

Opinión del Consejo Fiscal sobre el Marco Macroeconómico Multianual 2023-2026

Nota aclaratoria*

En cumplimiento del artículo 13° del Decreto Legislativo N° 1276, el 15 de agosto de 2022 el Consejo Fiscal (CF) remitió al Ministerio de Economía y Finanzas (MEF), el Informe N° 04-2022-CF, el cual contiene su opinión colegiada sobre el proyecto de Marco Macroeconómico Multianual 2023-2026 (MMM) recibido el 31 de julio de 2022.

El MMM publicado el 25 de agosto de 2022 presenta cambios respecto al proyecto de MMM (ver resumen en el Anexo del presente documento). A continuación, se presentan comentarios adicionales sobre los principales cambios realizados.

1. Las previsiones de crecimiento económico se han revisado al alza, principalmente para los años 2022 y 2023, sustentado en un plan de reactivación el cual va a ser detallado en las próximas semanas. Ante esto, el CF reafirma que las proyecciones de crecimiento económico del MMM presentan un sesgo optimista.
2. Consecuencia del anunciado plan de reactivación económica, se prevé un mayor nivel de gasto público y un mayor déficit fiscal para el 2022. Esta decisión de política económica contrasta con lo opinado por el CF, en el sentido de que mayores recursos fiscales, provenientes principalmente de los altos precios de los commodities, deberían focalizarse en restituir las fortalezas fiscales mermadas para atender los efectos de la pandemia, y en acelerar el proceso de consolidación fiscal. Dicho proceso, según las proyecciones del MMM, traslada la mayor responsabilidad de reducir y mantener el déficit fiscal a la próxima administración de gobierno. Además, el CF considera que la decisión de aplicar una política fiscal expansiva con el objetivo de impulsar el crecimiento económico de corto plazo deberá ser sustentada adecuadamente para evitar efectos no deseados sobre la inflación.
3. En el MMM publicado se ha incluido una respuesta a la opinión del CF sobre el proyecto de MMM. El CF saluda esta práctica pues, independientemente de las opiniones divergentes que se puedan tener, enriquece el debate técnico y fortalece la institucionalidad fiscal.

A continuación, se comparte en su integridad el Informe N° 04-2022-CF, el cual también ha sido adjuntado en el MMM publicado por el MEF.

* El Consejo Fiscal considera importante añadir la siguiente nota aclaratoria a su Informe N° 04-2022-CF debido a que el Marco Macroeconómico Multianual 2023-2026 publicado en el diario oficial El Peruano, el 25 de agosto de 2022, contiene diferencias respecto del proyecto de MMM remitido al CF para su opinión previa.

Informe N° 04-2022-CF

Opinión del Consejo Fiscal sobre el proyecto de Marco Macroeconómico Multianual 2023-2026

El presente informe contiene la opinión colegiada del Consejo Fiscal (CF) sobre el proyecto de Marco Macroeconómico Multianual 2023-2026 (MMM). Esta opinión se emite en cumplimiento del artículo 13° del Decreto Legislativo N° 1276 que aprueba el Marco de Responsabilidad y Transparencia Fiscal del Sector Público No Financiero (MRTF-SPNF), el Decreto Supremo N° 150-2017-EF que aprueba el Reglamento del MRTF-SPNF, y el Decreto Supremo N° 287-2015-EF por el que se establecen disposiciones para la implementación y funcionamiento del CF.

La opinión del CF se basa en la versión del MMM remitida el 31 de julio de 2022 por el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF), mediante Oficio N° 997-2022-EF/10.01, y en la información complementaria proporcionada por el MEF hasta el 4 de agosto de 2022.

1. Contenido del proyecto de Marco Macroeconómico Multianual 2023-2026

Escenario macroeconómico internacional y local

El MMM contempla un deterioro significativo en las **perspectivas económicas internacionales** respecto de las previstas en el Informe de Actualización de Proyecciones Macroeconómicas 2022-2025 (IAPM)¹. El crecimiento económico global para 2022 y 2023 ha sido revisado de 3,6 a 2,9, para ambos años, como consecuencia de la persistencia de choques negativos y mayores riesgos a la baja, entre los cuales destacan: las continuas disrupciones de oferta global, los precios elevados de la energía y alimentos, y las políticas monetarias más restrictivas para contener las presiones inflacionarias.

Asimismo, en el MMM se espera que el crecimiento mundial de mediano plazo (2024-2026) se ubique en torno a 3,0 por ciento (IAPM: 3,3 por ciento para el periodo 2024-2025), en un contexto de constantes ajustes a la baja en las perspectivas para economías de importancia global como Estados Unidos y China.

Con relación a los precios de los principales productos de exportación, y en un contexto de elevada volatilidad y mayores riesgos de recesión o desaceleración mundial, para 2022 el MMM contempla una revisión a la baja en los precios promedio del cobre (de €US\$/lb. 420 a €US\$/lb. 390), y del oro (de US\$ 1 835 por onza troy a US\$ 1 820 por onza troy). Sin embargo, las mejores perspectivas para el zinc, plomo, gas natural y los componentes asociados a los productos no tradicionales compensarían este deterioro, llevando al índice de precios de exportación (IPX) a crecer un 3,2 por ciento en 2022. Por su parte, tras el aumento de la cotización del petróleo en un escenario de altas tasas de inflación global y problemas en el suministro por las sanciones comerciales derivadas del conflicto Rusia-Ucrania, se prevé que el índice de precios de importación (IPM) crezca un 13,8 por ciento. Estas proyecciones se traducen en un mayor retroceso de los términos de intercambio (Tdi), los cuales caerían en un 9,3 por ciento en 2022 (IAPM: -6,9 por ciento).

¹ Publicado por el MEF en abril de 2022.

Para 2023, se prevé una caída de 1,9 por ciento en los TdI, sustentada principalmente en el ajuste del precio del cobre a €US\$/lb. 340 (IAPM: €US\$/lb. 390). Asimismo, se espera que en el mediano plazo (2024-2026) los TdI se estabilicen en torno a un crecimiento nulo, en línea con una gradual disipación de los efectos de la crisis energética, la normalización de la demanda global y la mayor producción minera.

Respecto a la **actividad económica local**, el MMM contempla un crecimiento del PBI de 3,1 por ciento para 2022, menor al 3,6 por ciento previsto en el IAPM, explicado principalmente por los efectos negativos de los conflictos sociales sobre la producción minera y las condiciones externas menos favorables. Cabe indicar que durante el primer semestre de 2022, el PBI creció 3,5 por ciento respecto de similar periodo del año pasado, por lo que en el segundo semestre deberá crecer en torno a 2,9 por ciento para que se cumpla el estimado del MMM. En 2023, el crecimiento del PBI se aceleraría a un 3,4 por ciento, sustentado principalmente por una mayor producción cuprífera, la normalización de las actividades económicas afectadas por la pandemia, sobre todo las vinculadas al sector turismo y la recuperación de la demanda interna en un escenario de disipación de las presiones inflacionarias. Es importante resaltar que en el MMM se estima que las condiciones externas menos favorables² restarán aproximadamente entre 0,2 y 0,3 puntos porcentuales (p.p.) al crecimiento promedio del PBI del Perú entre 2022 y 2023, respecto de lo estimado en el IAPM.

Para los años 2024-2026, se proyecta un crecimiento económico promedio de 3,2 por ciento, convergiendo al nivel potencial de la economía calculado antes de la pandemia de la COVID-19. En este periodo el crecimiento se explica, principalmente, por el impulso del gasto privado, mayores exportaciones tradicionales (principalmente de cobre) y medidas como el impulso a la implementación del Plan Nacional de Infraestructura para la Competitividad y el Plan Nacional de Competitividad y Productividad, que buscan promover la competitividad y productividad de la economía en el mediano y largo plazo.

Escenario fiscal

En 2022, los **ingresos del Gobierno General (IGG)** crecerían en un 2,5 por ciento en términos reales hasta alcanzar un 21,4 por ciento del PBI (IAPM: 21,0 por ciento del PBI), explicado principalmente por el incremento de los precios de materias primas de exportación durante el primer semestre del año y por las medidas para combatir la evasión y elusión tributaria dictaminadas desde 2017. El crecimiento de los ingresos durante el segundo semestre del 2022 se vería atenuado por un entorno internacional menos favorable y por el efecto estadístico generado por el registro de ingresos extraordinarios en 2021³.

En 2023, los IGG disminuirían en 1,2 por ciento real y registrarían 20,5 por ciento del PBI, explicado por la reducción de los precios de materias primas de exportación, pero atenuado por una mayor previsión de ingresos no asociados a recursos naturales (INORRNN) producto del crecimiento económico previsto para ese año (3,4 por ciento) y del fortalecimiento de la base tributaria, consecuencia de las medidas para combatir la evasión y elusión tributaria.

Para los años 2024-2026, los IGG crecerían en promedio 3,2 por ciento y registrarían 20,6 por ciento del PBI en 2026. Los ingresos asociados a recursos naturales (IRRNN) disminuirían de 3,0

² Menor dinamismo de la demanda externa, ajuste de precios de las materias primas e incremento de la inflación.

³ Correspondientes al pago de deudas del sector minería por 0,5 por ciento del PBI.

por ciento del PBI en 2022 a 1,8 por ciento del PBI en 2026, debido a la corrección de los precios de exportación (principalmente el precio de cobre). En contraste, los INORRNN se incrementarían de 18,4 por ciento del PBI en 2022 a 18,7 por ciento del PBI en 2026, producto del crecimiento económico y de las medidas para combatir la evasión y elusión tributaria.

Por su parte, en el MMM se estima que los **gastos no financieros del Gobierno General (GNF-GG)** crecerían en un 0,1 por ciento real en 2022 y registrarían un nivel de 22,0 por ciento del PBI. El gasto corriente se reduciría un 2,7 por ciento real, en un contexto de retiro gradual de las principales medidas aprobadas por la pandemia^{4,5}, lo cual sería atenuado por el mayor dinamismo de la formación bruta de capital (FBK) previsto para el 2S2022⁶.

A partir de 2023, se prevé una reducción gradual de los GNF-GG, como porcentaje del PBI, consistente con el cumplimiento de la regla de déficit fiscal. Por ello, entre 2023 y 2026, el GNF-GG crecería en promedio 0,6 por ciento real. Hacia 2026, los GNF-GG convergerían a 20,0 por ciento del PBI, similar al nivel observado durante el periodo prepandemia (promedio 2016-2019: 19,9 por ciento del PBI). El ajuste del GNF-GG estaría centrado en el gasto corriente, el cual se reducirá de 15,9 por ciento del PBI en 2023 a 14,2 por ciento del PBI en 2026, explicado por un crecimiento modesto en el rubro remuneraciones⁷ y una reducción esperada del gasto en transferencias ante la disipación de las medidas de gasto temporales aprobadas para enfrentar la emergencia sanitaria y el incremento de los precios⁸. Esto sería atenuado por un mayor impulso de la FBK que registraría un crecimiento promedio de 7,0 por ciento real en este periodo, pasando de un nivel de 4,7 por ciento del PBI en 2023 a 5,3 por ciento del PBI en 2026.

Con relación al **déficit fiscal del SPNF**, en 2022 este continuaría reduciéndose hasta alcanzar 2,2 por ciento del PBI, cifra inferior en 0,3 p.p. del PBI respecto del valor observado en 2021 y a lo previsto en el IAPM para 2022 (2,5 por ciento del PBI en ambos casos). En 2023 el déficit fiscal se incrementaría a un 2,4 por ciento del PBI, explicado por una reducción de los ingresos superior a la reducción del gasto. En los siguientes años, el déficit fiscal retomaría su senda decreciente hasta converger a 1,0 por ciento del PBI, acorde con el cumplimiento de las reglas fiscales establecidas en la *“Ley que dispone la adecuación a las reglas macrofiscales para el Sector Público no Financiero, al contexto de reactivación de la economía”* (Ley N° 31541). Así, el déficit fiscal previsto en el MMM para los años 2023, 2024, 2025, y 2026 sería de 2,4, 2,0, 1,5 y 1,0 por ciento del PBI, respectivamente, cifras iguales a los límites definidos en la mencionada ley.

⁴ A julio de 2022, el presupuesto asignado a la atención de la emergencia sanitaria asciende a S/ 13 mil millones (1,4 por ciento del PBI). Durante 2021, el gasto para ese fin ascendió a S/ 24 mil millones (3,2 por ciento del PBI).

⁵ Aunque esto sería compensado parcialmente por el mayor gasto asociado a medidas temporales para mitigar el costo de la inflación en la población. Entre estas destacan: (i) mayores subsidios a través del Fondo de Estabilización de Precios de Combustible, (ii) la entrega de una subvención extraordinaria adicional a usuarios de programas sociales, así como de un nuevo bono focalizado a la población más vulnerable, (iii) compras públicas de fertilizantes y entrega de un bono a productores agrícolas, y (iv) la adquisición de alimentos para las ollas comunes.

⁶ En 2022, se espera que la FBK crezca en 8,5 por ciento real. Al primer semestre esta cayó en 3,7 por ciento real, por lo que, para alcanzar la cifra del MMM, la FBK deberá crecer 16,4 por ciento real en el segundo semestre.

⁷ Entre 2023 y 2026, las remuneraciones registrarían un crecimiento neutro en términos reales, lo que representa un incremento de S/ 1,9 mil millones anuales, menor al incremento promedio histórico que se ha registrado entre 2010 y 2019 (S/ 2,9 mil millones anuales).

⁸ Entre 2023 y 2026, transferencias caerían a un ritmo promedio de 8,9 por ciento real, retornando a un nivel de gasto de S/ 27,0 mil millones en 2026, muy similar al gasto en transferencias que se tuvo en 2021 neto de medidas para enfrentar la pandemia (S/ 26,7 mil millones).

En cuanto a la **deuda pública bruta**, se espera que en 2022 se reduzca a 34,5 por ciento del PBI, 1,4 p.p. del PBI por debajo de lo registrado en 2021 (35,9 por ciento del PBI). Para el período 2023-2026, la deuda pública mantendría una tendencia decreciente hasta alcanzar 32,5 por ciento del PBI. La reducción de la deuda estaría explicada en el corto plazo por factores macroeconómicos y de manejo financiero⁹, y en el mediano plazo por la generación de superávits primarios¹⁰. Bajo el supuesto de que el déficit fiscal se mantiene en 1,0 del PBI, la deuda continuaría reduciéndose hasta alcanzar 29,5 por ciento del PBI en 2032; 0,5 p.p. del PBI por debajo del límite establecido por la regla fiscal para dicho año y en adelante¹¹.

Sobre el nivel de **endeudamiento neto**, en el MMM se prevé mantener una deuda neta de 21,8 por ciento del PBI en 2022, igual al nivel registrado en 2021. Considerando que no habría factores que propicien una nueva acumulación de activos, y a pesar de la reducción en el nivel de endeudamiento bruto, se espera un incremento moderado de la deuda neta hacia 2026, la cual registraría un valor de 23,2 por ciento del PBI en dicho año.

Finalmente, en el MMM se presenta una evaluación de **riesgos macrofiscales** dividida en 3 subsecciones. La primera subsección presenta la sensibilidad de la deuda pública ante distintos choques macrofiscales durante 2022-2024, entre los cuales resalta que una devaluación cambiaria de 10 por ciento anual elevaría la deuda hacia niveles en torno al 39 por ciento del PBI. La segunda subsección analiza riesgos fiscales específicos relacionados a la exposición del SPNF a pasivos contingentes como procesos judiciales, garantías asociadas al programa Reactiva Perú¹² y desastres naturales. De la segunda subsección resalta que, ante la materialización de la exposición máxima de los pasivos contingentes explícitos, evento de muy baja probabilidad, la deuda se estabilizaría en torno a 45 por ciento del PBI¹³. Por último, la tercera subsección evalúa riesgos estructurales asociados a la composición de los ingresos fiscales, la rigidez e ineficiencia del gasto público, y la exposición de la deuda pública a riesgos de tasa de interés, de refinanciamiento y de tipo de cambio.

2. Opinión del Consejo Fiscal

Escenario macroeconómico

El **contexto macroeconómico internacional** actual es de elevada volatilidad y deterioro. La confluencia entre la desaceleración del crecimiento global, la fuerte caída de los términos de intercambio y el significativo incremento de las tasas de interés a nivel mundial, configura un

⁹ Los factores macroeconómicos que contribuyen a reducir la deuda entre 2022 y 2024 se resumen en un costo de financiamiento real (promedio de 0,6 por ciento) inferior al crecimiento económico (promedio de 3,3 por ciento) consecuencia de una mayor inflación del deflactor del PBI (promedio de 4,3 por ciento). Los factores asociados al manejo financiero se explican por el uso de prefinanciamientos y otros activos por 0,3, 1,0 y 0,4 por ciento del PBI en 2022, 2023 y 2024.

¹⁰ En 2025 la generación de superávit primario aportaría a reducir la deuda en 0,2 p.p. del PBI, mientras que en 2026 aportaría a una reducción de 0,7 p.p. del PBI.

¹¹ Bajo el mismo supuesto de déficit fiscal, la deuda pública mantendría su tendencia decreciente en el largo plazo, registrando niveles de 28,3, 26,5 y 24,1 por ciento del PBI para los años 2035, 2040 y 2050, respectivamente.

¹² La pérdida máxima esperada como resultado de otorgar garantías en el marco de la pandemia de la COVID-19 es de aproximadamente S/ 4 837 millones. Esta cifra es inferior a la contemplada en el MMM 2022-2025 (S/ 8 476 millones) y el MMM 2021-2024 (alrededor de S/ 15 000 millones).

¹³ En cambio, la materialización esperada tendría un efecto menor, incrementando la deuda 2022-2030 en 1,4 p.p. del PBI.

panorama externo sumamente desfavorable, en particular para una economía pequeña, abierta y exportadora de *commodities* como la peruana¹⁴.

En este contexto, si bien la revisión a la baja del crecimiento global en el corto y mediano plazo es consistente con los múltiples choques negativos que viene sufriendo la economía mundial, el CF considera que existen factores externos, con probabilidad de materialización elevada, que podrían agravar el deterioro del panorama internacional planteado en el MMM, tales como: (i) el incremento de las sanciones por el conflicto en Ucrania; (ii) una mayor corrección a la baja en los precios de metales industriales; y, (iii) la persistencia de presiones inflacionarias y mayores tasas de interés. Según el Fondo Monetario Internacional (WEO, 2022), bajo un escenario adverso de este tipo, el crecimiento mundial podría caer en alrededor de 0,6 p.p. en 2022 y 0,9 p.p. en 2023, respectivamente, por debajo de sus estimaciones base¹⁵.

Con relación a los precios de las materias primas, el CF considera razonable la revisión a la baja en el precio del cobre y oro para el corto plazo. Esta revisión es consistente con lo observado en el segundo trimestre de 2022, cuando los precios de los minerales profundizaron la tendencia a la baja, en un escenario económico mundial dominado por la alta inflación y el riesgo de recesión. En el mediano plazo (2024-2026), si bien las previsiones del MMM se encuentran por debajo del consenso de mercado y se sustentan en un componente de demanda estructural impulsado por proyectos de infraestructura verde y transformación vehicular, es preciso destacar que estas proyecciones aún se ubican significativamente por encima de los promedios históricos recientes¹⁶. En ese sentido, y dado el escenario de elevada volatilidad y múltiples riesgos macroeconómicos, el CF considera que, en el horizonte de proyección, los precios de exportación podrían revertir a niveles más bajos que los previstos, por lo cual recomienda prudencia en torno a las previsiones de mediano plazo.

En cuanto al **escenario económico local**, el CF observa que las proyecciones de crecimiento del PBI planteadas en el MMM para 2022 (3,1 por ciento) y principalmente para 2023 (3,4 por

¹⁴ Existen diversos canales de transmisión que se han documentado en la literatura, entre los más relevantes se puede mencionar: (i) el canal comercial, vía la demanda de los socios comerciales; (ii) el canal de los términos de intercambio, por modificaciones importantes en los precios de productos que exportamos y pueden afectar las decisiones de inversión sobre todo en sectores que sufren mayores alteraciones de precios; (iii) el canal del tipo de cambio real, que afecta la competitividad relativa de economías pequeñas y abiertas; y, (iv) el canal financiero, dado que cambios en la tasa de interés conllevan modificaciones en los costos de financiamiento y en los flujos de capitales hacia economías más estables, que finalmente impactan sobre la inversión privada. Para mayor detalle se recomienda revisar a: (i) Nolzco, J. L., Lengua Lafosse, P. and Céspedes, N. (2016). Contribución de los choques externos en el crecimiento económico del Perú: un modelo semiestructural. Documento de Trabajo 2016-006. Banco Central de Reserva del Perú. (ii) Osterholm, P. and Zettelmeyer, J. (2007). The Effect of External Conditions on Growth in Latin America. IMF Staff Papers 55(4), 595-623. (iii) World Bank (2016). Global Economic Prospects: Spillovers Amid Weak Growth. A World Bank Group Flagship Report, entre otros.

¹⁵ El FMI, en su reporte World Economic Outlook (julio de 2022), proyecta un escenario base con un crecimiento para la economía mundial de 3,2 por ciento para 2022 y de 2,9 por ciento para 2023.

¹⁶ En el caso del cobre, el MMM contempla un precio de mediano plazo de cUS\$/lb. 332, superior a los promedios históricos de los periodos 2000-2019 (cUS\$/lb. 242) y 2010-19 (cUS\$/lb. 307).

ciento), tienen un sesgo optimista que hace que las mismas superen a las proyecciones de otros analistas e instituciones^{17, 18}. Dicho optimismo se debe a los siguientes factores:

- (i) las magnitudes de los ajustes en las proyecciones sobre la economía internacional no serían consistentes con las correcciones a la baja en el crecimiento local, por lo que se estaría subestimando el impacto negativo de los choques externos;
- (ii) múltiples choques internos que no se estarían considerando en el MMM como los impactos sobre la inversión privada del deterioro de las expectativas de los agentes económicos en un contexto de elevada inestabilidad política y de medidas laborales anti-inversión, los impactos desfavorables del incremento de la inflación sobre el consumo privado, el menor impulso fiscal por parte de los gobiernos subnacionales ante cambio de autoridades locales y regionales, entre otros; y,
- (iii) riesgos latentes que podrían materializarse si es que no se reconocen y no se toman medidas urgentes para contenerlos, tales como la conflictividad minera y los retrasos en el cronograma y menores montos de ejecución de proyectos de inversión minera y de infraestructura.

Sobre el punto (i), las condiciones externas han venido empeorando en los últimos meses, y se espera que 2023 sea un año de mayor deterioro¹⁹. Al respecto, la evidencia histórica y empírica muestra que condiciones externas desfavorables²⁰ producen el deterioro de un conjunto de variables macroeconómicas domésticas²¹. De este modo, según estimaciones de la Dirección de Estudios Macrofiscales de la Secretaría Técnica del Consejo Fiscal (DEM-STCF), las correcciones realizadas en los supuestos internacionales del MMM restarían entre 0,5 y 1,0 p.p. al crecimiento del PBI peruano entre el 2022 y 2023²² respecto de las previsiones del IAPM (mayor efecto negativo que el previsto en el MMM: entre 0,2 y 0,3 p.p.). Por ello, el CF reitera la necesidad de analizar con mayor detalle el efecto de los factores externos sobre la economía peruana.

¹⁷ Proyecciones de crecimiento del PBI para 2022 y 2023: BCRP (jun-22): 3,1% y 3,2%; Banco Mundial (jun-22): 3,0% y 2,9%; FMI (jul-22): 2,8% y 3,0%; BBVA (jul-22): 2,0% y 2,8%; BCP (jul-22): 2,5% y 2,0%; LatinFocus (ago-22): 2,6% y 2,5%; JP Morgan (ago-22): 2,6% y 2,5%, respectivamente.

¹⁸ Proyecciones de crecimiento de la inversión privada para 2022 y 2023: MMM (ago-22): 0,0% y 2,0%; BCRP (jun-22): 0,0% y 2,0%; BCP (jul-22): -0,5% y 1,0%; BBVA (jul-22): -1,5% y 0,1%; LatinFocus (ago-22): -1,5% y 0,8%, respectivamente.

¹⁹ En adición a lo previsto por el FMI (ver nota al pie de página 15), LatinFocus (ago-22) también espera una desaceleración de la economía mundial en 2023 (2022: 3,0%; 2023: 2,7%).

²⁰ Reducción del crecimiento de socios comerciales y la caída en los precios de exportación, en un contexto de elevadas tasas de interés internacionales.

²¹ Así, según Rodríguez y Vassallo (2021), cerca del 65% de la variabilidad del crecimiento de la economía peruana se explicaría por las condiciones internacionales. Este resultado se obtuvo en base a las estimaciones de la descomposición de varianza del error de predicción y la descomposición histórica para finales de 2019 (Rodríguez, G. y Vassallo, R. (2021). Impacto de choques externos sobre la economía peruana: aplicación empírica usando modelos TVP-VAR-SV. Documento de investigación N° 001-2021, Consejo Fiscal del Perú). Asimismo, Mendoza y Collantes Goicochea (2018), encuentran una influencia dominante de los factores externos en la evolución de la inversión privada en el caso peruano (Mendoza, W. and Collantes Goicochea, E. (2018). The Determinants of Private Investment in a Mining Export Economy. Peru: 1997-2017. Documento de trabajo N° 463, Pontificia Universidad Católica del Perú).

²² Para estos cálculos se consideraron, por un lado, las correcciones a la baja en el crecimiento de los principales socios comerciales (China y Estados Unidos) y en el precio de materias; y por otro, las elasticidades a un año estimadas por Rodríguez y Vassallo (2021).

Sobre el punto (ii), hay un grupo de factores internos que no habrían sido incluidos en el análisis del MMM sobre las proyecciones de 2023. En primer lugar, el CF nota que continúa el persistente deterioro de las expectativas de los agentes económicos²³ como resultado de la elevada incertidumbre por la inestabilidad política y por las medidas recientemente aprobadas por el Gobierno que añaden rigidez al mercado laboral²⁴; y considera que, si no se toman medidas concretas para revertir esta situación, podrían observarse caídas importantes en la inversión privada²⁵. En segundo lugar, los elevados niveles de inflación afectarán la capacidad adquisitiva de los consumidores y por ende al dinamismo del consumo privado²⁶. Finalmente, el 2023 será el primer año de nuevas autoridades locales y regionales, y podría registrarse una contracción en la inversión pública subnacional, tal como se ha observado en el pasado²⁷.

Sobre el punto (iii), el CF observa con preocupación un conjunto de riesgos latentes que, en caso de materializarse, podría afectar el crecimiento económico de corto y mediano plazo. Por un lado, las previsiones para la inversión privada son muy sensibles a proyectos mineros²⁸ y de infraestructura que han mostrado constantes retrasos y problemas de ejecución. Por ejemplo, el MMM considera que el proyecto minero Zafranal iniciará construcción en 2023; sin embargo, recientemente la empresa ha informado que recién iniciaría en 2024^{29, 30}. De igual manera, la línea 2 del Metro de Lima ha sufrido un conjunto de desfases y retrasos en su ejecución³¹. De esta manera, el CF considera que es indispensable crear las condiciones necesarias para garantizar que los nuevos proyectos mineros puedan iniciar operaciones en las fechas previstas y los proyectos de infraestructura ejecuten los montos establecidos. Por otro lado, los conflictos

²³ Según la encuesta de expectativas del BCRP (jul-2022), los índices de expectativas de inversión, de expectativas de la economía y de expectativas del sector a tres meses continúan en el tramo pesimista, por 16 meses consecutivos.

²⁴ Por ejemplo, medidas en materia laboral aprobadas recientemente, tales como el Decreto Supremo N° 014-2022-TR que modifica la ley de relaciones colectivas de trabajo, el Decreto Supremo 001-2022-TR que dispone restricciones en la terciarización de servicios laborales, entre otros.

²⁵ Al respecto, el CF reitera 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 de registrado el choque. Más aún, se encuentra evidencia de que en periodos recientes un choque de expectativas afectaría significativamente más (casi el doble) que el mismo choque hace 17 años. Para mayor detalle ver Recuadro N° 1 del [Reporte Técnico N° 004-2021-CF](#).

²⁶ Dicho deterioro se podría agravar junto al de la inversión privada ante un eventual endurecimiento, mayor al esperado, en las condiciones monetarias domésticas que se traduzca en una tasa de interés real de referencia (ex ante) por encima de la tasa neutral, calculada en torno a 1.5% real por el BCRP.

²⁷ Un hecho estilizado de las finanzas públicas subnacionales es la contracción de la formación bruta de capital que se registra durante el primer año de gobierno de nuevas autoridades. La inversión pública total cayó 11,2% en 2011, 6,9% en 2015 y 1,5% en 2019, primeros años con nuevos gobiernos locales y regionales. Para más detalle véase Jimenez et al. (2020). Local Public Investment Drivers in Peru. Pontificia Universidad Católica del Perú.

²⁸ En el MMM se indica que, entre el 2S2022 y 2023, los principales proyectos que iniciarían construcción son Chalcobamba Fase I (US\$ 130 millones), Corani (US\$ 579 millones), Zafranal (US\$ 1 263 millones), Magistral (US\$ 490 millones) y Río Seco (US\$ 410 millones), los cuales se encuentran en fases previas al inicio de construcción.

²⁹ Fuente: <https://bit.ly/3bSNNfC>.

³⁰ En el mismo sentido, a la fecha, existe incertidumbre sobre la continuación en la inversión de los proyectos San Gabriel y Yanacocha Sulfuros los cuales presentan retrasos en su cronograma por problemas de conflictividad social. Además, otros proyectos que podrían presentar retrasos en el inicio de su construcción son Chalcobamba Fase I, Corani, Magistral y Río Seco que tenían previsto iniciar entre 2022 y 2023 (para mayor detalle ver: <https://bit.ly/3pkJPj2>).

³¹ Al respecto, la Contraloría General de la República sostiene que, al 22 de julio de 2022, 11 infraestructuras asociadas a la Etapa 1B de la Línea 2 del Metro de Lima y Callao muestran un desfase en el inicio de obras de entre 18 y 23 meses, dilatando aún más la puesta en marcha de las operaciones. Ver Informe de Hito de Control N° 4071-2022-CG/APP-SCC (“Contrato de Concesión de la Línea 2 y Ramal Av. Faucett – Av. Gambetta de la Red Básica del Metro de Lima y Callao”).

mineros continúan siendo un riesgo interno latente importante³². Así, el CF vuelve a exhortar a las autoridades pertinentes a actuar con prontitud para solucionar los conflictos mineros y evitar nuevas paralizaciones y postergaciones que afecten la inversión y la producción minera.

En cuanto a la proyección de 3,2 por ciento de crecimiento del PBI para el periodo 2024-2026, el CF nota que es similar tanto al crecimiento potencial calculado previo a la crisis³³ como al promedio del periodo prepandemia (2015-2019). Sin embargo, el CF considera que alcanzar cifras de crecimiento superiores a 3,0 por ciento constituirá el mayor reto en materia económica para el mediano y largo plazo, debido a las secuelas estructurales que ha dejado la pandemia sobre la productividad laboral, producto de una menor acumulación de capital físico y humano³⁴. Además, dicha productividad se ve socavada por las medidas que están incrementando la rigidez en el mercado laboral³⁵ y por una elevada incertidumbre política y macroeconómica³⁶ que limita la acumulación de capital requerida para acelerar el crecimiento económico.

Además, el CF reitera que otros riesgos a la baja en las previsiones de mediano plazo derivan del hecho de que la inversión se sustente en proyectos mineros que han postergado continuamente su inicio de construcción³⁷. De esta manera, con el fin de sostener el crecimiento económico, el CF considera indispensable generar estrategias para lograr que dichos proyectos inicien operaciones de acuerdo con el cronograma establecido. Para ello, se requiere impulsar medidas concretas y urgentes para recuperar las expectativas de inversión y reducir la conflictividad social en torno a la minería, lo que se traduciría en mayores niveles de inversión y empleo.

Previsiones fiscales

La proyección de ingresos del Gobierno General para el 2023 se explica, según el MMM, por una contracción de los ingresos asociados a recursos naturales (IRRNN), debido a la revisión a la baja en el precio de cobre (de €US\$/lb 390 a €US\$/lb 340); mientras que los ingresos no asociados a recursos naturales (INORRN) se mantendrían estables por el crecimiento previsto de la economía y por el fortalecimiento de la base de tributaria. Al respecto, el CF considera que

³² Según cifras del *Reporte Mensual de Conflictos Sociales* de la Defensoría del Pueblo, durante el 2T2022 se registró un promedio de 80 conflictos mineros activos, mostrando una tendencia creciente respecto al promedio de periodos anteriores (1T2022: 66, 2021: 61, 2017-2019: 59).

³³ Para 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 (dic-2019).

³⁴ Ver Perspectivas de la Economía Mundial (informe WEO) del FMI, publicado en abril de 2022. Asimismo, ver *Global Economic Prospects* del Banco mundial, publicado en enero de 2022.

³⁵ Helpman and Itskhoki (2007) y Parello (2011) muestran, a partir de modelos teóricos, la relación negativa entre rigidez en el mercado laboral y el crecimiento de la productividad (ver: (i) Helpman, E. and Itskhoki, O. (2007). Labor Market Rigidities, Trade and Unemployment. NBER Working Paper. (ii) Parello, C. (2011). Labor market rigidity and productivity growth in a model of innovation-driven growth. Economic Modelling).

³⁶ La incertidumbre política y macroeconómica afecta significativamente la dinámica de la inversión privada de largo plazo (ver: (i) Jeong, B. (2002). Policy Uncertainty and Long-Run Investment and Output across Countries. International Economic Review. (ii) Leahy, J. V., & Whited, T. M. (1996). The Effect of Uncertainty on Investment: Some Stylized Facts. Journal of Money, Credit and Banking).

³⁷ 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. Con respecto al proyecto Pampas de Pongo, aún no tiene fecha de inicio de construcción según el último reporte del MINEM.

la proyección de ingresos para ese año presenta un riesgo a la baja derivado del supuesto de crecimiento económico utilizado para su elaboración, como se señaló anteriormente.

En cuanto a los ingresos fiscales de mediano plazo, el CF observa que la proyección se basa en un escenario macroeconómico favorable. Para el CF, dicho escenario está sujeto a múltiples riesgos a la baja que, de materializarse, podrían generar desbalances fiscales en el mediano plazo. Específicamente, con relación a los ingresos INORRNN de mediano plazo, el MMM muestra un crecimiento gradual (de 18,3 a 18,7 por ciento del PBI entre 2023 y 2026) explicado por un crecimiento económico de mediano plazo que se estabiliza en alrededor de 3,2 por ciento, menores devoluciones tributarias y por el efecto de las medidas orientadas a disminuir el incumplimiento tributario dictaminadas en años previos. Como se ha señalado anteriormente, el CF considera optimista el crecimiento económico de mediano plazo previsto en el MMM, lo cual hace que la proyección de ingresos de mediano plazo también sea optimista.

Respecto a las devoluciones tributarias, el CF reitera³⁸ que el supuesto utilizado (de 2,5 por ciento del PBI en 2023 a 2,1 por ciento del PBI en 2026) puede ser optimista, considerando que el inicio de producción de proyectos mineros podría generar un incremento de las devoluciones tributarias a favor de los exportadores. En este sentido, el CF sugiere analizar con mayor detalle dicho supuesto y enfatiza que, en el pasado reciente, errores de proyección en esta variable han generado desbalances fiscales que llegaron a representar hasta el 0,6 por ciento del PBI³⁹.

Sobre las medidas orientadas a disminuir el incumplimiento tributario, el CF destaca la disminución de la tasa de incumplimiento del IGV registrada durante 2021 (reducción de 9,6 p.p. de la recaudación potencial). Para el CF, el reto en los próximos años será reducir todavía más el nivel de incumplimiento del IGV que en 2021 registró un mínimo histórico⁴⁰, de forma tal que los buenos resultados respecto a este indicador representen un incremento de los ingresos fiscales permanentes⁴¹.

Con relación a los IRRNN de mediano plazo, el MMM muestra que los ingresos asociados al sector minería se mantendrían en niveles relativamente altos (1,2 por ciento del PBI en promedio para los años 2024-2026) debido a que el incremento previsto de la producción minera permitiría compensar los menores precios de minerales, especialmente el del cobre, que se mantendrían en niveles elevados. Al respecto, el CF nota que, a pesar de la corrección del precio de cobre para el mediano plazo (de $\text{C}\text{U}\text{S}\text{\$}/\text{lb}$. 365 del IAPM a $\text{C}\text{U}\text{S}\text{\$}/\text{lb}$. 332 en el MMM),

³⁸ Ver [Informe N° 02-2022-CF](#) que contiene Opinión del Consejo Fiscal sobre el Informe de Actualización de Proyecciones Macroeconómicas 2022-2025

³⁹ En promedio para los años 2002-2021, la proyección a 1 año de las devoluciones tributarias se subestimó en 0,2 por ciento del PBI, mientras que su proyección a dos años se subestimó en 0,3 por ciento del PBI. Para los años 2016 y 2017, las devoluciones tributarias se subestimaron en 0,5 y 0,6 por ciento del PBI, respectivamente.

⁴⁰ Un incumplimiento de 28 por ciento de la recaudación potencial, cifra similar a la registrada en el año 2014 (28,7 por ciento de la recaudación potencial). Reducciones mayores son un gran desafío, toda vez que la evasión tributaria suele aumentar cuando se desacelera la economía (como sucedió después de 2014) y que el probable efecto positivo de la implementación de los comprobantes electrónicos no brinde mayores ganancias puesto que ya se llegó al punto de utilización casi total en la economía formal.

⁴¹ No obstante, como menciona el FMI (2015), las estimaciones de las brechas de cumplimiento deben interpretarse y utilizarse con cuidado, y dado su nivel de imprecisión no deben ser interpretados como un indicador de desempeño. Asimismo, Gómez y Morán (2020) señalan que las estimaciones de incumplimiento tienen un grado de incertidumbre, por lo que no es aconsejable utilizar las estimaciones de evasión tributaria para evaluar el desempeño de corto plazo de la administración tributaria. Véase, FMI (2015) "Current Challenges in Revenue Mobilization: Improving Tax Compliance" y Gómez y Morán (2020) "Estrategias para abordar la evasión tributaria en América Latina y el Caribe".

su proyección resulta superior al promedio registrado entre los años 2005-2014 (€US\$/lb. 309), lo cual representa un escenario favorable para las finanzas públicas y permite sostener ingresos de naturaleza transitoria en niveles elevados. Considerando la relevancia presupuestal que tiene el precio del cobre y la incertidumbre inherente a una proyección a 4 años de una variable tan volátil, el CF sugiere que se tomen las previsiones necesarias en caso los precios de las cotizaciones se reduzcan en mayor medida que lo previsto en el MMM.

En línea con lo anterior, el CF resalta que entre los años 2011-2016, el precio del cobre registró una caída de 44,0 por ciento y generó una pérdida de ingresos mineros de 1,6 p.p. del PBI (de 1,9 por ciento del PBI en 2011 a 0,3 por ciento del PBI en 2016). En este contexto, el CF advierte que en un escenario de menores precios del cobre (€US\$/lb 220 en lugar de €US\$/lb 330) los ingresos mineros disminuirían en aproximadamente 0,7 p.p. del PBI (0,5 por ciento del PBI en lugar de 1,2 por ciento del PBI). En este escenario, se tendría que reformular el proceso de consolidación fiscal para cumplir las metas previstas en la Ley N° 31541⁴².

Respecto de **las proyecciones de gasto público**, el CF nota que la senda del GNF-GG propuesta en el MMM para el periodo 2023-2026 se ajusta al cumplimiento exacto de la regla fiscal del déficit prevista en la Ley N° 31541, tomando en cuenta la evolución de los ingresos fiscales. Esto implica que, a fin de evitar el incumplimiento de la nueva regla fiscal, cualquier incremento en el gasto por encima de lo previsto en el MMM, estará condicionado a un incremento en igual magnitud de los ingresos, una racionalización del gasto público en otros rubros, o una combinación de ambas herramientas.

En el mismo sentido, el CF advierte que una materialización de los riesgos que impliquen una reducción de los ingresos por debajo de lo previsto en el MMM haría que los gastos deban reducirse aún más. Considerando que en el MMM ya se prevén tasas de crecimiento del GNF-GG relativamente bajas, la necesidad de reducir aún más el gasto podría configurar una senda poco verosímil y generar presiones para relajar la regla de déficit fiscal a fin de permitir mayores niveles de gasto público⁴³, lo cual restaría predictibilidad y credibilidad en las finanzas públicas. Todo ello en un escenario de presiones de gasto que se comenta a continuación.

En cuanto a la composición del gasto propuesta en el MMM hacia 2026, el CF opina que es poco creíble y que está sujeta a riesgos que elevarían el gasto corriente y reducirían el gasto de capital. En efecto, respecto del gasto corriente, el CF advierte sobre un conjunto de presiones intensivas en gasto en personal y transferencias derivadas de normas y ofrecimientos impulsados tanto por el Poder Legislativo como por el Poder Ejecutivo, entre las que se encuentran: (i) la Ley de devolución de aportes del FONAVI⁴⁴, (ii) la Ley que dispone el pago de la bonificación por preparación de clases sin sentencia judicial⁴⁵, (iii) la Ley que dispone la continuidad de los

⁴² La Ley N° 31541 establece también que, a partir de 2032, la deuda pública no podrá superar el límite de 30 por ciento del PBI. Para cumplir ello, se estima que será necesario generar superávits primarios de 0,7 por ciento del PBI a partir del 2026. Para más detalle, véase [Informe N° 01-2022-CF](#) y [Reporte Técnico N° 01-2022-CF](#).

⁴³ En 2019, se emitió el Decreto de Urgencia N° 032-2019 (DU) que ampliaba el límite del déficit fiscal para 2021, de 1,0 a 1,8 por ciento del PBI, y posponía la consolidación fiscal hasta 2024 (en dicho año se alcanzaría un déficit fiscal de 1,0 por ciento del PBI). Según la exposición de motivos del DU, la ampliación del límite se sustentaba en: i) evitar un retiro abrupto del impulso fiscal en 2021, y ii) generar espacio fiscal para aumentar la inversión pública.

⁴⁴ Como se señaló en el [Comunicado N° 01-2022-CF](#) el MEF calcula que el costo fiscal de esta norma asciende a S/ 42 mil millones.

⁴⁵ La aplicación de esta norma tendría un costo fiscal asociado de aproximadamente S/ 42 mil millones, para mayor detalle ver el [Comunicado N° 03-2022-CF](#).

contratos CAS-COVID con pase a CAS regular⁴⁶, (iv) el anuncio de una política remunerativa para los docentes hacia el 2026⁴⁷, (v) el anuncio de una reforma al programa Pensión 65⁴⁸, y (vi) el aumento de las transferencias a la Caja de Pensiones Militar Policial⁴⁹. Por lo tanto, CF resalta la necesidad incluir criterios de responsabilidad fiscal en la aprobación de nuevas medidas de política económica.

Respecto al gasto de capital, el CF considera que presenta riesgos a la baja derivados de: (i) la sobrestimación del impacto que, tanto a corto como a mediano plazo, podrían tener las eventuales medidas que sustentan la proyección de la FBK^{50, 51}, (ii) el ciclo político asociado al primer año de gobierno de nuevas autoridades subnacionales en 2023, (iii) la culminación de los proyectos de la reconstrucción con cambios prevista para 2023, y (iv) la posibilidad de tener que ajustar la FBK a mediano plazo para cumplir con el proceso de consolidación fiscal⁵².

En ese sentido, si bien en el MMM se señala que las proyecciones de gasto se elaboran sobre un escenario base conservador, en el cual la composición del gasto es referencial⁵³, el CF opina que esta composición repite los sesgos observados en MMM anteriores, en donde se sobreestima las proyecciones de la FBK y se subestima las proyecciones del gasto corriente en el mediano plazo⁵⁴. Cabe indicar que la composición prevista del gasto público no es trivial debido a que ambos componentes del gasto (corriente y de capital) presentan multiplicadores fiscales distintos y con distinta incidencia a lo largo del tiempo⁵⁵. De esa manera, sesgos en las proyecciones oficiales del gasto público pueden afectar las expectativas de otros agentes

⁴⁶ El MEF estima que el costo de esta medida podría ascender a S/ 2,2 mil millones anuales a partir de 2023.

⁴⁷ Con esto se espera que la primera escala magisterial llegue a un piso salarial de 1 UIT en 2026, lo cual podría implicar un costo anual de hasta S/ 8,6 mil millones a partir de 2026.

⁴⁸ La reforma propone un incremento de las transferencias bimensuales a los beneficiarios de S/ 250 a S/ 400 y la reducción de la edad mínima a 60 años, el costo fiscal de esta reforma se estima en S/ 755 millones anuales según el Instituto Peruano de Economía.

⁴⁹ Entre 2017 y 2021, el monto que se transfería a la Caja se duplicó pasando de S/ 1,2 a S/ 2,4 mil millones, en parte debido a la aprobación de una ley que actualiza las pensiones, que fue observada por el Poder Ejecutivo pero aprobada por insistencia por el Congreso y recientemente avalada por el Tribunal Constitucional. Se espera que este gasto siga siendo significativo por algunos años más debido a que los aportes de los asegurados son insuficientes para financiar las crecientes obligaciones previsionales.

⁵⁰ Entre ellas destacan la aprobación de medidas administrativas para una mayor celeridad en la ejecución física de obras públicas, la ejecución de proyectos con mecanismos ágiles de ejecución y mediante mecanismos colaborativos, la reactivación de obras públicas paralizadas a nivel nacional, entre otros.

⁵¹ Entre 2023 y 2026 se espera que la FBK crezca a un ritmo promedio de 7,0 por ciento real, bastante superior al observado entre 2011 y 2018 (1,4 por ciento en real).

⁵² En Colombia, México y Chile se observó que, aun cuando se habían planeado inicialmente recortes en el gasto corriente, se tuvo que recurrir a recortes en el gasto de capital para cumplir con sus procesos de consolidación fiscal. Ver [Nota de Discusión N° 002-2019-CF/ST](#) – Episodios de consolidación fiscal: lecciones de la experiencia internacional.

⁵³ Según el MMM, la composición del gasto es referencial pues se determinará en la distribución que se definan en las leyes anuales de presupuesto, de acuerdo con objetivos priorizados (página 71).

⁵⁴ Como se señaló en el [Informe N° 02-2022-CF](#), se observó que en los MMM publicados en agosto entre 2013 y 2019, la proyección a dos y tres años de la FBK había sido sobrestimada en 1,3 y 1,6 p.p. del PBI, respectivamente. Por su parte, la proyección a dos y tres años del gasto corriente había sido subestimada en 0,7 y 0,8 p.p. del PBI, respectivamente. En estos cálculos no se consideran los años 2020 y 2021, ya que los efectos de la pandemia en el gasto público exacerbarían estos errores de manera significativa.

⁵⁵ Ver [Informe CF N° 002-2018](#) – Las finanzas públicas en el Perú: efectividad y sostenibilidad Informe anual 2017.

económicos sobre la evolución futura de la economía local. Además, aumentos sustanciales del gasto corriente podrían llevar a no cumplir con las reglas fiscales definidas para este rubro.

Finalmente, ante un contexto de consolidación fiscal centrado en el gasto corriente, el CF considera importante alertar que la materialización de las presiones de gasto antes señaladas agregarían mayores rigideces sobre el gasto corriente, comprometiendo el espacio fiscal disponible⁵⁶, y restando credibilidad al cumplimiento del proceso de consolidación. En ese sentido, y para este contexto particular, el CF reitera la necesidad de que se materialicen medidas concretas que incrementen la eficiencia del gasto público.

Sobre la proyección del **déficit fiscal**, el CF nota que la trayectoria planteada es consistente con el cumplimiento de reglas fiscales establecidas en la Ley N°31541, y, por tanto, la convergencia a 1,0 por ciento del PBI hacia el final del horizonte de proyección del MMM. Para 2023, el CF observa que la proyección de 2,4 por ciento del PBI representa un incremento de 0,2 p.p. del PBI respecto al año previo, explicado por una reducción de los gastos (0,6 p.p. del PBI) inferior a la reducción de los ingresos (0,9 p.p. del PBI). Al respecto, el CF resalta que la proyección del déficit fiscal 2023 sirve de referencia para la elaboración del presupuesto público de dicho año y que, al coincidir con el límite establecido en la nueva regla fiscal, presenta un riesgo de incumplimiento ante cualquier alteración de los supuestos macroeconómicos, afectándose la credibilidad de las reglas fiscales. Ante ello, el CF opina que hubiera sido conveniente proyectar un déficit menor en 2023, que permita absorber eventuales desviaciones de los supuestos, en un escenario de mayor incertidumbre.

Para el periodo 2024-2026 el CF observa que la reducción del déficit fiscal es más pronunciada y se explica principalmente por una reducción de los gastos (0,5 p.p. del PBI por año). El CF considera que la menor exigencia en la reducción del déficit para 2023 se traslada a una mayor exigencia en años posteriores y advierte que ello puede devengar en un problema de inconsistencia temporal, pues la obligación de reducir el déficit fiscal, y mantenerlo por debajo de 1,0 por ciento del PBI, recaería principalmente sobre el próximo gobierno. Como se mencionó anteriormente, el CF considera necesario un mayor esfuerzo de consolidación en el corto plazo, con el objetivo facilitar la consolidación fiscal al 2026⁵⁷. Asimismo, la necesidad de este esfuerzo resulta incluso más importante considerando el riesgo de incumplimiento inherente a una proyección del déficit fiscal de mediano plazo coincidente con su límite legal.

Con relación a la proyección de la **deuda bruta** entre 2022 y 2026, el CF nota una reducción en la trayectoria de endeudamiento respecto al IAPM⁵⁸. Sin embargo, se advierte que la mayor parte de esta reducción se explica por un deflactor del PBI más elevado⁵⁹, debido a que mayores niveles de inflación reducen el tamaño de la deuda pública como porcentaje del PBI nominal. El CF sugiere tomar con prudencia la evolución positiva que tendría la deuda pública en el

⁵⁶ De acuerdo con FMI (2015), las rigideces presupuestarias limitan la posibilidad de reasignar los recursos para responder a necesidades cambiantes o lograr mayor eficiencia, y causan que cualquier reducción del gasto recaiga en un subconjunto más reducido de categorías de gasto. Ver Política Fiscal en América Latina: *Lecciones y legado de la crisis financiera mundial*.

⁵⁷ Ver [Informe N° 01-2022-CF](#) que contiene la Opinión del Consejo Fiscal sobre el proyecto de ley que establece las reglas fiscales de resultado económico y de deuda pública del Sector Público No Financiero a partir de 2023.

⁵⁸ En promedio, la proyección de endeudamiento 2022-2026 en el MMM es 0,6 p.p. del PBI inferior a la del IAPM.

⁵⁹ La revisión al deflactor del PBI respecto al IAPM explica, en promedio, 0,7 p.p. de la reducción en la trayectoria de endeudamiento 2022-2026. La revisión al déficit fiscal, el PBI real y la devaluación tiene una contribución menor a la reducción de la trayectoria de endeudamiento, de 0,2, -0,2 y -0,04 p.p. del PBI, respectivamente.

horizonte de proyección del MMM. En ausencia del efecto inflacionario, la deuda entre 2022 y 2026 dejaría de tener una tendencia decreciente y podría ser hasta 2,5 p.p. del PBI superior a la prevista al final de dicho periodo⁶⁰.

Como se ha mencionado en informes previos⁶¹, el CF advierte que la crisis de la COVID-19 ha tenido como consecuencia no solo un mayor nivel de endeudamiento público sino también una mayor exposición de la deuda a variaciones del tipo de cambio⁶². Considerando que durante el horizonte de proyección del MMM se prevén menores niveles de solarización respecto a los registrados en los años previos a la emergencia sanitaria⁶³, el CF reitera que este fenómeno representa una mayor vulnerabilidad en el manejo de las finanzas públicas y sugiere que se tomen las medidas necesarias para mitigar la exposición a este riesgo.

Fuera del horizonte de proyección del MMM, el CF nota que la reducción de la deuda a niveles por debajo de 30 por ciento del PBI dependerá de la capacidad del gobierno para sostener superávits primarios de 0,7 por ciento del PBI a partir de 2026 (consistentes con un déficit fiscal de 1,0 por ciento del PBI), cifras que no se han logrado en los últimos 7 años. Para ello, los gastos no financieros deberán ser permanentemente inferiores a los ingresos entre 2026 y 2032. El CF opina que esto representará un reto para el manejo de la política fiscal pues, en ausencia de condiciones macroeconómicas favorables⁶⁴, y una vez disipadas las presiones inflacionarias, la reducción de la deuda requerirá de medidas de política para: (i) incrementar el nivel de ingresos permanentes por encima de los niveles prepandemia, y (ii) asegurar el control y la eficiencia en el manejo del gasto público.

A diferencia de las perspectivas para el resto de las variables fiscales, las previsiones para la **deuda neta** no muestran una convergencia hacia los niveles registrados previo a la emergencia sanitaria⁶⁵. El CF considera que esto refleja el deterioro de las finanzas públicas y el desafío pendiente por recomponer activos como los del Fondo de Estabilización Fiscal (FEF)⁶⁶. En ese sentido, el CF considera prioritaria la recomposición de activos líquidos con fines precautorios, con el objetivo de contar con disponibilidad de recursos suficiente para afrontar crisis futuras y atender, de forma oportuna, la materialización de otros riesgos como terremotos, fenómenos hidrometeorológicos u otra crisis sanitaria⁶⁷.

⁶⁰ Considerando los supuestos macrofiscales del MMM y un deflactor de 2,0 por ciento del 2022 y en adelante, la deuda al 2026 sería de 35,0 por ciento del PBI, 2,5 p.p. del PBI superior a lo previsto en el MMM.

⁶¹ Ver informes N° 02-2021-CF, N° 03-2021-CF, N° 04-2021-CF, N° 05-2021-CF, N° 02-2022-CF y N° 03-2022-CF.

⁶² Como muestra de ello, la proporción de la deuda externa respecto al total de la deuda pública se ha incrementado de 32,0 por ciento en 2019 a 43,0 por ciento en 2020 y a 54,1 por ciento en 2021.

⁶³ Según el MMM, la proporción de la deuda pública externa respecto al total de la deuda pública entre 2022 y 2026 sería de 45 por ciento, promedio superior al mínimo alcanzado entre 2017-2019 (promedio de 34 por ciento).

⁶⁴ Durante el periodo 2003-2012 por ejemplo, el superávit primario del SPNF fue, en promedio, de 2,5 por ciento del PBI, reduciéndose únicamente durante el 2009. Fuera de este periodo, solo entre los años 1990 y 1998 se mantuvo un resultado primario superavitario de forma persistente, equivalente a 1,2 por ciento del PBI.

⁶⁵ En 2019 la deuda neta del como porcentaje del PBI ascendió a 13,0 por ciento del PBI.

⁶⁶ A julio del 2022, el FEF tiene acumulados US\$ 1 503 millones, nivel inferior al registrado en diciembre de 2019 (US\$ 5472 millones) y al máximo histórico de octubre de 2015 (US\$ 9 169 millones).

⁶⁷ Según Morón y Cooper (2010), los costos fiscales de un terremoto en Lima podrían ascender a un 5 por ciento del PBI. Según la información provista en el MMM, las pérdidas asociadas a los Fenómenos del Niño de 1982-1983, 1997-1998 y 2017 fueron aproximadamente de 11,6, 6,2 y 3 por ciento del PBI. Asimismo, los costos incurridos durante la pandemia de la COVID-19 ascenderían, según la información más reciente, a cerca de 8,6 por ciento del PBI.

A juicio del CF, los principales **riesgos fiscales** que enfrentan las finanzas públicas provienen de una trayectoria de ingresos convergente a niveles inferiores a los contemplados hacia el 2026 y de una senda de gasto superior a los niveles registrados previo a la emergencia sanitaria. En el caso de los ingresos, un entorno macroeconómico más adverso y una reducción permanente del precio de materias primas serían consistentes con un menor nivel de ingresos tributarios⁶⁸. En el caso de los gastos, la materialización de iniciativas legislativas y otras presiones de gasto incrementarían permanentemente el presupuesto público⁶⁹. Cálculos de la DEM-STCF ilustran el impacto de estos escenarios sobre la dinámica de la deuda pública y encuentran que, tanto en un escenario de menores ingresos como en un escenario de mayores gastos, la deuda pública adquiriría una tendencia creciente al 2032⁷⁰.

Frente a los riesgos previamente descritos, el CF reitera la necesidad de asegurar la reducción del déficit fiscal mediante medidas concretas que garanticen la generación de ingresos permanentes y el control del gasto público. Esta tarea representa el mayor reto que deberá afrontar la política fiscal en los próximos años. Así, el CF resalta que, de no alcanzar un déficit fiscal de 1,0 por ciento del PBI en 2026, habrán transcurrido más de 10 años en los que el déficit fiscal supera su guía de largo plazo.

Por último, el CF opina que el incremento generalizado de tasas de interés se suma como un riesgo fiscal relevante para el cumplimiento de la consolidación fiscal. A diferencia de lo observado en los últimos años, el costo de financiamiento tanto en moneda local como en moneda extranjera viene incrementándose de forma abrupta⁷¹, encareciendo la emisión de nuevo endeudamiento e incrementando gradualmente la carga de los intereses sobre el presupuesto público. En ese sentido, el CF alerta que en un escenario como el que se vislumbra actualmente de tasas de interés permanentemente más elevadas, sea por condiciones internacionales o por un eventual deterioro del riesgo país, el peso de los intereses sobre la composición del déficit fiscal será mayor y requerirá ser cubierto, de forma permanente, mediante menores gastos no financieros o mediante una mayor generación de ingresos⁷².

⁶⁸ Se considera una reducción gradual de los ingresos desde el 2023 hasta alcanzar un nivel permanente de 19,2 por ciento del PBI en 2026 y en adelante. Este nivel de ingresos es similar al registrado entre 1994-2001 y 2015-2019.

⁶⁹ Para el escenario de mayores gastos se consideran costos asociados a i) la Ley de Devolución del FONAVI, ii) la Ley del Profesorado, iii) la Ley CAS COVID, y iv) aumentos a docentes desde el 2023 al 2026. En el caso de la Ley de Devolución del FONAVI se considera un costo total de S/ 42 009 millones repartido entre 2023 y 2032. Para la Ley de Profesorado se estima un costo total de S/42 800 millones también repartido entre 2023 y 2032. Sobre Ley CAS COVID se estima un mayor gasto permanente por S/903 millones de soles en 2022 y S/2159 millones del 2023 y en adelante. Sobre los aumentos docentes anunciados en el mensaje presidencial de 28 de julio de 2022 se considera un incremento gradual de los gastos adicionales a partir de 2023, hasta alcanzar S/ 9802 millones en 2026 y en adelante.

⁷⁰ Los cálculos utilizan los supuestos macrofiscales del MMM. Los escenarios de menores ingresos y mayores gastos se reflejan mediante una variación proporcional del resultado primario. Al 2032, la deuda alcanzaría 41 por ciento del PBI en el escenario de menores ingresos y 43 por ciento del PBI en el escenario de mayores gastos.

⁷¹ Según información del BCRP a julio del 2022, la tasa de rendimiento del bono del gobierno a 10 años en moneda local se encuentra en niveles cercanos a 8,2 por ciento, alrededor de 3,9 p.p. por encima de la tasa registrada a fines del 2019. En el caso del rendimiento del bono del gobierno en moneda extranjera, la tasa de interés a julio de 2022 es cercana a 4,7 por ciento, 2,2 p.p. por encima de lo registrado en diciembre de 2019.

⁷² Según cálculos de la DEM-STCF y los supuestos de largo plazo contemplados en el MMM, el resultado primario requerido para estabilizar la deuda en 2032 asciende a 0,20 por ciento del PBI. Considerando una tasa de interés implícita de 7,0 por ciento, 1,2 p.p. superior a la contemplada en el MMM, el resultado primario estabilizador de la deuda se incrementa a 0,54 por ciento del PBI.

3. Conclusiones

El CF considera razonable la revisión a la baja del **crecimiento mundial**, lo cual es consistente con los múltiples choques negativos que viene sufriendo la economía mundial. La confluencia entre la desaceleración del crecimiento global, la fuerte caída de los términos de intercambio y el significativo incremento de las tasas de interés a nivel mundial configura un panorama externo sumamente desfavorable, en particular para una economía pequeña, abierta y exportadora de *commodities* como la peruana.

Respecto de las previsiones del MMM sobre los **precios de materias primas**, el CF opina que las revisiones a la baja de los precios del cobre y oro para el corto plazo son razonables. Sin embargo, en el mediano plazo, estos precios se mantendrían en niveles históricamente elevados y favorables en términos macrofiscales. En ese sentido, dado el contexto de elevada volatilidad y múltiples riesgos macroeconómicos, el CF sugiere tomar una postura más prudente ante la posibilidad de que se materialice una corrección de los precios mayor que la prevista en el MMM.

En cuanto al **escenario macroeconómico local**, a juicio del CF, las proyecciones de crecimiento de 2022, pero principalmente las de 2023, tienen un sesgo optimista por múltiples razones: se podría estar subestimando el impacto negativo de los choques externos sobre la economía doméstica; no se estarían considerando los efectos reales de la persistencia en el deterioro de las expectativas de los agentes económicos como resultado de la inestabilidad política y de medias laborales anti inversión; no se consideraría el efecto del incremento de la inflación sobre el gasto privado; y, se estaría subestimando la regularidad empírica de que durante el primer año de nuevas autoridades subnacionales la inversión pública se contrae (-6,5 por ciento en promedio en las tres últimas transiciones).

En el mediano plazo (2024-2026), el CF considera que alcanzar cifras de crecimiento económico superiores a 3,0 por ciento constituirá el mayor reto en materia económica debido a las secuelas estructurales que ha dejado la pandemia sobre el crecimiento potencial, así como al efecto de las medidas que añaden rigidez al mercado laboral y la elevada incertidumbre política y macroeconómica que no promueven mayor inversión privada. Además, el CF reitera que la inversión de mediano plazo se sustenta en proyectos que han presentado retrasos en su ejecución. Por ello, el CF considera indispensable impulsar medidas concretas y urgentes para recuperar las expectativas de inversión y reducir la conflictividad social en torno a la minería.

Con relación a los ingresos públicos, el CF opina que su proyección presenta un conjunto de riesgos a la baja generados por los supuestos macroeconómicos utilizados para su elaboración. Para el 2023, el CF considera que el principal riesgo se origina porque la proyección de crecimiento económico, prevista en 3,4 por ciento, se encontraría sobreestimada.

Con relación a los ingresos fiscales de mediano plazo, el CF observa que la proyección de crecimiento económico y de precio de minerales son optimistas. En particular, el CF considera que la dificultad para alcanzar los niveles de ingresos previstos en el MMM se deriva de: (i) la dificultad para alcanzar niveles de crecimiento económico mayores a 3,0 por ciento en el mediano plazo, (ii) la posibilidad de que las devoluciones de tributos resulten mayores a las previstas en el MMM, y (iii) la posibilidad de que los precios de los *commodities* de exportación resulten menores que los previstos.

Con relación a los gastos no financieros, el CF nota que la senda propuesta en el MMM se ajusta al cumplimiento de la regla de déficit fiscal, tomando en cuenta la evolución de los ingresos fiscales. No obstante, el CF advierte que la senda de gasto prevista en el MMM estará expuesta a los riesgos asociados a la proyección de ingresos, lo que podría conllevar a una consolidación del gasto aún más exigente para el cumplimiento de la regla fiscal. A juicio del CF, un mayor ajuste en el gasto podría resultar poco creíble, y conllevaría presiones a modificar la regla de déficit fiscal o pedir dispensa de su cumplimiento, restando predictibilidad y credibilidad a las finanzas públicas.

Adicionalmente, el MMM propone una consolidación prevista del gasto se centra en su componente corriente. Al respecto, el CF advierte que en la actualidad subsisten múltiples presiones que incrementarían el gasto corriente, derivadas de normas y ofrecimientos impulsados tanto por el Poder Legislativo como por el Ejecutivo, lo que eventualmente también podría llevar a incumplir lo estipulado en las reglas fiscales. En este contexto, el CF resalta la necesidad incluir criterios de responsabilidad fiscal en la aprobación de nuevas medidas de política económica y que se materialicen medidas concretas que incrementen la eficiencia del gasto público.

El CF opina que establecer proyecciones de déficit fiscal equivalentes al tope permitido por la regla fiscal conlleva a un mayor riesgo de incumplimiento. Además, el incremento del **déficit fiscal** previsto para 2023 (respecto de 2022) hace más exigente su reducción en los años siguientes y podría originar un problema de inconsistencia temporal, pues se traslada la responsabilidad de reducir y mantener un déficit fiscal más exigente a la próxima administración de gobierno. Además, considerando que el país ha utilizado todas sus reservas fiscales para atender los efectos de la pandemia, corresponde dar prioridad al objetivo de restituir las fortalezas perdidas. En esa línea, es necesario facilitar el proceso de consolidación y brindar mayor credibilidad al cumplimiento de reglas fiscales, por lo que el CF considera que el esfuerzo por reducir el déficit fiscal debería ser más exigente en el corto plazo.

El CF nota que las proyecciones sobre la **deuda pública bruta** han sido revisadas a la baja en el MMM. Sin embargo, el CF advierte que este resultado debe ser tomado con prudencia puesto que se explica principalmente por el efecto de una mayor inflación. Asimismo, el CF alerta que el endeudamiento bruto mantiene una mayor exposición al riesgo cambiario, y que el **endeudamiento neto** se mantendría en niveles persistentemente elevados. El CF considera que esto refleja el deterioro de las finanzas públicas y el reto pendiente por recomponer el nivel de activos precautorios, como los del FEF, que permitan afrontar crisis futuras.

En suma, los principales **riesgos fiscales** a los que se enfrentan las finanzas públicas peruanas provienen de una trayectoria de ingresos inferior a la contemplada en el MMM y de un nivel de gasto superior a su nivel previo a la emergencia sanitaria. Frente a estos riesgos, el CF reitera la necesidad de asegurar la reducción del déficit fiscal mediante medidas concretas que garanticen la generación de ingresos permanentes y el control del gasto público. A ello se añade además un contexto de tasas de interés más elevadas, sea por condiciones externas o por el deterioro del riesgo país, que incrementan el peso del gasto financiero sobre el déficit fiscal y, por tanto, el esfuerzo de consolidación consistente con la sostenibilidad fiscal.

ANEXO
Principales variables macroeconómicas y fiscales: Proyecto de MMM 2023-2026 y MMM 2023-2026 publicado

	Ejecutado 2021	Proyecto de MMM (31 de julio de 2022)					MMM publicado (25 de agosto de 2022)				
		2022	2023	2024	2025	2026	2022	2023	2024	2025	2026
Actividad económica local (variación porcentual real)											
PBI	13,6	3,1	3,4	3,3	3,2	3,1	3,3	3,5	3,4	3,3	3,2
Consumo privado	11,7	3,6	3,0	3,0	3,0	3,0	3,7	3,1	3,1	3,1	3,1
Inversión privada	37,4	0,0	2,0	3,0	3,0	3,0	0,0	2,5	3,0	3,0	3,0
Consumo público	10,6	1,8	2,2	1,7	1,3	1,3	1,8	1,6	1,9	1,2	1,2
Inversión pública	24,9	5,0	4,5	7,0	7,0	7,0	8,5	4,5	7,0	7,0	7,0
Exportaciones	13,7	4,8	6,9	5,7	5,1	4,1	4,8	6,9	5,7	5,1	4,1
Importaciones	18,6	3,0	4,7	4,3	4,2	3,8	3,4	4,7	4,5	4,2	3,9
PBI primario	6,3	2,4	5,7	3,7	2,7	2,7	2,2	5,7	3,7	2,7	2,7
PBI no primario	15,3	3,2	3,0	3,2	3,2	3,1	3,4	3,1	3,3	3,3	3,2
Finanzas Públicas (porcentaje del PBI)											
Resultado económico del Sector Público No Financiero	-2,5	-2,2	-2,4	-2,0	-1,5	-1,0	-2,5	-2,4	-2,0	-1,5	-1,0
Ingresos del Gobierno General	21,0	21,4	20,5	20,5	20,5	20,6	21,4	20,5	20,5	20,5	20,5
Gasto público no financiero del Gobierno General	22,2	22,0	21,4	21,0	20,5	20,0	22,3	21,4	21,0	20,5	20,0
Deuda pública	35,9	34,5	33,5	33,3	33,1	32,5	34,9	34,0	33,4	33,1	32,5

Elaboración: Dirección de Estudios Macrofiscales – Secretaría Técnica del Consejo Fiscal.

Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas