técnico el estado procesal de este proyecto de ley es “en Comisión”.

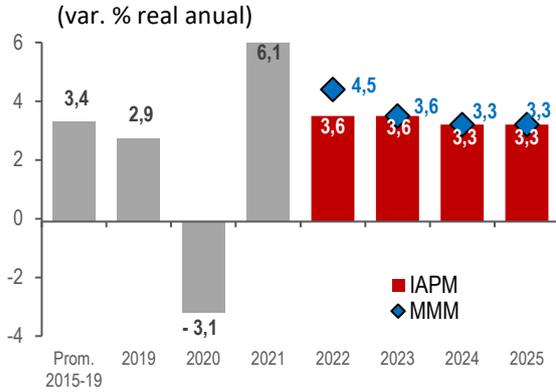
⁴ Publicado en el diario oficial, El Peruano, el 25 de agosto de 2021.

⁵ El paquete *Build Back Better* está valorizado en US\$ 1.75 billones (7,6% del PBI) e incluye medidas de gasto corriente, recorte de impuestos, deducciones de impuestos estatales y locales, transferencias y créditos fiscales entre otros.

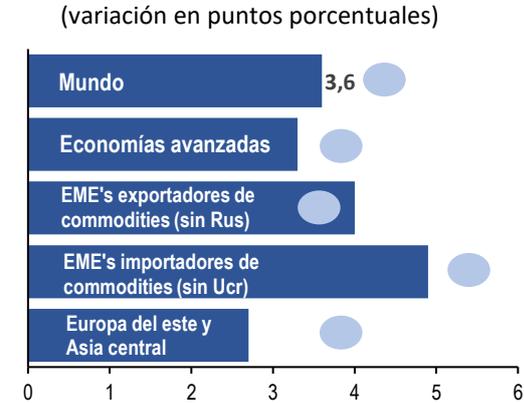
2.A y 2.B); y para China (revisión de 5,6 a 4,4 por ciento), debido a la marcada desaceleración en el sector inmobiliario y la implementación de la política “Cero COVID” a fin de reducir el incremento de los contagios, lo cual ha ralentizado el ritmo de su actividad económica (ver gráfico 2.C) y ha generado importantes revisiones de sus perspectivas de crecimiento para 2022 (ver gráfico 2.D).

Gráfico N° 1: perspectivas económicas mundiales

(A) PBI mundial: revisión del MEF



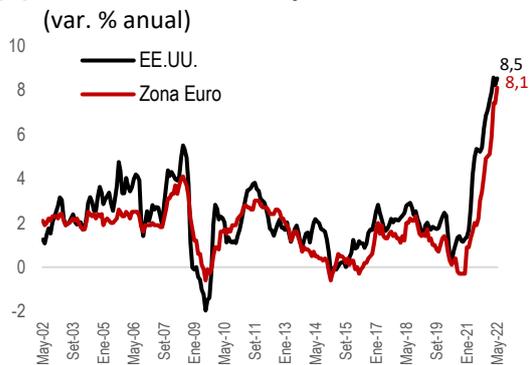
(B) Revisión del FMI: 2022¹



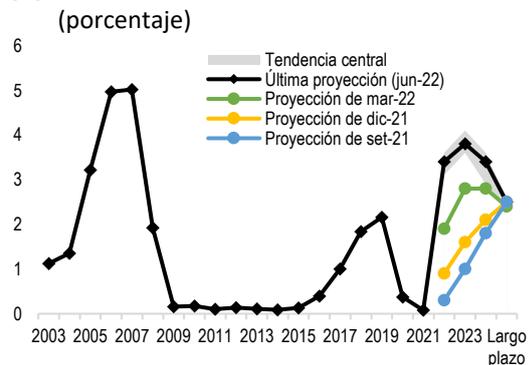
1/ Proyecciones realizadas en abril 2022 (barras) en comparación a las proyecciones de enero 2022 (círculo). Fuente: MEF, FMI, Oxford Economics. Elaboración: DEM-STCF.

Gráfico N° 2: indicadores de actividad económica en EE. UU., Zona Euro y China

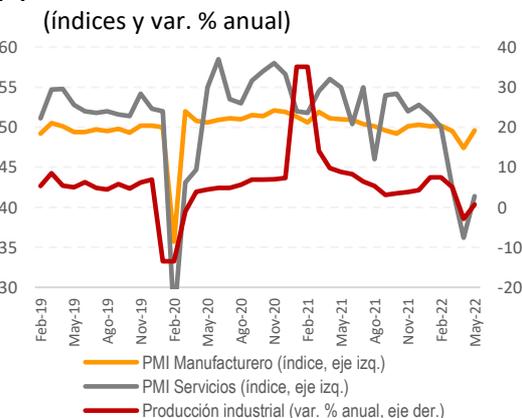
(A) Inflación en EE. UU. y la Zona Euro



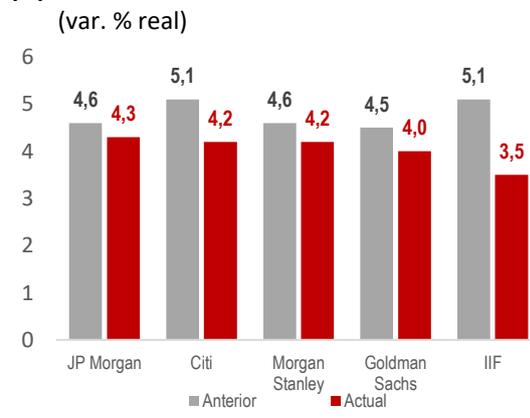
(B) Tasas de los Fondos Federales de EE. UU.



(C) China: indicadores de actividad



(D) Revisión en el crecimiento de China



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

Dado este panorama de crecimiento global aún débil en el corto plazo, y el sorpresivo aumento de la inflación a niveles no vistos en cuatro décadas (desde la guerra de Yom Kippur en 1973), el

mundo en la actualidad corre el riesgo de entrar en un periodo de estanflación, término que se refiere a un periodo de estancamiento económico (caída o fuerte desaceleración), con alta inflación. Así, el FMI prevé que la inflación global para 2022 se ubique en 6,2 por ciento (2,25 puntos porcentuales por encima de lo estimado en enero), en tanto la misma entidad revisó a la baja el crecimiento de 143 economías (que representan el 86 por ciento del PBI global) en su reporte de abril.

Para el periodo 2023-2025, la economía global crecería en promedio 3,4 por ciento, similar a lo previsto en el MMM, tras converger a una “nueva normalidad” de las actividades económicas, debido a: (i) la desaceleración estructural de China; (ii) la normalización de los precios de materias primas; (iii) el retiro gradual de los estímulos monetarios; y, (iv) la ausencia de medidas económicas para impulsar la productividad en algunas economías desarrolladas. No obstante, el desarrollo de proyectos de infraestructura verde será un impulso importante para sostener la demanda externa en los próximos años.

Gráfico N° 3: proyecciones macroeconómicas del MEF (IAPM) y otros analistas

	2021	2022					Prom. 2023-2025		
		FMI	MEF	OXF	LF	BCRP	FMI	MEF	OXF
		19-Abr	30-Abr	10-May	17-May	17-Jun	19-Abr	30-Abr	10-May
PBI Mundial	5.9	3.6	3.6	3.0	3.5	3.0	3.4	3.4	3.2
E. Avanzadas	5.0	3.3	3.2	2.7	-	2.6	1.9	2.0	2.2
Estados Unidos	5.6	3.7	3.3	2.5	3.2	2.3	1.8	2.0	2.1
Zona Euro	5.2	2.8	3.0	2.7	2.8	2.7	1.9	1.9	2.4
E. Emergentes	6.5	3.8	3.8	3.4	-	3.3	4.5	4.4	4.4
China	8.1	4.4	4.4	4.0	4.9	3.8	5.1	5.1	5.3
India	9.0	8.2	8.2	6.9	-	7.6	7.0	7.0	6.1
ALC	6.8	2.5	2.5	-	2.1	2.0	2.4	2.4	-

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

En cuanto a las proyecciones de las principales materias primas, en 2022 se han revisado al alza los precios del cobre (de US\$ 3,9 a US\$ 4,2 por libra), oro (de US\$ 1700 a US\$ 1830 por onza troy) y zinc (de US\$ 1,2 a US\$ 1,42 por libra), debido a los conflictos geopolíticos y a los bajos niveles de inventarios en las bolsas de metales. Para el periodo 2023-2025 se estima una corrección a la baja de estos precios: en el caso del cobre su precio se moderaría a un promedio de US\$ 3,73 por libra, explicado por la normalización en la producción mundial; pero será contrarrestado por el desarrollo de proyectos de descarbonización.

Gráfico N° 4: evolución de los precios de principales materias primas



(D) Términos de intercambio y precio de materias primas

	2021	Prom. 2022*	2022				Prom. 2023-2025		
			WB Abr-22	MEF Abr-22	E&M May-22	BCRP Jun-22	WB Abr-22	MEF Abr-22	E&M May-22
Cobre (¢US\$/lb.)	422	447	458	420	440	435	419	373	389
Oro (US\$/oztr.)	1 799	1 878	1 880	1 835	1 878	1 870	1 667	1 643	1 706
Zinc (¢US\$/lb.)	136	176	168	142	169	171	133	124	129
Petróleo (US\$/bar.)	68	101	-	95	98	101	-	71	76
Precios de Exportación (Var. %)	30.3	-	-	1.0	-	8.0	-	-3.3	-
Precios de Importación (Var. %)	16.6	-	-	8.5	-	15.3	-	-2.8	-
Términos de Intercambio (Var. %)	11.8	-	-	-6.9	-	-6.3	-	-0.5	-

E&M: Energy & Metals Consensus Forecast.

Fuente: BCRP, MEF, Consensus Economics, World Bank. Elaboración: DEM-STCF.

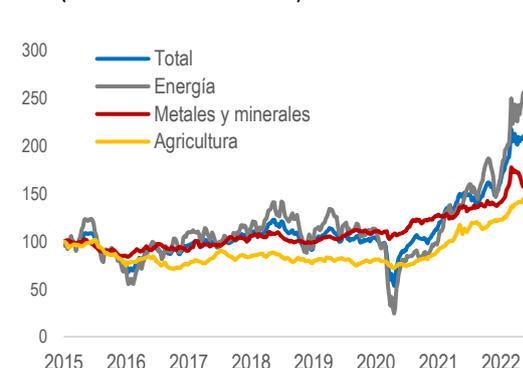
Entre los impactos más significativos del conflicto en Ucrania, destaca el del canal de precios internacionales. Al respecto, Rusia y Ucrania son importantes exportadores de energía, metales, fertilizantes y productos agrícolas (ver gráfico 5.A). La Unión Europea importa una gran proporción de su energía de Rusia y, a su vez, la mayoría de las exportaciones de energía de Rusia van a la Unión Europea. Asimismo, Rusia y Ucrania representan más de la mitad de las importaciones de trigo en muchas economías emergentes, principalmente en África. No obstante, es preciso destacar que los precios de materias primas ya registraban una tendencia alcista desde el año pasado, causada por los cuellos de botella en las cadenas de suministro y caídas en la oferta global de productos a causa de la crisis sanitaria. En ese sentido, el conflicto en Ucrania -que empezó en febrero de 2022- ha intensificado aún más el aumento de los precios de *commodities* (ver gráfico 5.B).

Gráfico N° 5: conflicto Rusia-Ucrania y su efecto en los precios de materias primas

(A) Participación de Rusia y Ucrania en las exportaciones de materias primas (% de exportaciones globales)



(B) Evolución de precios de materias primas (índice ene-2015=100)



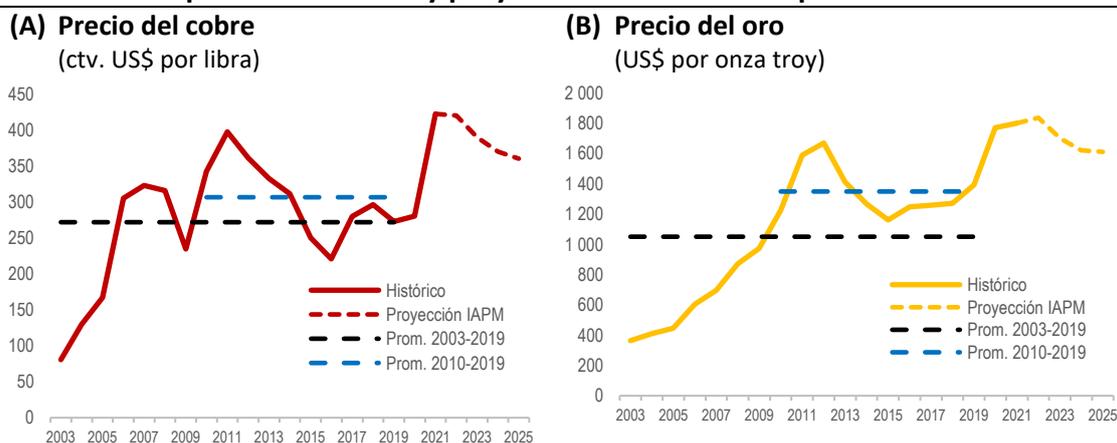
Fuente: Banco Mundial, Banco de Canadá. Elaboración: DEM-STCF.

Asimismo, y a la luz del aumento generalizado en la energía a nivel global, el IAPM prevé un ajuste importante al alza en la proyección del precio del petróleo de US\$ 60 a US\$ 95 por barril en 2022, el máximo desde 2013, presionado por el impacto de las sanciones a Rusia por la invasión a Ucrania y los bajos niveles de producción. Por ello, la variación del Índice de Precios de Importación (IPM) para 2022 se revisó de -1,8 a 8,5 por ciento. Para el periodo 2023-2025, el precio del petróleo convergerá a un promedio de US\$ 71 por barril (MMM: US\$ 58 por barril), bajo un escenario de menores tensiones geopolíticas, disipación de los problemas en las cadenas de suministro y mayor producción de Estados Unidos y de los miembros de la OPEP.

Dado lo anterior, el IAPM considera un mayor deterioro de los términos de intercambio en el corto plazo, ya que se prevé una caída de 6,9 por ciento en 2022 (MMM: -0,5 por ciento), debido a que la revisión al alza del IPM es proporcionalmente mayor que la del IPX. Para 2023-2025, se prevé una estabilización de los términos de intercambio (crecimiento de -0,1 por ciento en promedio), similar a lo contemplado en el MMM.

Cabe señalar que, si bien las proyecciones contenidas en el IAPM asociadas a los precios de las materias primas se ubican por debajo de las esperadas por distintos analistas, estas aún siguen siendo elevadas en comparación a los promedios históricos recientes. Por ejemplo, en el caso del cobre, se prevé que hacia 2023-2025 su precio se establezca en US\$ 3,73 por libra, lo cual contrasta con su cotización promedio 2010-2019 de US\$ 3,07 por libra. Similar es el caso del oro, cuya proyección de mediano plazo se prevé en US\$ 1 643 por onza troy, mientras que su precio promedio 2010-2019 fue de US\$ 1 347 por onza troy. En ese sentido, y bajo un escenario de reversión a promedios históricos, las condiciones externas consideradas en el IAPM resultarían optimistas, lo que podría generar impactos macrofiscales desfavorables. Por ello, se recomienda prudencia y supuestos conservadores en torno a las previsiones de los precios de materias primas, principalmente en el mediano plazo.

Gráfico N° 6: precios históricos y proyecciones de mediano plazo



Fuente: Banco Mundial. Elaboración: DEM-STCF.

En general, entonces, las condiciones internacionales corresponden a un escenario de corto plazo menos favorable que el esperado en agosto de 2021. De allí que el IAPM considera un balance de riesgos que podrían afectar negativamente las previsiones de crecimiento de nuestros socios comerciales y los términos de intercambio. En específico, se identifican cuatro factores: (i) aumento de tensiones entre Rusia y Ucrania; (ii) mayor deterioro de la economía China; (iii) nuevos rebrotes y aparición de nuevas variantes; (iv) condiciones financieras menos favorables; y, (v) mayor deterioro de las cadenas de suministro.

b) Escenario local

Con relación a la **actividad económica local**, en el IAPM se prevé un crecimiento de 3,6 por ciento en 2022 (MMM: 4,8 por ciento). El crecimiento respecto al 2021 se explica por la mayor operatividad de las actividades más afectadas por la COVID-19; el impulso de la inversión pública y el gasto privado; así como el mayor dinamismo de las exportaciones, en un contexto de mayor oferta minera y altos precios de las materias primas. Sin embargo, este crecimiento proyectado se ubica 1,2 puntos porcentuales (p.p.) por debajo de lo previsto en el MMM. Este ajuste se sustenta principalmente por la corrección a la baja en la tasa de crecimiento de la inversión privada, de 5,5 por ciento en el MMM a 0,0 por ciento en el IAPM (ver gráficos 7.A y 7.B).

Para los años 2023-2025, en el IAPM se proyecta un crecimiento promedio de 3,3 por ciento (MMM: 4,1 por ciento) convergiendo a una tasa de 3,2 por ciento hacia el 2025, resultado consistente con un crecimiento en torno al nivel potencial de la economía. El menor crecimiento proyectado con respecto al MMM (-0,8 p.p.) se explica esencialmente por un menor ritmo de crecimiento de la inversión privada (IAPM: 2,8 por ciento, MMM: 4,8 por ciento) (ver gráficos 7.C y 7.D).

Gráfico N° 7: principales proyecciones macroeconómicas

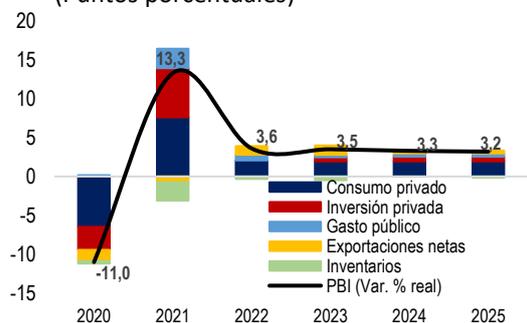
(A) PBI por el lado del Gasto
(var. % real)

	2021	2022		2023-2025	
		MMM	IAPM	MMM	IAPM
Demanda interna	14.4	4.4	2.8	3.7	2.9
Consumo privado	11.7	4.4	3.3	3.8	3.1
Consumo público	10.6	2.0	2.0	1.5	1.5
Inversión privada	37.4	5.5	0.0	4.3	2.8
Inversión pública	24.9	6.7	11.0	4.2	4.3
Exportaciones	13.7	8.2	7.8	5.7	6.1
Importaciones	18.6	6.6	4.7	4.4	4.5
PBI	13.3	4.8	3.6	4.1	3.3

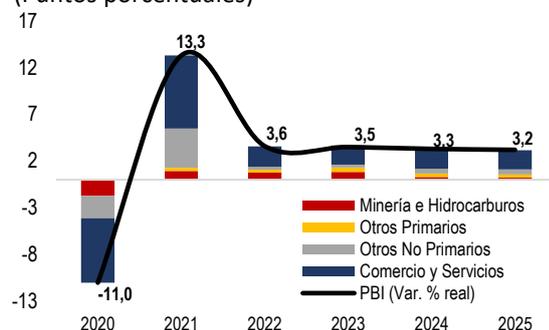
(B) PBI por el lado Sectorial
(var. % real)

	2021	2022		2023 - 2025	
		MMM	IAPM	MMM	IAPM
PBI primario	5.5	6.7	4.9	3.2	3.9
Agropecuario	3.8	3.8	4.0	4.0	3.9
Pesca	3.0	2.8	-2.7	2.9	1.8
Minería metálica	9.7	8.5	5.7	3.0	3.9
Hidrocarburos	-4.6	9.0	10.2	0.4	1.8
Manufactura primaria	1.9	5.7	2.6	4.3	5.2
PBI no primario	15.2	4.7	3.2	4.3	3.2
Manufactura no primaria	24.6	4.0	1.8	3.7	2.6
Electricidad y agua	8.6	4.5	3.6	4.0	3.3
Construcción	34.9	5.2	1.2	4.1	3.1
Comercio	17.8	4.6	2.9	3.9	2.7
Servicios	10.5	4.7	3.8	4.4	3.5
PBI	13.3	4.8	3.6	4.1	3.3

(C) Contribución al crecimiento: PBI Gasto
(Puntos porcentuales)



(D) Contribución al crecimiento: PBI Sectorial
(Puntos porcentuales)



Nota: Otros Primario (agropecuario, pesca e hidrocarburos). Otros No Primarios (electricidad y agua, manufactura no primaria, construcción y derechos de importación).

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

Con respecto a las proyecciones de corto plazo, se observa que la tasa de crecimiento planteada en el IAPM para 2022 (3,6 por ciento) tiene un sesgo optimista a pesar de la corrección a la baja, pues contrasta con el empeoramiento del escenario internacional, y se ubica por encima de lo

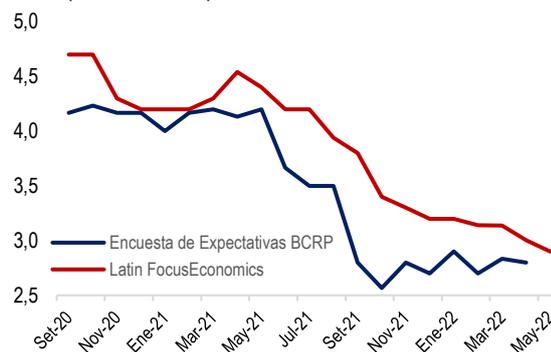
previsto por otros analistas e instituciones en un contexto de continuo ajuste a la baja en las perspectivas de crecimiento económico (ver gráfico 8.A y 8.B). Así, el alcanzar el crecimiento económico proyectado para este año dependerá en gran medida de la capacidad de las autoridades políticas y económicas para: (i) impulsar la recuperación de las expectativas de los agentes económicos y así evitar una caída en la inversión privada; y, (ii) solucionar los conflictos mineros para impedir nuevas paralizaciones de la producción minera y/o la postergación en el inicio de producción de nuevos proyectos.

Gráfico N° 8: evolución de los indicadores expectativas y corrección de perspectivas

(A) Consenso del mercado: proyecciones PBI 2022 (var. % real)

Institución	Fecha de publicación	2022
Ministerio de Economía y Finanzas	Abr-22	3.6
Banco Central de Reserva del Perú	Jun-22	3.1
Banco Mundial	Jun-22	3.1
Fondo Monetario Internacional	Abr-22	3.0
LatinFocus Consensus Forecast	Jun-22	2.8
JPMorgan	Jun-22	2.6
Oxford Economics	Jun-22	2.2
Goldman Sachs	Jun-22	2.1
Barclays Capital	Jun-22	2.0

(B) Ajuste en las Proyecciones: PBI 2022 (var. % anual)



Fuente: BCRP, LatinFocus Consensus Forecast. Elaboración: DEM-STCF.

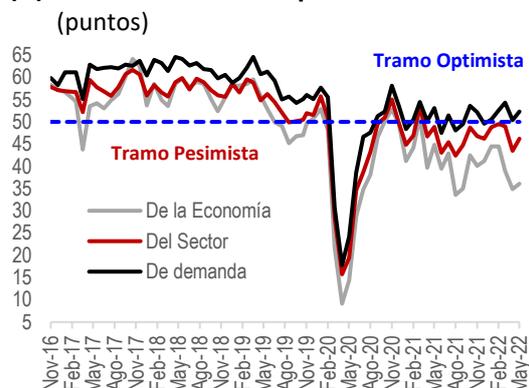
Cabe indicar que continúa el persistente deterioro de las expectativas de los agentes económicos. Según la encuesta de expectativas empresariales del BCRP de mayo de 2022, los índices de expectativas de inversión, de expectativas de la economía y de expectativas del sector a tres meses se encuentran en el tramo pesimista durante 14 meses consecutivos⁶ (ver gráficos 9.A y 9.B). En este contexto, si no se toman medidas concretas para revertir esta situación, podrían observarse nuevos ajustes a la baja en la inversión privada. Al respecto, cabe resaltar que las expectativas influyen de manera significativa sobre las decisiones de gasto de los agentes privados. Según estimaciones del CF, el choque de expectativas es persistente y genera efectos significativos sobre la inversión privada, inclusive hasta dos años luego de registrado el choque. Más aún, se encuentra evidencia de que en periodos recientes un choque de expectativas nos afectaría significativamente más (casi el doble) que el mismo choque hace 17 años (ver gráficos 9.C y 9.D)⁷. De esta manera, la recuperación de las expectativas de inversión se traduciría en mayores niveles de inversión privada y, por tanto, en mayor empleo y consumo privado.

⁶ Por otro lado, si bien el índice de expectativas de demanda a tres meses se ubica en el tramo optimista (mayo 2022: 52.3), se encuentra por debajo de los valores alcanzados prepandemia (promedio 2015-2019: 60). Asimismo, el índice de expectativas de contratación de personal a tres meses en mayo 2022 alcanzó su menor nivel en cinco (5) meses.

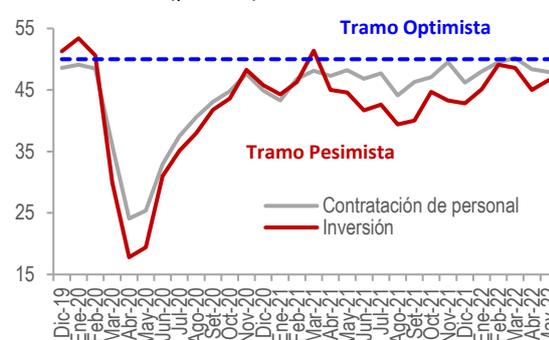
⁷ Para mayor detalle ver Recuadro N° 1 del Reporte Técnico N° 004-2021-CF.

Gráfico N° 9: evolución de los indicadores expectativas e impacto de los choques de expectativas sobre la inversión privada

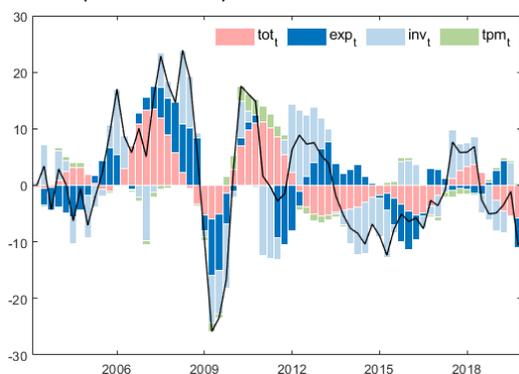
(A) BCRP: confianza empresarial a 3 meses



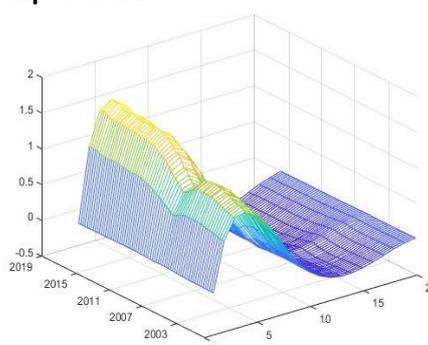
(B) BCRP: expectativas empresariales a 3 meses



(C) Descomposición histórica del crecimiento de la inversión privada^{1/}



(D) Respuesta del crecimiento de la inversión privada frente a choques de expectativas^{2/}



1/ Estos resultados nos muestran que, históricamente, los episodios de deterioro de expectativas en Perú han sido persistentes. En ese sentido, la corrección o recuperación de estos indicadores no sería inmediata. 2/ Se muestra que los impactos de los choques de expectativas se han ido incrementando desde 2003 (a excepción de los periodos cercanos a la crisis financiera). En ese sentido, si comparamos la respuesta de la inversión en 2003 con la respuesta de 2019, tenemos que dicho impacto se ha incrementado de 0,66 a 1,2 p.p.

Fuente: BCRP, LatinFocus Consensus Forecast, CF. Elaboración: DEM-STCF.

Además, durante 2022 se ha observado el incremento de conflictos sociales⁸ y se considera que son un riesgo latente para el crecimiento económico de corto y mediano plazo^{9,10}. Así, según cifras del Reporte Mensual de Conflictos Sociales de la Defensoría del Pueblo, durante los cinco primeros meses de 2022 se registró un promedio de 158 conflictos sociales activos mostrando una tendencia creciente respecto al promedio de periodos anteriores (2021: 143, 2017-2019: 132) (ver gráfico 10.A). De esta manera, será importante dar solución los conflictos mineros y

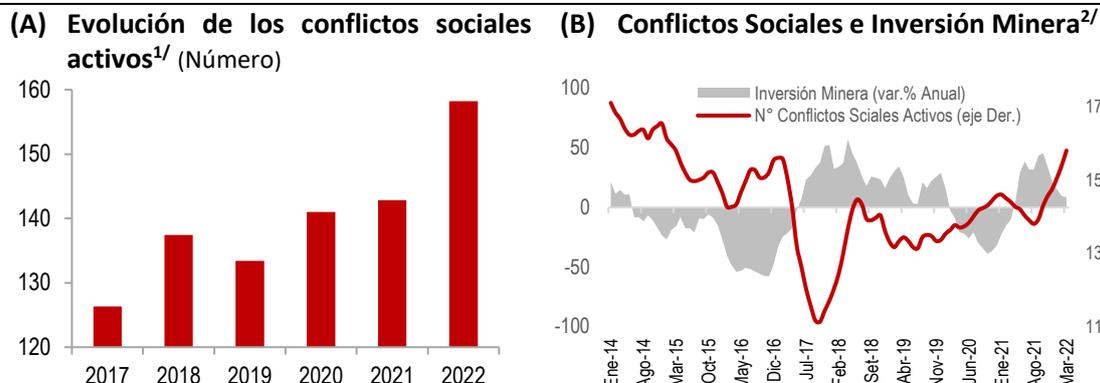
⁸ En el IAPM, no se consideran los conflictos sociales y el deterioro de expectativas como riesgos internos latentes para la economía.

⁹ En el 1T2022 la producción de cobre de la compañía Southern (Toquepala y Cuajone) registró una contracción del 10% comparada con el mismo periodo del año previo, debido principalmente a la paralización de 54 días de Cuajone. Cabe destacar que Southern y Las Bambas (otro proyecto importante que ha sufrido paralizaciones continuas) representaron cerca del 30% de la producción de cobre durante 2021 (Fuente: Ministerio de Energía y Minas).

¹⁰ El impacto de los conflictos mineros sobre el crecimiento no solo se daría a través de menor producción minera sino también por menor inversión minera. Sobre este último punto ver Chirinos, R. (2015). *Conflicto social e inversión minera en el Perú*. Revista Moneda, BCRP; y Huaroto, C. (2013). *Costos Económicos Privados de los Conflictos Socioambientales. Una aproximación a partir del comportamiento de las acciones de las grandes empresas mineras en el mercado bursátil peruano*. Repositorio PUCP.

evitar nuevas paralizaciones de la producción minera¹¹, así como la postergación en el inicio de construcción y en la entrada de producción de nuevos proyectos (ver gráfico 10.B). Asimismo, en un contexto de elevados precios de los minerales, de generarse las condiciones para atraer mayor inversión minera se garantizaría un nuevo ciclo de inversión y producción minera.

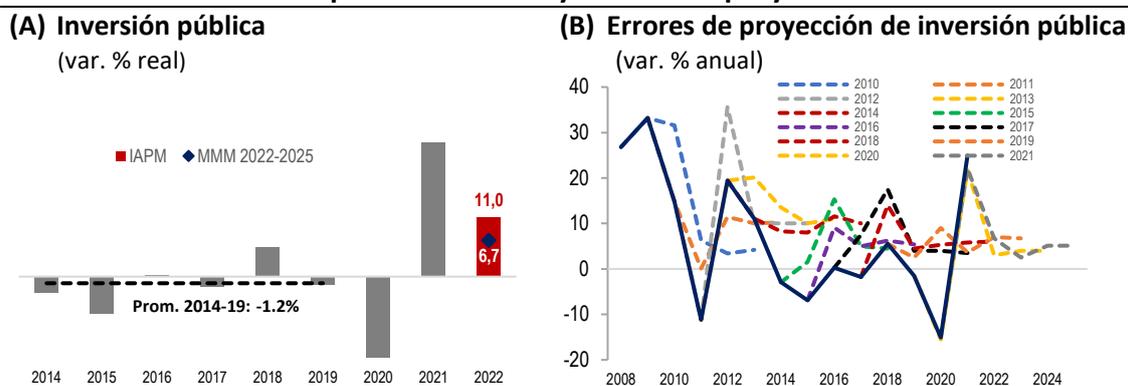
Gráfico N° 10: Conflictos sociales e inversión minera



1/ 2022 equivale al promedio enero-mayo 2022. 2/ Ambas variables se presentan en promedio móvil tres meses. Fuente: BCRP, Defensoría del Pueblo. Elaboración: DEM-STCF.

Asimismo, en el IAPM ha habido un ajuste al alza importante de la inversión pública para 2022 (de 6,7 en el MMM a 11,0 por ciento en el IAPM), lo cual buscaría compensar parcialmente la revisión a la baja de la inversión privada. Al respecto es importante señalar que, a pesar de que la asignación presupuestal para 2022 es históricamente alta¹², la proyección de inversión pública podría estar sobreestimada si se considera que: i) contrasta con las tasas de crecimiento históricas^{13,14}; y ii) las proyecciones del crecimiento de la inversión pública contempladas en los MMM publicados entre el periodo 2012-2019 han tendido a estar por encima de las tasas observadas¹⁵ (ver gráficos 11.A y 11.B).

Gráfico N°11: inversión pública histórica y errores de proyección



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

¹¹ En la misma línea, según estimaciones del CF, durante el 4T2021 y 1T2022, el PBI minero y el PBI total en un escenario sin conflictos mineros (sin paralizaciones en Las Bambas y en Cuajone) hubiesen crecido en promedio en torno a 5,5 y 1.0 p.p. más respecto al crecimiento observado, respectivamente.

¹² Según el IAPM, el presupuesto inicial en 2022 asignó S/ 3 mil millones más que el presupuesto inicial de 2021 y el presupuesto modificado a abril 2022 (S/ 58 mil millones) es mayor que el asignado en todo el año 2021.

¹³ Crecimiento promedio: 2000-2021 (4,5%), 2010-2019 (2,7%); 2014-2019 (-1,2%).

¹⁴ Asimismo, el BCRP, ajustó a la baja la proyección de la tasa de crecimiento de la inversión pública para 2022 (de 4,0% en el Reporte de Inflación de marzo 2022 a 2,1% en el Reporte de Inflación de junio 2022), debido a la cifra ejecutada en lo que va del año.

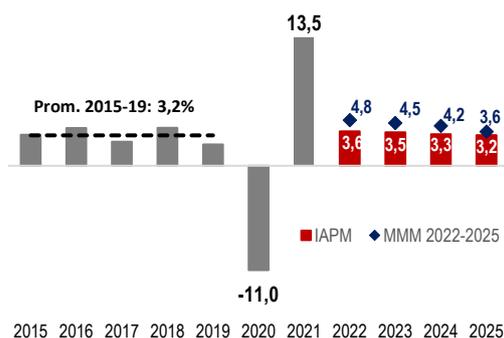
¹⁵ El error de proyección promedio a 1 año del crecimiento de la inversión pública entre 2012-2019 fue de 7,8 puntos porcentuales.

En cuanto a las proyecciones de crecimiento para el periodo 2023-2025 (3,3 por ciento), se considera prudente el ajuste a la baja en comparación a lo previsto en el MMM (4,1 por ciento), en línea con una menor inversión privada proyectada y un escenario internacional adverso. Asimismo, este crecimiento del mediano plazo es consistente con el crecimiento potencial calculado previo a la crisis¹⁶ y con el crecimiento económico promedio del último quinquenio previo a la pandemia (2015-2019: 3,2 por ciento) (ver gráficos 12.A y 12.B).

Gráfico N° 12: crecimiento de mediano plazo

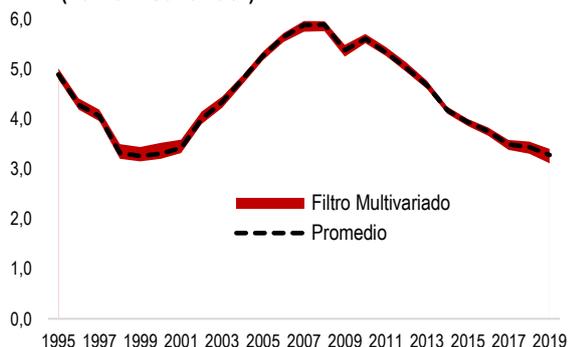
(A) PBI

(var. % real anual)



(B) Perú: Crecimiento del PBI potencial pre-COVID^{1/}

(var. % real anual)



1/ Rango de valores obtenidos a partir de 5 modelos distintos: (i) filtro de Kalman univariado (FK); (ii) FK + inflación; (iii) FK + inflación + desempleo; (iv) FK + inflación + desempleo + expectativas de inflación; (v) FK + inflación + desempleo + expectativas de inflación + expectativas de PBI. Para la estimación de parámetros se utilizan técnicas bayesianas.

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

Sin embargo, nuevamente el crecimiento de la inversión privada para 2023-2025, y por ende del PBI, está sustentado, en parte, por el inicio de inversión de un conjunto de proyectos mineros que han registrado postergaciones en el inicio de construcción y que actualmente aún se encuentran en etapa de prefactibilidad¹⁷. De esa manera, persiste el riesgo de nuevos aplazamientos en importantes proyectos de inversión que llevarían a un ajuste a la baja del ritmo de actividad económica de mediano plazo. En ese contexto, para alcanzar esos niveles es indispensable crear las condiciones necesarias para garantizar que dichos proyectos puedan iniciar operaciones en las fechas establecidas y plantear escenarios de riesgo en los cuales se cuantifiquen las contingencias generadas por los retrasos en la entrada de dichos proyectos.

¹⁶ Para el 2019, se estima un crecimiento potencial 3,4 por ciento (promedio 2002-2011: 5,9 por ciento y promedio 2012-2018: 4,2 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.

¹⁷ Proyectos como Los Chancas (US\$ 2600 millones), Michiquillay (US\$ 2500 millones) y Zafranal (US\$ 1265 millones) han tenido aplazamientos en las proyecciones de inicio de ejecución en cada reporte del MINEM. Asimismo, los proyectos Los Chancas, Michiquillay y Trapiche actualmente se encuentran en la etapa de prefactibilidad.

Gráfico N° 13: ejecución de proyectos de inversión, demoras y retrasos

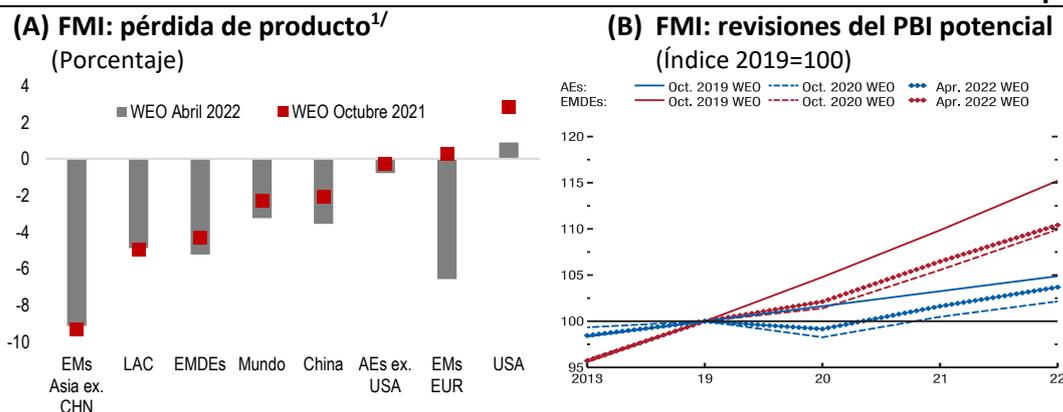


Nota: Los tamaños de los círculos varían de acuerdo con los montos de inversión total por proyecto. Los círculos **rojos** indican el primer anuncio del año en que los proyectos iniciarían ejecución de inversiones. El círculo **ámbar**, indica la nueva fecha estimada de ejecución para los proyectos contemplados en el último IAPM. Por lo que, las flechas rojas denotan retrasos en el inicio de ejecución. Finalmente, el tiempo de retraso indica el número de años de retraso que incurrirían los proyectos de inversión con relación al primer anuncio de inicio de construcción.

Fuente: BCRP, MINEM, Seguimiento de noticias. Elaboración: DEM-STCF.

Asimismo, se recomienda cuantificar las pérdidas estructurales que dejaría la pandemia y los conflictos geopolíticos en términos de producto potencial. Con respecto a este último punto, tanto el Banco Mundial (2022)¹⁸ como el FMI (2022)¹⁹ consideran que la pandemia²⁰ ha dejado secuelas permanentes en el crecimiento de mediano plazo sobre todo en economías de mercados emergentes y en desarrollo (ver gráficos 14.A y 14.B). Estas secuelas se explicarían, principalmente, por la pérdida de empleo, inversión y educación que se traducen en menor acumulación de capital físico y humano con efectos negativos sobre la productividad laboral (ver gráficos 14.C y 14.D). En este contexto, se recomienda retomar, actualizar y acelerar la implementación del Plan Nacional de Competitividad y Productividad, con la finalidad de diversificar las fuentes de crecimiento económico de mediano y largo plazo.

Gráfico N°14: efectos de la crisis sobre el crecimiento económico de mediano plazo

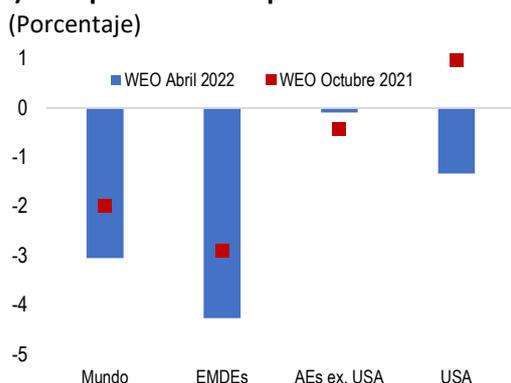


¹⁸ *Global Economic Prospects*, publicado en enero de 2022.

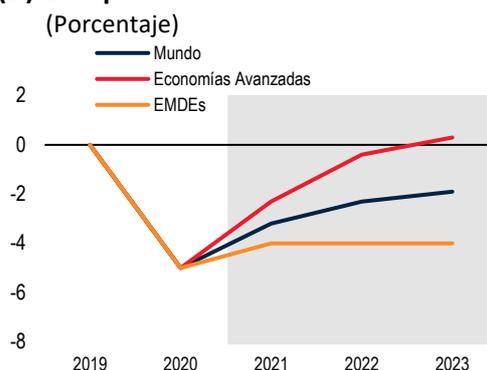
¹⁹ *Perspectivas de la Economía Mundial* (informe WEO), publicado en abril de 2022.

²⁰ Adicionalmente, según el FMI (2022), la guerra en Ucrania y las sanciones impuestas a Rusia podrían inducir al desmantelamiento permanente de los vínculos comerciales y de la cadena de suministro, lo que implicaría pérdidas de productividad y eficiencia en la economía global.

(C) FMI: pérdida de empleo^{2/}



(D) BM: pérdida de inversión^{3/}



Nota: EMDEs: Economías de Mercados Emergentes y en Desarrollo. EMs Asia Ex. CHN: Economías de Mercados Emergentes y en Desarrollo de Asia excluyendo China. LAC: Economías de América Latina y El Caribe. AEs: Economías Avanzadas. Aes ex. USA: Economías Avanzadas excluyendo Estados Unidos. EMs EUR: Economías de Mercados Emergentes y en Desarrollo de Europa. USA: Estados Unidos de América.

1/ Revisiones de los niveles proyectados del PBI de 2024 entre los pronósticos de los WEO de enero 2020 y abril 2022. 2/ Revisiones del empleo proyectado de 2024 entre los pronósticos de los WEO de enero 2020 y abril 2022.

3/ Desviación de la inversión de las proyecciones realizadas en enero 2022 con respecto a las proyecciones realizadas en enero de 2020.

Fuente: FMI, *perspectivas de la Economía Mundial* (Informe WEO), abril 2022. Banco Mundial (BM), *Global Economic Prospects Report*, enero 2022. Elaboración: DEM-STCF.

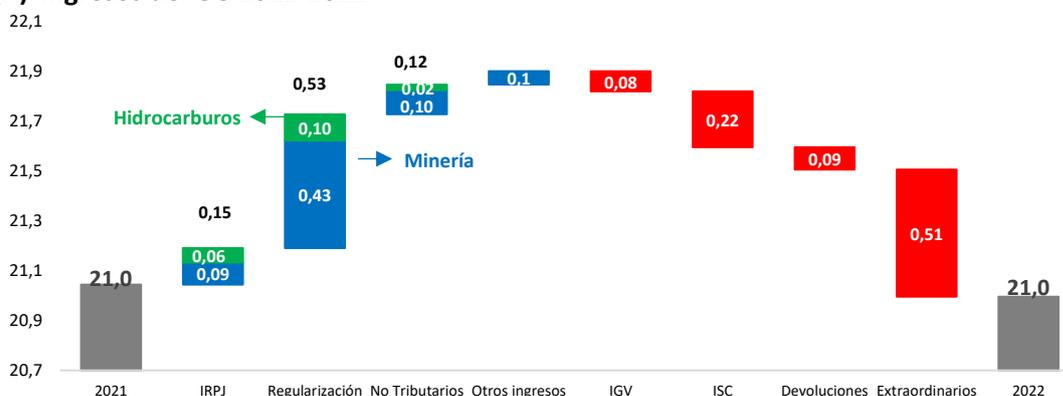
2) Proyecciones fiscales

a) Ingresos fiscales

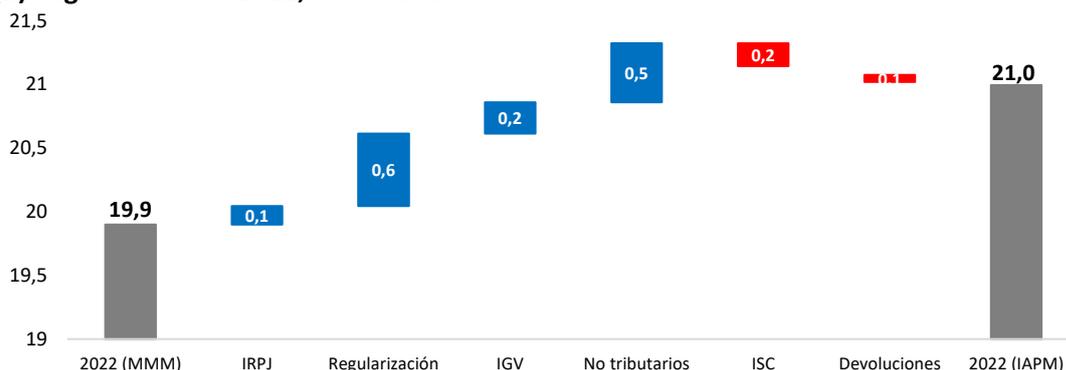
De acuerdo con el IAPM, los ingresos del Gobierno General (IGG) para el 2022 registrarían un incremento de 1,5 por ciento real respecto al 2021, alcanzando un 21,0 por ciento del PBI, explicado por los mejores precios de exportación y las acciones de administración tributaria para combatir la evasión y elusión tributaria. Dicho incremento sería atenuado por el efecto de las exoneraciones tributarias del ISC a los combustibles e IGV a alimentos de la canasta básica familiar, así como por el efecto estadístico por los ingresos extraordinarios registrados en 2021 (ver gráfico 15.A). En comparación con las proyecciones del MMM, los IGG para el 2022 serían mayores en 1,1 puntos porcentuales (p.p.) del PBI, explicado principalmente por la mayor regularización del impuesto a la renta y por la mayor previsión de ingresos no tributarios (ver gráfico 15.B).

Gráfico N° 15: ingresos de GG (porcentaje del PBI)

(A) Ingresos del GG 2021-2022^{1/}



(B) Ingresos del GG 2022, MMM vs IAPM

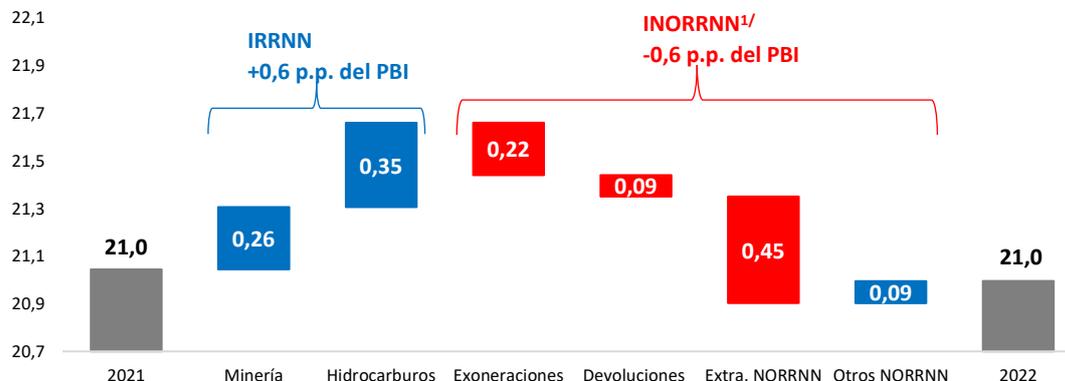


1/ Considera ingresos extraordinarios que se registraron en 2021 por conceptos de fraccionamiento y pago de multas por parte de empresas mineras.

Fuente: MEF. Elaboración DEM-STCF.

Desde otra perspectiva, las mejores perspectivas sobre la recaudación del 2022 se explicarían por el incremento de los ingresos asociados a recursos naturales (IRRNN, +0,6 p.p. del PBI), los cuales se verían mermados por el costo fiscal de las exoneraciones tributarias del ISC a combustibles e IGV a alimentos (0,22 p.p. del PBI) y por el incremento de las devoluciones tributarias (0,1 p.p. del PBI). Ambos factores, junto al menor dinamismo de la economía, explicarían el aporte nulo que tendrían este año los ingresos no asociados a recursos naturales (INORRN), una vez descontado el efecto de los ingresos extraordinarios (ver gráfico 16).

Gráfico N° 16: ingresos RRNN y NORRNN, 2021-2022 (porcentaje del PBI)



1/ Los otros INORRNN considera el impuesto a la renta, IGV, ISC y otros ingresos tributarios y no tributarios.

Fuente: MEF. Elaboración DEM-STCF.

Con relación a los IRRNN, las ganancias de ingresos fiscales por mejores precios de exportación se ven afectadas por la paralización de actividades productivas por conflictos sociales. En lo que va del 2022²¹, se vienen registrando paralizaciones en Las Bambas y la operación de Cuajone (Southern), que en conjunto representan el 20,0 por ciento de la producción nacional de cobre, por un total de 112 días²². Estas paralizaciones representarían pérdidas en la recaudación estimada de 4,0 millones de US\$ y 0,9 millón de US\$ por día²³, respectivamente, por los conceptos de impuesto a la renta, impuesto especial a la minería, regalías mineras y gravamen

²¹ Con información disponible al 9 de mayo de 2022.

²² En particular, la operación de Cuajone (Southern) estuvo paralizada 54 días (del 28 de febrero al 22 de abril). Por su parte, Las Bambas estuvo paralizada 58 días (del 14 de abril al 10 de junio).

²³ Esto se calcula considerando los siguientes supuestos: i) la producción sin paralizaciones corresponde al promedio registrado entre los años 2016-2021; ii) el precio del cobre del IAPM; iii) márgenes operativos entre el 50 y 60 por ciento de los ingresos para el 2022.

especial a la minería, principalmente. En este contexto, si bien los IRRNN se han revisado al alza por los mayores precios de exportación, las paralizaciones mineras por conflictos sociales constituyen una fuente de riesgo importante para la proyección de ingresos en el corto plazo.

Sobre las exoneraciones tributarias, las medidas implementadas para exonerar el IGV²⁴ e ISC²⁵ tienen un costo fiscal estimado de 0,22 por ciento del PBI²⁶. Al respecto, cabe recordar que las exoneraciones del IGV totales ascienden a 1,0 por ciento del PBI y representan el 49 por ciento del total de beneficios tributarios registrados en el periodo 2017-2021 (ver gráfico 17.A). En particular, se observa que las medidas implementadas para exonerar el IGV e ISC se contraponen a los lineamientos de política establecidos en el MMM²⁷ y a las medidas implementadas para racionalizar los beneficios tributarios²⁸. En el caso de las exoneraciones de IGV a alimentos, el Proyecto de Ley enviado por el Poder Ejecutivo y Ley vigente aprobada por el Congreso no muestran que esta medida pueda ser más eficaz y eficiente a otras opciones de política. En el caso de las exoneraciones de ISC, se excluye del pago del impuesto a las gasolinas que presentan el índice de nocividad más elevado²⁹ (ver gráfico 17.B).

Con relación a los ingresos fiscales de mediano plazo, los ICGG crecerían en promedio 2,6 por ciento para los años 2023-2025 y alcanzarían el 20,7 por ciento del PBI en 2025. Esta proyección se sustenta en que los IRRNN se mantendrían estables (2,4 por ciento del PBI en promedio), explicado por los supuestos de producción minera adoptados en el IAPM; mientras que los INORRNN tendrían un incremento gradual (de 18,0 por ciento del PBI en 2022 a 18,4 por ciento del PBI en 2025), explicado por el supuesto de menores devoluciones tributarias (ver gráfico 18). En ambos casos, los supuestos adoptados podrían llevar a un sesgo optimista en la proyección de ingresos.

²⁴ La Ley No 31452 establece la exoneración del IGV a los alimentos de la canasta básica como el huevo, pollo, azúcar, harina y fideos. La exoneración entro en vigor el 1 de mayo de 2022 y regirá hasta el 31 de julio de 2022.

²⁵ Mediante Decreto Supremo No 068-2022-EF, se establece la exoneración del ISC a las gasolinas de 84 y 90 octanos, gasohol de 84 octanos y otros tipos de diésel. La exoneración entró en vigor el 4 de abril de 2022 y regirá hasta el 30 de julio de 2022, permitiéndose la prórroga de la medida hasta por seis meses adicionales.

²⁶ Véase IAPM, página 78.

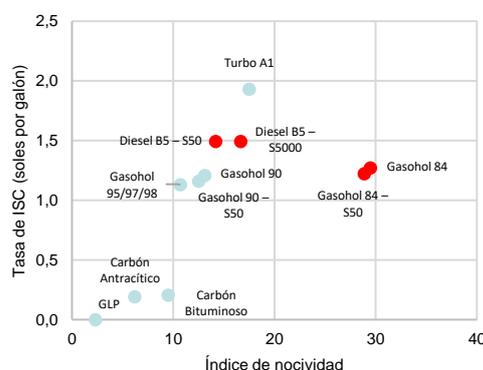
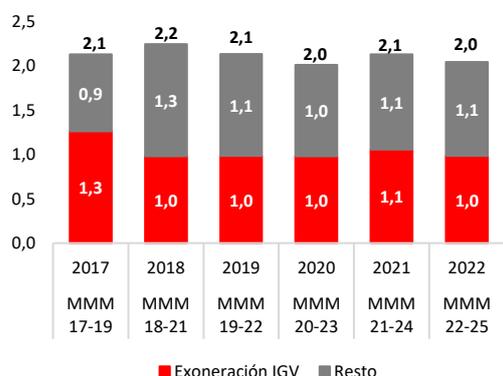
²⁷ De acuerdo con los lineamientos de política del MMM 2022-2025(2021) **“Los beneficios tributarios, cuya naturaleza debería ser temporal, han continuado prorrogándose sin una evaluación que evidencie su efectividad, en un contexto donde la sustitución de algunos beneficios por gasto público directo ha demostrado mejores resultados”** (pág. 10). **“Se continuará con la política de racionalización de los tratamientos tributarios preferenciales, lo cual implica no solo evitar la creación de nuevos beneficios tributarios sino también evaluar la eliminación, sustitución o prórroga de los ya existentes, de corresponder”** (pág. 18).

²⁸ Mediante el Decreto Legislativo N° 1521 (DL), se modifica la Norma VII del Título Preliminar del Código Tributario a fin de perfeccionar las reglas para la dación de exoneraciones, incentivos o beneficios tributarios. Al respecto, el DL señala que la promulgación de normas legales que contengan exoneraciones, incentivos o beneficios tributarios: ***“a) Deberá encontrarse sustentada en una Exposición de Motivos que contenga el objetivo y alcances de la propuesta, el efecto de la vigencia de la norma que se propone sobre la legislación nacional, el análisis cuantitativo del costo fiscal estimado de la medida, especificando el ingreso alternativo respecto de los ingresos que se dejarán de percibir a fin de no generar déficit presupuestario, el sustento que demuestre que la medida adoptada resulta más eficaz y eficiente respecto a otras opciones de política de gasto público considerando los objetivos propuestos, y la evaluación de que no se generen condiciones de competencia desiguales respecto a los contribuyentes”***.

²⁹ Según el MINAM, la gasolina y el gasohol de 84 registran el índice de nocividad más elevado, dentro de un grupo de 14 combustibles utilizados en el mercado nacional y sujetos al ISC (con excepción del gas natural).

Gráfico N° 17: exoneraciones tributarias al IGV e ISC

(A) Costo tributario de las exoneraciones de IGV^{1/} **(B) ISC e índice de nocividad**



1/ Los datos corresponden a la estimación potencial de los MMM elaborados el año previo.

Fuente: MEF, MINAM y SUNAT. Elaboración DEM-STCF.

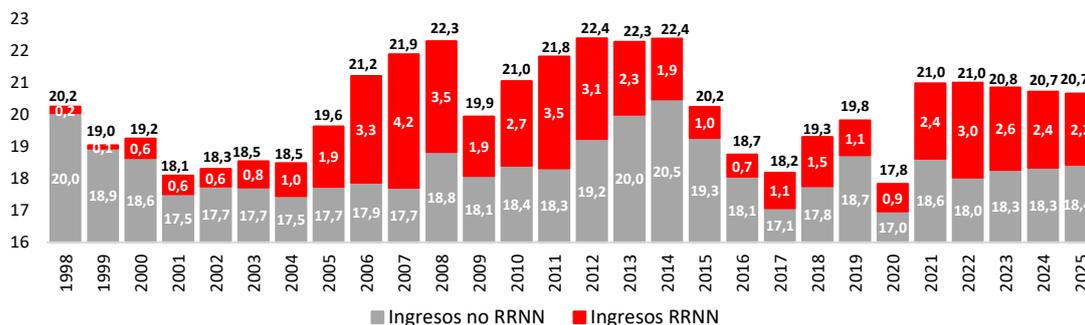
Respecto a los ingresos IRRNN de mediano plazo, la proyección de ingresos mineros considera una mayor recaudación por: i) el pago de IR de empresas mineras que empiezan a operar en el periodo 2014-2016 (como las Bambas, Toromocho y Constancia); ii) el inicio de producción de nuevas empresas mineras en 2022 (Mina Justa, Quellaveco y la ampliación de Toromocho); y iii) por proyectos mineros que iniciarían construcción entre los años 2022-2023 y producción entre 2023-2025 (Yanacocha Sulfuros y Corani³⁰). Al respecto, se observa que en el pasado los proyectos de inversión minera han registrado retrasos de entre 1 y 5 años, respecto a su previsión en el MMM. Por ejemplo, Toromocho tenía previsto iniciar producción en 2012 (MMM 2011-2013); sin embargo, empezó a producir en 2014. Por su parte, Quellaveco tenía previsto empezar su fase de producción en 2017 (MMM 2015-2017), pero esta ha sido aplazada hasta el segundo semestre de 2022; fecha a la que también ha sido pospuesta el inicio en la etapa de construcción de Yanacocha Sulfuros, inicialmente previsto para el 2020 (MMM 2020-2023)³¹. De esta forma, existe un riesgo derivado de las postergaciones en el inicio de producción e inversión minera registradas en el pasado, que, de materializarse, podrían llevar a una sobreestimación de la proyección de ingresos fiscales.

³⁰ Se consideran también los proyectos San Gabriel, Chalcobamba I, Magistral y Río Seco.

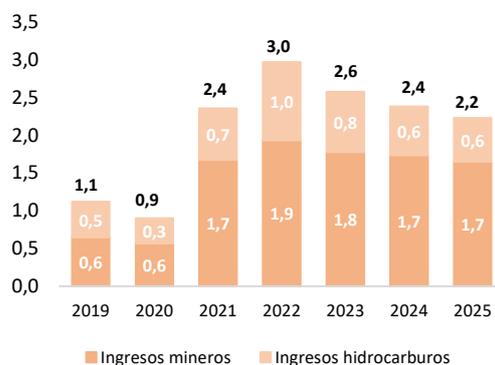
³¹ Asimismo, algunos los proyectos mineros que iniciarían construcción en 2022 vienen registrando postergaciones de entre 1 y 2 años. Por ejemplo, los proyectos mineros Magistral, Yanacocha Sulfuros, Corani y San Gabriel vienen postergando su inicio de construcción desde 2020; mientras que los proyectos Río Seco y Chalcobamba I tenían previsto iniciar su etapa de construcción en 2021. Véase los boletines estadísticos mineros de los meses de septiembre 2019, noviembre 2020 y noviembre 2021.

Gráfico N° 18: ingresos RRNN y NORRNN, 2022-2025 (porcentaje del PBI)

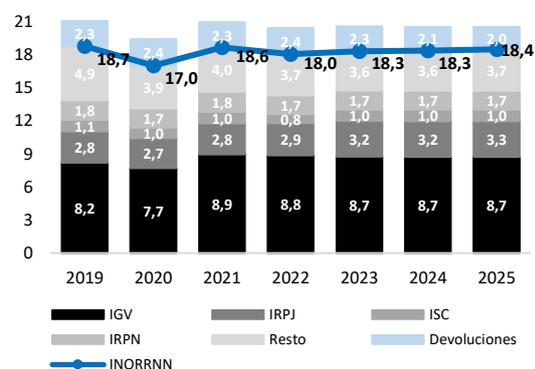
(A) Ingresos RRNN y NORRNN



(B) IRRNN (porcentaje del PBI)



(C) INORRNN (porcentaje del PBI)^{1/}

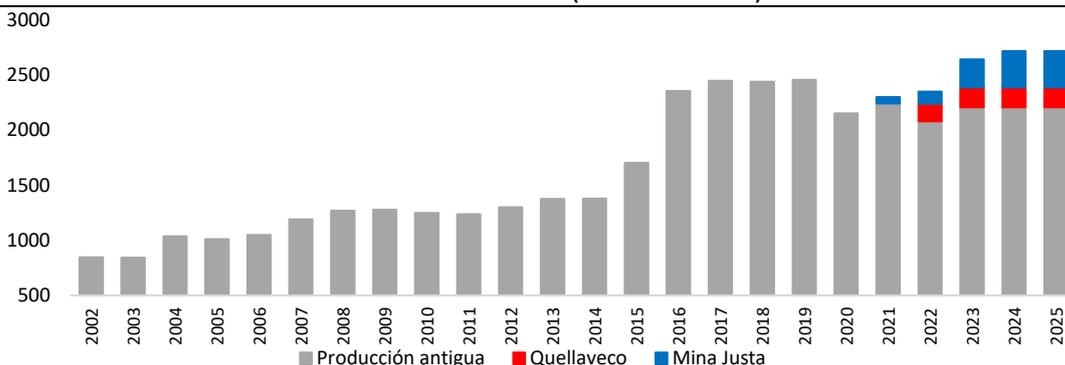


1/ Considera: impuesto a la renta de personas naturales (IRPN), impuesto a la renta de personas jurídicas (IRPJ) y en el rubro otros consideran los otros ingresos tributarios y no tributarios.

Fuente: MEF. Elaboración DEM-STCF.

En el caso particular de las minas de cobre, la producción proveniente de las empresas que iniciarían producción entre los años 2022-2025 (Quellaveco y Mina Justa), representan aproximadamente el 16 por ciento de la proyección de la producción de cobre (ver gráfico 19) y alrededor del 10 por ciento de la proyección de ingresos mineros³² prevista para estos años.

Gráfico N° 19: Producción minera de cobre (miles de TMF)



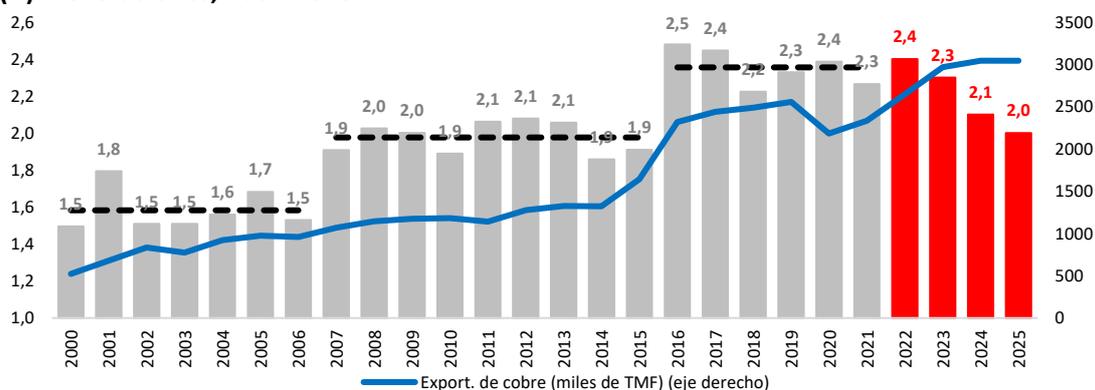
Fuente: MEF y MINAM. Elaboración DEM-STCF.

³² Cálculo realizado por la DEM-CF considerando los precios del cobre y la producción de Quellaveco y Mina Justa previstas en el IAPM; así como la información de estados financieros de Mina Justa y un cash cost de 1,05 por libra de cobre producida para Quellaveco. Se considera el pago de nueva regalía minera, impuesto especial a la minería e impuesto a la renta para Mina Justa, y el pago de la nueva regalía minera e impuesto especial a la minería para Quellaveco.

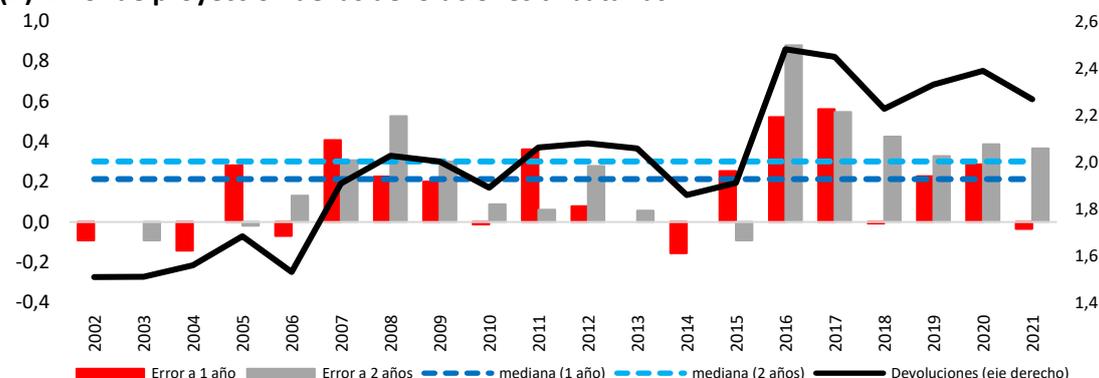
Con relación a las devoluciones tributarias, el supuesto de devoluciones tributarias puede ser optimista debido a que: i) las devoluciones tributarias han sido superiores al 2,0 por ciento del PBI desde el año 2011 (con excepción de los años 2014 y 2015); y ii) el inicio de producción de proyectos mineros podría generar un incremento de las devoluciones tributarias por saldos a favor del exportador. Por ejemplo, en 2016, el volumen de exportaciones de cobre se incrementó en 41 por ciento y las devoluciones se incrementaron en 0,6 p.p. del PBI, de los cuales 0,4 p.p. fueron por devoluciones por saldos a favor del exportador al sector minero³³. En línea con lo anterior, se observa que entre 2002-2021, la proyección a 1 año de las devoluciones tributarias se subestimó en 0,2 p.p. del PBI, mientras que su proyección a dos años se subestimó en 0,3 p.p. del PBI (ver gráfico 20).

Gráfico N° 20: evolución de las devoluciones tributarias (porcentaje del PBI)

(A) Devoluciones, 2002-2025^{1/}



(B) Error de proyección de las devoluciones tributarias^{2/}



1/ Las líneas punteadas hacen referencia al promedio de los periodos 2000-2006 (1,6 por ciento del PBI), 2007-2015 (2,0 por ciento del PBI) y 2016-2021 (2,4 por ciento del PBI).

2/ El error de proyección corresponde al MMM de agosto de cada año.

Fuente: MEF. Elaboración DEM-STCF.

b) Gasto público

Con relación a las proyecciones del gasto público, en el IAPM se estima que el gasto no financiero del Gobierno General (GNF) para 2022 crecerá en 1,1 por ciento en términos reales respecto a 2021, lo que haría que como porcentaje del PBI se reduzca en 0,1 p.p. del PBI (de 22,2 a 22,1 por ciento del PBI). El gasto corriente se ubicaría en 16,4 por ciento del PBI, menor en 0,8 p.p. del PBI respecto a lo ejecutado en 2021 debido principalmente al menor gasto en transferencias

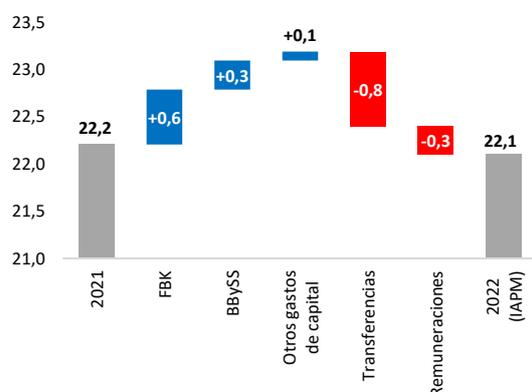
³³ Según la Memoria Anual 2016 del BCRP menciona sobre el comportamiento de las devoluciones en 2016 lo siguiente "... El significativo incremento se explica por los mayores montos en la devolución por exportaciones (35,8 por ciento) a empresas mineras como Las Bambas, Cerro Verde y Glencore Perú ...".

corrientes (de 4,2 a 3,4 por ciento del PBI) asociado al retiro de medidas aprobadas por la pandemia, que sería compensado parcialmente por un mayor nivel de gasto de capital dado el impulso esperado en la formación bruta de capital (FBK) para 2022 (de 4,2 a 4,8 por ciento del PBI) (ver gráfico 21.A).

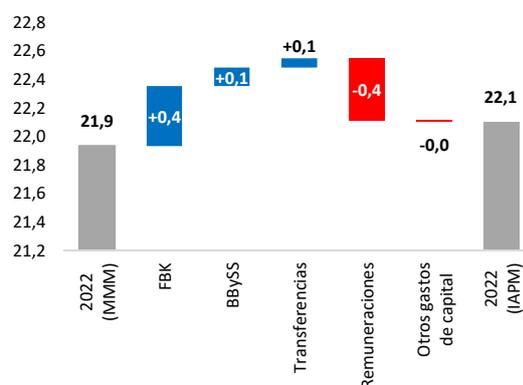
Respecto de lo proyectado en el MMM, para 2022, el GNF fue revisado al alza en 0,2 p.p. del PBI (de 21,9 a 22,1 por ciento del PBI). Entre los principales cambios se encuentran: (i) la revisión al alza en la proyección de la FBK (de 4,4 a 4,8 por ciento del PBI) asociada al impulso esperado por la implementación de medidas presupuestales y de gestión del gobierno³⁴, y (ii) la revisión a la baja en la proyección de remuneraciones (de 6,3 a 5,9 por ciento del PBI)³⁵ (ver gráfico 21.B).

Gráfico N°21: gastos no financieros del GG (porcentaje del PBI)

(A) 2021 vs 2022 (IAPM)



(B) 2022: MMM vs IAPM



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

Para 2022, la proyección de crecimiento del GNF estaría sujeta principalmente al importante dinamismo que se espera de la FBK para este año (crecimiento de 15,5 por ciento en términos reales). Al respecto, y a la luz de los resultados de ejecución de la FBK en lo que va de 2022, se estima que la proyección de crecimiento de la FBK tendría un sesgo optimista. Así, en los primeros cuatro meses del año, la FBK habría caído en 8,5 por ciento real debido al retiro gradual del gasto de capital asociado a las medidas frente a la COVID-19 y al menor gasto de inversión de los programas de reactivación económica³⁶. Para alcanzar las cifras de proyección del IAPM, entre mayo y diciembre, la FBK deberá registrar un crecimiento significativo de 23,0 por ciento en términos reales respecto al mismo periodo del año previo, lo que se traduce en una ejecución de alrededor de S/ 36,8 mil millones, similar al monto ejecutado de la FBK durante todo el 2021 (S/ 36,9 mil millones), ver gráfico 22.A.

Entre 2023 y 2025, se observa que las proyecciones de gasto contenidas en el IAPM también han sido revisadas al alza respecto al MMM. Así, entre estos años, el gasto no financiero se situaría en un nivel promedio de 21,2 por ciento del PBI, mayor al nivel promedio previsto en el MMM

³⁴ Para un mayor detalle ver Recuadro N° 9 del IAPM (páginas 95-97).

³⁵ Si bien en el IAPM no se explica el porqué de la revisión a la baja en el rubro de remuneraciones, se observa que esto podría estar relacionado al hecho de que, al cierre de 2021, el gasto en remuneraciones se ubicó en 6,2 por ciento del PBI, menor en 0,3 p.p. del PBI respecto al nivel que se esperaba en el MMM para dicho año (6,5 por ciento del PBI). Este menor gasto base registrado en 2021 estaría reduciendo la previsión de remuneraciones para los próximos años.

³⁶ Entre enero y abril de 2022, el gasto en FBK por medidas COVID-19 se ha reducido en casi a S/ 336 millones respecto al ejecutado en 2021, principalmente por un menor gasto en equipamiento médico y educativo. Por su parte, el gasto de inversión en el marco de la reactivación económica se ha reducido en S/ 448 millones respecto al mismo periodo.

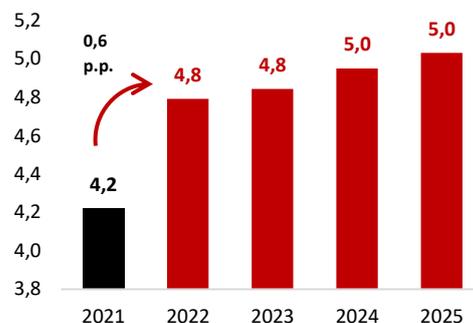
(20,3 por ciento del PBI), y entre los niveles históricamente más altos registrados antes de la pandemia (ver gráfico 23). En este periodo, el gasto corriente promedio fue revisado al alza en 0,2 p.p. del PBI respecto al MMM (promedio 2023-2025: de 15,3 a 15,5 por ciento del PBI), mientras que el gasto de capital fue revisado al alza en 0,7 p.p. del PBI (de 5,0 a 5,7 por ciento del PBI).

Gráfico N° 22: Inversión pública del GG: formación bruta de capital (FBK)

(A) 2022: Avance de ejecución FBK
(millones de soles)

	FBK		Var. % real
	2021	2022	
Ene-May	11 718	11 660	-7,0
Jun-Dic ^{1/}	25 215	33 635	26,2
Anual	36 934	45 295	15,5

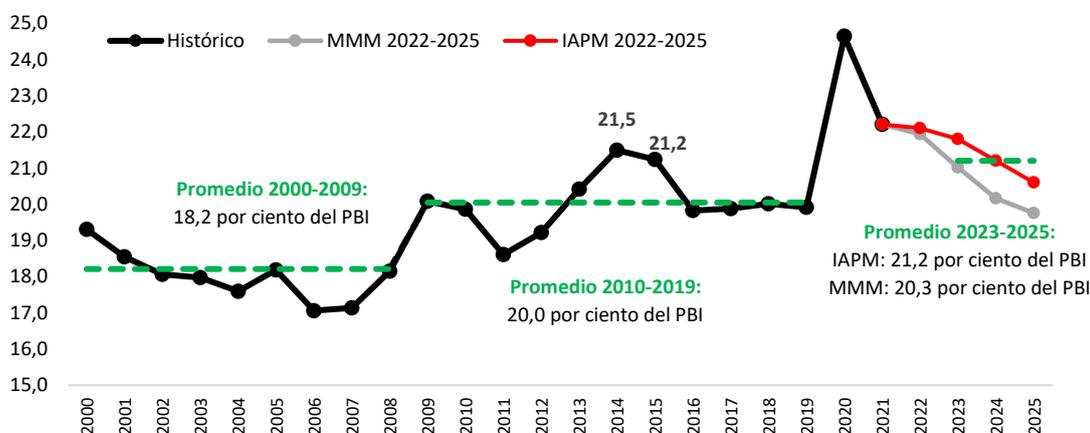
(B) Proyección de la FBK (porcentaje del PBI)



^{1/} Para 2022, el monto a ejecutar entre junio y diciembre se obtuvo como resultado de la diferencia entre la proyección del IAPM para 2022 y el nivel de FBK ejecutado entre enero y mayo.

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

Gráfico N° 23: gasto no financiero del GG (porcentaje del PBI)



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

Esta revisión al alza del gasto no financiero de mediano plazo del IAPM respecto al MMM se observa en casi todos los rubros (ver gráfico 24) tales como la FBK (promedio 2023-2025: de 4,4 a 4,9 por ciento del PBI), bienes y servicios (de 6,7 a 7,0 por ciento del PBI), transferencias corrientes (de 2,6 a 2,9 por ciento del PBI), y otros gastos de capital (de 0,6 a 0,8 por ciento del PBI). Cabe resaltar que el rubro de remuneraciones fue el único que tuvo una revisión a la baja en las proyecciones promedio de mediano plazo (de 6,0 a 5,6 por ciento del PBI), lo cual estaría asociado al menor gasto base que se espera ejecutar en este rubro para el 2022 respecto al MMM.

Gráfico N° 24: gasto no financiero del GG MMM vs IAPM (porcentaje del PBI)

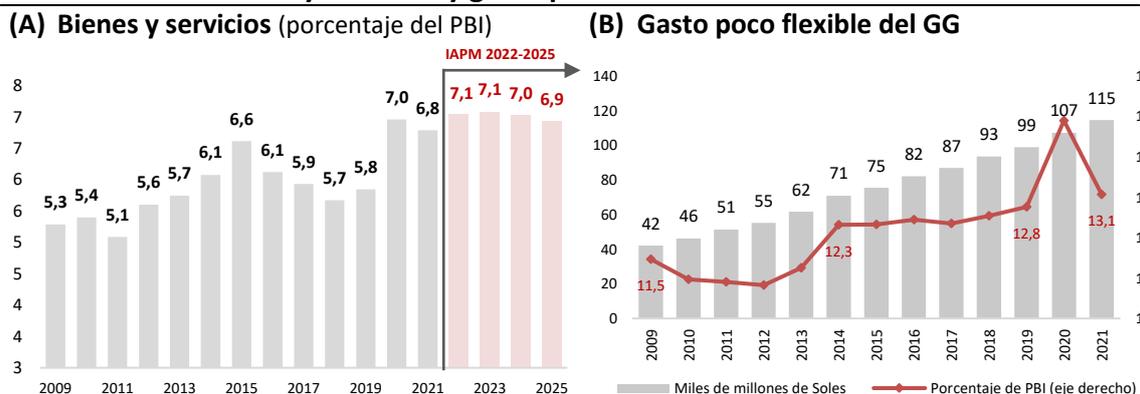
	Prom. 10-19	2020	2021	MMM 2022-2025					IAPM 2022-2025				
				2022	2023	2024	2025	Prom. 23-25	2022	2023	2024	2025	Prom. 23-25
Gasto No Financiero Total	20.0	24.6	22.2	21.9	21.0	20.2	19.8	20.3	22.1	21.8	21.2	20.6	21.2
1. Gastos Corrientes	14.7	20.2	17.2	16.6	15.9	15.3	14.9	15.3	16.4	16.0	15.5	15.0	15.5
Remuneraciones	5.6	7.4	6.2	6.3	6.1	6.0	5.9	6.0	5.9	5.7	5.6	5.5	5.6
Bienes y Servicios	5.8	7.0	6.8	7.0	6.8	6.7	6.6	6.7	7.1	7.1	7.0	6.9	7.0
Transferencias	3.3	5.8	4.2	3.3	3.0	2.6	2.4	2.6	3.4	3.2	2.9	2.6	2.9
2. Gasto de Capital	5.3	4.5	5.0	5.3	5.1	4.9	4.9	5.0	5.7	5.8	5.7	5.6	5.7
Formación Bruta de Capital	4.6	3.8	4.2	4.4	4.3	4.3	4.4	4.4	4.8	4.8	5.0	5.0	4.9
Otros Gastos de Capital	0.7	0.7	0.8	0.9	0.8	0.6	0.5	0.6	0.9	1.0	0.7	0.6	0.8

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

Al 2025, en el IAPM, se prevé que el gasto no financiero se reduzca hasta alcanzar el 20,6 por ciento del PBI asociado a una dinámica decreciente del gasto corriente en los rubros de transferencias (de 3,4 por ciento del PBI en 2022 a 2,6 por ciento del PBI en 2025), remuneraciones (de 5,9 a 5,5 por ciento del PBI) y bienes y servicios (de 7,1 a 6,9 por ciento del PBI). Por el lado del gasto de capital, se espera una reducción de otros gastos de capital (de 0,9 a 0,6 por ciento del PBI), pero que sería parcialmente compensado por una tendencia creciente de la FBK (de 4,8 a 5,0 por ciento del PBI).

Se nota que, en el horizonte de proyección del IAPM se prevé que el rubro “bienes y servicios” se mantendría en niveles relativamente altos. El gasto en bienes y servicios al 2025 (6,9 por ciento del PBI) se situaría en niveles superiores a los observados durante el periodo prepandemia (promedio 2009 - 2019: 5,8 por ciento del PBI), y similares a los que se tuvo durante el periodo 2020 - 2021 (promedio: 6,9 por ciento del PBI), aun cuando se espera que al 2025 ya se haya dismantelado las medidas temporales que se aprobaron frente a la COVID-19 en cuanto al gasto de bienes y servicios (ver gráfico 25.A). Cabe notar que en el IAPM no se detalla los principales supuestos que explican la proyección en este rubro, ni se detalla cómo evolucionaría el gasto poco flexible, el cual, al cierre de 2021, se ubicó en 13,1 por ciento del PBI (ver gráfico 25.B).

Gráfico N° 25: Bienes y servicios y gasto poco flexible del GG



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

Por otro lado, es preciso recordar que las proyecciones de gasto de mediano plazo han venido repitiendo un patrón sistemático en los distintos marcos macroeconómicos multianuales que ha llevado a la subestimación del gasto corriente y sobreestimación de la inversión pública. Así, al comparar el promedio de las proyecciones de mediano plazo con el promedio de los valores

observados durante este mismo periodo de proyección, se encuentra que, entre 2013 y 2018, la proyección de mediano plazo del gasto corriente ha sido subestimada en 1,8 p.p. del PBI en promedio, mientras que la FBK ha sido sobrestimada en 1,5 p.p. del PBI en promedio (ver gráfico 26).

Gráfico N° 26: Errores de proyección gasto corriente y FBK

(A) Proyección del gasto corriente: MMMs vs observado (porcentaje del PBI)

	Proyección gasto corriente				Promedio proyección	Promedio observado ^{1/}	Diferencia ^{2/}
	T+1	T+2	T+3	T+4			
MMM 14-16 (may-13)	13,4	13,3	13,3		13,3	15,5	-2,2
MMM 15-17 (abr-14)	14,3	14,2	14,0		14,2	15,4	-1,2
MMM 16-18 (abr-15)	15,3	14,7	14,1		14,7	15,2	-0,5
MMM 17-19 (abr-16)	14,8	14,2	14,2		14,4	15,2	-0,8
IAPM 17-21 (abr-17)	14,7	14,3	13,9	13,5	14,1	17,0	-2,9
IAPM 18-21 (abr-18)	15,0	14,6	14,2		14,6	17,6	-3,0
Promedio							-1,8

(B) Proyección de la FBK: MMMs vs observado (porcentaje del PBI)

	Proyección formación bruta de capital				Promedio proyección	Promedio observado ^{1/}	Diferencia ^{2/}
	T+1	T+2	T+3	T+4			
MMM 14-16 (may-13)	5,7	6,2	6,7		6,2	4,6	1,6
MMM 15-17 (abr-14)	6,5	6,8	7,0		6,8	4,2	2,6
MMM 16-18 (abr-15)	5,4	5,3	5,4		5,4	4,1	1,2
MMM 17-19 (abr-16)	4,9	5,0	5,0		5,0	4,1	0,9
IAPM 17-21 (abr-17)	5,3	5,3	5,5	5,6	5,4	4,0	1,4
IAPM 18-21 (abr-18)	4,7	4,9	5,2		4,9	4,0	1,0
Promedio							1,5

^{1/} Se calcula como el promedio móvil del gasto observado para los años de la senda de proyección a comparar.

^{2/} Se calcula como la diferencia entre el promedio proyección y promedio observado. Un valor positivo denota una sobrestimación, mientras que uno negativo indica subestimación.

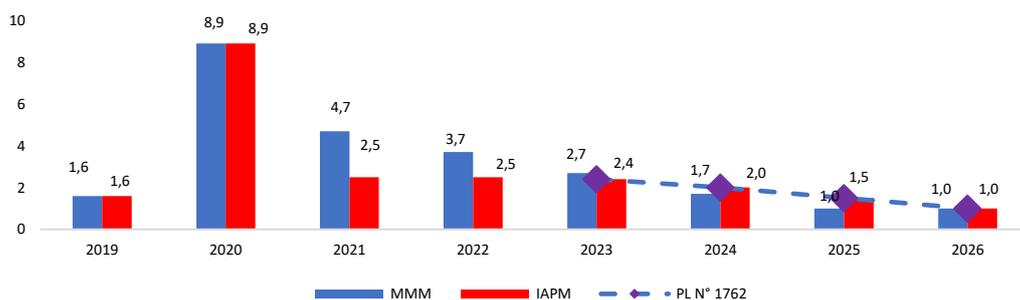
Fuente: BCRP, MEF. Elaboración: DEM-STCF.

En ese sentido, es preciso señalar que la senda del gasto corriente se encuentra sujeta a factores de riesgo que podrían incrementarlo, relacionados con la materialización de diversas iniciativas legislativas. Entre ellas se encuentran: i) la Ley de negociación colectiva en el Sector Público, que podría significar un costo fiscal de S/ 2 368 millones anuales según el MEF, ii) la Ley sobre la devolución de dinero del FONAVI, que podría implicar un costo fiscal de S/ 42 mil millones según el MEF, y que podría ser pagado en un plazo de 10 años según la misma Ley, y iii) la autógrafa de ley sobre el pago de las bonificaciones por preparación de clases y otros, que podría implicar también un costo fiscal de hasta S/ 42 mil millones según el MINEDU. Con relación a la inversión pública, es preciso señalar que la proyección de la FBK de mediano plazo podría verse afectada por los siguientes factores de riesgo: i) una menor ejecución de la FBK en 2022, respecto a lo que se prevé en el IAPM, ii) el ciclo político asociado al primer año de gestión en los gobiernos subnacionales en 2023, y iii) la culminación del proceso de la reconstrucción entre 2023 y 2024.

c) Déficit fiscal y endeudamiento público

En 2021, el déficit fiscal ascendió a 2,5 por ciento del PBI, cifra 6,3 por ciento menor a la registrada en 2020 (8,9 por ciento del PBI). Para 2022, en el IAPM se prevé que el déficit fiscal se mantenga en torno a 2,5 por ciento del PBI, cifra inferior al 3,7 por ciento del PBI previsto en el MMM, debido principalmente a una mayor previsión de ingresos. A partir de 2023, se espera que el déficit fiscal tenga una reducción continua hasta alcanza el 1,0 por ciento del PBI en 2026 (ver gráfico 27). En estos años, la proyección del déficit fiscal coincidiría con su valor máximo establecido por la regla propuesta en el PL N° 1763-2021/PE.

Gráfico N°27: Déficit fiscal del SPNF 2019-2026 (porcentaje del PBI)

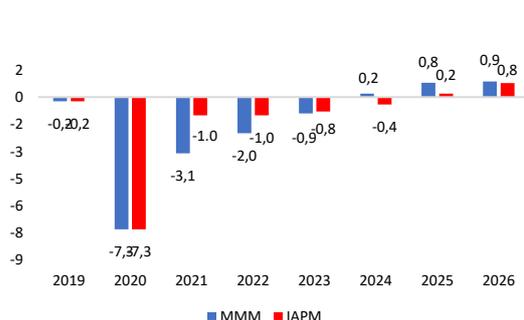


Fuente: MEF. Elaboración: DEM-STCF.

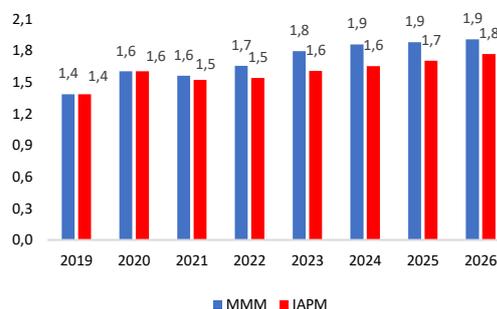
Desagregando la senda de déficit fiscal propuesta en el IAPM, el resultado primario para 2022 sería de -1,0 por ciento del PBI (ver gráfico 28.A), similar a lo registrado el año previo. Por su parte, los intereses serían de 1,5 por ciento del PBI, similar a lo registrado durante 2021 (ver gráfico 28.B) pero menor a lo contemplado en el MMM (1,7 por ciento del PBI) debido a la menor previsión de endeudamiento y un supuesto más favorable en cuanto al costo de financiamiento³⁷. A partir del 2023, se espera un incremento paulatino del resultado primario (reducción del déficit primario), registrando superávit a partir de 2025. En cuanto a los intereses, se espera que estos se incrementen hasta alcanzar 1,8 por ciento del PBI en 2026.

Gráfico N° 28: Descomposición del déficit fiscal del SPNF

(A) Resultado primario
(porcentaje del PBI)



(B) Intereses
(porcentaje del PBI)



Fuente: MEF. Elaboración: DEM-STCF.

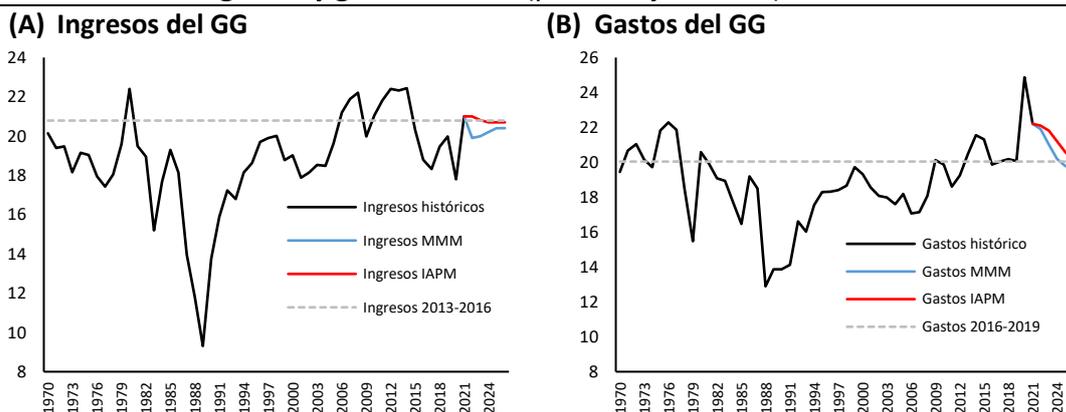
La reducción del déficit fiscal para disminuir la deuda pública en el mediano plazo requiere del aumento de los ingresos fiscales y una reducción gradual del gasto público. Para cumplir con la convergencia contemplada en el IAPM, se proyecta que los ingresos alcancen y sostengan niveles comparables a los registrados entre 2003-2016³⁸ (ver gráfico 29.A) y que los gastos converjan a los niveles previos a la emergencia sanitaria³⁹ (ver gráfico 29.B).

³⁷ En el IAPM se asume una tasa de interés implícita de 4,7 por ciento y una deuda de 34,7 por ciento del PBI para 2022. Para el mismo año, en el MMM se asumió una tasa de interés implícita de 5,0 por ciento y una deuda de 36,6 por ciento del PBI.

³⁸ Para dichos años, los ingresos del gobierno general fueron de 20,8 por ciento del PBI, en promedio.

³⁹ Entre 2016 y 2019, los gastos no financieros del gobierno general fueron cercanos a 20 por ciento del PBI.

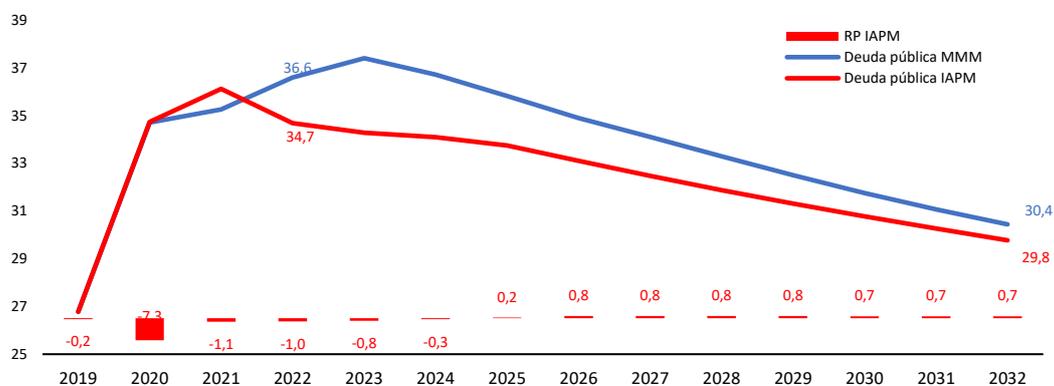
Gráfico N°29: Ingresos y gastos del GG (porcentaje del PBI)



Fuente: MEF. Elaboración: DEM-STCF.

Durante 2021 la deuda pública se incrementó de 34,6 a 36,0 por ciento del PBI, explicado principalmente por la depreciación del tipo de cambio, el aumento del déficit primario y el avance de otros flujos, mitigado por el crecimiento de la actividad económica. Para el año 2022, en el IAPM se espera que la deuda pública se reduzca hasta alcanzar 34,7 por ciento del PBI. Para el año 2023, la deuda continuaría reduciéndose a 34,3 por ciento del PBI y mantendría una trayectoria decreciente entre 2024 y 2025, años en los cuales se registrarían ratios de endeudamiento de 34,1 y 33,7 por ciento del PBI, respectivamente (ver gráfico 30). En un horizonte más amplio, se espera que la deuda siga reduciéndose conforme se reduzca el déficit fiscal, con lo cual se alcanzaría una deuda de 29,8 por ciento del PBI en 2032⁴⁰.

Gráfico N° 30: Deuda pública 2019-2032 (porcentaje del PBI)



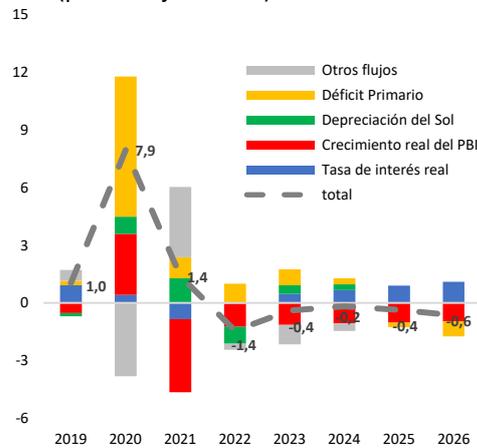
Fuente: MEF. Elaboración: DEM-STCF.

Durante el 2022 en particular, la reducción de la deuda pública en 1,4 p.p. del PBI se explica principalmente por el avance de la actividad económica real (contribución negativa de 1,2 p.p. del PBI) y el retroceso del tipo de cambio (contribución negativa de 0,9 p.p. del PBI); sin embargo, la disminución es amortiguada por la previsión de déficit primario (contribución de 1,0 p.p. del PBI). Para el período 2023-2025 y en adelante, la reducción de la deuda dependerá de la reducción del déficit primario (ver gráfico 31.A). Vale la pena destacar que la magnitud de la contribución de la tasa de interés real es menor respecto a la considerado en el MMM, explicado por un supuesto de inflación (deflactor del PBI) más alto y una tasa de interés implícita menor (ver gráfico 31.B).

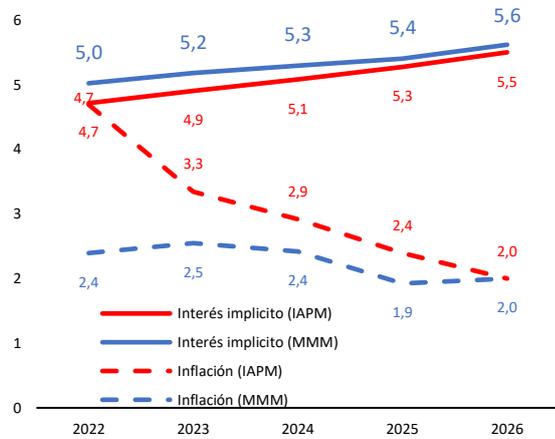
⁴⁰ En el IAPM también se presentan proyecciones de deuda hasta el 2050, considerando el cumplimiento de la meta de déficit de 1,0 por ciento del PBI. Bajo este supuesto la deuda al 2050 sería de 24,1 por ciento del PBI.

Gráfico N° 31: Endeudamiento público 2022

(A) Determinantes de la variación anual de la deuda pública (porcentaje del PBI)



(B) Tasa de interés implícita e inflación (porcentaje)



Fuente: MEF. Elaboración: DEM-STCF.

Respecto a los activos financieros del SPNF, estos alcanzan un valor de 14,2 por ciento del PBI en 2021, cifra contraria a la tendencia a la baja, notoria desde 2016. El aumento del valor de los activos en dicho año se propició por una emisión de deuda pública superior a las necesidades de financiamiento, pues se emitieron desembolsos netos por 5,5 por ciento del PBI con el objetivo de financiar un déficit fiscal esperado (6,6 por ciento del PBI) superior al que finalmente se registró en 2021 (2,5 por ciento del PBI). En este contexto de generación de excedentes de liquidez, en 2022 parte de los recursos se asignaron a la Reserva Secundaria de Liquidez (RSL) y al Fondo de Estabilización Fiscal (FEF, ver gráfico 32).

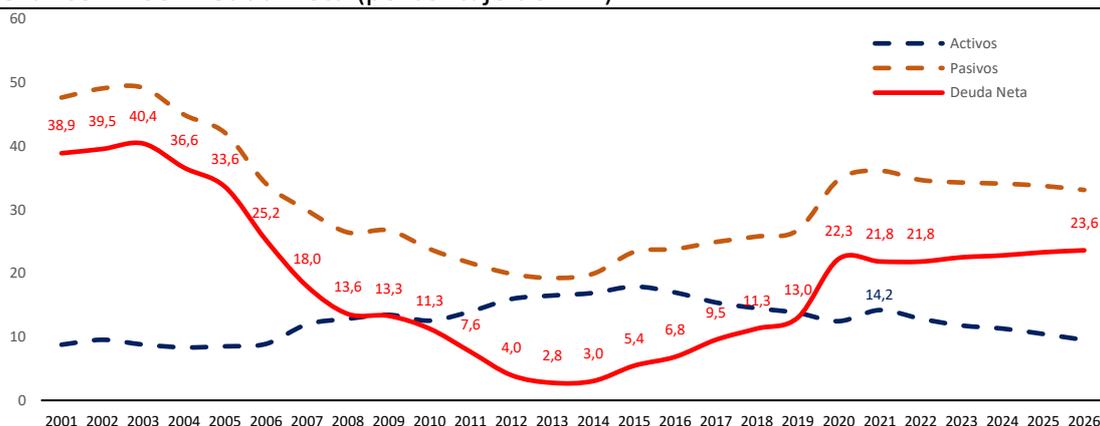
Gráfico N° 32: Activos y FEF (porcentaje del PBI)



Fuente: MEF. Elaboración: DEM-STCF.

Finalmente, en 2021 la deuda neta ascendió a 21,8 por ciento del PBI, retrocediendo 0,4 por ciento del PBI respecto a 2020. La reducción se debió a la recomposición de activos financieros (incremento de 1,8 p.p. del PBI), pero atenuado por el mayor endeudamiento bruto (incremento de 1,4 p.p. del PBI, ver gráfico 33). Para el 2022, en el IAPM se prevé un nivel de endeudamiento de 21,8 y hacia el 2026 se señala que éste sería de 23,6 por ciento del PBI. En el largo plazo, la reducción del nivel de endeudamiento neto implica un compromiso para recomponer los activos financieros y reducir gradualmente el endeudamiento bruto, a través de la generación de superávit fiscal.

Gráfico N° 33: Deuda Neta (porcentaje del PBI)

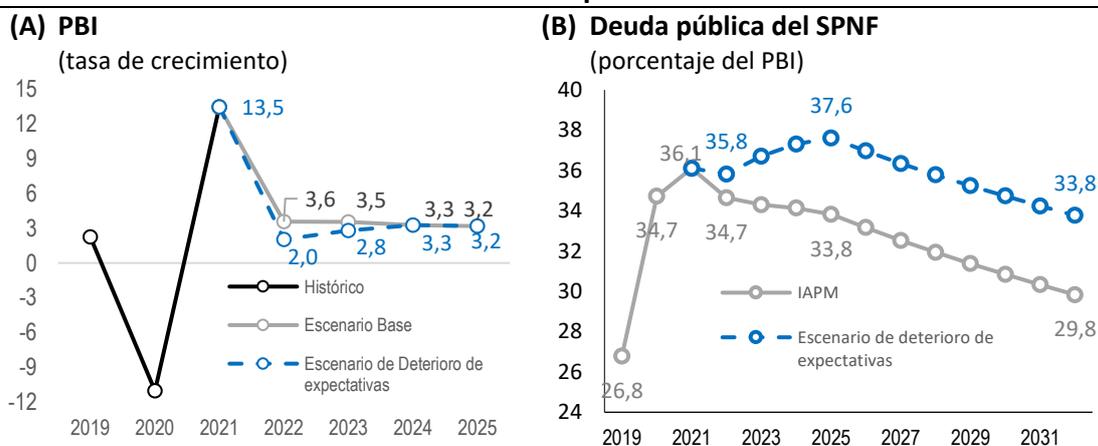


Fuente: MEF. Elaboración: DEM-STCF.

d) Análisis de riesgos fiscales

La trayectoria de la deuda pública es sensible a la materialización de riesgos fiscales de diversas fuentes. En el contexto actual, de incertidumbre en cuanto a las expectativas de la economía en lo que resta del año, un deterioro de las expectativas podría llevar a una contracción de la inversión privada y el PBI⁴¹. De forma ilustrativa, los efectos de dicho escenario sobre las proyecciones de crecimiento económico contempladas en el IAPM se presentan en el gráfico 34.A.

Gráfico N° 34: Escenario de deterioro de expectativas



Fuente: MEF. Elaboración: DEM-STCF.

Un escenario macroeconómico local adverso también supone cuentas fiscales menos favorables. En este caso, la trayectoria de la deuda pública sería mayor (ver gráfico 34.B) por el menor crecimiento económico y los menores ingresos asociados a ello⁴², además de un mayor tipo de cambio y una menor inflación⁴³. De esta forma, la deuda pública adoptaría una tendencia

⁴¹ Para más información sobre el tema, véase el Recuadro N°1 del Reporte Técnico N°04-2021-CF, "Impacto de las expectativas empresariales sobre la inversión privada".

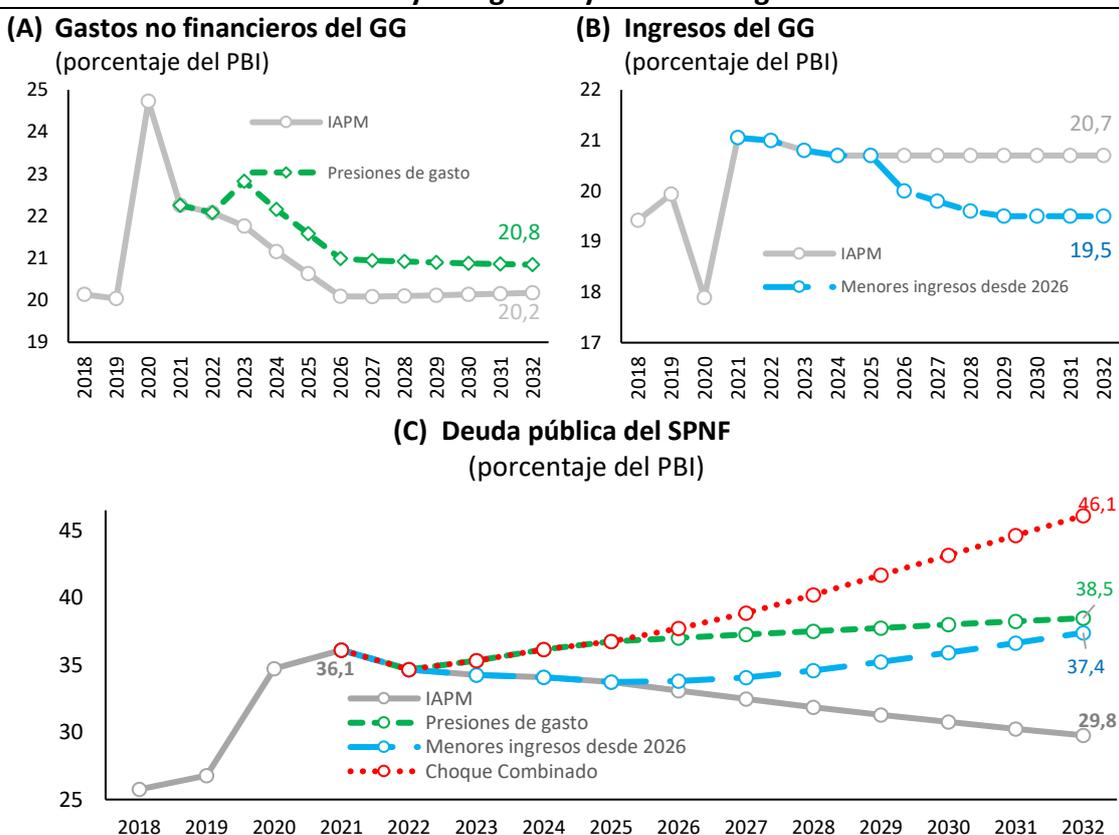
⁴² Se asume que la elasticidad de los ingresos como porcentaje del PBI a la tasa de crecimiento económico es de 0,2. Con ello, los ingresos para los años 2022 y 2023 serían menores en 0,3 y 0,15 p.p. del PBI, respectivamente.

⁴³ Este choque, interpretado como un choque de demanda negativo, implica también un mayor tipo de cambio y una menor inflación respecto a la proyección contemplada en el IAPM. Así, se considera una mayor depreciación de la moneda local, en promedio de 2,2 p.p. entre 2022 y 2025, y una reducción de la inflación, en promedio de -0,7 p.p., también para los años 2022-2025.

creciente hasta alcanzar un pico de 37,6 por ciento del PBI en 2025, y hacia el 2032 registraría un valor de 33,8 por ciento del PBI, superior en 4,0 p.p. del PBI a la proyección contemplada en el IAPM.

En el mediano y largo plazo, los principales riesgos que podrían dificultar la reducción de la deuda pública provienen de factores institucionales y estructurales, asociados a la dinámica de los gastos y los ingresos. Por el lado del gasto público, la ley de Negociación Colectiva, la ley sobre devolución de FONAVI y la autógrafa de ley sobre el pago por preparación de clases presionarían el nivel de gasto de forma permanente o en una cuantía significativa en los próximos años (ver gráfico 35.A)⁴⁴. Por el lado de los ingresos, más allá del horizonte de proyección del IAPM, se considera una reducción permanente de los ingresos de largo plazo hasta registrar valores de 19,5 por ciento del PBI (ver gráfico 35.B), cercanos al promedio registrado en los años previos a la emergencia sanitaria.

Gráfico N°35: Escenario de mayores gastos y menores ingresos



Fuente: MEF. Elaboración: DEM-STCF.

La materialización de los escenarios de gastos e ingresos previamente descritos genera una trayectoria de endeudamiento creciente hacia el 2032 (ver gráfico 35.C). En ambos casos, la deuda alcanzaría niveles cercanos al 38 por ciento del PBI en dicho año, similar al límite establecido por la regla de deuda vigente para los años 2023-2031, pero superior al límite vigente para el 2032 en adelante. De materializarse de forma simultánea el escenario de

⁴⁴ Según información brindada por el MEF, el costo anual de la Ley de Negociación Colectiva ascendería a S/ 2368 millones de forma permanente. Los costos totales asociados a la Ley del FONAVI y a la autógrafa de ley por el pago de bonificación por preparación de clases ascenderían, cada uno, a alrededor de S/ 42 000 millones. Pare efectos de la simulación de este ejercicio, se asume que el costo total se distribuye de forma equivalente entre el 2023 y 2032.

mayores gastos y menores ingresos, la deuda adquiriría una tendencia explosiva y sería de 46,1 por ciento del PBI en 2032.

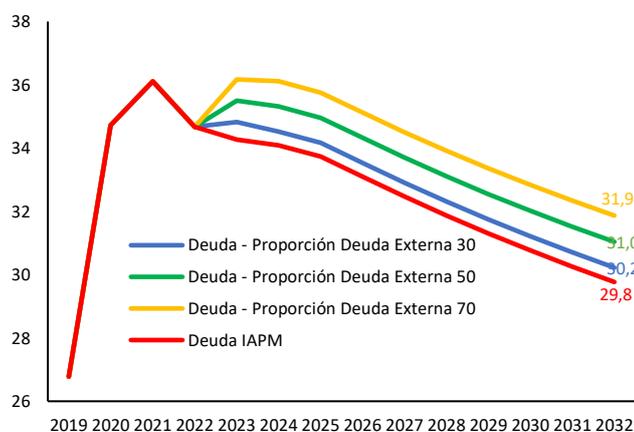
Finalmente, como consecuencia del mayor endeudamiento en moneda extranjera para financiar la respuesta fiscal a la crisis del COVID-19 entre 2020 y 2021, la exposición a riesgo cambiario en Perú es mayor a partir de 2022⁴⁵. Con la finalidad de reflejar las consecuencias de la exposición de la deuda pública a la mayor dolarización, en el gráfico 36 se presentan distintos escenarios donde se asume una depreciación de 10 por ciento en 2023, bajo distintas proporciones de la deuda externa a partir de 2022 (30, 50 y 70 por ciento).

Gráfico N°36: escenario de la proyección de la deuda (porcentaje del PBI)

(A) Sensibilidad de la deuda a la devaluación cambiaria
(p.p. del PBI)

Proporción de la deuda en moneda	Devaluación anual		
	5%	10%	15%
30%	0.1	0.6	1.1
40%	0.2	0.9	1.6
50%	0.4	1.2	2.1
60%	0.6	1.6	2.6
70%	0.7	1.9	3.1

(B) Escenarios de proyección de la deuda frente a una devaluación cambiaria de 10 por ciento
(porcentaje del PBI)



Fuente: MEF. Elaboración: DEM-STCF.

Considerando una proporción de la deuda externa de 30 por ciento, el aumento de la deuda total frente a la materialización de una depreciación cambiaria de 10 por ciento sería alrededor de 0,6 por ciento del PBI, mientras que, bajo proporciones de 50, 60 y 70 por ciento el incremento ascendería 1,2, 1,6 y 1,9 p.p. del PBI, respectivamente (ver gráfico 36.A). Luego de materializado el choque y extendiendo la proyección de la deuda hacia el 2032, la deuda proyectada será mayor conforme mayor haya sido la proporción de la deuda en moneda extranjera (ver gráfico 36.B).

⁴⁵ Según la información provista en el IAPM, la proporción de la deuda pública externa respecto al total de la deuda pública del SPNF pasó de 31,8 por ciento en 2019 a 42,9 por ciento en 2020 y 54,1 por ciento en 2021. Para el 2022 se espera que dicha proporción sea de 51,0 por ciento y continúe reduciéndose hasta alcanzar 45 por ciento en 2025.

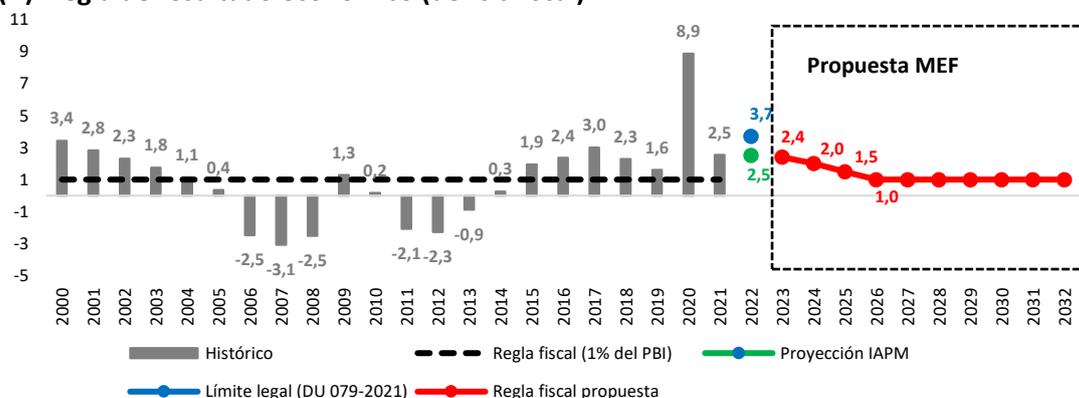
II. ANÁLISIS DEL PROYECTO DE LEY 1763-2021/PE

El Proyecto de Ley (PL) N° 1763/2021-PE tiene por objeto el retorno gradual de los parámetros de las reglas macrofiscales de resultado económico del SPNF y de la deuda pública del SPNF previstas en el MRTF-SPNF (DL N° 1276). En particular se propone⁴⁶:

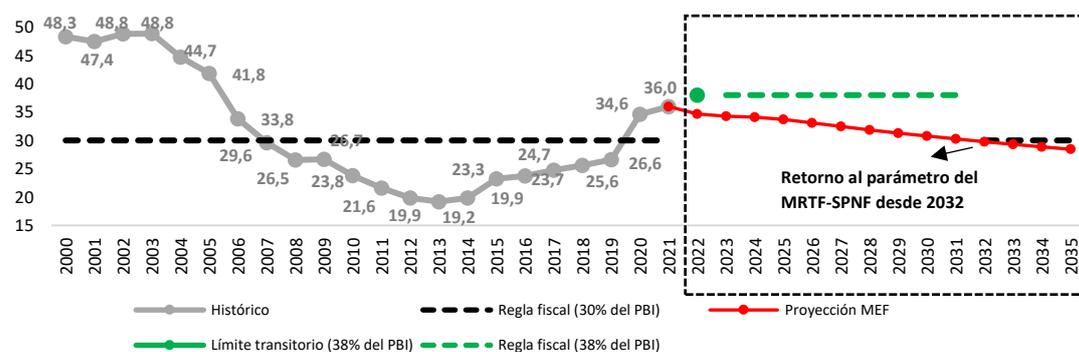
- **Regla de resultado económico del SPNF:** establece que, en los años 2023, 2024, 2025 y 2026, el déficit fiscal del SPNF no podrá superar los límites de 2,4; 2,0; 1,5 y 1,0 por ciento del PBI, respectivamente (ver gráfico 37.A).
- **Regla de deuda pública del SPNF:** establecer que, a partir de 2023 y por un periodo de 9 años, la deuda pública del SPNF no podrá superar el límite de 38 por ciento del PBI. A partir del décimo año (2032), entra en vigor el límite de deuda de 30,0 por ciento del PBI, previsto en el literal a) del numeral 6.1 del artículo 6 del MRTF-SPNF (ver gráfico 37.B).

Gráfico N° 37: límites transitorios en las reglas fiscales (porcentaje del PBI)

(A) Regla de resultado económico (déficit fiscal)



(B) Regla de deuda pública



Fuente: BCRP y MEF. Elaboración DEM-STCF.

Respecto a las modificaciones a las reglas fiscales⁴⁷, se observa que la suspensión de las reglas fiscales durante los años 2020 y 2021, como respuesta a la crisis de la COVID-19, generó un problema de inconsistencia temporal entre las reglas fiscales previstas en la legislación vigente

⁴⁶ Se establece también que las leyes anuales de presupuesto público, de endeudamiento y de equilibrio financiero, los créditos suplementarios y la ejecución presupuestal del SPNF, se sujetarán a las reglas fiscales establecidas, así como a las reglas de Gasto No Financiero y de Gasto Corriente del Gobierno General, establecidas en el MRTF-SPNF.

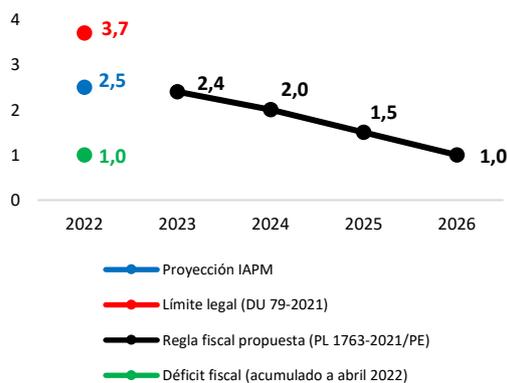
⁴⁷ Para más detalle sobre las reglas fiscales y el MRTF, véase el Reporte técnico No 001-2017-CF/ST; así como Ganiko y Montoro (2017) "Reglas fiscales para exportadores de commodities: una aplicación para Perú".

y las proyecciones fiscales del MMM⁴⁸, pues estas últimas preveían niveles de déficit fiscal y de deuda pública que excedían los límites legales a partir del 2022⁴⁹. Mediante el Decreto de Urgencia N° 079-2021, se establecieron las reglas fiscales de resultado económico y de deuda pública del SPNF para el año fiscal 2022, manteniendo el problema de inconsistencia temporal a partir del año 2023. El PL N° 1763 soluciona el problema de inconsistencia temporal señalado previamente, pues su calibración permitiría que las proyecciones del MMM sean consistentes con el cumplimiento de las reglas vigentes sin que ello conlleve a un retiro abrupto del impulso fiscal entre los años 2023 – 2026. Sin embargo, la restitución del límite de deuda de 30,0 por ciento a partir del 2032 podría llevar a que se genere nuevamente este problema.

Con relación a la regla de resultado económico del SPNF, se observa que el límite vigente para el 2022 de 3,7 por ciento del PBI (establecido en el DU 079-2021) se encuentra por encima del déficit fiscal acumulado de los últimos 12 meses registrado al mes de abril (1,0 por ciento del PBI) y de su previsión actual (2,5 por ciento del PBI) para el cierre de 2022. Esta holgura del límite de déficit fiscal respecto a sus previsiones se explica por los buenos resultados de la recaudación fiscal, explicado principalmente por los altos precios de exportación (ver gráfico 38). De mantenerse las previsiones del IAPM para el 2022, la reducción del déficit fiscal en los años 2022 y 2023 sería de 0,1 p.p. del PBI por año, mientras que entre los años 2024 y 2026 el ajuste anual del déficit fiscal se incrementaría a 0,5 p.p. del PBI.

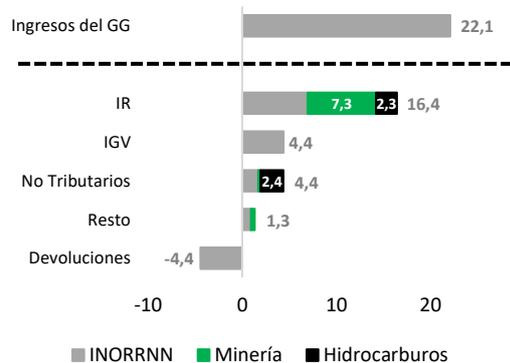
Gráfico N° 38: regla de resultado económico del SPNF e ingresos fiscales

(A) Límite de déficit fiscal 2022-2026



(B) ICGG, enero-abril 2022

(var. % real y contribución real)



Fuente: MEF. Elaboración DEM-STCF.

Con relación a la regla de deuda pública, el límite de 38 por ciento del PBI para **el corto plazo** es consistente con el umbral de deuda, estimado previo a la crisis, a partir del cual se comprometería la sostenibilidad fiscal de la economía peruana.

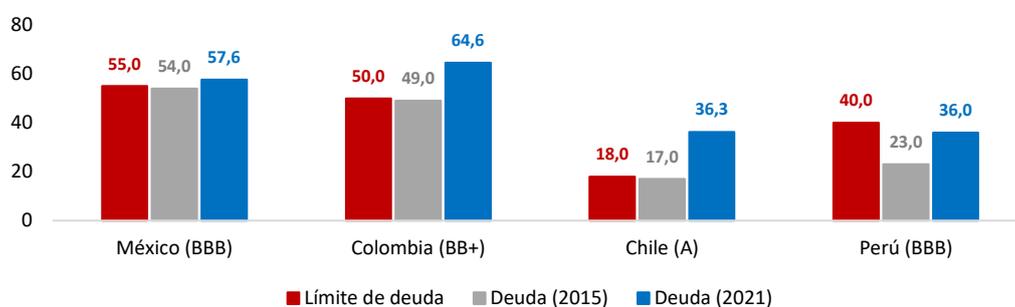
⁴⁸ A inicios de la emergencia sanitaria, las reglas fiscales aplicables al SPNF para los años 2020 y 2021 fueron suspendidas con la finalidad de que la política fiscal actúe de manera oportuna frente a la crisis de la COVID-19. En este contexto, a partir de 2022, las reglas fiscales hubieran estado sujetas a los parámetros establecidos en el Decreto de Urgencia N° 032-2019 y en el MRTF-SPNF, por lo que su cumplimiento hubiese generado un retiro abrupto del impulso fiscal. La modificación del DU-079-2021 representó un arreglo transitorio, necesario para la formulación y aprobación del presupuesto público de 2022, pero que no solucionó el problema de inconsistencia temporal a partir de 2023.

⁴⁹ Dicho problema de inconsistencia temporal estuvo presente en el MMM 2021-2024 y en el MMM 2022-2025.

Al respecto, Ganiko et al. (2016)⁵⁰ estiman el nivel crítico de deuda a partir del cual se produce una dinámica explosiva, pues el gobierno perdería la capacidad para realizar ajustes fiscales mientras que los costos fiscales acelerarían su incremento. Bajo este enfoque, el límite de deuda pública corresponde al nivel crítico estimado a partir de los determinantes de la dinámica del ratio de deuda pública: el resultado primario y el costo efectivo de la deuda. En el gráfico 39, se muestran las estimaciones obtenidas por los autores para los países de la Alianza del Pacífico, entre los cuales se destaca el límite de deuda de 40,0 por ciento del PBI estimado para el caso peruano.

Cabe resaltar que la estimación del límite de deuda está asociada a la volatilidad presente en los determinantes del costo financiero y de la capacidad del gobierno para realizar ajustes fiscales; por lo que se requiere una actualización en el cálculo del límite de deuda que incorpore el estado de las finanzas públicas luego de la crisis del COVID-19.

Gráfico N° 39: límite de deuda en países de la Alianza del Pacífico^{1/}



1/ Rating para la deuda pública en moneda extranjera a largo plazo (S&P)

Fuente: Ganiko, Melgarejo y Montoro (2016). "How much is too much? The fiscal space in emerging market economies" y FMI. Elaboración: DEM-STCF.

Entendiendo al espacio fiscal como la diferencia entre la deuda actual y el límite de deuda pública establecida en la ley; el límite propuesto de 38,0 permitiría mantener la deuda en niveles sostenibles dando un margen razonable, **en el corto plazo**, para implementar políticas contracíclicas de moderada magnitud en caso se requieran. Al cierre de 2021, se contaba con un espacio fiscal de 1,9 p.p. del PBI y se tiene previsto incrementarlo a 3,3 p.p. del PBI durante el 2022; sin embargo, la restitución del espacio fiscal se daría principalmente entre 2026 - 2031, años en los cuales se tiene previsto una reducción de deuda a razón de 0,6 p.p. en promedio por año.

El espacio fiscal previsto para los próximos años sería insuficiente para financiar, por sí solo, el costo fiscal de un choque macroeconómico como el del 2009 o un desastre natural de fuerte intensidad (ver gráfico 40). En este contexto, sería prudente acelerar el ritmo de consolidación de la deuda pública, considerando que en los últimos años se viene registrando un incremento sustancial de ingresos, producto de los altos precios de exportación, y el Fondo de Estabilización Fiscal no ha recuperado su nivel registrado previo a la pandemia (de 2,4 por ciento del PBI en 2019 frente al 0,8 por ciento del PBI actual). Los choques señalados en la tabla del gráfico 40, revelan además la necesidad de fortalecer la estrategia financiera, de forma tal que permita

⁵⁰ Ganiko, G; Melgarejo, K; y Montoro, C. (2016) "How much is too much? The fiscal space in emerging market economies. Documento de Investigación No 002-2016. Los autores realizan la estimación utilizando datos de 26 economías emergentes para el periodo 2000-2015.

hacer frente a un nuevo choque de gran magnitud y que amortigüe un nuevo deterioro de la situación fiscal.

Gráfico N° 40: contingencias y sus costos fiscales (porcentaje del PBI)

Evento específico	Impacto económico (porcentaje del PBI)	Costo fiscal (porcentaje del PBI)
Fenómeno El Niño (1982-1983) ^{1/}	11,6	
Fenómeno El Niño (1997-1998) ^{1/}	6,2	
Fenómeno El Niño (2017)^{2/}	3,1	
Terremoto en Pisco (2007)	1,2	
Terremoto en Lima ^{3/}		5,0
COVID-19^{4/}		8,0
Demandas legales ^{5/}		8,7
Controversias internacionales ^{5/}		2,0
Asociaciones Público-Privadas ^{5/}		2,0
Crisis financiera externa (2009) ^{6/}		4,0

1/ Banco Internacional para la Reconstrucción y el Desarrollo (2016).

2/ Costos estimado a partir de los daños causados. Ver Reporte Técnico N° 002-2017.

3/ Estimación. Ver Morón y Cooper (2010) con relación al gasto que debería realizar el Gobierno para atender un evento catastrófico (sismo de grado VIII y tsunami en Lima).

4/ Estimación de las medidas de gasto público y alivio tributario. Ver Exposición de Motivos del PL 1763.

5/ Exposición máxima del MMM 2022-2025 (2021).

6/ Caída del resultado económico del SPNF registrado en 2009.

Elaboración: DEM-STCF.

Con relación a la calibración de parámetros para el mediano plazo, en el PL 1763 se propone restituir el límite de deuda de 30,0 por ciento del PBI, previsto en el MRTF-SPNF, a partir del año 2032. Al respecto, el límite de 30 por ciento del PBI fue establecido inicialmente como medida correctiva en la LFRTF⁵¹ (2013) y se estimó como el nivel en torno al cual oscilaría el ratio de deuda pública bajo diversos escenarios de tensión, considerando como escenario base las proyecciones elaboradas en esos años⁵². Posteriormente, este límite fue ratificado en el MRTF-SPNF (2016). En la Exposición de Motivos (EM) del Decreto Legislativo N° 1276, que estableció el MRTF-SPNF, se muestran los resultados obtenidos al realizar un ejercicio de simulación similar al que se hizo en 2013. No obstante, como se mencionó en su momento⁵³, los escenarios de tensión utilizados para la calibración de la regla de deuda en MRTF-SPNF fueron menos severos que los utilizados para la LFRTF.

Así, bajo el MRTF, el escenario de tensión para el crecimiento del PBI consideró una tasa de tan solo medio punto porcentual por debajo del crecimiento potencial estimado por el MEF para los años 2017-2021 (3,5 versus 4,0 por ciento⁵⁴), mientras que en el escenario de tensión utilizado para la elaboración de la LFRTF se consideraba una tasa de crecimiento menor en más de 2 puntos porcentuales que el potencial estimado en aquel entonces (4,0 versus 6,0 – 6,5 por ciento⁵⁵). Con relación al costo de financiamiento de la deuda, en el escenario de tensión del MRTF se consideró una tasa nominal de 6,1 por ciento, mientras que bajo el LFRT se consideraba

⁵¹ Ley de Fortalecimiento de la Responsabilidad Fiscal, publicada el 31 de octubre de 2013.

⁵² Exposición de Motivos del Proyecto de la LFRTF.

⁵³ Véase Reporte Técnico No 001-2017-CF.

⁵⁴ Véase Marco Macroeconómico Multianual (MMM) 2017-2019 y MMM 2017-2019 Revisado, elaborados en abril y agosto de 2016 respectivamente.

⁵⁵ En el MMM 2014-2016 elaborado en mayo de 2013, el MEF estimaba un crecimiento potencial entre 6,0 y 6,5 por ciento para el año 2013.

10 por ciento. Para el resultado primario del SPNF se consideró un superávit de 1 por ciento del PBI, aun cuando el MEF preveía déficits continuos durante los próximos tres años.

Estas limitaciones en la calibración de las reglas del MRTF no se subsanan en el PL 1763. La EM del PL 1763 considera, como escenarios de tensión, desvíos respecto a su escenario base para los años 2022-2024; sin embargo, como se mostró previamente, la consolidación fiscal propuesta es intensiva recién a partir de 2025. Adicionalmente, las magnitudes de los desvíos son, en algunos casos, más leves a los considerados en la LFRTF y en el MRTF. En particular, los escenarios de tensión consideran: i) una tasa de crecimiento del PBI 1,0 p.p. por año menor al previsto en el escenario base (3,6 por ciento en 2023 y 3,5 por ciento en 2024); ii) resultado primario 0,5 p.p. del PBI por año menor al escenario base (-1,0 por ciento en 2023 y 0,9 por ciento en 2024); iii) depreciación promedio de 10 por ciento promedio (0,3 por ciento en 2023 y 0,0 por ciento en 2024); y iv) choque combinado de los 3 choques descritos previamente, al más un incremento en 100 puntos básicos en la tasa de interés implícita de la deuda pública.

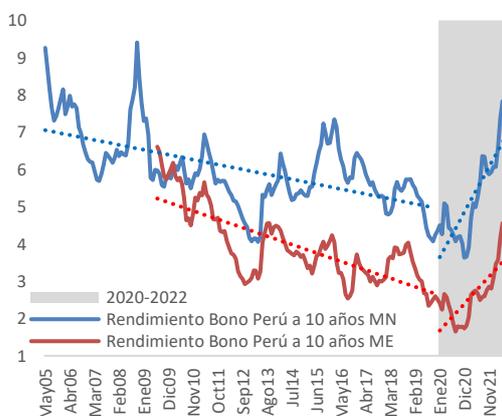
En adición a lo señalado previamente, la calibración de la regla de deuda pública propuesta en el PL 1763, considera un objetivo de convergencia de 29,8 por ciento del PBI en 2032, por lo que la restitución del límite de 30,0 por ciento del PBI en ese año llevaría a operar sin espacio fiscal. Considerando los costos fiscales que ha afrontado la economía peruana en los últimos años (ver gráfico 40), se requiere generar un espacio fiscal prudencial para realizar políticas fiscales contracíclicas, sin incumplir el límite de deuda de 30,0 por ciento del PBI.

Gráfico N° 41: cambio en las condiciones macrofiscales

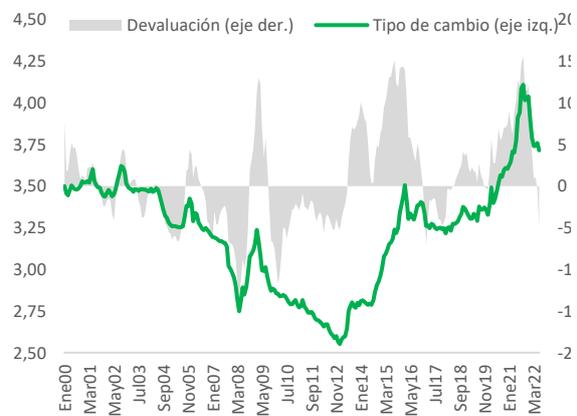
(A) Crecimiento del PBI



(B) Rendimiento del bono peruano



(C) Tipo de cambio y devaluación

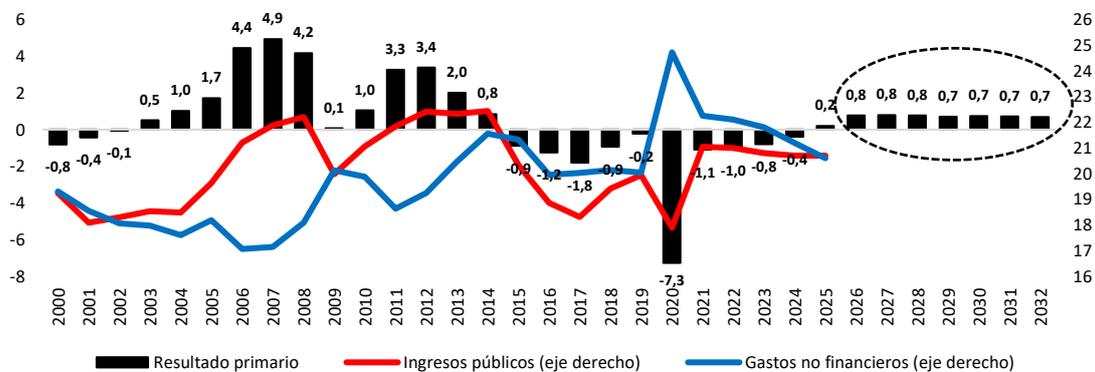


Fuente: BCRP y MEF. Elaboración DEM-STCF.

Desde la calibración del límite de deuda pública de 30,0 por ciento del PBI en 2013, la economía peruana ha pasado por dos choques adversos de considerable magnitud, como lo son el Fenómeno el Niño 2017 y la crisis del COVID-19, los cuales han dejado secuelas importantes en las finanzas públicas. Con respecto a 2013, la situación actual revela un menor crecimiento observado y potencial, expectativas de mayores tasas de interés, un tipo de cambio más elevado, un mayor acervo de la deuda pública y déficit fiscales en los próximos años (ver gráfico 41). Por los motivos señalados en esta sección y con el objetivo de contar con un marco fiscal sostenible en el mediano plazo, sería conveniente que la calibración de las reglas fiscales sea revisada.

El cumplimiento del compromiso de convergencia de la deuda pública a niveles inferiores a 30 por ciento del PBI, requerirá de estabilizar el déficit fiscal en 1,0 por ciento del PBI, mediante la generación de superávits primarios permanentes, en torno al 0,7 por ciento del PBI a partir del 2026 (ver gráfico 42). Al respecto, debe recordarse que desde 2015, el déficit fiscal ha superado consistentemente el límite de 1 por ciento del PBI (ver gráfico 37.A), mientras que la generación de superávits fiscales de la magnitud requerida se ha registrado únicamente en los años de alto crecimiento económico y elevados precios de materias primas de exportación. En se sentido, se considera que lograr el retorno a los parámetros originales de las reglas de resultado económico y deuda pública, requerirá un considerable esfuerzo fiscal que podría devenir en poco creíble si no se sientan las bases para asegurar el incremento de los ingresos fiscales permanentes y se toman las medidas para mantener bajo control los niveles de gasto público, a la par que se incremente su eficiencia.

Gráfico N° 42: consolidación fiscal 2026-2032



Fuente: MEF. Elaboración DEM-STCF.

III. CONCLUSIONES

El análisis de la DEM-STCF sobre el IAPM 2022-2025 concluye:

- ◆ Las perspectivas del IAPM sobre el escenario macroeconómico internacional son razonables. Estas reflejan un fuerte deterioro de las expectativas como consecuencia de la mayor inflación global, de un retiro más acelerado de los estímulos monetarios internacionales, y de la fuerte desaceleración de China en medio de una nueva ola de contagios.
- ◆ Respecto de las previsiones sobre los precios de materias primas, aunque los niveles considerados en el IAPM son menores que los esperados por distintos analistas, estas aún siguen siendo elevadas en comparación a los promedios históricos recientes. En ese sentido, pudieron haberse considerado supuestos aún más conservadores, sobre todo en un escenario internacional que enfrenta múltiples choques de forma simultánea.
- ◆ La tasa de crecimiento de la economía local prevista para 2022 presenta un sesgo optimista, y alcanzar la misma dependerá principalmente de evitar una caída de la inversión privada, en un contexto de deterioro persistente de las expectativas de los agentes económicos y de incremento de los conflictos sociales alrededor del sector minero, que vienen afectando la producción del sector.
- ◆ La proyección de crecimiento para el periodo 2023-2025, es consistente con el crecimiento potencial calculado previo a la crisis y con el crecimiento económico promedio del último quinquenio previo a la pandemia, y está en línea con una menor inversión privada proyectada y un escenario internacional adverso. Sin embargo, esta proyección no estaría considerando las secuelas de la pandemia y de los conflictos geopolíticos sobre el crecimiento potencial.
- ◆ Es indispensable crear las condiciones necesarias para evitar nuevas postergaciones en el inicio de construcción de un conjunto de proyectos mineros considerados en el IAPM, pues nuevos aplazamientos en estos proyectos llevarían a un ajuste a la baja del ritmo de actividad económica de mediano plazo.
- ◆ Respecto de las perspectivas fiscales, las mejores perspectivas sobre los ingresos fiscales del 2022 se explicarían por el incremento de los ingresos asociados a recursos naturales (IRRNN), los cuales se verían mermados por el costo fiscal de las exoneraciones tributarias del ISC a combustibles e IGV a alimentos y por el incremento de las devoluciones tributarias.
- ◆ Si bien los IRRNN se han revisado al alza por los mayores precios de exportación, las paralizaciones mineras por conflictos sociales constituyen una fuente de riesgo importante para la proyección de ingresos en el corto plazo.
- ◆ Los ingresos fiscales de mediano plazo, puede tener un sesgo optimista, puesto que depende de mantener los ingresos asociados a la minería en niveles estables, y de la reducción de las devoluciones tributarias por debajo de valores recientes.
- ◆ Las proyecciones de gasto de capital para 2022 del IAPM tendrían un sesgo optimista a la luz de los resultados de ejecución de la inversión pública en los primeros meses del año.
- ◆ En el mediano plazo, persiste el riesgo de sobrestimar la proyección de la FBK y subestimar la proyección del gasto corriente.
- ◆ Las presiones de gasto para el mediano plazo que podrían complicar el proceso de consolidación fiscal provienen principalmente de medidas propuestas por el Poder Legislativo tales como la Ley de la negociación colectiva, la Ley devolución del FONAVI, y la Ley por el pago de bonificación por preparación de clases de los docentes.

- ◆ Las previsiones para el déficit fiscal y para la deuda pública en el IAPM son más favorables respecto a las contempladas en el MMM, explicadas principalmente por una mayor previsión de ingresos.
- ◆ Sobre la deuda pública destaca una reducción en 2022 respecto al 2021 como porcentaje del PBI. Esto dependerá de un menor tipo de cambio y del crecimiento económico, en un contexto de mayor inflación. En el mediano y largo plazo continuar con la reducción de la deuda dependerá de la generación de superávit primario.
- ◆ La recuperación de las fortalezas fiscales, tanto a través de mayores activos como de menores pasivos, dependerá de la capacidad del hacedor de política para generar superávit de forma permanente.
- ◆ Las finanzas públicas no están libres de la materialización de riesgos fiscales. Por el frente interno en el corto plazo existe la posibilidad de un mayor deterioro de las expectativas que conlleve a una contracción de la inversión privada y, por tanto, el PBI.
- ◆ En el mediano y largo plazo destacan presiones de gasto y una reversión de los ingresos hacia niveles cercanos a los registrados previo a la COVID-19. De materializarse estos riesgos, la deuda adquiriría una tendencia creciente.
- ◆ Finalmente, resalta que, como consecuencia de la emisión de deuda externa para financiar el déficit entre los años 2020 y 2021, la exposición a riesgo cambiario se ha incrementado. En ese sentido, luego de la crisis de la COVID-19, la deuda pública peruana es más sensible a la materialización de choques devaluatorios.

Del mismo modo el análisis de la DEM-STCF sobre el Proyecto de Ley N° 1763-2021/PE concluye:

- ◆ La propuesta del PL soluciona el problema de inconsistencia temporal entre las proyecciones oficiales y las reglas fiscales causado por el incremento significativo de los niveles de déficit fiscal y de deuda pública durante la crisis de la COVID-19, pues en adelante las proyecciones del MMM podrán ser consistentes con el cumplimiento de las reglas vigentes. Sin embargo, la restitución del límite de deuda de 30,0 por ciento a partir del 2032 podría llevar a que se genere nuevamente este problema.
- ◆ Con relación a la regla de deuda pública, el límite de 38 por ciento del PBI para el corto plazo es consistente con el umbral de deuda, estimado previo a la crisis, a partir del cual se comprometería la sostenibilidad fiscal de la economía peruana. No obstante, dicho umbral debe reestimarse a la luz del reciente deterioro de la situación de las finanzas públicas.
- ◆ La calibración de la regla de deuda pública propuesta en el PL 1763, considera un objetivo de convergencia de 29,8 por ciento del PBI en 2032, por lo que la restitución del límite de 30,0 por ciento del PBI en ese año llevaría a operar sin espacio fiscal.
- ◆ Dicho espacio fiscal sería insuficiente para financiar, por sí solo, el costo fiscal de un choque macroeconómico de considerable magnitud (crisis internacional o desastre natural). Por ello, sería prudente acelerar el ritmo de consolidación de la deuda pública, considerando que en los últimos años se viene registrando un incremento sustancial de ingresos, producto de los altos precios de exportación, y el Fondo de Estabilización Fiscal no ha recuperado su nivel registrado previo a la pandemia.
- ◆ El cumplimiento del compromiso de convergencia de la deuda pública a niveles inferiores a 30 por ciento del PBI, requerirá de un considerable esfuerzo fiscal que podría devenir en poco creíble si no se sientan las bases para asegurar el incremento de los ingresos fiscales permanentes.