

Reporte Técnico N° 002-2022-CF

Análisis del Marco Macroeconómico Multianual 2023-2026¹

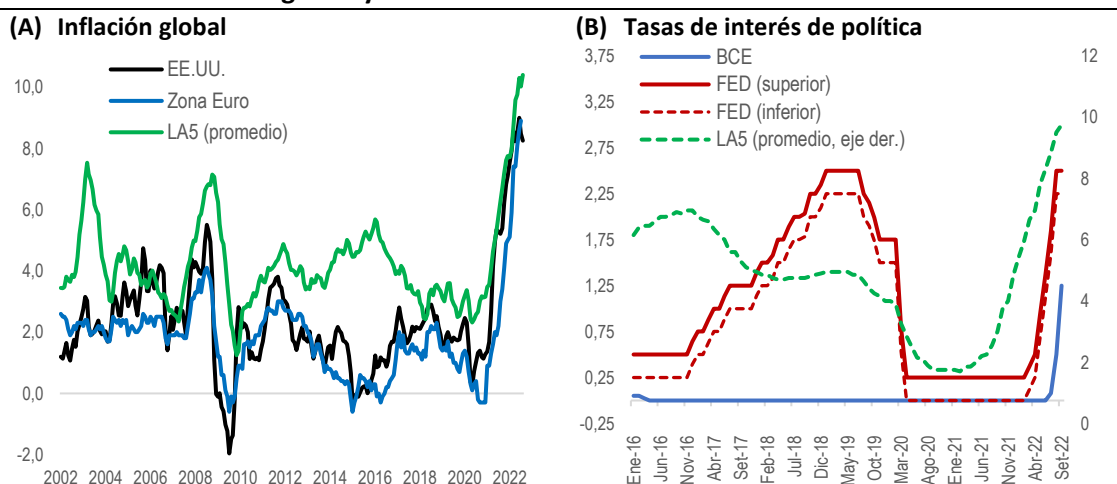
El presente documento contiene el análisis realizado por la Dirección de Estudios Macrofiscales (DEM) de la Secretaría Técnica del Consejo Fiscal (STCF) acerca de las proyecciones macroeconómicas y fiscales contenidas en el Marco Macroeconómico Multianual (MMM), publicado el 24 de agosto de 2022². El presente constituye un documento técnico de respaldo del Informe N° 004-2022-CF, mediante el cual el Consejo Fiscal emitió su opinión sobre el proyecto de MMM.

1) Escenario Macroeconómico

a) Escenario internacional

El entorno internacional actual es de elevada volatilidad y deterioro, en un contexto donde la economía mundial continúa enfrentándose al episodio de más alta inflación en 40 años (gráfico 1.A). Este escenario afecta por un lado a los hogares, reduciendo la capacidad de compra dados los menores ingresos reales y ralentizando la recuperación del consumo privado; y, por otro lado, incentiva a los bancos centrales a elevar sus tasas de interés con mayor agresividad, endureciendo las condiciones monetarias a nivel global y afectando con particular énfasis a aquellas economías con mayores necesidades de financiamiento (gráfico 1.B).

Gráfico N° 1: inflación global y endurecimiento de las condiciones monetarias



Fuente: BCRP, Bloomberg, FRED St. Louis, MEF. Elaboración: DEM-CF.

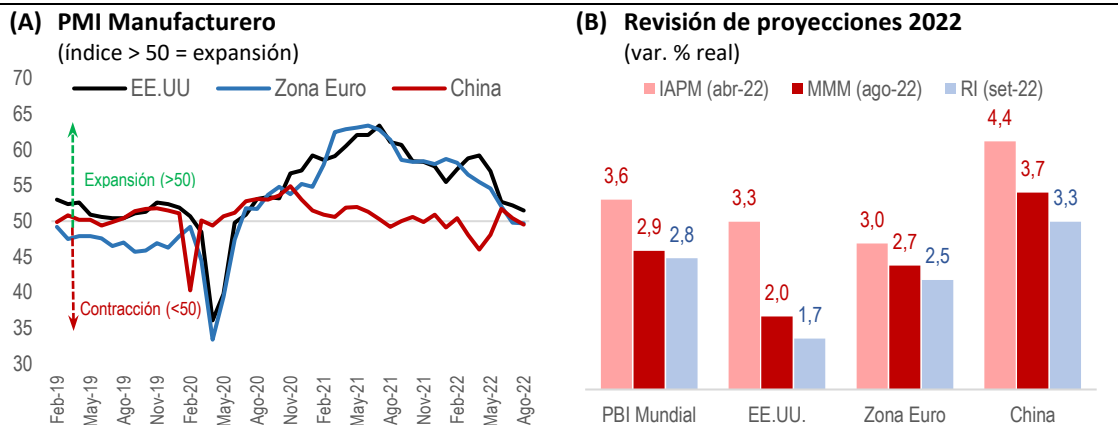
Asimismo, en lo que va del tercer trimestre, los indicadores mensuales de producción global muestran que la actividad económica sigue afectada por la prolongación de los choques de oferta relacionados a los altos precios de la energía, las tensiones geopolíticas y el ajuste en las condiciones monetarias (gráfico 2.A). En consecuencia, tanto para 2022 como 2023, el MMM contempla una revisión a la baja en el crecimiento mundial de 3,6 a 2,9 por ciento, explicado principalmente por un menor crecimiento esperado en Estados Unidos y China. Aunque esta revisión es consistente con la evolución de la actividad económica mundial hasta julio del presente año, es preciso notar que estas cifras se encuentran por encima de lo previsto otros

¹ Documento elaborado por DEM-STCF. Las opiniones vertidas en este documento no reflejan necesariamente la posición de los miembros del Consejo Fiscal. Documento elaborado con información al tercer trimestre de 2022.

² Disponible en <https://bit.ly/3UIX80U>.

analistas que han publicado sus informes en recientemente (gráficos 2.B y 2.C). Para el mediano plazo (2024-2026), en el MMM se prevé que el PBI mundial crezca en promedio 3,0 por ciento en un contexto de normalización de las actividades económicas y disipación progresiva de las presiones inflacionarias.

Gráfico N° 2: desaceleración de la actividad económica mundial



(C) Perspectivas económicas mundiales de corto y mediano plazo

(var. % real)

	2021	2022				2023				2024		2025	2026
		FMI	MEF	OXF	BCRP	FMI	MEF	OXF	BCRP	MEF	OXF	MEF	MEF
		11-Oct	22-Ago	9-Set	16-Set	11-Oct	22-Ago	9-Set	16-Set	22-Ago	9-Set	22-Ago	22-Ago
PBI Mundial	5.9	3.2	2.9	2.8	2.8	2.7	2.9	1.7	2.7	3.0	3.2	3.0	3.0
Estados Unidos	5.6	1.6	2.0	1.7	1.7	1.0	1.8	0.0	1.2	1.8	2.1	1.7	1.7
Zona Euro	5.2	3.1	2.7	3.0	2.5	0.5	1.6	0.0	1.0	1.6	2.3	1.6	1.6
China	8.1	3.2	3.7	3.2	3.3	4.4	5.0	4.9	5.0	5.0	5.2	5.0	5.0
India	9.0	6.8	7.6	7.0	7.3	6.1	7.2	4.4	6.0	7.0	7.1	6.9	6.5
ALC	6.8	3.5	2.2	-	2.3	1.7	2.2	-	1.8	2.3	-	2.3	2.3

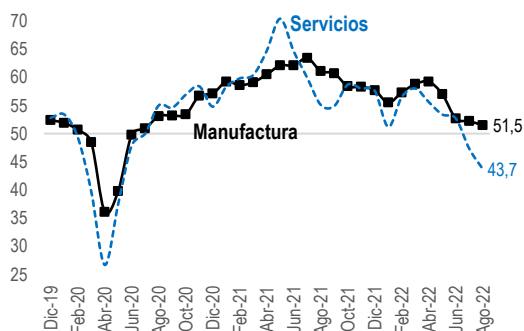
Fuente: BCRP, Bloomberg, FMI, FRED St. Louis, MEF, Oxford Economics. Elaboración: DEM-CF.

Con relación a Estados Unidos, los últimos reportes mantienen un crecimiento en torno a 1,7 por ciento para 2022 (MMM: 2,0 por ciento), lo cual es consistente con el actual deterioro en los indicadores de manufactura y servicios (gráfico 3.A); sin embargo, se prevé una recesión leve en el primer semestre de 2023, debido al debilitamiento de la demanda por los choques inflacionarios, el aumento de las tasas y los persistentes cuellos de botella en las cadenas de suministro. Así, Oxford Economics recortó de 1,0 a 0,0 por ciento su proyección de crecimiento para 2023, superior a la tasa de 1,8 por ciento contemplada en el MMM. En esta misma línea, la fuerte revisión al alza de los precios de la energía ha llevado a reducir las previsiones para la Zona Euro de 0,9 a 0,0 por ciento en 2023 (MMM: 1,6 por ciento). Oxford espera que el bloque europeo entre en recesión a partir del tercer trimestre de 2022. Por su parte, las perspectivas de China continúan deteriorándose ante las continuas restricciones por los rebotes del COVID-19, la crisis energética a causa de una sequía histórica que ha afectado la producción y la crisis inmobiliaria. Recientemente, varios indicadores económicos (PMI manufacturero y servicios, inversión en activos fijos y ventas minoristas) han dado cuenta de este deterioro (gráfico 3.B), lo que se ha traducido en un ajuste en las previsiones de crecimiento de 3,7 por ciento para 2022 (IAPM: 4,4 por ciento), y de 5,0 por ciento para 2023 (IAPM: 5,2 por ciento).

Gráfico N° 3: indicadores de actividad económica en Estados Unidos y China

(A) PMI en Estados Unidos

(índice > 50 = expansión)



(B) Indicadores económicos de China

	Dic-21	Mar-22	Jun-22	Ago-22
PMI Manufacturero	50.3	49.5	50.2	49.4
PMI Servicios	52	46.7	54.3	51.9
Inflación	1.5	1.5	2.5	2.5
Producción industrial (var. % a/a)	9.6	6.5	3.4	3.6
Inversión en activos fijos acumulada (var. % a/a)	4.9	9.3	6.1	5.8
Ventas minoristas acumuladas (var. % a/a)	12.5	3.3	-0.7	0.5

Fuente: JP Morgan, NBS China. Elaboración: DEM-CF.

Los temores de un menor dinamismo de China –el principal consumidor de *commodities*– y las menores perspectivas de crecimiento global han originado que el MMM presente una revisión significativa a la baja de las proyecciones de precios de materias primas, respecto de las del IAPM. Así, los metales como cobre, zinc y oro han registrado una caída generalizada en los últimos meses, explicado principalmente por el fortalecimiento del dólar, los efectos de la crisis energética y la preocupación por el ajuste abrupto en la política monetaria (gráfico 4.A).

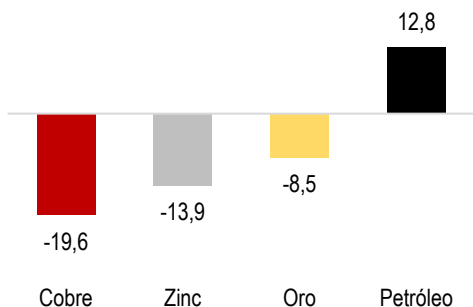
En particular, el MMM contempla una revisión en el precio promedio del cobre para 2022 de cUS\$ 420 a 390 por libra y del oro de US\$ 1 835 a 1 820 por onza troy. Sin embargo, las mejores perspectivas para el zinc, plomo, gas natural y los componentes asociados a los productos no tradicionales compensarían este deterioro, llevando al índice de precios de exportación (IPX) a lograr un crecimiento de 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 en Ucrania, se prevé que el índice de precios de importación (IPM) crezca un 13,8 por ciento. Esto se traduce en un mayor retroceso de los términos de intercambio (Tdl), los cuales caerían en un 9,3 por ciento en 2022 (IAPM: -6,9 por ciento).

Para 2023, se prevé una caída de 1,9 por ciento en los Tdl, sustentada principalmente en un ajuste al precio del cobre de cUS\$ 390 a 340 por libra. Asimismo, se espera que en el mediano plazo (2024-2026) los Tdl 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 (gráfico 4.C).

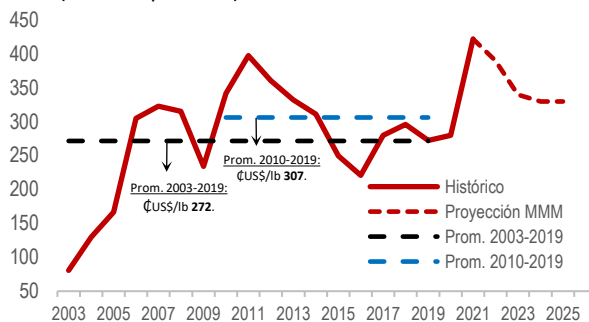
La revisión a la baja contemplada en el MMM para el precio del cobre y oro es razonable en el corto plazo, pues guarda consistencia con la abrupta corrección a la baja observada en los últimos meses, en un escenario económico mundial dominado por la alta inflación y el riesgo de recesión. En el mediano 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 recientes (gráficos 4.B y 4.C). En ese sentido, y dado el escenario de elevada volatilidad y múltiples riesgos macroeconómicos, los precios de exportación podrían revertir a niveles más bajos que los previstos en el MMM, por lo cual el CF ha recomendado prudencia en torno a las previsiones de mediano plazo.

Gráfico N° 4: precio de principales materias primas y términos de intercambio

(A) Corrección abrupta en commodities (var. % ene-set 2022)



(B) Precio del cobre: evolución y proyecciones (ctv. US\$ por libra)



(C) Términos de intercambio: perspectivas de corto y mediano plazo

	Promedios históricos		2021	Prom. 2022*	2022			2023			2024-2026	
	2000-19	2010-19			MMM	RI	E&M	MMM	RI	E&M	MMM	E&M
					Ago-22	Set-22	Ago-22	Ago-22	Set-22	Ago-22	Ago-22	Ago-22
Cobre (¢US\$/lb.)	242	307	422	416	390	399	405	340	358	363	332	379
Oro (US\$/oz.tr.)	934	1 347	1 799	1 834	1 820	1 822	1 833	1 750	1 821	1 725	1 637	1 671
Zinc (¢US\$/lb.)	90	103	136	167	150	164	161	140	144	140	120	126
Petróleo (US\$/bar.)	62	72	68	100	100	97	100	90	85	90	68	78
Precios de Exportación (Var. %)	-	-	30.3	-	3.2	5.4	-	-5.8	-4.3	-	-1.4	-
Precios de Importación (Var. %)	-	-	16.6	-	13.8	13.6	-	-4.0	-2.0	-	-1.4	-
Términos de Intercambio (Var. %)	-	-	11.8	-	-9.3	-7.2	-	-1.9	-2.4	-	0.0	-

* A septiembre de 2022.

Fuente: BCRP, Bloomberg, E&M Consensus Forecast. Elaboración: DEM-CF.

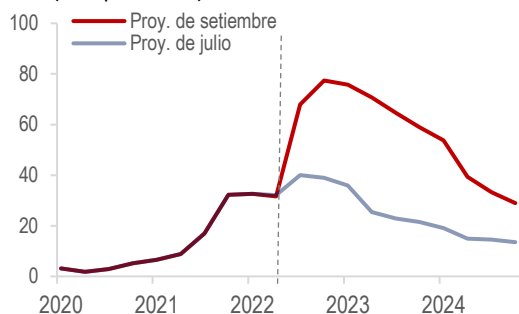
La revisión a la baja del crecimiento global en el corto y mediano plazo planteada en el MMM es consistente con los múltiples choques negativos que viene sufriendo la economía mundial. No obstante, es importante señalar que existen factores externos, con probabilidad de materialización elevada, que podrían agravar la situación internacional, tales como:

- (i) el escalamiento de las tensiones geopolíticas entre Rusia y Ucrania, que genere presiones adicionales sobre el precio de la energía en Europa (gráfico 5.A);
- (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.

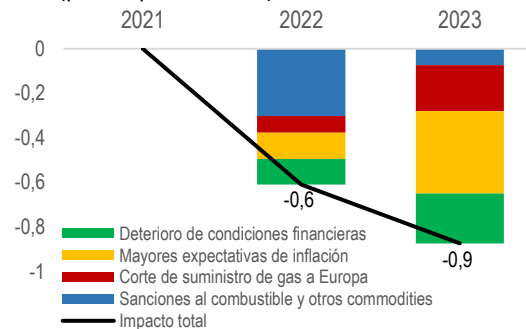
Según el Fondo Monetario Internacional (WEO, 2022), bajo un escenario adverso de este tipo, el crecimiento mundial podría caer en alrededor de 0,6 puntos porcentuales (p.p.) en 2022 y 0,9 p.p. en 2023, respectivamente, por debajo de sus estimaciones base (gráfico 5.B).

Gráfico N° 5: balance de riesgos a la baja

(A) Oxford: revisión en el precio del gas (US\$ por MBtu)



(B) FMI: escenario alternativo global (puntos porcentuales)



Fuente: FMI, Oxford Economics. Elaboración: DEM-CF.

b) Escenario local

Respecto a la **actividad económica local**, el MMM contempla un crecimiento del PBI de 3,3 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 favorables³. En 2023, el crecimiento del PBI se aceleraría a un 3,5 por ciento (igual al proyectado en el IAPM), 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 (gráficos 6.A y 6.B). Es importante resaltar que en el MMM se estima que las condiciones externas menos favorables⁴ restarán aproximadamente entre 0,2 y 0,3 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, el cual coincide con el 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.

Gráfico N° 6: principales proyecciones macroeconómicas

(A) PBI por el lado del Gasto

(var. % real)

	2021	2022		2023		2024-2026	
		MMM	IAPM	MMM	IAPM	MMM	IAPM
Demanda interna	14.7	2.9	2.8	3.0	2.7	3.1	3.0
Consumo privado	11.7	3.7	3.3	3.1	3.1	3.1	3.1
Consumo público	10.6	1.8	2.0	1.6	1.7	1.4	1.3
Inversión privada	37.4	0.0	0.0	2.5	2.5	3.0	3.0
Inversión pública	24.9	8.5	11.0	4.5	3.0	7.0	5.0
Exportaciones	13.7	4.8	7.8	6.9	8.0	5.0	5.2
Importaciones	18.6	3.4	4.7	4.7	4.7	4.2	4.4
PBI	13.6	3.3	3.6	3.5	3.5	3.3	3.2

(B) PBI por el lado Sectorial

(var. % real)

	2021	2022		2023		2024 - 2026	
		MMM	IAPM	MMM	IAPM	MMM	IAPM
PBI primario	6.3	2.2	4.9	5.7	6.1	3.0	2.8
Agropecuario	4.5	2.8	4.0	2.5	4.0	3.8	3.8
Pesca	9.9	-7.8	-2.7	2.0	2.0	1.9	2.7
Minería metálica	10.5	1.7	5.7	7.2	7.2	3.2	2.3
Hidrocarburos	-4.6	10.2	10.2	4.5	5.5	0.3	0.0
Manufactura primaria	3.2	0.5	2.6	8.4	7.4	2.8	4.0
PBI no primario	15.3	3.4	3.2	3.1	3.0	3.3	3.3
Manufactura no primaria	25.2	3.5	1.8	2.0	2.0	2.9	2.9
Electricidad y agua	8.5	3.2	3.6	3.5	3.5	3.3	3.1
Construcción	34.5	1.2	1.2	2.3	2.2	3.5	3.5
Comercio	17.8	2.9	2.9	2.7	2.7	2.6	2.7
Servicios	10.4	3.8	3.8	3.5	3.5	3.4	3.5
PBI	13.6	3.3	3.6	3.5	3.5	3.3	3.2

Nota: en el caso del IAPM el promedio mostrado es el promedio 2024-2025.

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

Con relación a las proyecciones del escenario local contempladas en el MMM, se observa que las proyecciones de crecimiento del PBI planteadas para 2022 (3,3 por ciento) y principalmente para 2023 (3,5 por ciento) son optimistas respecto de las proyecciones de otros analistas e instituciones⁵ (gráficos 7.A y 7.B).

³ Cabe indicar que, en el primer semestre de 2022, el PBI creció 3,5 por ciento respecto al 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. Sin embargo, en julio 2022, el PBI solo creció 1,4%.

⁴ Menor dinamismo de la demanda externa, ajuste de precios de las materias primas e incremento de la inflación.

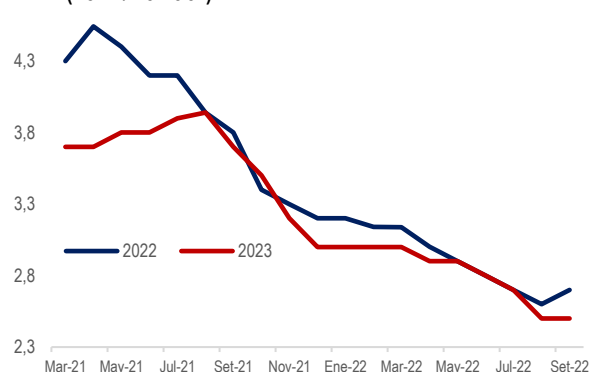
⁵ Proyecciones de crecimiento de la inversión privada para 2022 y 2023: MMM (ago-22): 0,0% y 2,0%; BCRP (set-22): 0,0% y 1,8%; BCP (set-22): 0,0% y 0,0%; BBVA (oct-22): -1,1% y 0,1%; LatinFocus (set-22): -1,0% y 0,2%, respectivamente.

Gráfico N° 7: perspectivas y ajuste de proyecciones del consenso de mercado

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

Institución	Fecha de publicación	2022	2023
Ministerio de Economía y Finanzas	Ago-22	3.3	3.5
Banco Central de Reserva del Perú	Set-22	3.0	3.0
Banco Mundial	Oct-22	2.7	2.6
Fondo Monetario Internacional	Oct-22	2.7	2.6
BCP	Set-22	2.8	2.3
LatinFocus Consensus Forecast	Set-22	2.7	2.5
Oxford Economics	Set-22	2.5	2.8
JPMorgan	Set-22	2.5	2.5
BBVA	Oct-22	2.3	2.5
Goldman Sachs	Set-22	2.2	2.0
Barclays Capital	Set-22	2.0	2.0

(B) Ajuste en las Proyecciones - LatinFocus Consensus Forecast: PBI 2022 y 2023 (var. % anual)



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

Así, dicho optimismo se explicaría por 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 con efectos negativos sobre la inversión privada, los impactos desfavorables del incremento de la inflación sobre el consumo privado, el menor impulso fiscal por parte de los gobiernos subnacionales ante cambios 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 los cronogramas y menores montos de ejecución de proyectos de inversión minera y de infraestructura.

Sobre el punto (i), 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. Al respecto, la evidencia histórica y empírica muestra que condiciones externas tienen un rol fundamental y predominante en las fluctuaciones macroeconómicas domésticas (gráficos 8.A y 8.B). 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 2022 y 2023, respecto de las previsiones del IAPM (mayor efecto negativo que el previsto en el MMM: entre 0,2 y 0,3 p.p.)⁶.

⁶ 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 primas; y, por otro, las elasticidades a un año estimadas por Rodríguez y Vassallo (2021), presentadas en el Gráfico N° 8.B.

Gráfico N° 8: impacto de choques externos sobre el crecimiento económico local

(A) Contribución de los choques externos a las fluctuaciones del producto⁷ **(B) Elasticidades del crecimiento del PBI respecto a variables externas**

Documento	Participación %		Variables externas	Por cada	Impacto en el crecimiento del PBI
	Externos	Domésticos			
Nolazco y otros (2016)	50%	50%	China 	-1.0 p.p.	-0.82 p.p.
Mendoza y Collantes (2017)	67%	33%	EE.UU. 	-1.0 p.p.	-0.24 p.p.
Florián y otros (2018)	50%	50%	IPX 	-10.0 p.p.	-0.71 p.p.
Chávez y Rodríguez (2022)	70%	30%	Tasa Fed 	-1.0 pb	-0.14 pb
Ojeda Cunya y Rodríguez (2022)	73%	27%			
Rodríguez y Vassallo (2021, 2022)	65%	35%			
Mediana (perc. 50)	66%	45%			

Fuente: Rodríguez, G., y Vassallo, R. (2021). Documento de Investigación N° 001-2021, Consejo Fiscal del Perú. Disponible en: <https://bit.ly/3QW5cSV>. Elaboración: DEM-CF.

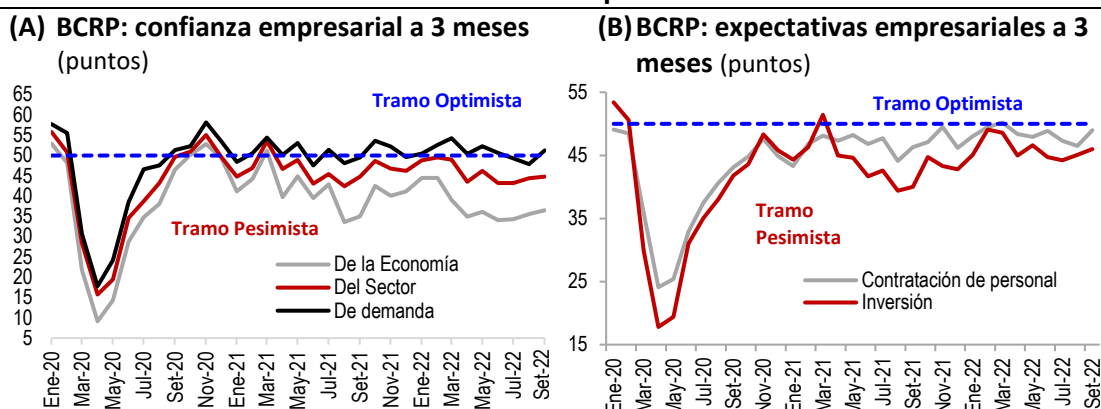
Respecto al punto (ii), hay un grupo de factores internos que no habrían sido incluidos en el análisis del MMM sobre las proyecciones para 2023. En primer lugar, es importante reconocer que continúa el persistente deterioro de las expectativas de los agentes económicos como resultado de la elevada incertidumbre por la inestabilidad política y por las medidas recientemente aprobadas por el Gobierno que añaden rigidez al mercado laboral⁸; y, si no se toman medidas concretas para revertir esta situación, podrían observarse caídas importantes en la inversión privada. Así, según la encuesta de expectativas del BCRP (set-2022), los índices de expectativas a tres meses de inversión, de la economía y del sector continúan en el tramo pesimista, por 18 meses consecutivos (gráficos 9.A y 9.B). Al respecto, el CF reitera que las expectativas influyen de manera significativa sobre las decisiones de gasto de los agentes privados. Según estimaciones de la DEM-STCF, 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 años⁹.

⁷ Para mayor detalle, ver los siguientes documentos de investigación: (i) Nolazco, 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) 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. (iii) Florián, D., Aguilar, J., Toma, H., and Velásquez, C. (2018). Impacto de los cambios anticipados de los términos de intercambio en la economía. Revista Moneda 174, 21-25. (iv) Chávez, P. and Rodríguez, G. (2022). Time Changing Effects of External Shocks on Macroeconomic Fluctuations in Peru: Empirical Application Using Regime-Switching VAR Models with Stochastic Volatility. Manuscript, Department of Economics, Pontificia Universidad Católica del Perú. (v) Ojeda Cunya, J. A., and Rodríguez, G. (2022). Time-Varying Effects of Foreign Shocks on Macroeconomic Fluctuations in Peru: Empirical Application using TVP-VAR-SV Models. Manuscript, Department of Economics, Pontificia Universidad Católica del Perú. (vi) Rodríguez, G., and Vassallo, R. (2022). Time Evolution of Foreign Shocks on Macroeconomic Fluctuations in Pacific Alliance Countries: Empirical Application using a Set of TVPVAR-SV Models. Manuscript, Department of Economics, Pontificia Universidad Católica del Perú.

⁸ 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.

⁹ Para mayor detalle, ver Recuadro N° 1 del [Reporte Técnico N° 004-2021-CF](#).

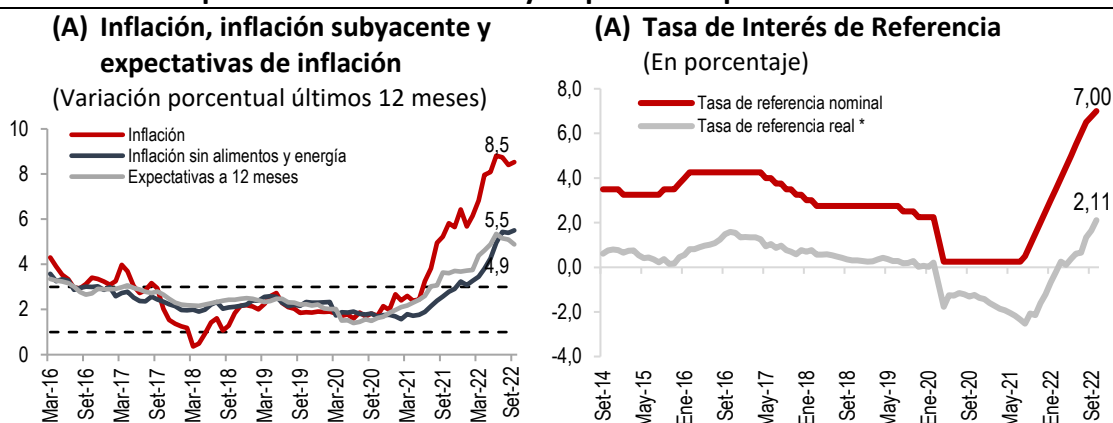
Gráfico N° 9: evolución de los indicadores expectativos



Fuente: BCRP. Elaboración: DEM-STCF.

En segundo lugar, los elevados niveles de inflación afectarán la capacidad adquisitiva de los consumidores y, por ende, al dinamismo del consumo privado. Dicho deterioro se podría agravar junto al de la inversión privada ante un eventual endurecimiento (mayor al esperado) en las condiciones monetarias domésticas, sobre todo en un escenario en donde la tasa de interés real de referencia (ex ante)¹⁰ se ubica por encima de la tasa neutral, calculada en 1.5% real por el BCRP¹¹. Cabe resaltar que el endurecimiento monetario, producto del incremento en este año de las tasas de interés en dólares y soles por parte de los Bancos Centrales, tendría un efecto rezagado en la actividad económica, observándose así un mayor impacto durante el primer semestre del próximo año¹².

Gráfico N° 10: presiones inflacionarias y respuesta de política monetaria



Fuente: BCRP. Elaboración: DEM-STCF.

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 pasado. Así, se observa que la inversión pública total cayó 11,2 por ciento en 2011, 6,9 por ciento

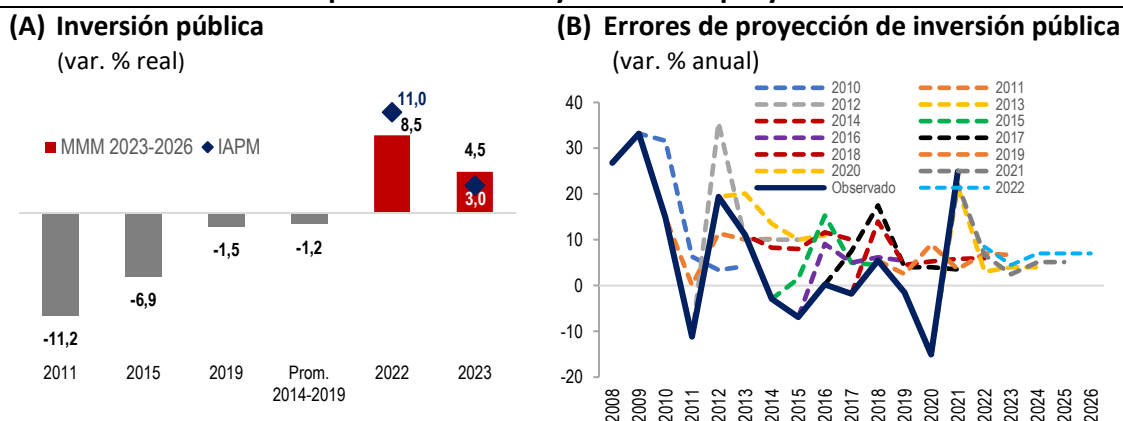
¹⁰ Descartando las expectativas de inflación a 12 meses.

¹¹ Según estimados del BCRP en 2019. Sin embargo, esta tasa podría ser algo menor luego de los efectos estructurales negativos del Covid-19.

¹² Al respecto, existe abundante evidencia empírica sobre los rezagos de la política monetaria. Así, diversas investigaciones muestran que el impacto máximo de un choque monetario sobre el producto se da entre 9 a 12 meses después de haberse dado el choque. Para mayor detalle, se recomienda ver el “Cuadro 1: los efectos de la política monetaria en Perú: revisión de estudios recientes” de Lahura, E. (2012). Midiendo los efectos de la política monetaria a través de las expectativas de mercado. Revista Estudios Económicos 23, 39-52. Banco Central de Reserva del Perú.

en 2015 y 1,5 por ciento en 2019, primeros años con nuevos gobiernos locales y regionales (gráfico 11.A). A pesar de esta regularidad empírica, en el MMM se revisó al alza la tasa de crecimiento de la inversión pública para 2023 (de 3,0 en el IAPM a 4,5 por ciento en el MMM)¹³. Si bien este ajuste se sustenta en las medidas impulsadas por el ejecutivo que buscan acelerar la inversión pública, aún es necesario verificar la efectividad tales medidas¹⁴. Asimismo, es importante resaltar que las proyecciones del crecimiento de la inversión pública contempladas en los MMM publicados entre 2012 y 2019 han tendido a situarse por encima de las tasas observadas¹⁵ (gráfico 11.B).

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



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

Sobre el punto (iii), se 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 mineros y de infraestructura que han mostrado constantes retrasos y problemas de ejecución. Por ejemplo, recientemente la compañía minera Newmont ha informado que ha pospuesto la decisión final de inversión sobre el proyecto Yanacocha Sulfuros hasta la segunda mitad de 2024¹⁶. De igual manera, el proyecto minero Zafranal sostiene que recién iniciaría en 2024^{17,18}. Por su parte, la línea 2 del Metro de Lima ha sufrido un conjunto de desfases y retrasos en su ejecución¹⁹. De

¹³ El BCRP (Reporte de Inflación-setiembre 2022) ha revisado a la baja la proyección de la inversión pública para 2023 de un crecimiento de 1,6 por ciento en el Reporte previo a uno nulo. Este ajuste se da en un escenario en donde se espera caída de la inversión de los gobiernos subnacionales que usualmente se observa al año siguiente de elecciones regionales y municipales.

¹⁴ En periodos recientes se han implementado medidas similares con resultados mixtos. Por ejemplo, el Decreto de Urgencia N° 008-2019 tuvo por objetivo brindar un marco legal para reactivar obras públicas paralizadas, pero solo permitió que se finalicen 54 obras de un total de 867 obras paralizadas identificadas.

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

¹⁶ Fuente: <https://bit.ly/3Spd4hd>. Cabe resaltar que, en el MMM se considera que dicho proyecto inicia su etapa de construcción en el 2S2022.

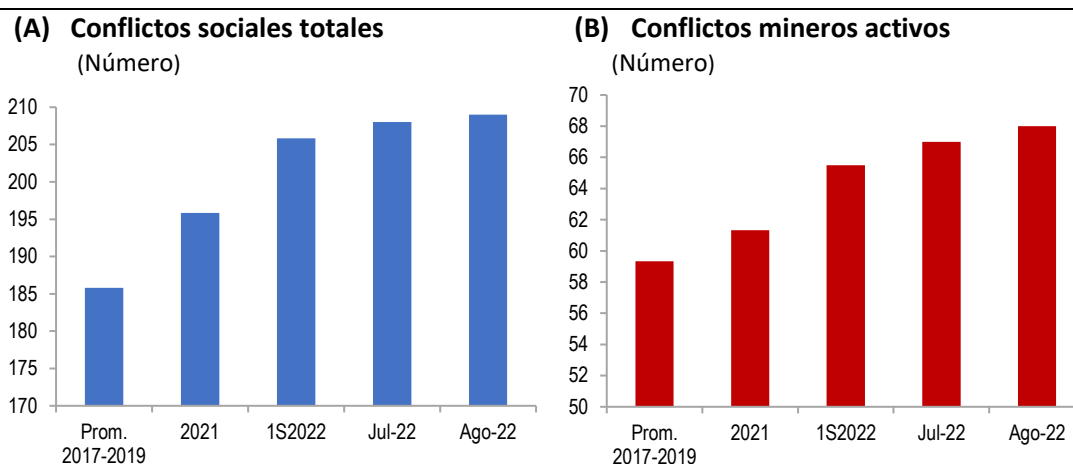
¹⁷ Fuente: <https://bit.ly/3bSNNfC>. Es importante indicar que, en el proyecto del MMM (enviado al CF para su opinión), se consideraba que Zafranal (US\$ 1 263 millones) iniciaría su fase de construcción en 2023. Sin embargo, en el MMM publicado se considera que inicia su construcción en el periodo 2024-2026.

¹⁸ En el mismo sentido, a la fecha, existe incertidumbre sobre la continuación en la inversión del proyecto San Gabriel, el cual presenta 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>).

¹⁹ 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

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 programadas y los proyectos de infraestructura ejecuten los montos establecidos. Por otro lado, los conflictos mineros continúan siendo un riesgo interno latente importante²⁰ (gráficos 12.A y 12.B). Así, para evitar nuevas paralizaciones y postergaciones que afecten la inversión y la producción minera, será clave que las autoridades pertinentes actúen con prontitud para solucionar los conflictos mineros e impulsar una estrategia clara de prevención de estos.

Gráfico N° 12: evolución de indicadores de conflictos sociales



Fuente: Defensoría del Pueblo. Elaboración: DEM-STCF.

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 crisis²¹ como al promedio del periodo prepandemia (2015-2019) (gráficos 13.A y 13.B). Sin embargo, 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 humano²² (gráficos 13.C y 13.D). Además, dicha productividad se ve socavada por las medidas que están incrementando la rigidez en el mercado laboral²³ y por una elevada incertidumbre política y

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”).

²⁰ Según cifras del *Reporte Mensual de Conflictos Sociales* de la Defensoría del Pueblo, durante el mes de agosto de 2022 se registró un total de 209 conflictos sociales, mostrando una tendencia creciente respecto al promedio de periodos anteriores (Jul-22: 208, 1S2022: 206, 2021: 196, 2017-2019: 186). Asimismo, se registró un promedio de 68 conflictos mineros activos, mostrando una tendencia creciente respecto al promedio de periodos anteriores (Jul-22: 67, 1S2022: 66, 2021: 61, 2017-2019: 59).

²¹ 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).

²² 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.

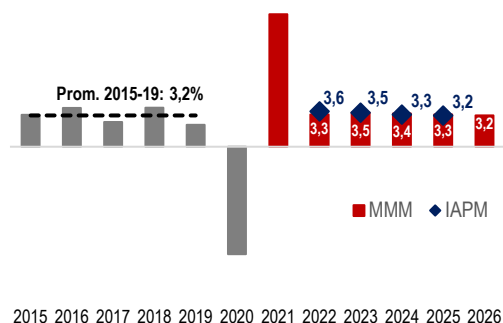
²³ Helpman and Itskhoki (2007) y Parello (2011) muestran, a partir de modelos teóricos, la relación negativa entre rigidez en el mercado laboral y el crecimiento de la productividad (ver: (i) Helpman, E. and Itskhoki, O. (2007). *Labor Market Rigidities, Trade and Unemployment*. NBER Working Paper. (ii) Parello, C. (2011). *Labor market rigidity and productivity growth in a model of innovation-driven growth*. *Economic Modelling*).

macroeconómica²⁴ que limita la acumulación de capital requerida para acelerar el crecimiento económico.

Gráfico N° 13: crecimiento de mediano plazo y pérdidas estructurales del producto

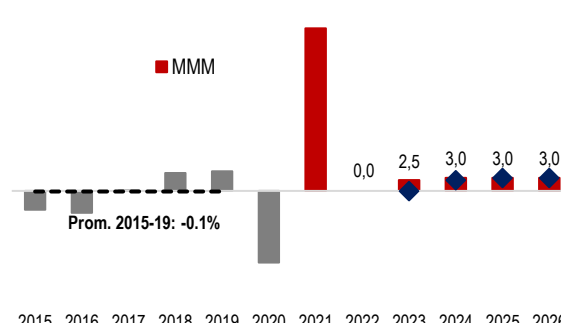
(A) PBI

(var. % real anual)



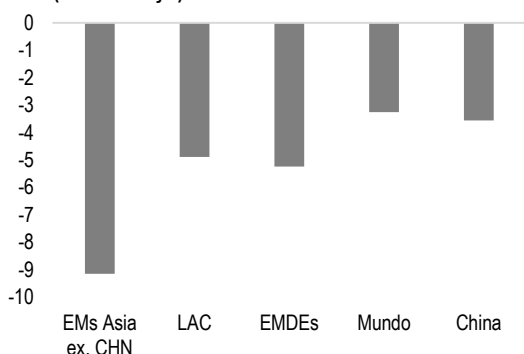
(B) Inversión privada

(var. % real anual)



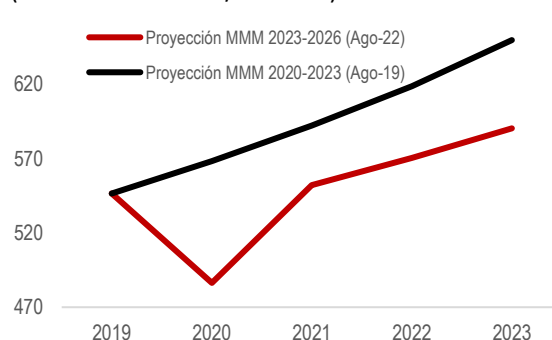
(C) FMI: pérdida de producto^{1/}

(Porcentaje)



(D) Perú: PBI^{2/}

(Miles de millones S/ de 2007)



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.

1/ Revisiones de los niveles proyectados del PBI de 2024 entre los pronósticos de los WEO de enero 2020 y abril 2022. 2/ Las revisiones de los niveles del PBI real proyectado para el caso peruano en 2023 alcanzaría una pérdida de 9.1%. Este número se obtiene considerando las proyecciones realizadas por el MEF antes de la pandemia (agosto 2019) y las proyecciones postpandemia (agosto 2022).

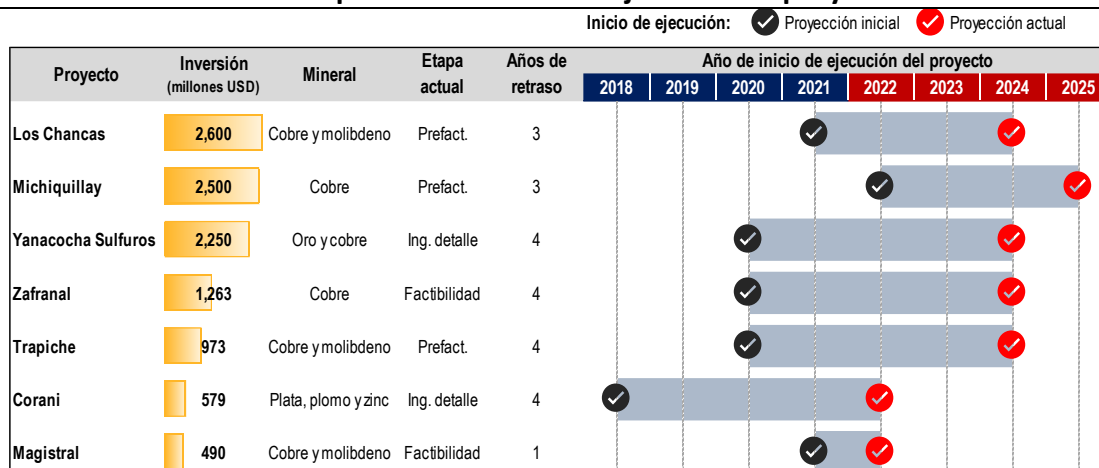
Fuente: MEF, BCRP, FMI, *perspectivas de la Economía Mundial* (Informe WEO), abril 2022. Elaboración: DEM-STCF.

Asimismo, se 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 construcción²⁵. De esta manera, con el fin de sostener el crecimiento económico, es 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.

²⁴ 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*).

²⁵ 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 Trápiche 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.

Gráfico N° 14: Inversión privada: retrasos en ejecución de proyectos mineros



Nota: Los íconos negros indican el primer anuncio del año en que los proyectos iniciarían su ejecución, y los íconos rojos representan la nueva fecha estimada de ejecución para los proyectos. De manera que las barras grises denotan los años de retraso en el inicio de ejecución de los proyectos.

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

2) Finanzas públicas

a) Ingresos fiscales

De acuerdo con el MMM, los ingresos del Gobierno General (IGG) en 2022 crecerían 2,5 por ciento real hasta alcanzar un 21,4 por ciento del PBI, explicado principalmente por el incremento de los precios de las materias primas de exportación durante el primer semestre del año²⁶ y por las medidas para combatir la evasión y elusión tributaria promulgadas desde 2017, lo cual sería parcialmente contrarrestado por el efecto estadístico generado por el registro de ingresos extraordinarios en 2021²⁷.

En 2023, los IGG se ubicarían entorno al 20,5 por ciento del PBI, explicado por la reducción en el precio del cobre (de €US\$/lb 390 a €US\$/lb 340), que llevaría a una contracción de los ingresos asociados a recursos naturales (IRRNN) en 0,8 p.p. del PBI. Por su parte, los ingresos no asociados a recursos naturales (INORRNN) se mantendrían estables por el crecimiento económico previsto para ese año (3,5 por ciento) y por el fortalecimiento de la base tributaria, resultado de las medidas para combatir la evasión y elusión tributaria.

Entre los años 2024-2026, los IGG crecerían en promedio 3,2 por ciento y registrarían 20,5 por ciento del PBI en 2026. En estos años, los IRRNN disminuirían de 3,0 por ciento del PBI en 2022 a 1,8 por ciento del PBI en 2026, debido a la corrección en el precio del cobre. En contraste, los INORRNN se incrementarían de 18,4 a 18,7 por ciento del PBI entre los años 2023 y 2026, explicado por el crecimiento económico previsto para estos años (3,3 por ciento en promedio), menores devoluciones tributarias y por las medidas para combatir la evasión y elusión tributaria.

El gráfico 15 muestra la proyección de IGG del MMM y los principales supuestos macroeconómicos utilizados para su elaboración. Como se aprecia, la senda de ingresos prevista para los años 2022-2026 (20,7 por ciento del PBI en promedio) es comparable a los IGG

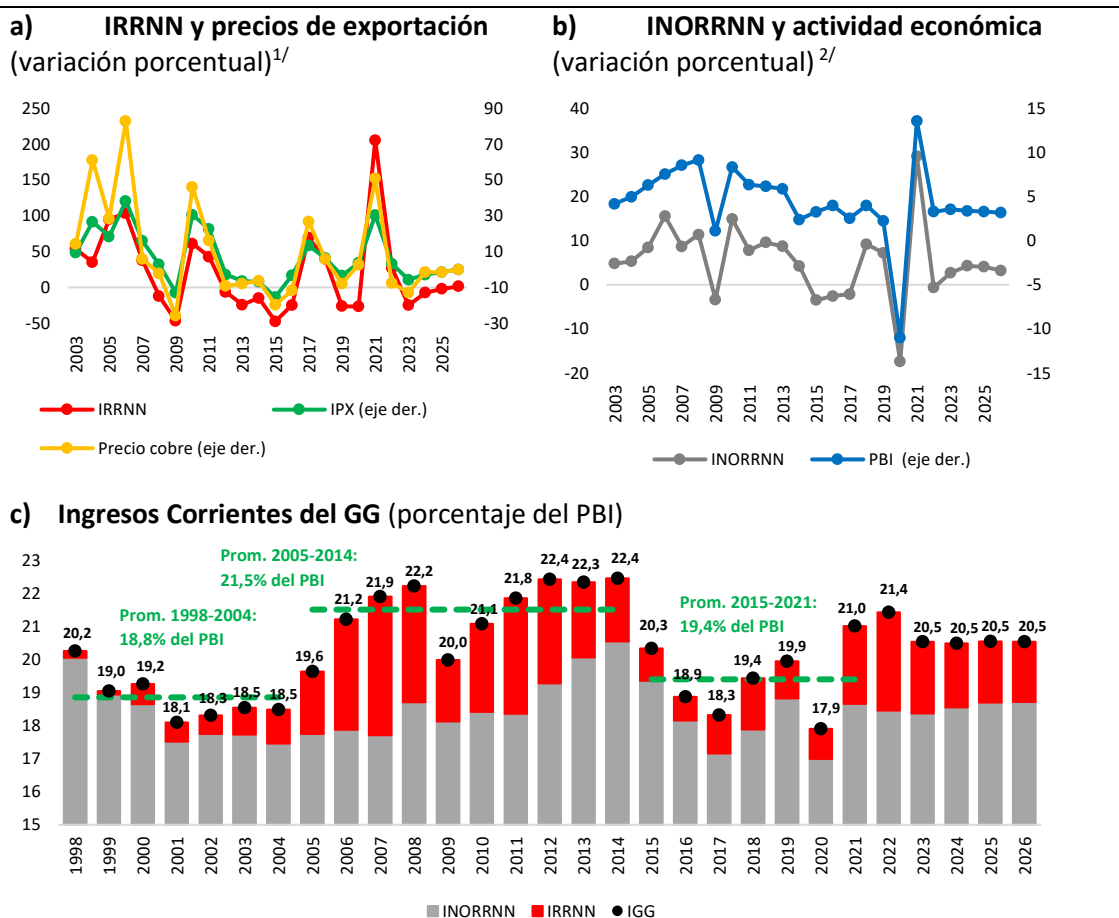
²⁶ Respecto al primer semestre de 2021, el índice de precios de exportación creció en 18,5 por ciento (variación porcentual acumulada 12 meses).

²⁷ Correspondiente al pago de deudas del sector minero por 0,5 por ciento del PBI.

registrados en los años de boom en el precio de materias primas de exportación y de alto crecimiento económico (21,5 por ciento del PBI en promedio para los años 2005-2014).

Con relación a los supuestos asociados a los precios de exportación, se observa que, a pesar de la corrección del precio de cobre en el mediano plazo (de $\text{€US}\$/\text{lb}$. 365 del IAPM a $\text{€US}\$/\text{lb}$. 332 en el MMM), su proyección resulta superior al promedio registrado entre los años 2005-2014 ($\text{€US}\$/\text{lb}$. 309), lo cual permite sostener los IRRNN, de naturaleza transitoria, en niveles elevados.

Gráfico N° 15: IGG y dependencia por los precios de exportación y actividad económica



1/ Los IRRNN corresponden a los ingresos fiscales provenientes de los sectores minería e hidrocarburos. Los ingresos mineros comprenden el impuesto a la renta (pagos a cuenta y regularización), regalías mineras, impuesto especial a la minería, gravamen especial a la minería y el remanente de utilidades a los gobiernos regionales. Por su parte, los ingresos de hidrocarburos comprenden el impuesto a la renta (pagos a cuenta y regularización), regalías petroleras y regalías gasíferas.

2/ Calculado como la diferencia entre los IGG y los IRRNN.

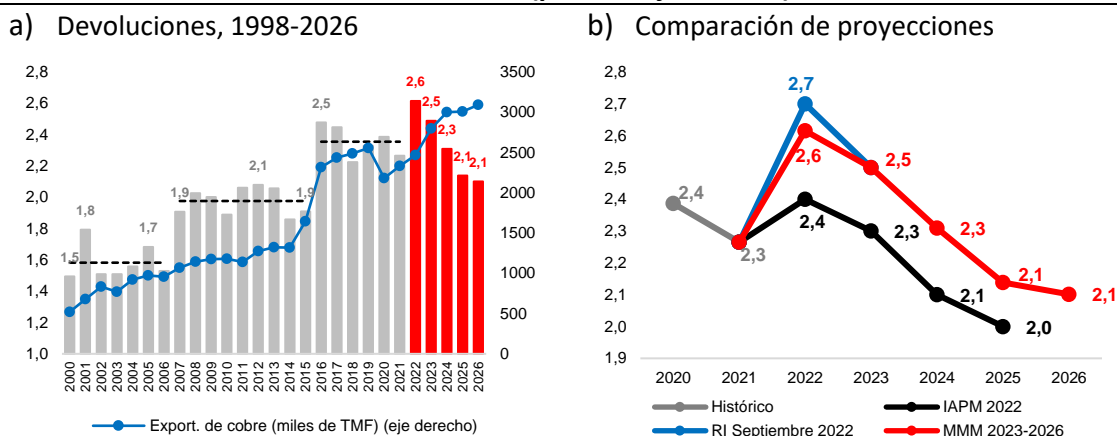
Fuente: MEF. Elaboración DEM-STCF.

Al respecto, cabe recordar que en el pasado se han registrado episodios de incrementos en la recaudación tributaria, asociados a mayores precios de minerales, que no representaron un incremento permanente en los ingresos. En particular, se 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 (una contracción de los IRRNN de 2,8 p.p. del PBI). En este contexto, se advierte que en un escenario de menores precios del cobre ($\text{€US}\$/\text{lb}$ 220 en lugar de $\text{€US}\$/\text{lb}$

330), los IRRNN disminuirían en aproximadamente 0,7 p.p. del PBI (0,5 por ciento del PBI en lugar de 1,2 por ciento del PBI)²⁸.

Con relación al supuesto de crecimiento económico, las previsiones del MMM plantean un escenario en el cual la tasa de crecimiento económico resulta superior al promedio registrado en los años previos a la pandemia (3,2 por ciento entre los años 2015-2019). Como se muestra en el gráfico 15.B, la dinámica de los IRRNN depende del crecimiento económico, por lo que desvíos en los supuestos de crecimiento económico se trasladan directamente sobre la proyección de ingresos²⁹. Con relación a las devoluciones tributarias, 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 particular, en el MMM se prevé un incremento de las exportaciones ante la entrada de producción de nuevos proyectos mineros como Quellaveco y Mina Justa, que podrían generar presiones al alza en las devoluciones tributarias (gráfico 16). Cabe recordar que en 2016 las devoluciones tributarias aumentaron en 0,6 por ciento del PBI y 0,4 p.p. de este incremento se explicó por los saldos a favor del exportador del sector minero ante el inicio de producción de proyectos mineros^{30,31}.

Gráfico N° 16: devoluciones tributarias (porcentaje del PBI)



Fuente: MEF. Elaboración DEM-STCF.

b) Gasto público

Respecto al gasto no financiero del Gobierno General (GNF), para 2022, se prevé un crecimiento de 1,1 por ciento real, equivalente a un incremento de S/ 17 mil millones respecto a 2021. Este incremento estaría explicado principalmente por un mayor gasto de capital (14,2 por ciento real) asociado al importante dinamismo que se prevé para la formación bruta de capital (un

²⁸ Análisis de sensibilidad a la proyección de ingresos públicos a partir de un modelo econométrico para evaluar los cambios en los ingresos ante distintos supuestos de crecimiento económico y precios de exportación. Los resultados obtenidos son consistentes con las elasticidades ingresos del MMM. Según estas elasticidades, si el precio del cobre se redujera en 10 por ciento, los IGG se reducirían entre 0,1 y 0,2 p.p. del PBI. En esa línea, una reducción del precio del cobre de cUS\$/lb 330 a cUS\$/lb 220 significaría una caída de los IGG entre 0,3 y 0,7 p.p. del PBI utilizando las elasticidades presentadas en el MMM.

²⁹ Como muestran las elasticidades de ingresos presentadas en el MMM, si la tasa de crecimiento del PBI se reduce en 1 p.p., los IGG se reducirían entre 0,1 y 0,2 p.p. del PBI.

³⁰ Según el BCRP, el incremento de las devoluciones se explicó en parte por el inicio de producción de proyectos mineros como la ampliación de Cerro Verde, Toromocho y Las Bambas (Memoria Anual del BCRP 2016).

³¹ Adicionalmente, 0,1 p.p. se explicó por el régimen de devolución anticipada del IGV al sector minero, mientras que el 0,1 p.p. se explicó por las devoluciones del resto de sectores económicos.

incremento de S/ 8 mil millones respecto a 2021). En cuanto al gasto corriente, se prevé una caída de 2,7 por ciento en términos reales, la cual sería equivalente a un incremento de S/ 7 mil millones respecto a 2021 (gráfico 17.A). Así, el gasto corriente caería principalmente en transferencias debido al retiro gradual de las medidas aprobadas en 2021 para atender la pandemia³², lo cual sería compensado por el impulso de medidas temporales para mitigar el costo de la inflación en la población³³.

Gráfico N° 17: Gasto no financiero del Gobierno General

A. 2022 (MMM) vs 2021

(Miles de millones de Soles)

	2021 (a)	2022 (b)	Dif. (b-a)	Var. % real
Gasto corriente	150	157	7	-2,7
Remuneraciones	54	56	2	-3,7
Bienes y Servicios	59	66	7	3,5
Transferencias	37	35	-2	-11,4
Gasto de capital	44	54	10	14,2
FBK	37	45	8	12,1
Otros gastos	7	10	2	25,3
Total	194	212	17	1,1

B. GNF en 2022 consistente con el MMM

(Miles de millones de Soles)

	Ene-Sep		Var. % real	Oct-Dic ^{1/}		Var. % real
	2021	2022		2021	2022	
Gasto corriente	102	105	-5,1	48	53	2,4
Remuneraciones	38	40	-2,9	16	16	-5,4
Bienes y servicios	40	40	-5,5	20	26	21,4
Transferencias	25	24	-8,1	12	11	-18,3
Gasto de capital	28	33	8,2	16	22	24,7
FBK	24	27	3,4	13	18	28,0
Otros gastos	4	6	36,4	3	3	9,8
Total	130	137	-2,3	64	74	8,0

1/ Para calcular el GNF entre octubre y diciembre de 2022 se diferenció el gasto previsto en el MMM para 2022 con el avance que se ha tenido entre enero y septiembre del presente año.

Fuente: BCRP, MEF. Elaboración: DEM-STCF

Es preciso señalar que para alcanzar las proyecciones del MMM en 2022, el GNF deberá crecer 8,0 por ciento real entre el último trimestre del año impulsado principalmente por el crecimiento a dos dígitos que se prevé en la FBK y bienes y servicios (gráfico 17.B). En particular, cumplir con la proyección de la FBK para 2022 requerirá que en este período se ejecute más de S/ 18 mil millones, que significaría un esfuerzo importante de ejecución si se compara con el monto máximo que se ha registrado entre dichos meses históricamente³⁴. Con el fin de contribuir en el impulso de la inversión pública, recientemente se han anunciado medidas adicionales a través del Plan Impulsa Perú³⁵.

Entre 2023 y 2026, se prevé un crecimiento moderado del GNF a un ritmo promedio de 0,5 por ciento real, el cual es menor al crecimiento promedio registrado en los últimos 10 años previos a la pandemia (4,8 por ciento real). Esta proyección de crecimiento configura una senda de gasto que se ajusta al cumplimiento exacto de las reglas fiscales, tomando en cuenta la evolución de los ingresos públicos, por lo que, la senda de gasto estará expuesta a los riesgos asociados a la

³² De acuerdo con el MMM, el presupuesto asignado a la contención y reactivación en el marco de la COVID-19 para 2022 sería de S/ 13 mil millones (1,4 por ciento del PBI), el cual representa poco más de la mitad del gasto que se ejecutó para dicho fin en 2021 por S/ 24 mil millones (3,2 por ciento del PBI).

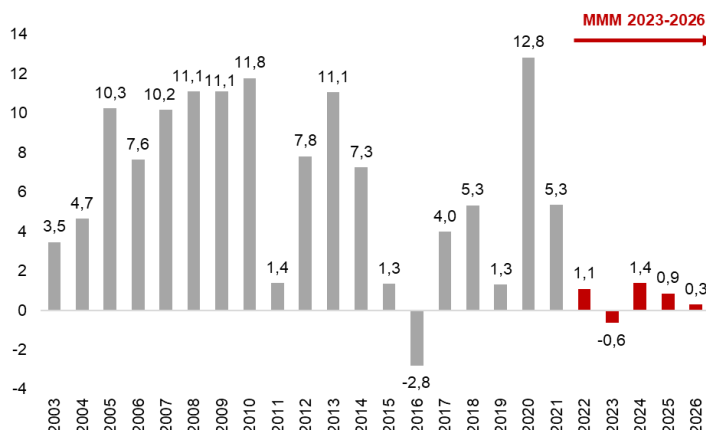
³³ Entre estas destacan: mayores subsidios a través del Fondo de Estabilización de Precios de Combustible; la entrega de un nuevo bono alimentario focalizado a la población más vulnerable; una subvención extraordinaria adicional a usuarios de programas sociales; entre otros.

³⁴ En 2020 se alcanzó el máximo nivel de ejecución de la FBK entre octubre y diciembre por un monto de S/ 14,8 mil millones. Esto se debió a que en dicho año la ejecución se trasladó principalmente a los dos últimos trimestres como consecuencia de las medidas de aislamiento que limitaron la ejecución durante el segundo trimestre.

³⁵ Entre las principales medidas se encuentran: repotenciar el equipo CONECTAMEF, mayor dotación de personal especializado para los gobiernos subnacionales, creación de una Unidad de Gestión de Proyectos Especializada (con enfoque PMO), reactivación de obras paralizadas junto con una masificación de la asistencia técnica y el acompañamiento a las entidades, mejora en la programación multianual de inversiones priorizando las obras paralizadas y limitando la entrada de nuevos proyectos, entre otras.

proyección de los ingresos. En ese sentido, ante la materialización de los riesgos que impliquen una reducción de los ingresos por debajo de lo previsto en el MMM, los gastos deberán ser menores respecto a lo que se prevé en el MMM a fin de evitar el incumplimiento de las reglas, lo cual podría ser poco creíble considerando que en el MMM ya se prevén tasas de crecimiento del GNF bajas (gráfico 18).

Gráfico N° 18: Gasto no financiero del Gobierno General
(var. % real)



Fuente: BCRP, MEF. Elaboración: DEM-STCF

A esto se suma un conjunto de presiones de gasto que podrían configurar un escenario de riesgo al alza sobre las proyecciones de gasto previstas en el MMM. Estas presiones de gasto derivan de normas y ofrecimientos impulsados tanto por el Poder Legislativo como por el Poder Ejecutivo, entre las que se encuentran: (i) la Ley que incrementa el presupuesto a educación a un nivel no menor de 6 por ciento del PBI, (ii) La ley sobre la devolución de aportes del FONAVI, (iii) la Ley que dispone el pago de la bonificación por preparación de clases sin sentencia judicial, (iv) la Ley que dispone la continuidad de los contratos CAS-COVID con pase a CAS regular, (v) el anuncio de una política remunerativa para los docentes hacia el 2026 que podría implicar un costo fiscal de S/ 8 mil millones anuales, (vi) el anuncio de una reforma al programa Pensión 65 con un costo fiscal estimado de S/ 755 millones anuales, y (vii) el aumento de las transferencias a la Caja de Pensiones Militar Policial³⁶ (gráfico 19).

Gráfico N° 19: Presiones de gasto derivadas de normas con rango de Ley

Norma	Concepto	Estado	Costo	Tipo
Ley 31097 (29.12.20)	Ley que dispone que el Estado invierta anualmente no menos de 6 por ciento del PBI en educación	Vigente	S/ 18,0 mil millones	Costo permanente
Ley 31454 (15.04.22)	Ley devolución del FONAVI	Vigente	S/ 42,0 mil millones	Costo temporal
Ley 31495 (16.06.22)	Ley que dispone el pago de la bonificación por preparación de clases sin la exigencia de sentencia judicial	Vigente	S/ 42,8 mil millones	Costo temporal
Ley 31539 (31.07.22)	Ley que autoriza el cambio de los contratos CAS-COVID a CAS	Vigente	S/ 2,2 mil millones	Costo permanente

Fuente: BCRP, MEF. Elaboración: DEM-STCF

³⁶ Entre 2017 y 2021, el monto que se transfería del Tesoro Público a la CPMP se duplicó (de S/ 1,2 a S/ 2,4 mil millones), por lo que se espera que este gasto siga siendo significativo en los próximos años debido a que los aportes de los asegurados son insuficientes para financiar las crecientes obligaciones previsionales.

En cuanto a la composición el GNF, según el MMM se prevé un ajuste del gasto corriente entre 2023 y 2026, el cual caerá a un ritmo promedio de 0,9 por ciento real explicado principalmente por una normalización del gasto en transferencias y un crecimiento neutro de remuneraciones. En cuanto a transferencias, se prevé un retorno hacia los niveles prepandemia lo que haría que este rubro se reduzca de forma continua entre 2023 y 2026 (9,1 por ciento real en promedio)³⁷ como consecuencia de la disipación de las medidas de gasto temporales aprobadas para la contención de la Covid-19 y el incremento de los precios. Respecto a remuneraciones, se espera un crecimiento casi nulo en términos reales durante dichos años (0,1 por ciento real), el cual es significativamente menor en comparación al crecimiento promedio que se ha registrado de remuneraciones entre 2010 y 2019 que ascendió a 6,7 por ciento real (gráfico 20).

Gráfico N° 20: Gasto no financiero del Gobierno General (variación porcentual real)

	Prom. 10-19	2019	2020	2021	MMM 2023-2026					Prom. 23-26
					2022	2023	2024	2025	2026	
Gasto corriente	5,7	3,4	19,4	-0,4	-2,7	-1,6	-0,2	-0,5	-1,1	-0,9
Remuneraciones	6,7	4,2	6,0	-1,7	-3,7	-1,5	0,2	0,8	1,0	0,1
Bienes y Servicios	6,1	5,0	8,5	14,2	3,5	1,8	3,1	1,6	1,6	2,0
Transferencias	4,0	-1,1	65,8	-16,2	-11,4	-8,1	-7,8	-7,9	-12,5	-9,1
Gasto de capital	2,7	-5,1	-9,6	31,2	14,2	2,1	5,9	4,4	3,8	4,1
FBK	2,5	-4,9	-12,6	31,2	12,1	6,3	8,0	6,9	6,9	7,0
Otros gastos	7,6	-6,4	10,6	31,4	25,3	-17,6	-6,8	-12,5	-22,1	-14,7
Gasto no financiero	4,8	1,3	12,8	5,3	1,1	-0,6	1,4	0,9	0,3	0,5

Fuente: BCRP, MEF. Elaboración: DEM-STCF

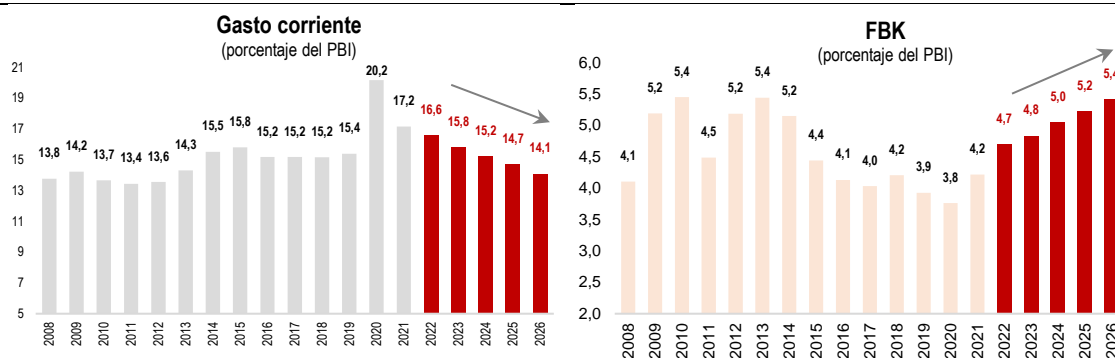
En contraste, la menor previsión del gasto corriente sería atenuada por un mayor impulso de la FBK en el mediano plazo, la cual crecerá a ritmo promedio de 7,0 por ciento real entre 2023 y 2026, mayor respecto al crecimiento que se ha registrado entre 2010 y 2019 (2,5 por ciento real). Entre los factores que sustentan la proyección de la FBK del MMM se encuentran, la aprobación de medidas de gestión para una mayor celeridad en la ejecución física de obras públicas, la ejecución de proyectos con mecanismos ágiles de ejecución, la reactivación de obras públicas paralizadas a nivel nacional, entre otros³⁸.

Como porcentaje del PBI el GNF retornará hacia un nivel de 20,0 por ciento del PBI en 2026, similar a los niveles observados durante el periodo prepandemia (2016-2019: 19,9 por ciento del PBI en promedio). La composición del gasto propuesta en el MMM prevé una tendencia decreciente del gasto corriente entre 2023 y 2026 (de 15,8 a 14,1 por ciento del PBI), y creciente del gasto de capital, principalmente de la FBK (gráfico 21).

³⁷ En el MMM se prevé que para 2026 las transferencias retornen a un nivel de S/ 27,0 mil millones, muy similar al nivel de transferencias que se tuvo en 2021 neto de medidas para enfrentar la pandemia (S/ 26,7 mil millones), lo que indicaría que la proyección para dicho rubro no prevé ningún incremento adicional en el presupuesto del gasto social de forma permanente hacia el 2026.

³⁸ Para mayor detalle ver MMM 2023-2026 (pág. 106)

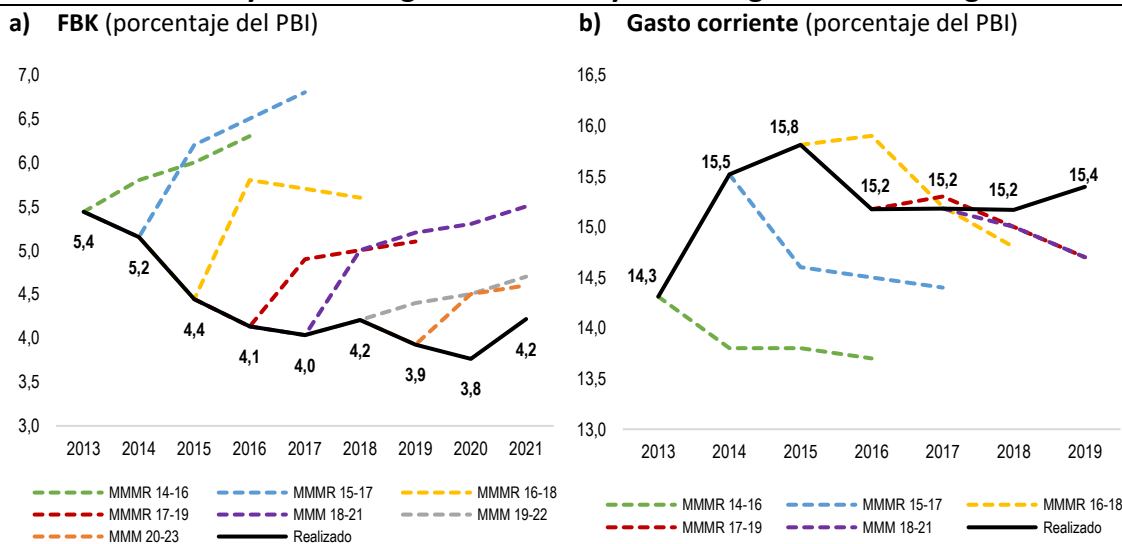
Gráfico N° 21: Gasto no financiero del Gobierno General (porcentaje del PBI)



Fuente: BCRP, MEF. Elaboración: DEM-STCF

Como se ha mencionado en opiniones previas, esta composición repetiría los sesgos observados en MMM anteriores, en donde se han sobreestimado las proyecciones de la FBK y se han subestimado las proyecciones del gasto corriente en el mediano plazo. En particular, 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 (gráfico 22.a). 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 (ver gráficos 22.b). En los cálculos del gasto corriente no se consideran a los años 2020 y 2021, ya que en este periodo se aprobaron medidas que incrementaron el gasto corriente de manera significativa para contener la pandemia, considerarlo exacerbaría los errores de proyección de los MMMs.

Gráfico N° 22: Proyección del gasto corriente y la FBK según MMMs de agosto



Fuente: BCRP, MEF. Elaboración: DEM-STCF

Es importante señalar los riesgos que podrían llevar a que el gasto de capital, en particular, la FBK, sea menor respecto a la prevista en el MMM. Así, los riesgos vendrían sobre la posible sobrestimación del impacto que, tanto a corto como a mediano plazo, podrán tener las medidas del ejecutivo que buscan apuntalar la inversión pública; más aún en un contexto de primer año de gestión de nuevas autoridades subnacionales para 2023, sobre el cual ya se ha observado la regularidad empírica de caídas en la inversión pública (gráfico 23). Al respecto, es preciso recordar que, desde el IAPM de abril de 2019, se vienen señalando un conjunto de medidas

presupuestales y de gestión con el objetivo de impulsar la inversión pública³⁹; a pesar de ello, la FBK registró de igual manera una caída de 4,9 por ciento en términos reales. En 2020 la ejecución de la inversión pública fue afectada por las medidas de aislamiento ante la pandemia, por lo que no se pudo verificar el impacto que hubieran tenido las medidas propuestas en dicho.

Gráfico N° 23: Inversión pública durante el primer año de gestión de nuevas autoridades subnacionales (variación % real)

Var. % real	2011	2015	2019
Inversión pública del SPNF	-11,2	-6,9	-1,5
Formación bruta de capital	-10,9	-11,5	-4,9
Gobiernos locales	-17,8	-25,4	-10,8
Gobiernos regionales	-8,9	-12,3	-2,6

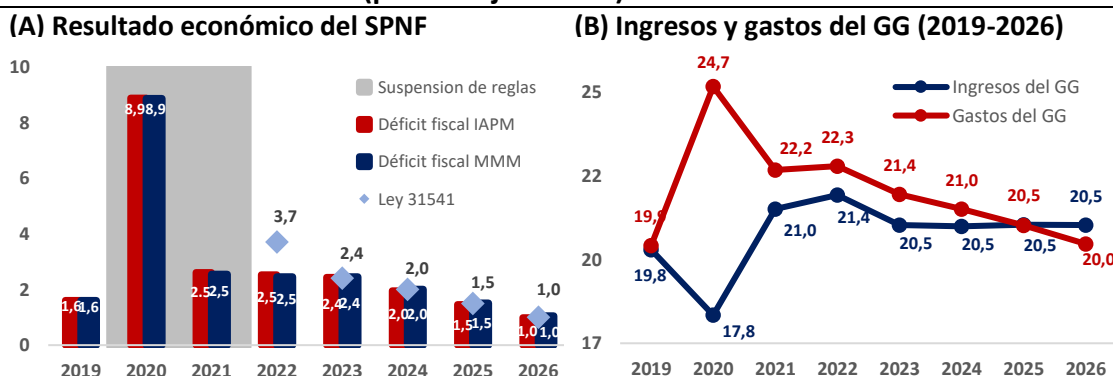
Fuente: BCRP, MEF. Elaboración: DEM-STCF

Finalmente, resulta relevante recalcar que, ante un contexto de consolidación fiscal centrado en el gasto corriente, la materialización de las presiones de gasto antes señaladas podrían agregar mayores rigideces sobre el gasto corriente y comprometer el espacio fiscal disponible destinado a otros gastos prioritarios tales como la inversión pública, lo cual podría aumentar el riesgo de requerir ajustes en este gasto para cumplir con el proceso de consolidación fiscal⁴⁰.

c) Déficit fiscal y endeudamiento público

De acuerdo con el MMM el déficit fiscal se mantendría en 2,5 por ciento del PBI para 2022, nivel consistente con la proyección del IAPM e inferior en 1,2 p.p. respecto al rango límite propuesto para ese año. Para el 2023 se espera que el déficit fiscal se reduzca a 2,4 por ciento del PBI luego de una reducción gradual de los ingresos en 0.8 p.p. y los gastos del gobierno general en 0.9 p.p. (gráfico 24.C). En los siguientes años, el déficit fiscal continuaría reduciéndose hasta alcanzar niveles de 2,0, 1,5 y 1,0 para los años 2024, 2025 y 2026, respectivamente (gráfico 24.A). La disminución del déficit fiscal se sustentaría principalmente en una reducción promedio del gasto no financiero de 0.5 p.p. por año, mientras que los ingresos se mantendrían constantes.

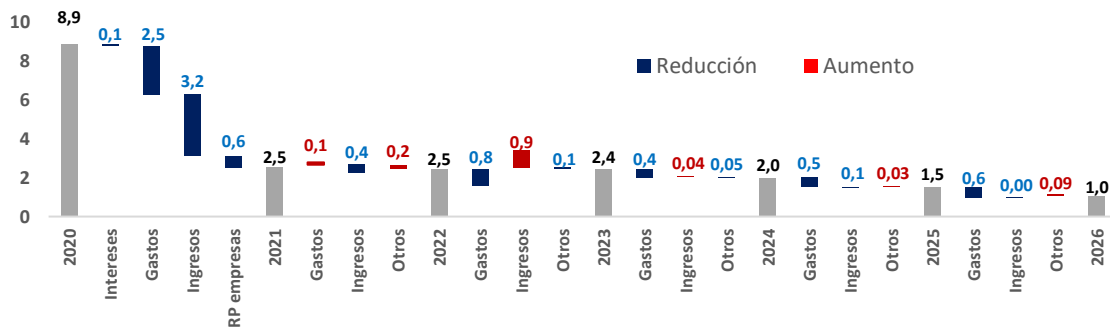
Gráfico N° 24: Déficit fiscal (porcentaje del PBI)



³⁹ Entre las principales medidas se encuentran: (i) la disposición temprana de recursos y adelanto del canon minero a los gobiernos subnacionales, (ii) asistencias técnicas y capacitaciones mensuales en coordinación con los CONECTAMEF, (iii) reactivación de obras públicas paralizadas mediante el Decreto de Urgencia N° 008-2019, (iii) impulso de modelos eficientes de inversión que usarán metodologías colaborativas (BIM, PMO, contratos NEC), y (iv) la mejora en la calidad de la programación multianual y en los esquemas de APP y Oxi.

⁴⁰ 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 – Episodios de consolidación fiscal: lecciones de la experiencia internacional.

(C) Factores que explican la variación del déficit fiscal (p.p. del PBI)

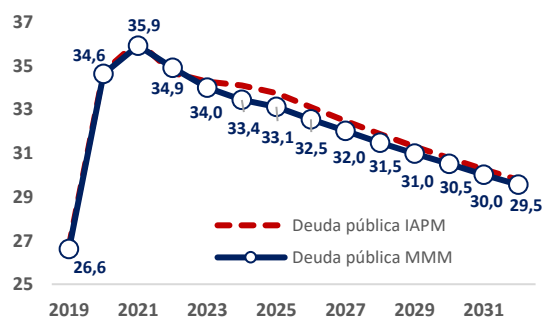


Fuente: MEF, Elaboración: DEM-STCF

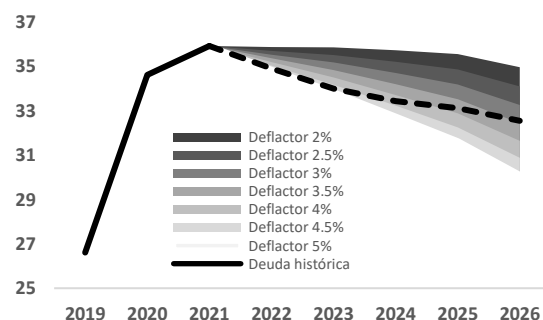
A partir del 2023 se resalta que la reducción anual del déficit fiscal es de 0,5 p.p. en promedio hasta alcanzar la meta de 1,0 por ciento del PBI en 2026. La trayectoria propuesta sigue los límites establecidos para el déficit fiscal en la Ley N° 31541. Esta consolidación se plantea en ausencia de medidas que incrementen los ingresos permanentes⁴¹, por lo que todo el peso de la reducción del déficit recae sobre el recorte progresivo de los gastos (gráfico 24.B).

Gráfico N° 25: Deuda pública (porcentaje del PBI)

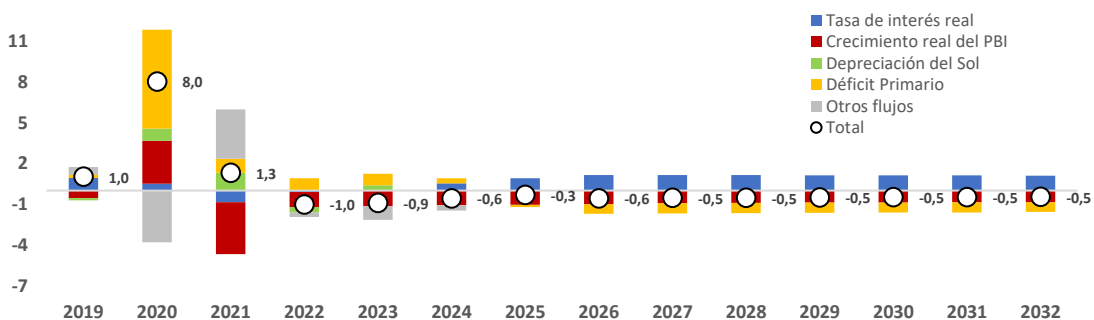
(A) Trayectoria de la deuda



(B) Sensibilidad al deflactor



(C) Determinantes de la variación de la deuda (p.p. del PBI)



Fuente: MEF, Elaboración: DEM-STCF

Respecto a la deuda pública, se espera que alcance 34,9 por ciento del PBI en 2022 (gráfico 25.A), cifra consistente con la proyección del IAPM e inferior en 1,0 p.p. del PBI respecto a lo registrado en 2021. Entre 2023 y 2024 la deuda continuaría reduciéndose hasta alcanzar el 33,4 por ciento

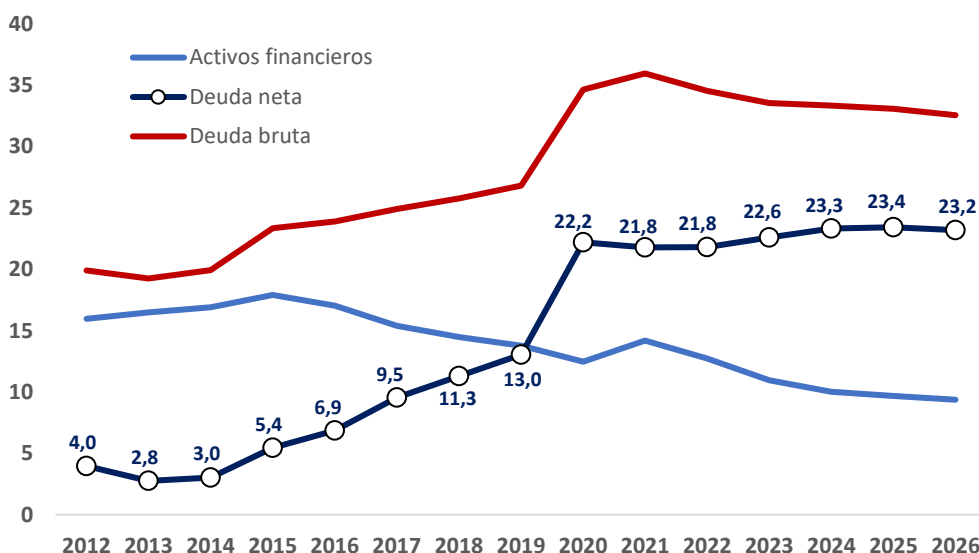
⁴¹ Los ingresos del gobierno general se mantendrían en 20,5 por ciento del PBI para el periodo 2023-2026, cifra por encima del nivel prepandemia (19,8 por ciento del PBI en 2019) y similar al promedio de los ingresos del periodo 2002-2012 (20,48 por ciento del PBI).

del PBI, explicado principalmente por el crecimiento real del PBI (contribución de -1,1 p.p. en promedio). A partir del 2025, la generación de superávit primario contribuiría a reducir el nivel de la deuda pública en -0,7 p.p. en promedio hasta alcanzar 29,5 por ciento del PBI en 2032, cifra por debajo del límite establecido por la regla fiscal para dicho año y en adelante (30,0 por ciento del PBI).

En el corto plazo, los factores macroeconómicos contribuyen a reducir la deuda entre 2022 y 2024. El costo del financiamiento real (promedio de 0,6 por ciento) es inferior al crecimiento económico (promedio de 3,3 por ciento), consecuencia de una mayor inflación del deflactor del PBI⁴² (promedio de 4,3 por ciento). En ese sentido, cambiando el supuesto del deflactor a un crecimiento de 2,0 por ciento, la deuda pública podría llegar a ser hasta 2,5 p.p. del PBI superior a lo proyectado (gráfico 25.B).

En comparación a lo previsto en el IAPM, se observa una mejora en las proyecciones a partir del 2023, en línea con una menor contribución de la tasa de interés real⁴³ y una mejora en la previsión del tipo de cambio⁴⁴. A pesar de ello, la tendencia para la reducción de la deuda es similar y, en ambos casos, hacia el 2032 se cumple con el límite de deuda para ese año (30 por ciento del PBI).

Gráfico N° 26: Deuda neta del SPNF (porcentaje del PBI)



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

Durante el 2022 el endeudamiento neto se mantendría en 21,8 por ciento del PBI, igual al valor registrado en 2021 (gráfico N° 26). A pesar de la disminución en la deuda bruta, el endeudamiento neto no registraría el mismo comportamiento debido a que los activos financieros como porcentaje del PBI se reducirían⁴⁵. En el periodo 2023-2026, se prevé que la

⁴² La inflación del deflactor asumida para el periodo 2022-2024 (4,3 por ciento) es inferior al periodo prepandemia (1,7 por ciento para 2019) y al promedio del periodo 2012-2019 (2,6 por ciento). La contribución de la inflación a la reducción de la deuda es de 0,7 p.p. en promedio para el periodo 2022-2026.

⁴³ En el IAPM se prevé que la contribución promedio de la tasa de interés real entre 2023 y 2024 sea de +0.57 p.p., mientras que, para el mismo periodo, el MMM considera una contribución de +0.28 p.p.

⁴⁴ Para los años 2023 y 2024, el supuesto de depreciación en el IAPM es 2,6 y 1,8 por ciento. Para los mismos años, el MMM asume una depreciación de 2,1 y 0 por ciento.

⁴⁵ Si bien en el MMM no hace proyección de los activos del SPNF, este resultado es consistente con la senda de deuda neta y bruta presentada en el MMM. Asimismo, no se prevé una estrategia explícita para la recomposición de activos.

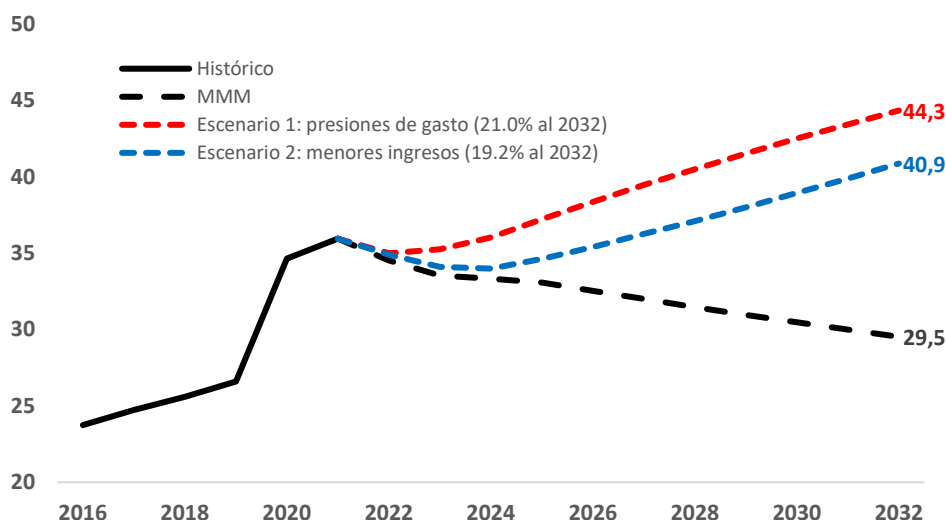
deuda neta continúe creciendo hacia el 2026 hasta alcanzar 23,2 por ciento del PBI, a pesar de una disminución promedio de la deuda bruta en 0,6 p.p. del PBI por año.

d) Análisis de riesgos fiscales

La trayectoria del endeudamiento público está sujeta a diversos riesgos fiscales, en especial a aquellos que pueden afectar la trayectoria prevista de las cuentas fiscales en el mediano plazo. Para ilustrar el efecto de una posible materialización de estos riesgos sobre la deuda pública, en adelante se presentan un conjunto de ejercicios⁴⁶.

En un primer ejercicio se plantean dos trayectorias alternativas del endeudamiento público a las propuestas en el MMM, las cuales consideran distintas situaciones fiscales (gráfico N°27). En un primer escenario se considera una mayor presión del gasto derivado de iniciativas legislativas⁴⁷ que generan aumentos transitorios y permanentes del nivel del gasto público. Como consecuencia, el déficit primario sería en promedio de 1,0 por ciento del PBI para el periodo 2022-2032, con lo cual la deuda pública ascendería a 44,3 por ciento del PBI en 2032, cifra superior en 14,8 p.p. respecto a lo previsto en el MMM.

Gráfico N° 27: Escenarios de proyección de la deuda pública



Fuente: MEF. Elaboración: DEM-STCF.

En un segundo escenario, se considera un menor dinamismo de los ingresos (19,2 por ciento) al previsto⁴⁸, nivel similar al promedio observado para el periodo 2015-2019. Este nivel de ingresos es consistente con un contexto en el cual los precios de los commodities son menos favorables. Bajo este escenario, el déficit primario sería en promedio de 0,7 por ciento del PBI para el periodo 2022-2032 y con ello la deuda pública se incrementaría hasta 40,9 por ciento del PBI, superior en 11,4 p.p. de lo previsto en el MMM.

⁴⁶ Para la simulación de los escenarios se consideran los mismos supuestos (inflación, tasas de interés, entre otros) utilizados en el MMM.

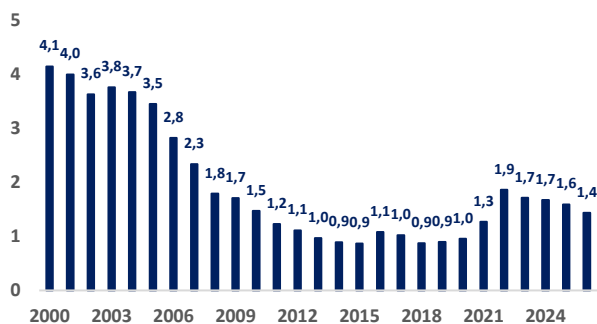
⁴⁷ Se consideran dentro de las presiones de gasto a las devoluciones del FONAVI, la Ley del profesorado, la Ley CAS COVID y el aumento del sueldo a los docentes desde el 2023 al 2026.

⁴⁸ 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 adelante.

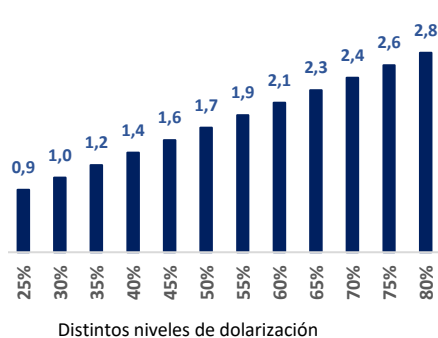
El segundo ejercicio realizado considera la mayor exposición de la deuda pública al riesgo cambiario debido a la mayor proporción de la deuda externa⁴⁹, cuya proyección se mantendría por encima del nivel prepandemia hacia el 2032 (40 por ciento del total de la deuda en 2032 frente a 31,8 por ciento del total de la deuda en 2019). Así, ante una eventual depreciación del tipo de cambio en 10 por ciento, la deuda pública aumentaría en 1,9 p.p. del PBI si dicho evento sucediera en 2022, cifra superior a la sensibilidad obtenida en el periodo prepandemia, de 0,9 p.p. del PBI en 2019 (gráfico 28.A). En ese sentido, distintos niveles de dolarización de la deuda pública podrían incrementar la contribución de la depreciación al aumento de la deuda pública (gráfico 28.B).

Gráfico N° 28: Devaluación del tipo de cambio de 10%

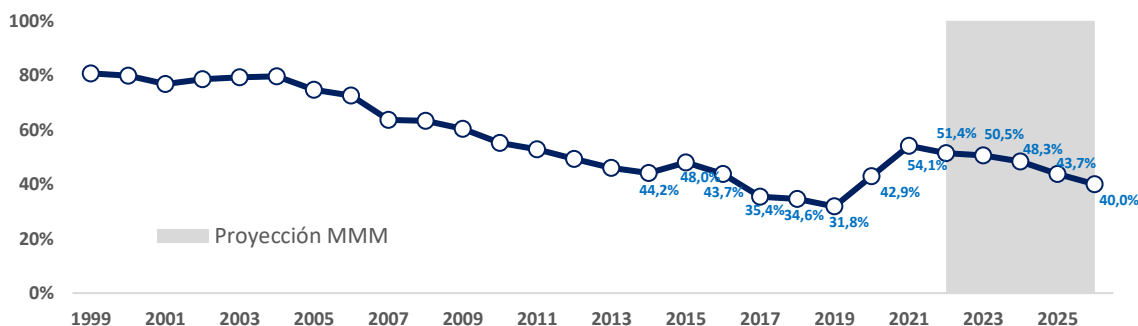
(A) Sensibilidad de la deuda



(B) Contribución a la var. de la deuda



(C) proporción de la deuda externa (porcentaje del total)



Fuente: MEF, Elaboración: DEM-STCF

Por último, el incremento generalizado de las tasas de interés se suma como un riesgo fiscal relevante para el cumplimiento de la consolidación fiscal. Desde finales del 2021, la tasa de la FED se ha incrementado en 150 puntos básicos hasta julio del 2022 (gráfico 29.A), con lo cual el costo de financiamiento tanto en moneda local como extranjera viene incrementándose a lo largo del 2022⁵⁰ en niveles no vistos en los últimos años (gráfico 29.B). Esto trae como

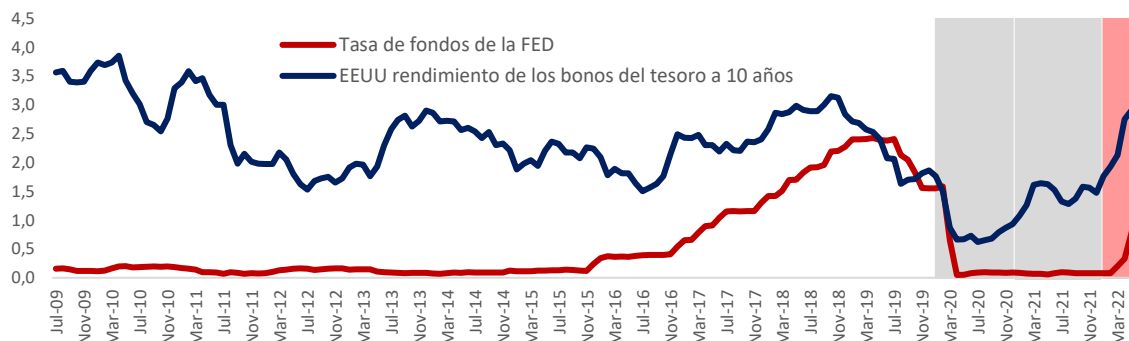
⁴⁹ Entre 2020 y 2021 la mayor parte del endeudamiento provino de la emisión de bonos globales (entre 2020 y 2021 se emitieron 15,000 millones de dólares y 1,825 millones de euros en bonos globales). Como consecuencia la deuda externa se ha incrementado en 9,4 p.p. pasando de 8,5 por ciento del PBI en 2019 a 17,9 por ciento del PBI en 2022.

⁵⁰ 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 cercano 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.

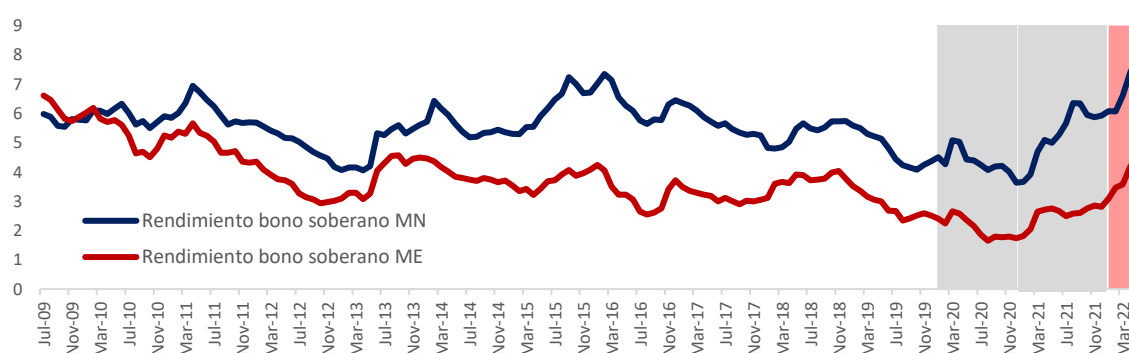
consecuencia el encarecimiento de la emisión de nuevo endeudamiento y el incremento gradual de la carga de los intereses sobre el presupuesto público.

Gráfico N° 29: tasas de interés

(A) Rendimiento a 10 años de los bonos del tesoro de EE. UU. y la tasa de la FED



(B) Rendimiento del bono soberano a 10 años en MN y ME



Fuente: MEF, Elaboración: DEM-STCF

3) Conclusiones

- El escenario macroeconómico internacional sigue mostrando alta volatilidad y un rápido deterioro producto de 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.
- Respecto de las previsiones del MMM sobre los precios de materias primas, el principal riesgo radica en que se materialice una corrección de los precios mayor que la prevista en el MMM. En se sentido se sugiere tomar una postura prudente en torno al desenvolvimiento futuro esta variable que tiene gran importancia en términos presupuestales.
- En cuanto al escenario macroeconómico local, se considera que las proyecciones de crecimiento de 2022, pero principalmente las de 2023, tienen un sesgo optimista debido a que se estaría 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; no se consideraría el efecto del incremento de la inflación sobre el gasto privado; y, se estaría sobreestimando el

crecimiento de la inversión pública en 2023 por no considerar el efecto que tendría la entrada de nuevas autoridades a los gobiernos regionales y locales.

- En el mediano plazo (2024-2026), se considera que alcanzar cifras de crecimiento económico superiores a 3,0 por ciento será sumamente retador 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.
- Por su parte, la proyección de ingresos públicos presenta un conjunto de riesgos a la baja derivados de los supuestos macroeconómicos utilizados para su elaboración. Para el 2023, 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 ese sentido, será importante que se sostenga la reducción de los índices de incumplimiento tributario que permita generar mayores ingresos fiscales permanentes.
- Considerando que la proyección de gasto público se sujeta al cumplimiento de la regla fiscal del déficit del SPNF y a la proyección de ingresos, la senda de gasto público prevista en el MMM estaría expuesta a los riesgos asociados a la proyección de ingresos. En ese sentido de materializarse los riesgos en los ingresos el gasto público deberá ajustarse para asegurar el cumplimiento de la regla, lo que conllevaría a una consolidación del gasto aún más exigente. Sin embargo, un mayor ajuste en el gasto podría resultar poco creíble. Al respecto, se 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.
- El incremento del déficit fiscal previsto en el MMM 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.
- Se advierte que la revisión a la baja de la proyección de la deuda pública contemplada en el MMM 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.
- 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, se 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.

Recuadro N° 1: ciclos de inversión y producción minera en la economía peruana

Gustavo Ganiko y Christian Merino

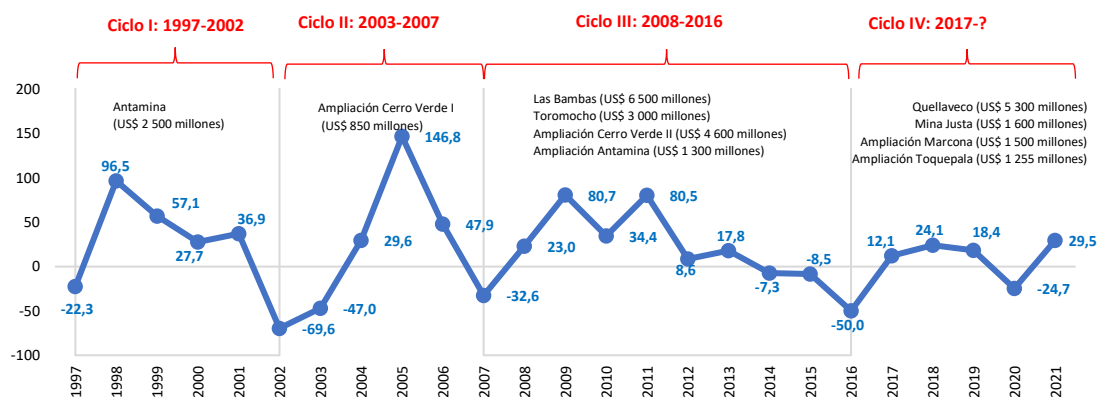
Resumen

El presente recuadro muestra un análisis descriptivo de los ciclos de inversión minera registrados en la economía peruana desde 1997 y realiza un balance sobre la producción minera generada a partir de estos ciclos de inversión. Finalmente, se realiza la simulación de la recaudación de largo plazo asociada a la producción de cobre, bajo distintos escenarios de inversión minera.

Desde 1997, se pueden identificar 4 ciclos de inversión minera en el Perú (ver gráfico 1). A nivel agregado, estos ciclos de inversión minera presentan las siguientes características:

- El ciclo inicia con la inversión para la construcción de un nuevo proyecto minero o para ampliaciones que incrementen la producción minera⁵¹. En ambos casos se requieren montos de inversión importantes en equipamiento minero, planta beneficio e infraestructura⁵².
- Los dos últimos ciclos de inversión presentan más de un gran proyecto de inversión desarrollándose de forma simultánea, permitiendo que los niveles de inversión minera se mantengan elevados, aún en las etapas decrecientes del ciclo.
- Con la finalización de cada ciclo, se registran contracciones de la inversión minera en magnitudes significativas (-69,6 por ciento en 2002; -32,6 por ciento en 2007 y -50,0 por ciento en 2016).

Gráfico 1: ciclos de inversión minera (variación porcentual real)



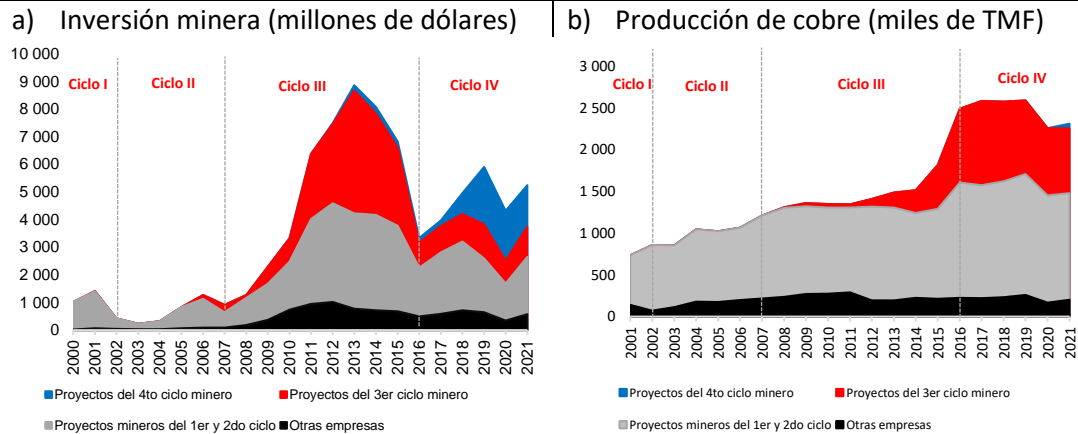
Fuente: MINEM. Elaboración propia.

Una vez finalizado el ciclo de inversión minera, inicia un ciclo de producción que amortigua parcialmente el impacto negativo que tiene el retiro de la inversión minera en el corto plazo. El gráfico 2 muestra la dinámica agregada de cada ciclo de inversión minera, así como la dinámica de la producción de cobre asociada a cada ciclo de inversión.

⁵¹ La inversión minera puede clasificarse en inversión en sostenimiento, necesaria para mantener la producción minera en niveles estables; o inversión en crecimiento y desarrollo, necesaria para desarrollar nuevos proyectos de inversión minera o ampliaciones para incrementar la capacidad de producción actual. Para más detalle véase, MINEM (2019), “Boletín Estadístico Minero”, mayo 2019.

⁵² La inversión en planta beneficio y en equipamiento minero consiste en la inversión en equipo utilizado para el procesamiento de minerales, y en equipos para la operación minera, respectivamente. Por su parte, la inversión en infraestructura corresponde en inversiones auxiliares para realizar la operación minera, distintas a la planta de procesamiento. Para más detalle véase, MINEM (2019).

Gráfico 2: inversión y producción minera por ciclo de inversión



Nota:

- Entre los años 2000-2021, la inversión de cobre representó aproximadamente el 60 por ciento de la inversión minera total; mientras que la producción de cobre representó 42 de la producción minera. A partir del 2016, la producción de cobre representó el 56 por ciento de la producción total.
- Se consideran como parte de los proyectos mineros del 1er y 2do ciclo minero a empresas productoras de cobre (Antamina, Southern Perú, Cerro Verde), oro (Yanacocha, Poderosa, Barrick), hierro (Shougang), estaño (Minsur), entre otras empresas. Como parte del 3er ciclo minero se consideran a empresas productoras de cobre (Antapaccay, Toromocho, Constanca, Las Bambas), oro (Gold Fields, Shahuindo, La Arena), entre otras empresas. Finalmente, en el 4to ciclo minero considera empresas productoras de cobre (Quellaveco, Mina Justa) y hierro (Shouxin), entre otras.

Fuente: MINEM. Elaboración propia.

El gráfico 3 presenta la dinámica de la inversión minera y producción de las principales empresas mineras que explican los ciclos de inversión señalados previamente.

El panel a) muestra la dinámica de inversión de Antamina, empresa que realizó su inversión inicial entre los años 1997-2001 por US\$ 2 500 millones y explica el primer ciclo de inversión minera. Antamina inició operaciones en 2001 y realizó inversiones en ampliación por US\$ 1 500 millones entre los años 2010 -2013, lo que permitió incrementar la producción potencial de cobre en 50 mil toneladas métricas finas (TMF) y ampliar la vida útil de la mina hasta el 2028⁵³.

El panel b) muestra la dinámica de inversión de Cerro Verde, empresa que realizó inversiones en ampliación⁵⁴ por US\$ 850 millones entre los años 2005-2006 y explica el segundo ciclo de inversión minera. Asimismo, Cerro Verde realizó una segunda ampliación de sus operaciones entre los años 2012-2016 por un monto de US\$ 4 600 millones, lo que permitió incrementar la producción potencial de cobre en 180 mil TMF y ampliar la vida útil de la mina hasta 2045. Con la finalización de esta inversión en ampliación, finaliza el tercer ciclo de inversión.

Los paneles c) y d) muestran la dinámica de inversión de Las Bambas y Toromocho, proyectos representativos del tercer ciclo de inversión minera⁵⁵. En el caso de las Bambas, la empresa realizó una inversión inicial de US\$ 6 500 millones entre los años 2011-2015 e inicio producción en el 2016. Por su parte, Toromocho realizó una inversión inicial de US\$ 3 000 millones entre los años 2011-2013 e inicio producción en el 2014.

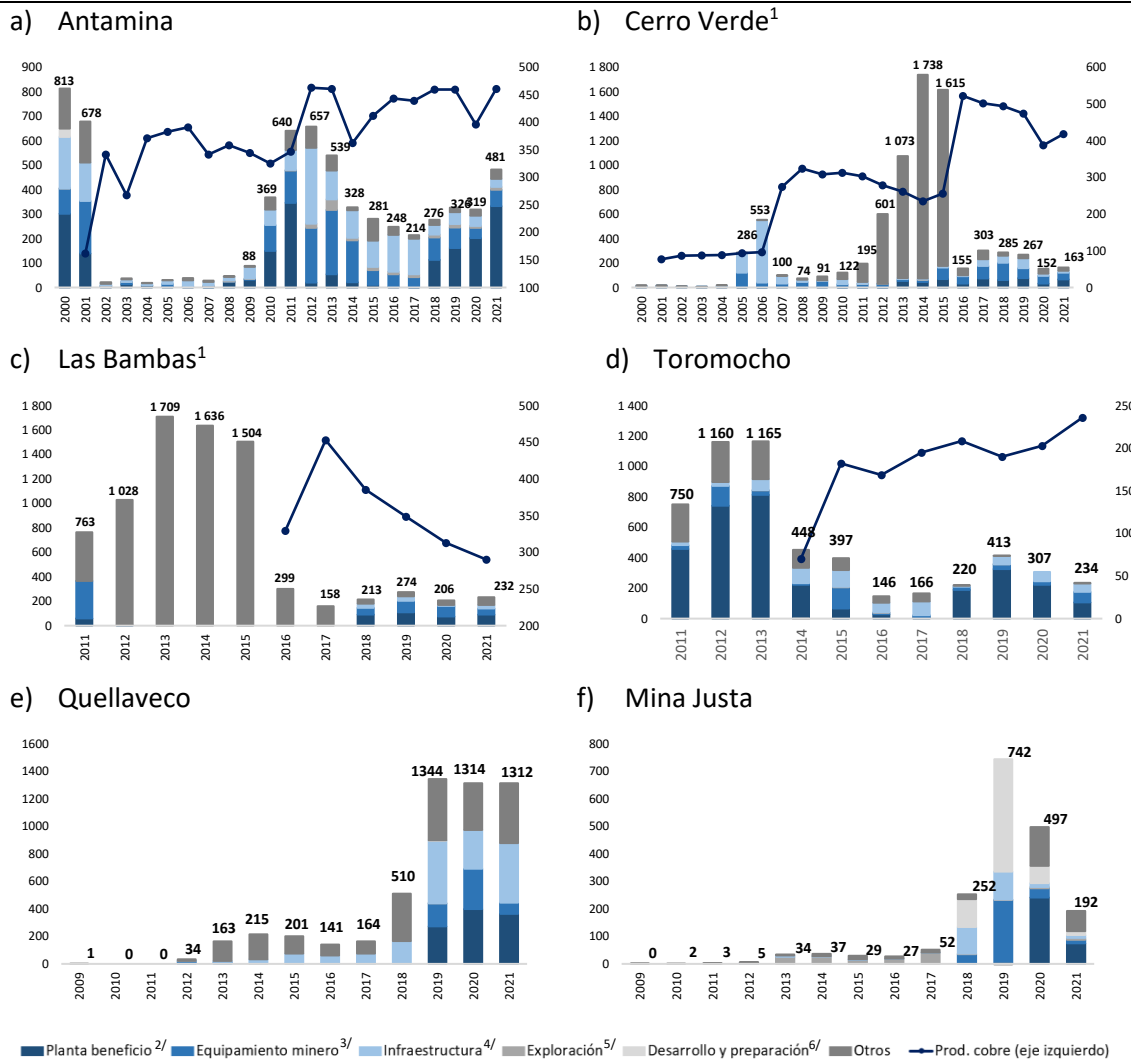
⁵³ Previo a la ampliación, la mina tenía una vida útil estimada de 20 años hasta el año 2021. Con la ampliación, se extendió la vida útil hasta 2028. En esta línea, la empresa prevé iniciar en 2023 nuevas inversiones para ampliar nuevamente la vida útil al 2036. Véase: <https://www.antamina.com/noticias/comunicado-meia-antamina-2022/>.

⁵⁴ Esta ampliación permitió incrementar la capacidad productiva de la mina de 90 a 270 mil TMF.

⁵⁵ Otros proyectos mineros relevantes durante este ciclo de inversión fueron Constanca y Antapaccay.

Los paneles e) y f) muestran la dinámica de inversión de Quellaveco y Mina Justa, proyectos que explican el cuarto ciclo de inversión minera⁵⁶. En el caso del proyecto Mina Justa, la empresa realizó una inversión inicial de US\$ 1 500 millones, principalmente entre los años 2018-2021, e inicio operaciones en 2021. Por su parte, Quellaveco realizó una inversión inicial de US\$ 5 000 millones, la cual se aceleró desde el 2018 y tiene previsto finalizar inversiones e iniciar producción en 2022.

Gráfico 3: Inversión y producción minera de las principales empresas mineras (millones de dólares y miles de TMF)



1/ Durante el periodo 2011-2016, las inversiones de estas empresas se registraron en el rubro de otros.
 2/ Inversión en infraestructura que se utiliza para el procesamiento de los minerales provenientes de la mina.
 3/ Inversión realizada en equipos para la operación minera.
 4/ Inversión en infraestructura auxiliar distinta a la planta de procesamiento.
 5/ Inversión para demostrar las dimensiones, posición, reservas y valor de un yacimiento minero.
 6/ Inversión inicial que está relacionada con el proyecto minero.

Fuente: MINEM. Elaboración propia.

Actualmente nos encontramos en la última etapa del cuarto ciclo de inversión minero, que finalizaría el 2023 con el retiro de la inversión realizada por Quellaveco durante su etapa preoperativa. Sin embargo, de acuerdo con las proyecciones del MMM, este ciclo de inversión

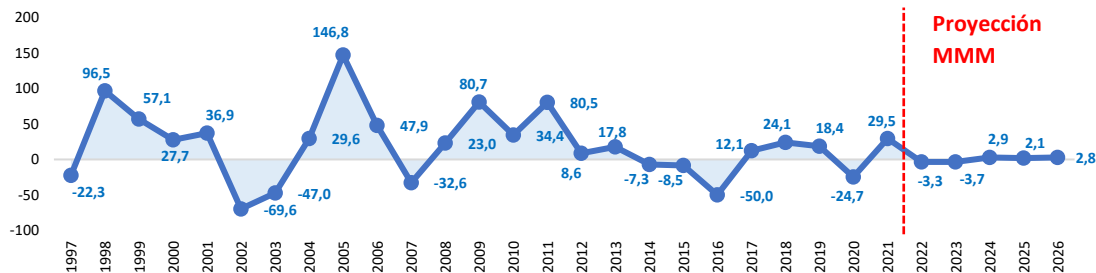
⁵⁶ Otros proyectos relevantes durante este ciclo de inversión fueron las ampliaciones de Marcona y Toquepala.

se extendería a partir de un conjunto de proyectos que iniciarían construcción entre el segundo semestre de 2022 y 2023, por un monto de inversión total de US\$ 5 122 millones⁵⁷. Por su parte, el resto de los proyectos en cartera del MMM, iniciarían construcción entre los años 2024-2026, por un monto de inversión total de US\$ 8 759 millones. Como se muestra en el gráfico 4, los proyectos considerados en el MMM permitirían extender el ciclo de inversión minera más allá del 2023, pero serían insuficientes para acelerar la inversión minera en el mediano plazo.

Pese a lo previsto en el MMM, el anuncio por parte de la empresa Newmont de postergar la inversión de Yanacocha Sulfuros para la segunda mitad de 2024⁵⁸, llevaría a una contracción significativa de la inversión minera en 2023⁵⁹, congruente con la finalización del ciclo de inversión. En caso los proyectos mineros previstos en el MMM presenten retrasos adicionales, se generaría incertidumbre sobre el inicio de un nuevo ciclo de inversión minera. En el pasado, el inicio de producción de estos proyectos se ha pospuesto entre 1 y 14 años (ver gráfico 4-b); mientras que a la fecha 2 de los 11 proyectos considerados cuentan con los permisos necesarios para iniciar la fase de construcción (ver gráfico 4-c).

Gráfico 4: ciclos de inversión minera y cartera de proyectos del MMM 2023-2026

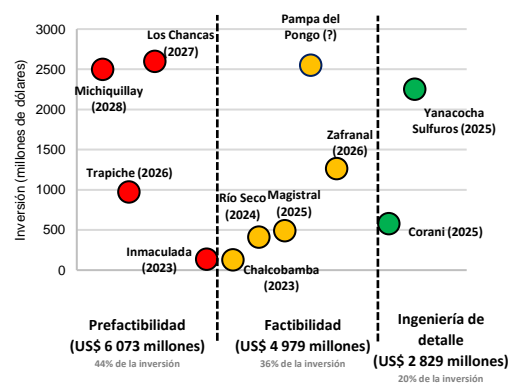
a) Inversión minera 2022-2026 (variación porcentual real)



b) Proyectos de inversión según inicio estimado de producción^{1/}



c) Proyectos del MMM según inversión y etapa del proyecto^{1/}



Estimado inicial: inicio estimado de producción considerado en el año de entrada en la cartera del MINEM.
 Estimado actual: inicio estimado de producción realizado en noviembre de 2021 (Boletín estadístico Julio 2022).
 1/ Posterior a la publicación del MMM, se anunció la decisión de postergar la inversión de Yanacocha Sulfuro para el 2024, por lo que su inicio de producción previsto para el 2025 se tiene que reformular.
 Fuente: MINEM. Elaboración propia.

⁵⁷ De acuerdo con el MMM, en el segundo semestre de 2022 iniciarían construcción Yanacocha Sulfuros, Corani y Chalcobamba; mientras que en 2023 iniciarían construcción Magistral, Río Seco y Zafranal.

⁵⁸ Véase: <https://yanacocha.com/newmont-pospone-el-proyecto-yanacocha-sulfuros-y-anuncia-una-inversion-de-almenos-us350-millones-en-peru/>.

⁵⁹ De no considerar la inversión de Yanacocha Sulfuros, la inversión minera en 2023 se reduciría en 14,6 por ciento.

Para mostrar la relevancia que tiene la inversión minera prevista en el MMM sobre las cuentas macrofiscales de mediano y largo plazo, se realiza la simulación de la producción e ingresos provenientes de cobre bajo dos escenarios de inversión minera. En el primer escenario se supone que, a partir del 2023, no se realiza inversión para nuevas minas o ampliaciones que permitan extender la vida útil de la mina. En el segundo escenario, se asume que: i) la inversión minera prevista en el MMM se materializa sin retrasos; y ii) se realiza inversión en sostenimiento en proyectos que en el pasado han realizado este tipo de inversiones⁶⁰. Por su parte, la simulación de los ingresos mineros provenientes de cobre considera los siguientes supuestos adicionales: i) en el largo plazo (2026-2040) la cotización del cobre, el tipo de cambio nominal y la inflación se mantienen constantes e igual a la última proyección disponible en el MMM; ii) la tasa de impuesto a la renta (IR) de las empresas con contrato de estabilidad tributaria (CET)⁶¹ vigente se ajusta conforme se terminan los contratos; iii) las empresas pertenecientes al cuarto ciclo de inversión minera realizan el pago de la nueva regalía minera y el impuesto especial de la minería desde el inicio de su producción comercial; sin embargo, el inicio de pago de IR se realiza luego de agotar el beneficio tributario de depreciación acelerada generado por la inversión realizada durante la etapa preoperativa⁶².

El gráfico 5 muestra los resultados de la simulación bajo los escenarios descritos previamente. En el panel a) se muestra que, en caso no se realice nueva inversión minera, la producción de cobre alcanzaría un máximo entre los años 2023 y 2024, explicado por el incremento de la producción de Quellaveco y Mina Justa. A partir del 2025, la producción de cobre empezaría a disminuir gradualmente, conforme se registren menores leyes de minerales⁶³ y no se realicen ampliaciones que permitan extender la vida útil de las minas que tienen previsto su cierre antes del 2040⁶⁴. Por su parte, el panel b) muestra que, bajo el escenario de nueva inversión minera, el incremento de la producción de cobre sería gradual entre los años 2022-2025 y se aceleraría a partir del 2028, conforme proyectos como Michiquillay y Los Chancas inicien su producción

⁶⁰ Se asume que Antamina, Cerro Verde y Southern Perú, realizan inversiones para mantener una producción constante entre 2026 y 2040. En Antamina, se asume que la empresa realizaría una ampliación que iniciaría en 2023, en línea con lo señalado por la empresa. En Cerro Verde se asume una inversión que permita mantener los niveles de producción o incrementarla, tal como ocurrió en la 1ra y 2da ampliación. Finalmente, en Southern Perú, se asumen inversiones acordes con la vida útil estimada de las operaciones de Cuajone (2080) y Toquepala (2067).

⁶¹ Durante el periodo 2027-2040, los CET de Antapaccay, Toromocho, Cerro Verde, Las Bambas, Constancia y Quellaveco terminan en los años 2026, 2027, 2028, 2030, 2031 y 2037, respectivamente. En el caso de Quellaveco, la tasa de IR se reducirá de 31,5% a 29,5%; mientras que en el resto de las minas señaladas la tasa de IR se reducirá de 32% a 29,5%.

⁶² Como señala el BCRP (2018), el beneficio tributario de depreciación acelerada que reciben las inversiones mineras “... permite una mayor deducción por depreciación en ciertos activos. Por ejemplo, las empresas mineras pueden deducir el monto pagado por sus activos fijos en 5 años, con lo cual reducirían temporalmente su obligación de impuesto a la renta, siendo inclusive posible que generen pérdidas tributarias si el monto de inversión es significativo”. Para mayor detalle véase BCRP (2018) “Reporte de Inflación marzo 2018”. Como ejemplo, se tiene el caso de las Bambas, proyecto minero que inicio su construcción en 2011, comenzó su producción comercial a finales de 2015, pero inicio el pago del IR a finales de 2021. Para la simulación, se asume que el pago del IR de Mina Justa, Quellaveco, Los Chancas y Michiquillay inicia en los años 2022, 2027, 2030 y 2031, respectivamente.

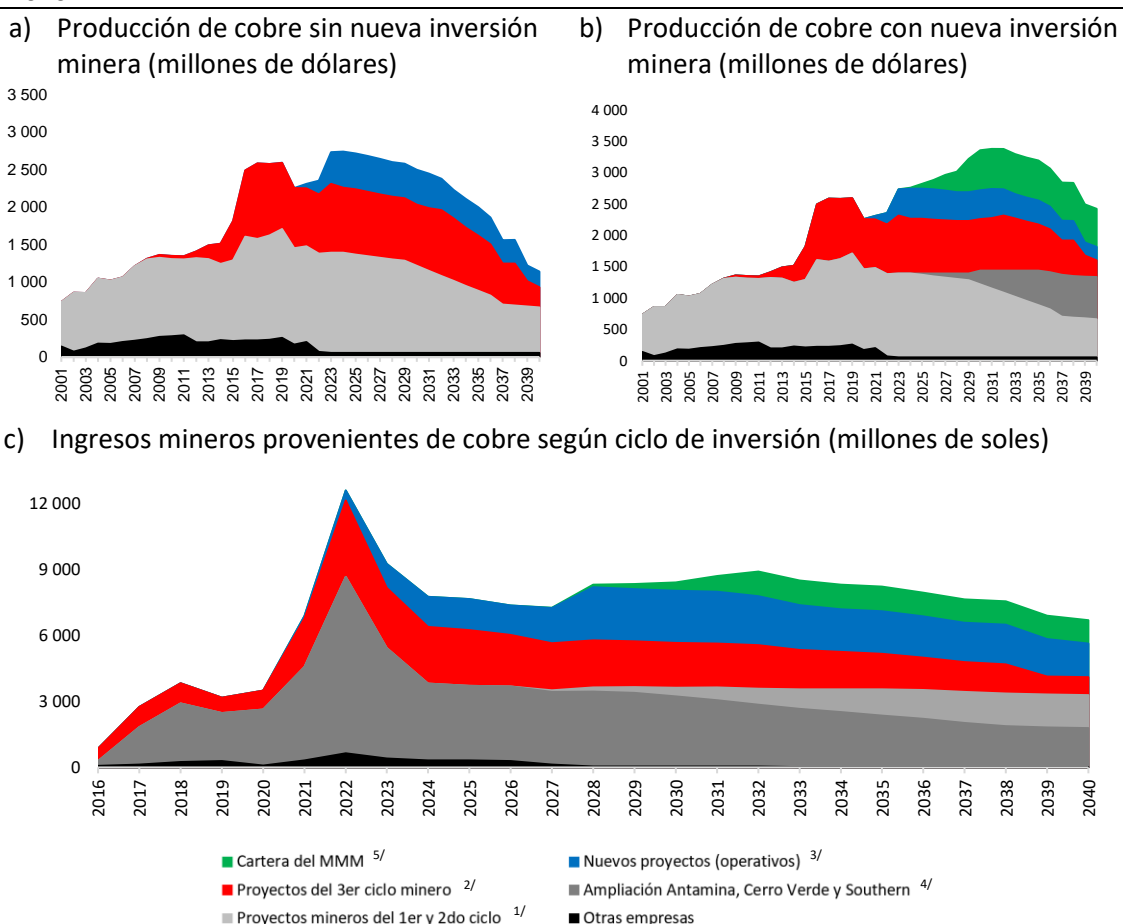
⁶³ Al respecto, OSINERGMIN (2017) resalta que conforme las reservas del mineral van disminuyendo con los años, los costos de las empresas se incrementan a medidas que se ven forzadas a explotar zonas con menor concentración mineralógica (siempre y cuando estas zonas estén por encima de la ley de mineral de corte de la empresa). Para más detalle, véase OSINERGMIN (2017) “La industria de la minería en el Perú”.

⁶⁴ Se asume el cierre de las Bambas y Antamina en 2036, de Mina Justa y Constancia en 2038, y de Toromocho en 2039. Asimismo, se asume que, en ausencia de inversión en ampliaciones, las minas de la muestra adoptan una trayectoria decreciente en el mediano plazo, congruente con la dinámica que registra cada mina entre los años 2000-2020. Por ejemplo, en el caso de Cerro Verde, se asume que la producción minera desde el 2025 se reduce a una tasa de 4,5% anual hasta el año 2045.

comercial. En tanto, el panel c) muestra que los supuestos de inversión minera previstos para los años 2022-2026 tienen un impacto sobre la recaudación en el largo plazo (a partir del 2030), conforme los proyectos que iniciaron producción comercial entre el 2027-2028 agoten sus beneficios tributarios generados durante su etapa preoperativa e inicien el pago de IR. En caso no se aseguren nuevas inversiones, la recaudación de largo plazo podría disminuir en S/ 2 100 millones por año, respecto al escenario donde si hay nueva inversión minera.

Cabe señalar que la simulación se realiza bajo un escenario de precio de cobre constantes para aislar el impacto de la producción minera sobre la recaudación, por lo que no constituye una proyección. En escenarios de mayores precios de cobre, las empresas adelantarían el pago de IR respecto a lo previsto en las simulaciones realizadas.

Gráfico 5: simulación de la producción y recaudación de cobre según ciclo de inversión, 2001-2040



1/ Considera los proyectos mineros como Antamina, Cerro Verde y Southern.
 2/ Considera proyectos mineros como Antapaccay, Las Bambas, Toromocho y Constancia.
 3/ Considera los proyectos mineros como Mina Justa y Quellaveco.
 4/ Ampliaciones Antamina, Cerro Verde y Southern (producción adicional).
 5/ Considera la producción de los proyectos mineros que asume el MMM (11 proyectos de inversión). Se asume la producción prevista en el MMM de los proyectos Río Seco, Zafranal y Magistral. Para el resto de los proyectos mineros se asume la producción estimada prevista para cada mina por parte de las empresas.
 Fuente: MINEM. Elaboración propia.

Conclusiones

Desde 1997, se pueden identificar 4 ciclos de inversión minera en el Perú. El ciclo de inversión actual finalizaría el 2023, con el retiro de inversión realizada por Quellaveco durante su etapa preoperativa.

De acuerdo con las proyecciones del MMM, los proyectos en cartera del MINEM permitirían extender este ciclo de inversión más allá del 2023, aunque serían insuficientes para acelerar el crecimiento de la inversión minera de mediano plazo. Aun así, la ejecución de los proyectos de inversión minera, en los plazos previstos en el MMM, es determinante del crecimiento económico de corto plazo y sustento de la recaudación fiscal de mediano plazo. En un escenario de precios constantes, estos proyectos de inversión tendrían un impacto sobre la producción de cobre en 2028 y sobre la recaudación fiscal durante los primeros años de la próxima década.

En estos años, la economía peruana requerirá de mayores fuentes de ingresos para poder cumplir con el proceso de consolidación y las reglas fiscales vigentes. En este contexto, y dada la alta volatilidad en los precios de materias primas de exportación como el cobre, se requiere propiciar y acelerar un nuevo ciclo de inversión, que permita incrementar la producción y sostener la recaudación minera en el mediano plazo.