

Informe N° 01-2023-CF

Opinión del Consejo Fiscal sobre el Informe de Actualización de Proyecciones Macroeconómicas 2023-2026

El presente documento contiene la opinión colegiada del Consejo Fiscal (CF) sobre el Informe de Actualización de Proyecciones Macroeconómicas 2023-2026 (IAPM), documento que contiene la actualización de las proyecciones presentadas en el Marco Macroeconómico Multianual 2023-2026 (MMM). El IAPM fue publicado el 30 de abril de 2023, por el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF)¹.

De esta forma, el CF cumple con su función de contribuir con el análisis técnico independiente de la política fiscal, establecida en el Decreto Legislativo que aprueba el Marco de la Responsabilidad y Transparencia Fiscal del Sector Público No Financiero (MRTF-SPNF)², la Ley de Fortalecimiento del Consejo Fiscal³, y en el Decreto Supremo que establece disposiciones para la implementación y funcionamiento del Consejo Fiscal⁴.

Contenido del Informe de Actualización de Proyecciones Macroeconómicas 2023-2026

Escenario macroeconómico internacional y local

El IAPM registra un deterioro del **escenario internacional** respecto al previsto en las proyecciones del MMM⁵. El crecimiento económico global para 2023 y 2024 ha sido revisado a la baja, a 2,4 y 2,9 por ciento, respectivamente⁶, debido al deterioro en las perspectivas de crecimiento sobre todo de las economías avanzadas, tras la continuidad de la política monetaria restrictiva y un menor impulso fiscal. Para el mediano plazo (2025-2026), en el IAPM se prevé que el crecimiento mundial se ubique en torno a 2,9 por ciento (MMM: 3,0 por ciento), en un contexto de recuperación gradual de la actividad económica y el ajuste progresivo de la inflación hacia menores niveles.

Con relación a los precios de nuestros principales productos de exportación, para 2023 el IAPM contempla una revisión al alza, respecto del MMM, en los precios promedio del cobre (de €US\$/lb. 340 a €US\$/lb. 380) y del oro (de US\$ 1 750 por onza troy a US\$ 1 800 por onza troy), dado el contexto de una aún fuerte demanda. Sin embargo, respecto a 2022, las cotizaciones se moderarían como efecto de la desaceleración económica que influiría en una menor demanda relativa, llevando a una contracción del índice de precios de exportación (IPX) de 2,5 por ciento (MMM: -5,8 por ciento). Por su parte, debido a una menor cotización del petróleo, en línea con una reducción de la inflación global respecto al cierre de 2022, se prevé que el índice de precios de importación (IPM) se reduzca 3,2 por ciento este año (MMM: -4,0 por ciento). Esto se traduce en un aumento de los términos de intercambio (Tdi) en un 0,7 por ciento en 2023 (MMM: -1,9 por ciento).

Para los siguientes años (2024-2026), el IAPM prevé que los Tdi se estabilicen y converjan a un crecimiento promedio de 0,4 por ciento (MMM: 0,0 por ciento). Esto ocurriría en el marco de una disipación de los choques externos y una mayor oferta de metales industriales; no obstante, sería contrarrestado por la recuperación de la actividad económica que impulsaría la demanda, y por el

¹ Documento disponible en: https://www.mef.gob.pe/contenidos/pol_econ/marco_macro/IAPM_2023_2026.pdf

² Decreto Legislativo N° 1276, publicado en diciembre de 2016.

³ Ley N° 31681, publicado en febrero de 2023.

⁴ Decreto Supremo N° 287-2015-EF, publicado en octubre de 2015, y modificatorias.

⁵ Publicado en el diario oficial, El Peruano, el 25 de agosto de 2022.

⁶ En el MMM se proyectó un crecimiento de la economía global de 2,9 y 3,0 por ciento para 2023 y 2024, respectivamente.

desarrollo de proyectos de energía verde, que influiría sobre todo en los altos niveles del precio del cobre.

Respecto de la **actividad económica local**, el IAPM contempla un crecimiento del PBI de 2,5 por ciento para 2023 (MMM: 3,5 por ciento), explicado en gran medida por los efectos negativos de los choques de los primeros meses del año, tales como la conflictividad social y la presencia de fenómenos climatológicos, además de las condiciones externas menos favorables. En lo que resta de 2023, la recuperación del PBI es sustentada en la mayor oferta primaria ante el primer año completo de la producción de Quellaveco⁷, la reactivación de los sectores vinculados al turismo y la resiliencia de la demanda interna. Ello, en un contexto de disipación de los conflictos sociales y la implementación de medidas económicas en el marco del plan Con Punche Perú y la atención de la emergencia climática.

Para los años 2024-2026, se proyecta un crecimiento económico promedio de 3,3 por ciento (tasa similar a la del MMM). Según lo señalado en el IAPM, dicho crecimiento se atribuye principalmente a la recuperación de la demanda interna (sobre todo por la ejecución de grandes proyectos de inversión) y la mayor oferta primaria (en particular, de productos mineros), en un contexto de mejores condiciones externas y el impulso a la inversión no minera. Esto último con la ejecución de proyectos del Plan Nacional de Infraestructura Sostenible para la Competitividad 2022-2025 y una mayor adjudicación de proyectos bajo la modalidad de Asociaciones Público-Privadas (APP).

Escenario fiscal

Según el IAPM, en 2023 los **ingresos corrientes del Gobierno General (ICGG)** disminuirían en 3,5 por ciento real hasta alcanzar 20,8 por ciento del PBI (2022: 22,1 por ciento del PBI; MMM: 20,5 por ciento del PBI), explicado principalmente por la menor regularización del Impuesto a la Renta (IR) de los sectores minería e hidrocarburos y los menores precios de las materias primas. Estos factores se verían atenuados por el dinamismo en sectores no primarios, que impulsarían la recaudación de IR de sectores no asociados a recursos naturales del Impuesto General a las Ventas (IGV) interno.

Para los años 2024-2026, los ICGG crecerían en promedio 2,9 por ciento y se ubicarían en 20,7 por ciento del PBI en estos años, explicado por el crecimiento económico proyectado (tasa promedio de 3,3 por ciento anual), la estabilización de los precios de exportación y el perfeccionamiento de medidas para combatir la evasión y elusión tributaria.

Con relación al **gasto público**, en 2023 el gasto no financiero del Gobierno General (GNFGG) se reduciría en 1,2 por ciento real hasta alcanzar un 21,2 por ciento del PBI (2022: 22,0 por ciento del PBI; MMM: 21,4 por ciento del PBI), sustentado en el retiro progresivo de las medidas para hacer frente a la pandemia y de las transferencias de capital a Petroperú, priorizando medidas de reactivación económica y atención de emergencias por fenómenos climatológicos. El gasto corriente disminuiría en 0,5 por ciento real respecto a 2022 y se situaría en 15,5 por ciento del PBI (MMM: 15,8 por ciento del PBI); mientras que la formación bruta de capital (FBK) crecería en 8,7 por ciento real, hasta alcanzar el nivel de 5,0 por ciento del PBI (MMM: 4,8 por ciento del PBI), a pesar del contexto de primer año de gestión de las autoridades de los gobiernos subnacionales.

Para los años 2024-2026, en el IAPM se prevé que el GNFGG crecería en promedio 1,3 por ciento real y convergería gradualmente a 20,1 por ciento del PBI hacia 2026, similar a los niveles prepandemia (promedio 2015-2019: 20,2 por ciento del PBI). En este periodo se prevé una consolidación fiscal del gasto en su componente corriente (de 15,2 a 14,0 por ciento del PBI), sustentada principalmente por

⁷ Tendría una contribución de 0,7 p.p. al PBI de 2023.

el retiro de las medidas aprobadas en 2023, en contraste con una tendencia creciente de la FBK (de 5,2 a 5,6 por ciento del PBI).

En el IAPM, para 2023 se prevé un **déficit fiscal del SPNF** de 2,1 por ciento del PBI, nivel superior en 0,4 p.p. del PBI respecto a lo registrado el año anterior (2022: 1,7 por ciento del PBI) pero inferior en 0,3 p.p. del PBI respecto a lo proyectado previamente (MMM: 2,4 por ciento del PBI). El incremento del déficit respecto a 2022 se atribuye a una reducción de los ingresos del Gobierno General (1,3 p.p. del PBI) superior a la reducción del gasto no financiero (0,8 p.p. del PBI). Para 2024 y en adelante, en el IAPM se plantea que la proyección del déficit fiscal coincida con los límites establecidos por las reglas fiscales de la Ley N° 31541⁸. De esa forma, el déficit fiscal se reduciría a 2,0 por ciento del PBI en 2024; mientras que en 2025 y 2026 lo haría a 1,5 y 1,0 por ciento del PBI, respectivamente.

En cuanto a la **deuda pública**, en el IAPM se proyecta para 2023 un nivel de deuda pública bruta de 33,3 por ciento del PBI, cifra inferior en 0,7 p.p. del PBI respecto a lo registrado en 2022⁹. La reducción del nivel de endeudamiento se explicaría principalmente por el efecto del crecimiento nominal del PBI (-2,8 p.p. del PBI), superior a la contribución del déficit fiscal (2,1 p.p. del PBI). En este año, el efecto del tipo de cambio y el de otros flujos sería negligible. En el periodo 2024-2026, la deuda continuaría reduciéndose de acuerdo con la reducción del déficit fiscal, pasando de 33,1 por ciento del PBI en 2024 a 32,0 por ciento del PBI en 2026. Más allá del horizonte de proyección del IAPM, la deuda pública mantendría una tendencia decreciente y alcanzaría 30,0 por ciento del PBI en 2030, bajo el supuesto de un déficit fiscal de 1,0 por ciento del PBI y en ausencia de choques adicionales.

Por otra parte, en el IAPM se resalta que los **activos financieros del SPNF** representaron 12,8 por ciento del PBI en 2022 y que la mayor disponibilidad de recursos del Tesoro al cierre del año pasado habría favorecido la recuperación parcial de fondos como la Reserva Secundaria de Liquidez (RSL) y el Fondo de Estabilización Fiscal (FEF). Considerando lo que en el IAPM se denomina una gestión estratégica de los activos disponibles¹⁰, la **deuda neta** al cierre de 2023 alcanzaría 21,9 por ciento del PBI, 0,7 p.p. del PBI por encima de lo registrado en 2022 (21,2 por ciento del PBI¹¹).

Finalmente, en el IAPM se presenta una sección de **riesgos macrofiscales** donde se evalúa la sensibilidad de la trayectoria de la deuda pública a choques en distintas variables macrofiscales. En este análisis se consideran choques en los años 2023-2025 sobre el crecimiento económico (reducción en 1,0 p.p.), el resultado primario (reducción en 0,5 p.p. del PBI), la devaluación cambiaria (10 por ciento anual), y un escenario combinado donde también se incrementa la tasa de interés (incremento de 100 puntos básicos). De los choques individuales, se destaca que la devaluación cambiaria tendría el mayor impacto sobre la trayectoria de endeudamiento, incrementando la deuda hasta niveles cercanos a 35 por ciento del PBI en 2030.

⁸ “Ley que dispone la adecuación a las reglas macrofiscales para el Sector Público No Financiero, al contexto de reactivación de la economía”.

⁹ Cifra correspondiente a la información contenida en el IAPM. El 4 de mayo de 2023, el BCRP actualizó la cifra de deuda como porcentaje del PBI, de 34,0 a 33,8 por ciento.

¹⁰ Según lo señalado en el IAPM: “Perú ha venido implementando una estrategia de financiamiento balanceada (...). La estrategia permite reducir los mayores pagos de intereses que se tendrían por incurrir intensivamente en endeudamiento público a altas tasas de interés”. En esta línea, medidas adicionales para la reactivación económica y la atención de la emergencia climática durante 2023 serán financiadas mediante créditos suplementarios (0,8 por ciento del PBI) con cargo a los recursos de la RSL, de acuerdo con lo establecido en la Ley N° 31728.

¹¹ Cifra correspondiente a la información contenida en el IAPM. El 4 de mayo de 2023, el BCRP actualizó la cifra de deuda neta como porcentaje del PBI, de 21,2 a 21,0 por ciento.

Opinión del Consejo Fiscal

Escenario macroeconómico internacional y local

En cuanto al **contexto macroeconómico internacional**, el CF considera adecuada la revisión a la baja en el estimado de crecimiento de la economía mundial, tanto para el corto como para el mediano plazo¹². Se observa que esta corrección es consistente con una desaceleración de la actividad económica global durante el primer trimestre del año y la presencia de un conjunto de riesgos macroeconómicos y geopolíticos que, de materializarse, podrían agravar aún más el deterioro del panorama internacional planteado en el IAPM¹³. Al respecto, según el FMI¹⁴, de concretarse un escenario grave a la baja caracterizado por un endurecimiento de las condiciones financieras mundiales, se restaría 1,8 p.p. al crecimiento de 2023 y 1,4 p.p. al de 2024. Asimismo, el Banco Mundial¹⁵ sugiere que hay que ser cautos en el crecimiento de la economía mundial en el mediano plazo, puesto que casi todas las fuerzas económicas que impulsaron el progreso y la prosperidad en las últimas tres décadas se están disipando.

Con relación a los precios de las materias primas, el CF considera razonable la revisión al alza en el precio del cobre y el oro para el corto plazo. Esto se encuentra en línea con lo observado en los primeros cuatro meses del año, en los que se registraron niveles de cotizaciones de los minerales relativamente altos, en un contexto de recuperación económica de China y bajos niveles de inventarios.

En el mediano plazo (2024-2026), el CF observa que las proyecciones de precios de materias primas contenidas en el IAPM se ubican por debajo de lo esperado por el consenso de mercado¹⁶, lo que resulta adecuado para evitar una sobreestimación de los recursos presupuestales disponibles en los próximos años. Al respecto, el CF señala que en los últimos años se ha observado una elevada volatilidad en el precio de los principales *commodities*. En esa línea, y teniendo en cuenta la alta incertidumbre global, el CF manifiesta la importancia de permanecer alerta ante posibles correcciones a la baja en caso se materialicen los diversos riesgos macroeconómicos y geopolíticos que influyen en la dinámica global y los precios de materias primas como el cobre.

Acercas del **escenario local**, el CF observa que la tasa de crecimiento proyectada para 2023 (2,5 por ciento), a pesar de la corrección a la baja, es una de las proyecciones más optimistas del mercado¹⁷. En ese sentido, el CF considera que alcanzar el crecimiento económico proyectado para este año, aunque factible, es todavía algo optimista. Además, está condicionado a que no se materialicen los

¹² Estas proyecciones están alineadas con las últimas proyecciones publicadas por el Fondo Monetario internacional (FMI). Véase *Perspectivas de la Economía Mundial* (informe WEO), publicado el 11 de abril de 2023.

¹³ Se consideran los siguientes riesgos globales: (i) crisis de liquidez de las entidades bancarias; (ii) escenario de estrés financiero en economías con débiles fundamentos macroeconómicos; (iii) continuación de la política monetaria contractiva; y (iv) una agudización de las tensiones geopolíticas entre principales economías globales y una mayor fragmentación del comercio internacional. Respecto al tercer riesgo, tras la última reunión de la FED, se abre la posibilidad de mantener la tasa de política monetaria a partir de junio de 2023. Por su parte, el BCE volvió a subir su tasa debido a la presión de algunos componentes de la inflación subyacente sobre el nivel de precios, lo que denota la continuación del ciclo contractivo.

¹⁴ Publicado en el informe WEO de abril de 2023.

¹⁵ Véase el informe titulado *Falling Long-Term Growth Prospects: Trends, Expectations, and Policies* del Banco Mundial, publicado el 27 de marzo de 2023.

¹⁶ El consenso de la última edición del reporte *Energy and Metals* (publicado en abril de 2023) proyecta un precio del cobre de US\$ 3,98 por libra para 2023 (IAPM: US\$ 3,80 por libra), y de US\$ 4,00 por libra para 2024-2026 (IAPM: US\$ 3,50 por libra).

¹⁷ Proyecciones de crecimiento del PBI para 2023: BCRP (mar-23): 2,6%; FMI (abr-23): 2,4%; Banco Mundial (abr-23): 2,4%; LatinFocus (abr-23): 2,0%; BBVA (abr-23): 1,9%; BCP (abr-23): 1,8%; Goldman Sachs (abr-23): 1,7%.

principales riesgos a nivel interno y externo¹⁸, los cuales incluyen: (i) la ocurrencia de un Fenómeno El Niño (FEN) con impacto económico relevante; (ii) la permanencia de las expectativas de los agentes económicos en el tramo pesimista por varios meses más¹⁹; (iii) nuevas paralizaciones de la producción minera como consecuencia de los conflictos mineros tal como ocurrió en 2022²⁰; (iv) la necesidad de continuar con la política monetaria contractiva producto de mayor dificultad en bajar la inflación; y (v) una desaceleración más pronunciada de la economía global, en línea con el análisis precedente²¹.

Con relación al primer riesgo, es importante señalar que actualmente el Perú se encuentra experimentando un FEN Costero de magnitud moderada, cuya probabilidad de alcanzar una magnitud fuerte se ha ido incrementando según los últimos comunicados del ENFEN²². Esto ya viene trayendo repercusiones negativas en el sector pesca²³. Adicionalmente, la temperatura superficial del mar a nivel global viene registrando niveles elevados históricos²⁴. Al respecto, existe el riesgo de que los efectos de un FEN en el Pacífico Central se experimenten en la costa peruana en el verano de 2024. Por ello, el CF recomienda monitorear permanentemente el estado climatológico y tomar las medidas correspondientes de manera oportuna ya que, de materializarse dicho fenómeno con grado fuerte o extraordinario, los efectos podrían ser bastante nocivos, toda vez que parte de la infraestructura ya se encuentra dañada como consecuencia del Ciclón Yaku y el FEN Costero.

Por otra parte, la proyección de crecimiento de la actividad económica en 2024 de 3,4 por ciento (similar a lo proyectado en el MMM) presenta un sesgo optimista, superior a las proyecciones de otros analistas e instituciones²⁵. El CF advierte que esta proyección es difícil de alcanzar, y para estar cerca de ella se requeriría la toma de medidas que generen un cambio en las expectativas, que a su vez permita que la inversión y el consumo privados se recuperen y crezcan a tasas de al menos 3,0 por ciento. Sin embargo, en un escenario de finalización de un importante ciclo de inversión minera y el continuo retraso de uno nuevo²⁶, el CF estima que será muy retador lograr esas tasas de crecimiento. Este asunto es de particular relevancia toda vez que las proyecciones del IAPM para 2024 son la referencia utilizada para la asignación presupuestaria multianual, elemento base de la formulación del

¹⁸ El CF observa que en el IAPM no se identifica los distintos riesgos internos que podrían afectar el dinamismo de la economía local. En ese contexto, el CF sugiere realizar una valoración de los principales riesgos internos, tal como se presenta en la sección internacional.

¹⁹ Según la última Encuesta Mensual de Expectativas Macroeconómicas del BCRP (abr-23), algunos de los indicadores de confianza empresarial que están más correlacionados con la actividad económica –tales como expectativas de inversión, expectativas de la economía y expectativas del sector a tres meses– permanecen en el tramo pesimista por 25 meses consecutivos.

²⁰ Según cifras del Reporte Mensual de Conflictos Sociales de la Defensoría del Pueblo, durante el 1T2023 se registró un promedio de 72 conflictos mineros activos, manteniéndose en niveles elevados y mostrando una tendencia creciente respecto al promedio de periodos anteriores (2022: 68, 2021: 61, 2017-2019: 59).

²¹ Para mayor detalle, ver nota al pie 13.

²² En el comunicado del 16 de marzo de 2023, la probabilidad de ocurrencia de un FEN Costero fuerte era nula; sin embargo, en el último comunicado publicado el 28 de abril de 2023, la probabilidad ha alcanzado el 35%.

²³ Según el último comunicado del IMARPE (publicado el 27 de abril de 2023), actualmente ya se observan los efectos de los fenómenos climatológicos en el sector pesca. Los resultados de sus exploraciones dan cuenta de que hay una mayor incidencia de juveniles (82% en número y 58% en unidades de peso), una dispersión de las anchovetas y que el desove de verano fue menos intenso que lo esperado.

²⁴ Fuente: Oficina Nacional de Administración Oceánica y Atmosférica de EE. UU. (NOAA por sus siglas en inglés). Además, según esta institución, actualmente la probabilidad de ocurrencia de un FEN en el Pacífico Central es de 62%.

²⁵ Proyecciones de crecimiento del PBI para 2024: BCRP (mar-23): 3,0%; FMI (abr-23): 3,0%; BBVA (abr-23): 3,0%; Banco Mundial (abr-23): 2,8%; LatinFocus (abr-23): 2,7%; BCP (abr-23): 2,7%; Goldman Sachs (abr-23): 2,5%.

²⁶ En el MMM se proyectó para el periodo 2S2022 y 2023 el inicio de construcción de importantes proyectos mineros, tales como: Yanacocha Sulfuros (US\$ 2 500 millones), Zafranal (US\$ 1 473 millones), Corani (US\$ 700 millones), Río Seco (US\$ 410 millones) y Chalcobamba I (US\$ 130 millones). Sin embargo, estos proyectos han postergado su inicio de construcción para 2024 y 2025, excepto Río Seco cuya fecha de inicio aún no se encuentra definida, según la última cartera del MINEM.

presupuesto 2024. En este sentido, el CF recomienda que el análisis de las proyecciones en el IAPM (especialmente las de 2024) sea más profundo, incluyendo una evaluación de riesgos y escenarios.

En cuanto a la proyección de 3,2 por ciento de crecimiento del PBI para el periodo 2025-2026 (similar a lo previsto en el MMM), el CF observa que es similar tanto al crecimiento potencial calculado previo a la crisis²⁷ como al promedio del periodo prepandemia (2015-2019). No obstante, el CF reitera que esta proyección parece estar sobreestimada y que alcanzar cifras de crecimiento superiores a 3,0 por ciento constituirá un enorme reto en materia económica para el mediano y largo plazo, debido a las secuelas estructurales que habría dejado la pandemia sobre la productividad, como consecuencia de una menor acumulación de capital físico y humano. Según el Banco Mundial (2023)²⁸, se espera que entre 2022 y 2030 el crecimiento potencial a nivel mundial disminuya aproximadamente en un tercio²⁹, con caídas más marcadas en las economías emergentes y en desarrollo. En esa misma línea, el Banco Central de Chile (2022)³⁰ muestra que la estimación del crecimiento potencial postpandemia³¹ se redujo alrededor de 0.5 p.p. respecto a las estimaciones previas que no corregían el impacto de la pandemia de la COVID-19³².

Por otro lado, el CF observa que las estimaciones del crecimiento de la inversión privada del IAPM se mantuvieron inalteradas respecto a lo presentado en el MMM. Si bien se retiraron importantes proyectos mineros –considerados en el MMM– para el periodo 2024-2026 (Los Chancas, Michiquillay, Pampa de Pongo, Trapiche, entre otros³³), ello fue compensado con una mayor inversión no minera³⁴, proveniente fundamentalmente de proyectos de infraestructura bajo la modalidad APP, los cuales serían adjudicados entre 2023 y 2026. No obstante, estos proyectos APP podrían sufrir retrasos al no contar con cronogramas de ejecución concretos, de manera que resulta pertinente valorar los riesgos de la no materialización de la totalidad de esta nueva cartera de proyectos. De esta manera, con el objetivo de lograr tasas de crecimiento de la inversión privada en torno al 3,0 por ciento, el CF considera indispensable generar estrategias para asegurar el inicio de la ejecución de los proyectos mineros considerados de acuerdo con sus respectivos cronogramas ya establecidos, y crear las condiciones para garantizar la ejecución de la cartera de proyectos APP. Para ello, se requiere impulsar medidas concretas y urgentes, no descritas con detalle en el IAPM, para reducir la conflictividad social en torno a la minería y consolidar la recuperación de las expectativas de inversión.

Escenario fiscal

Con relación a la proyección de **ingresos públicos**, el CF considera que la previsión para los años 2023-2026 se encuentra en línea con las perspectivas de crecimiento local e internacional planteadas en el IAPM; sin embargo, el CF opina que la proyección está sujeta a múltiples riesgos a la baja, derivados de los supuestos macroeconómicos utilizados para su elaboración. En particular, el CF recuerda que

²⁷ Para 2019, se estima un crecimiento potencial 3,4% (promedio 2002-2011: 5,9% y promedio 2012-2018: 4,2%). Para más detalle, véase Reporte de Inflación del BCRP (dic-2019); y Martínez y Florián (2019) “Identificación y fechado del ciclo económico en el Perú a partir de un modelo de componentes no observables: 1980-2018” Revista Moneda, BCRP.

²⁸ Véase “*Falling Long-Term Growth Prospects: Trends, Expectations, and Policies*” del Banco Mundial.

²⁹ Respecto de la tasa observada en la primera década de este siglo.

³⁰ Banco Central de Chile, Informe de Política Monetaria (diciembre 2022), Recuadro II.1: PIB tendencial y potencial.

³¹ Para dicho país en el periodo 2022-2024.

³² En la misma línea, según estimaciones preliminares de un trabajo de investigación en progreso de la Dirección de Estudios Macrofiscales de la Secretaría Técnica del Consejo Fiscal (DEM-STCF), el crecimiento potencial de la economía peruana corregida por los efectos de la pandemia se ubicaría en torno a 2,7% en el periodo 2022-2026.

³³ Por un monto superior a US\$ 9 mil millones.

³⁴ En el periodo 2024-2026, la inversión minera proyectada en el IAPM es menor a la considerada en el MMM por aproximadamente US\$ 2,7 mil millones. No obstante, la inversión no minera proyectada en el IAPM es superior a la considerada en el MMM por cerca de US\$ 3,4 mil millones.

los errores de proyección de los ingresos fiscales están asociados a desvíos no esperados en los supuestos de crecimiento económico y precios de exportación³⁵.

Con relación a la proyección de ingresos para 2023, el CF considera que la previsión del IAPM refleja, de forma adecuada, la naturaleza transitoria del incremento de la recaudación registrado en años previos. La reducción de los ICGG en 1,3 p.p. prevista en el IAPM se explica principalmente (76,0 por ciento) por una contracción de los ingresos asociados a recursos naturales (IRRNN), debido a la menor regularización del IR correspondiente al ejercicio gravable 2022 y a la menor previsión de precios de materias primas.

Respecto a la proyección de ingresos de 2024, el CF advierte que alcanzar la recaudación prevista en el IAPM dependerá principalmente de que se alcance el crecimiento económico previsto (3,4 por ciento) que, como se ha señalado previamente, se considera optimista.

En cuanto a los ingresos públicos de mediano plazo, el CF nota que la proyección del IAPM se sustenta en un escenario macrofiscal favorable, cuyo cumplimiento permitiría que los IRRNN e ingresos no asociados a recursos naturales (INORRNN) se estabilicen en niveles elevados (1,6 y 19,0 por ciento del PBI en promedio para los años 2025 y 2026, respectivamente). El CF señala que la proyección presenta riesgos a la baja vinculados a los supuestos macroeconómicos y tributarios utilizados que, de materializarse, podrían generar desbalances fiscales en el mediano plazo.

Por un lado, el CF observa que la proyección del precio del cobre se mantendría en niveles relativamente elevados en el mediano plazo (cUS\$/lb. 340 en 2026)³⁶, lo cual permitiría sostener altos ingresos de naturaleza transitoria. Considerando la relevancia presupuestal que tiene el precio del cobre y la incertidumbre inherente a la proyección de una variable tan volátil, el CF recomienda que se tomen las previsiones necesarias en caso las cotizaciones se reduzcan en mayor medida que lo previsto en el IAPM. En línea con lo anterior, el CF enfatiza que el aumento de ingresos públicos registrado luego de la pandemia se explica principalmente por el incremento de los precios de minerales e hidrocarburos registrado en los últimos años³⁷. Sin embargo, se debe recordar que en el pasado se ha registrado episodios de aumentos en los ingresos, asociados a incrementos en los precios de minerales, que no representaron un incremento permanente de ingresos³⁸.

Por otro lado, la proyección de INORRNN se explica principalmente por el supuesto de crecimiento económico de mediano plazo y por el efecto permanente que las medidas tributarias orientadas a disminuir el incumplimiento tributario tendrían sobre la recaudación. Como se ha señalado anteriormente, el CF considera optimista el crecimiento económico de mediano plazo previsto en el IAPM (3,2 por ciento en promedio entre 2025 y 2026).

³⁵ Entre los años 2008-2018, el 73,0 por ciento de los errores de proyección a 1 año de los ingresos públicos se explicaron por desvíos no esperados en los supuestos macroeconómicos utilizados. En particular, los errores de proyección del IPX y el PBI explicaron el 25,0 y el 27,0 por ciento de los desvíos en la proyección de los ingresos, respectivamente, mientras que un 21,0 por ciento de los desvíos fueron explicados por los errores de proyección de los ingresos en el año previo. Para más detalle, véase la nota de discusión N° 001-2019-CF/ST "Riesgos fiscales: análisis de las proyecciones macrofiscales del Marco Macroeconómico Multianual".

³⁶ Superior al promedio registrado al promedio entre los años 2005-2014 (cUS\$/lb. 309).

³⁷ Entre 2019 y 2022, los ICGG aumentaron en 2,5 por ciento del PBI, explicados en 72,9 por ciento (1,8 p.p. del PBI) por el incremento de IRRNN y en 27,1 por ciento (0,7 p.p. del PBI) por INORRNN.

³⁸ Por ejemplo, entre los años 2012-2016, los ingresos corrientes del GG, disminuyeron en 4,2 p.p. del PBI. El 60,5% de esta contracción es explicada principalmente por la reducción de IRRNN, los cuales disminuyeron en 2,6 p.p. del PBI (1,5 y 1,1 p.p. del PBI en el sector minería y en el sector hidrocarburos, respectivamente). El 39,5% restante se debe a la caída de INORRNN, los cuales disminuyeron en 1,6 p.p. del PBI.

Sobre las medidas orientadas a disminuir el incumplimiento tributario, el CF considera destacable que los indicadores de incumplimiento de IGV e IR de tercera categoría hayan registrado mínimos históricos en 2021 (última estimación oficial disponible). Pese a ello, el CF recomienda tomar con cautela ambos resultados³⁹, debido a que: (i) el proceso de implementación de los comprobantes electrónicos para la economía formal habría finalizado en 2022⁴⁰, por lo que el efecto positivo sobre la recaudación de IGV registrado en los últimos años podría no brindar ganancias adicionales o disminuir en los próximos años⁴¹; (ii) como destaca el informe de la SUNAT, la disminución en la tasa de incumplimiento de IR en 2021 está asociada al notable desempeño de las empresas mineras, producto de los precios de exportación minera favorables, lo que incrementó el tamaño de la parte formal de la economía⁴²; y (iii) la evasión tributaria tiende a disminuir conforme los países registran un mayor crecimiento económico⁴³. Para el CF, el principal desafío será mantener los niveles de incumplimiento en sus mínimos históricos durante los próximos años, de forma tal que los buenos resultados representen un incremento permanente de los ingresos fiscales.

Respecto a los ingresos estructurales, el CF advierte que la metodología para el cálculo de las cuentas estructurales⁴⁴ necesita ser revisada debido a problemas en las estimaciones del PBI potencial y de los precios tendenciales de minerales. En el caso del PBI potencial, la metodología actual no corrige el impacto de la COVID-19, lo cual estaría sobreestimando el cálculo actual del PBI potencial⁴⁵. Por su parte, el cálculo de precios tendenciales mediante promedios móviles está sobreestimando los ingresos estructurales⁴⁶. Por ambos motivos, la estimación de ingresos estructurales presentada en el IAPM se encontraría distorsionada y no debería ser utilizada para la inferencia de políticas.

³⁹ Como menciona el FMI (2015), las estimaciones de las brechas de cumplimiento deben interpretarse y utilizarse con cuidado, y dado su nivel de imprecisión no deben ser interpretados como un indicador de desempeño. Asimismo, Gómez y Morán (2020) señalan que las estimaciones de incumplimiento tienen un grado de incertidumbre, por lo que no es aconsejable utilizar las estimaciones de evasión tributaria para evaluar el desempeño de corto plazo de la administración tributaria. Véase, FMI (2015) “*Current Challenges in Revenue Mobilization: Improving Tax Compliance*” y Gómez y Morán (2020) “Estrategias para abordar la evasión tributaria en América Latina y el Caribe”.

⁴⁰ Según la Resolución de Superintendencia N° 000128-2021/SUNAT, el proceso de adopción de facturación electrónica habría finalizado con la incorporación de empresas con ingresos menores a 23 UIT como emisores electrónicos a partir de junio de 2022.

⁴¹ La literatura empírica sugiere que la implementación de la facturación electrónica en los países de la región ha tenido un efecto positivo sobre la recaudación del IVA; sin embargo, en países como Argentina o Uruguay, este efecto positivo se reduce luego de un año. Al respecto, véase Bergolo et al. (2018) y Artana y Templado (2017).

⁴² Véase, SUNAT (2022) “Incumplimiento Global en el IR de la Tercera Categoría del RG y el RMT 2021”, Informe N° 000041-2022-SUNAT/1V3000.

⁴³ Al respecto, Bethencourt y Kunze (2018) desarrollan un modelo teórico para evaluar la conexión entre evasión tributaria y crecimiento económico, mediante el cual muestran que a medida que el crecimiento del PBI per cápita sea mayor, menor será la evasión tributaria. Del mismo modo, países con menores ingresos tendrán mayores niveles de evasión fiscal. Por su parte, SUNAT (2022) resalta entre los principales determinantes del incumplimiento tributario a los choques económicos que afecten a los niveles de ingreso de los agentes económicos, el nivel de informalidad predominante en la economía y la complejidad del sistema tributario, entre otros factores. Véase Bethencourt y Kunze (2018) “*Tax evasion, social norms, and economic growth*”, *Journal of public economic theory*.

⁴⁴ Aprobado por Resolución Ministerial N° 024-2016-EF/15.

⁴⁵ Como se mencionó previamente, la estimación actual del PBI potencial es similar al crecimiento potencial estimado previo a la pandemia (3,4 por ciento). No obstante, como señala el Banco Mundial (2022), la pandemia habría dejado secuelas permanentes sobre el crecimiento económico potencial global (en torno a 0,3 p.p.), principalmente por los efectos de una menor acumulación de capital físico y humano.

⁴⁶ La metodología actual calcula el índice de precios de materias primas potencial para los sectores minería e hidrocarburos como un promedio móvil de 15 años (que considera 11 años hacia atrás, el año actual y la proyección de los siguientes 3 años). Para 2022, año en que se registró un nuevo máximo histórico en los precios nominales de exportación minera, el precio potencial para el sector minería se calcula utilizando los precios observados desde 2011, año en que se registró el máximo histórico previo. En este caso, calcular el nivel potencial a partir de la información entre dos picos de precios consecutivos, genera una sobreestimación del nivel potencial y, por ende, de los ingresos estructurales.

Con relación al **gasto público**, el CF nota que las estimaciones del GNFGG se ajustan al cumplimiento conjunto de las reglas macrofiscales⁴⁷. En ese sentido, en el IAPM se prevé que entre 2022 y 2026 el gasto público, como porcentaje del PBI, se reduzca en 1.9 p.p. (de 22,0 a 20,1 por ciento del PBI), en un contexto en que todo el esfuerzo de consolidación fiscal se concentra en la racionalización del gasto público, principalmente en los dos últimos años del horizonte de proyección. Como lo indicó anteriormente el CF⁴⁸, se advierte que la materialización de cualquiera de los riesgos que puedan afectar negativamente la proyección de ingresos fiscales requerirá de una reducción del gasto público adicional a la prevista en el IAPM, a fin de evitar el incumplimiento de las reglas fiscales. En ese sentido, el CF considera que la senda de GNFGG prevista en el IAPM es poco verosímil y podría generar presiones para relajar la trayectoria del déficit fiscal.

La evolución del gasto no financiero prevista en el IAPM plantea una priorización del gasto de capital mediante un incremento importante de la inversión del gobierno general (incremento de 0,9 p.p. del PBI entre 2022 y 2026) y una racionalización significativa del gasto corriente, principalmente en los rubros remuneraciones (reducción de 0,5 p.p. del PBI en el horizonte de proyección del IAPM) y transferencias corrientes (reducción de 1,1 p.p. del PBI). En ese sentido, es preciso resaltar que esta dinámica entre el gasto corriente y el de capital se repite sistemáticamente en las proyecciones oficiales del MEF, en la cuales se tiende a subestimar el gasto corriente y sobreestimar la inversión pública⁴⁹.

Con relación al gasto corriente, el CF considera poco creíble la senda propuesta en el IAPM debido a las bajas tasas de crecimiento que se esperan principalmente en 2025 y 2026, las cuales no se encuentran en línea con el crecimiento observado históricamente⁵⁰. También debe considerarse que la reducción prevista del rubro transferencias corrientes, en el cual se registra el gasto en programas sociales, no parece consistente con los recientes resultados de los indicadores de pobreza⁵¹. Asimismo, esta senda presenta riesgos al alza provenientes de normas aprobadas por el Congreso, como de medidas anunciadas por representantes del Poder Ejecutivo⁵². Al respecto, el CF reitera su preocupación por la aprobación creciente de normas mediante la vía de insistencia, cuyos proyectos de ley habían sido observados previamente por el Poder Ejecutivo⁵³. Algunas de estas leyes tienen significativos impactos fiscales, como la ley de negociaciones colectivas en el sector público; la ley que

⁴⁷ La regla que está determinando los niveles de gasto en el periodo 2024-2026 es la regla del déficit fiscal. Las reglas que limitan el crecimiento del gasto no financiero y el crecimiento del gasto corriente sin mantenimiento se cumplirían de manera relativamente holgada de acuerdo con la senda de GNFGG del IAPM.

⁴⁸ Ver Informe N° 04-2022-CF. Opinión del Consejo Fiscal sobre el proyecto de MMM 2023-2026.

⁴⁹ Entre 2013 y 2019, en los informes de proyección de abril, la proyección a dos y tres años promedio de la inversión pública ha sido sobrestimada en 1,4 y 1,5 p.p. del PBI, respectivamente; mientras que la proyección del gasto corriente ha sido subestimada en 1,0 y 1,1 p.p. del PBI, respectivamente. Cabe resaltar que para el cálculo del gasto corriente no se están considerando las medidas aprobadas en 2020, 2021 y 2022.

⁵⁰ Entre 2010 y 2019, el gasto corriente se incrementó en promedio S/ 6,7 mil millones anuales, mientras que en 2022 el gasto corriente sin considerar medidas (COVID-19, reactivación, frente a la inflación y "Con Punche") se incrementó en aproximadamente S/ 11,7 mil millones. Estas cifras distan mucho de los incrementos que se prevén del gasto corriente para 2025 (S/ 3,4 mil millones) y 2026 (S/ 2,0 mil millones) en el IAPM.

⁵¹ Según el INEI, en 2022 la tasa de pobreza fue 27,5 por ciento de la población. Respecto de 2019 (tasa de 20,2%), el número de personas en situación de pobreza se incrementó en 2 millones 694 mil personas.

⁵² Entre las medidas anunciadas desde el Poder Ejecutivo se encuentran los anuncios de incrementos salariales para los maestros, lo cual tendría un costo de S/ 8 mil millones, una vez que esté completamente implementada y la ejecución simultánea de grandes proyectos de inversión mediante la modalidad de gobierno a gobierno (aunque esto no genera presiones para incrementar el gasto corriente si lo hace sobre el gasto no financiero total).

⁵³ Entre 2001 y 2023 se han aprobado un total de 356 normas mediante insistencia por parte del Congreso, 30% de ellas se aprobaron solo en el periodo parlamentario 2020-2021 (103). En lo que va de 2023, el Congreso ha aprobado 70 leyes, de las cuales 19 han sido mediante insistencia (27%). Estos hechos son particularmente preocupantes puesto que reflejan desavenencias de fondo entre el Poder Ejecutivo y el Poder Legislativo, especialmente en años recientes, lo que trae consecuencias negativas sobre la gobernabilidad del país, y acrecienta los riesgos de rupturas institucionales.

dispone el pago de bonos de reconocimiento; y las normas que autorizan retiros de las cuentas individuales de capitalización en el Sistema Privado de Pensiones. El CF considera primordial que se logren administrar estas presiones e incrementar el espacio fiscal mediante ganancias de eficiencia en el gasto público, a fin de asegurar el cumplimiento de las reglas fiscales y no poner en riesgo la consolidación fiscal.

En lo concerniente al gasto de capital, el CF considera que la proyección de inversión pública para 2023 presenta riesgos a la baja, explicado principalmente por la débil capacidad de las nuevas autoridades en varios gobiernos regionales y locales para ejecutar el gasto público. Cabe indicar que entre enero y abril de 2023, la inversión aumentó únicamente 2,0 por ciento real, favorecida por una base comparativa baja (enero – abril 2022: -9,0 por ciento real)⁵⁴. Con relación a las proyecciones hacia 2026, el CF considera que la senda de proyección es optimista pues únicamente se ha visto una senda de crecimiento tan pronunciada en los periodos de mayor crecimiento de los precios de las materias primas, además de que carece de sustento en especial porque no se detallan los elementos que podrían estar justificando su expansión constante⁵⁵.

Por otra parte, el CF nota que el IAPM carece de un análisis detallado sobre la situación de Petroperú S.A. Cabe notar que en 2022 el gobierno central otorgó apoyo financiero a la empresa estatal, lo cual originó un mayor gasto en transferencias de capital y menor acumulación de activos financieros líquidos. En ese sentido, el CF recomienda que la situación de la empresa pública sea constantemente monitoreada e informada con la mayor transparencia posible.

En cuanto a la proyección del **déficit fiscal**, el CF observa que la actualización a la proyección para 2023 se explica por dos factores contrapuestos: la inercia de un déficit significativamente menor al previsto en el año previo⁵⁶, y la reciente implementación de medidas para la reactivación económica junto con la atención de la emergencia climatológica. En un contexto donde los riesgos climáticos podrían seguir materializándose en los próximos meses, el CF considera prudente que la proyección para el déficit fiscal de 2023 mantenga un margen moderado, de 0,3 p.p. del PBI, respecto al límite permitido por la regla fiscal.

Con relación a la proyección del déficit fiscal para los años 2024-2026, el CF observa que la proyección del déficit fiscal coincide con su límite legal, motivo por el cual el CF reitera que el límite impuesto por las reglas fiscales debe ser entendido como un tope y no una meta de proyección⁵⁷. Asimismo, el CF nota que el mayor esfuerzo para la reducción del déficit se concentra en los años 2025 y 2026, años en los cuales el déficit se tendría que reducir en 0.5 p.p. del PBI por año. Como se señaló en informes previos, el CF considera que cumplir este esfuerzo es retador y podría generar un problema de inconsistencia temporal⁵⁸.

⁵⁴ No obstante, a diferencia de otros años de nuevas autoridades subnacionales, hay dos factores que están impulsando la inversión pública: la mayor disponibilidad de recursos determinados provenientes de recursos naturales (canon y regalías), y el buen ritmo de ejecución que viene mostrando la inversión en el gobierno nacional, sobre todo el vinculado a la reconstrucción con cambios.

⁵⁵ Se espera que la inversión pública crezca en promedio 7,0 por ciento real entre 2023 y 2026. Entre 2006 y 2012, la inversión pública creció a un ritmo promedio de 18,5 por ciento real, mientras que entre 2013 y 2019, esta registró una tasa promedio de -0,5 por ciento real.

⁵⁶ En 2022 el déficit fiscal fue de 1,7 por ciento del PBI, 0,8 p.p. del PBI inferior a lo previsto en el MMM.

⁵⁷ Ver informes N° 04-2022-CF, y N° 02-2022-CF.

⁵⁸ Ver informes N° 04-2022-CF, y N° 02-2022-CF, N° 05-2021-CF y N° 04-2021-CF. El problema de inconsistencia temporal hace referencia a que existen incentivos para posponer indefinidamente el proceso de consolidación. Este problema se puede agravar cuando la responsabilidad se traslada hacia otra administración de gobierno.

Respecto a la proyección de **endeudamiento público**, el CF considera que la revisión a la baja de la deuda en el periodo 2023-2026, respecto al MMM, representa un resultado favorable para el manejo de las finanzas públicas⁵⁹. A pesar de ello, el CF resalta que parte de la reducción de la deuda es condicional a un mayor crecimiento del deflactor del PBI, especialmente en 2023, y los supuestos de crecimiento económico a partir de 2024. Ante ello, el CF sugiere tomar estos resultados favorables para la dinámica de la deuda pública con prudencia. Se calcula, referencialmente, que bajo una inflación de 2,0 por ciento en 2023-2026, y un crecimiento económico de 3,0 por ciento a partir de 2024, la deuda pública a 2026 sería de 34,4 por ciento del PBI, 2,4 p.p. del PBI por encima de lo previsto.

Más allá del horizonte de proyección del IAPM, el CF señala que la reducción de la deuda hacia la guía de 30 por ciento del PBI dependerá de la capacidad para sostener superávits primarios de alrededor de 0,7 por ciento del PBI⁶⁰. Alcanzar este resultado requerirá de la convergencia del gasto público hacia los niveles registrados previo a la pandemia, al mismo tiempo que sostener niveles de ingresos elevados respecto al mismo periodo⁶¹. En ausencia de un contexto macroeconómico favorable, el CF considera que sostener una trayectoria de endeudamiento público decreciente requerirá de medidas para asegurar el control del gasto público y la generación de mayores ingresos permanentes.

Con relación a la previsión de **endeudamiento neto**, el CF resalta que la deuda neta viene registrando una tendencia creciente desde el 2014 y considera que la proyección para 2023 refleja un mayor deterioro de este indicador. En ese sentido, el CF considera importante priorizar tanto la reducción del endeudamiento bruto como la acumulación de activos financieros. Respecto a los **activos financieros** en particular, el CF destaca que una proporción de los ingresos, generados por el incremento en los precios de minerales entre 2021 y 2022, se haya destinado a la restitución parcial de los ahorros fiscales utilizados para atender desastres naturales y la pandemia de la COVID-19. En tanto se mantengan las condiciones favorables en el precio de materias primas, el CF recomienda continuar con una política de restitución de activos con el fin de atender crisis futuras. En aras de una mayor transparencia sobre la disponibilidad de recursos líquidos y su gestión, el CF sugiere publicar información detallada sobre los saldos y movimientos la RSL, e incorporar a los activos financieros del SPNF como variable de proyección en el MMM.

Riesgos fiscales

El CF observa que luego del primer año de la emergencia sanitaria, se ha venido registrando resultados fiscales mejores a los esperados: el déficit fiscal se ha reducido drásticamente, la deuda bruta ha mantenido una previsión a la baja, y los activos financieros estratégicos han iniciado una recomposición gradual, aun cuando el endeudamiento neto se ha incrementado. El entorno de precios internacionales ha sido clave para estos resultados. Sin embargo, el CF recuerda que la economía peruana se encuentra expuesta a un conjunto amplio de **riesgos fiscales**, y que todavía no se recuperan todas las fortalezas disponibles en los años previos a la pandemia. En particular, el CF destaca tres riesgos sobre las cuentas fiscales: (i) la ocurrencia de un FEN fuerte; (ii) la mayor vulnerabilidad a variaciones cambiarias; y (iii) presiones permanentes hacia un déficit fiscal más elevado como lo son,

⁵⁹ La proyección de la deuda contemplada en el IAPM para el periodo 2023-2026 es, en promedio, 0,5 p.p. del PBI menor a lo proyectado en el MMM. Actualizaciones anteriores a las proyecciones oficiales de endeudamiento también registraron revisiones a la baja (IAPM 2021-2024 e IAPM 2022-2025).

⁶⁰ Promedio 2027-2030.

⁶¹ Entre 2015 y 2019, el gasto no financiero del gobierno general fue, en promedio, de 20,2 por ciento del PBI. En comparación, los ingresos del gobierno general fueron de 19,2 por ciento del PBI para el mismo periodo. El país no registra superávits primarios desde 2015.

por ejemplo, las iniciativas de gasto corriente en medio de un relativo estancamiento del crecimiento económico.

A juicio del CF, el riesgo fiscal más relevante en el corto plazo está asociado a la ocurrencia de un FEN fuerte, cuyos efectos se transmiten a través de múltiples variables macrofiscales de forma simultánea y en una magnitud superior a la cuantificación de riesgos individuales contemplada en el IAPM. Estos efectos incluyen una contracción del crecimiento económico, cambios en la dinámica de la inflación, una reducción de ingresos asociada a la caída del PBI, y mayor gasto para la atención inmediata de la emergencia climática y la posterior reposición del capital físico destruido. Considerando el fuerte impacto económico que ha tenido el FEN en el pasado, y que la probabilidad de ocurrencia de un FEN de mayor magnitud se ha incrementado recientemente⁶², el CF exhorta a analizar este escenario con detalle y evaluar las posibles respuestas de política fiscal requeridas. En general, el CF considera importante evaluar las contingencias fiscales asociadas al cambio climático, e introducir criterios de sostenibilidad en las políticas públicas, para lo cual éstas tendrán que adecuarse en los próximos años.

Como se ha mencionado en informes previos⁶³, el CF señala que la proporción de la deuda pública emitida en moneda extranjera se ha incrementado como consecuencia del financiamiento de la emergencia sanitaria⁶⁴, en un contexto donde el financiamiento doméstico fue restringido⁶⁵. Esto tiene como resultado una mayor vulnerabilidad a variaciones del tipo de cambio, pues incrementos en la devaluación cambiaria se trasladan directamente hacia un mayor saldo de la deuda y un mayor pago de intereses. Considerando la mayor exposición a las variaciones del tipo de cambio, y que en los últimos años se han registrado múltiples episodios de alta volatilidad cambiaria⁶⁶, el CF sugiere que se tomen las medidas necesarias para gestionar el riesgo cambiario y favorecer la solarización de la deuda⁶⁷, como se señala en la Estrategia de Gestión Integral de Activos y Pasivos 2023-2026.

En el mediano y largo plazo, el CF considera que el principal riesgo para la sostenibilidad fiscal radica en los factores que pueden generar desviaciones permanentes en el déficit fiscal. Por el lado de los ingresos, el CF advierte que un menor crecimiento potencial o menores precios de minerales tendenciales podrían afectar permanentemente la capacidad de recaudación respecto a las necesidades de gasto. Sobre el gasto público, el CF resalta el riesgo derivado de múltiples normas y medidas impulsadas tanto por el Poder Legislativo, como por el Ejecutivo, que podrían disociar la dinámica de los gastos respecto a la disponibilidad de ingresos. Ante estos riesgos, el CF considera importante modelar escenarios menos favorables para los determinantes de la dinámica macrofiscal en el largo plazo, y reitera la necesidad de evaluar medidas concretas que garanticen la generación de ingresos permanentes, el control del gasto público y la mejora de su calidad.

Finalmente, el CF sugiere que, en el futuro, el Informe de Actualización de Proyecciones Macroeconómicas, que contiene la actualización de las proyecciones oficiales contenidas del Marco Macroeconómico Multianual correspondiente, sea tramitado de manera similar a este último

⁶² “Diagnóstico Climático y Previsión de El Niño-Oscilación del Sur en el Perú”. Informe técnico ENFEN (28 de abril).

⁶³ Ver informes N° 04-2022-CF, N° 02-2022-CF, N° 05-2021-CF y N° 01-2021-CF

⁶⁴ Como muestra de ello, la proporción de la deuda externa respecto al total de la deuda pública paso de 31,8 por ciento en 2019 a 42,9 por ciento en 2020, 54,1 por ciento en 2021, y 51,6 por ciento en 2022.

⁶⁵ Durante el primer año de la emergencia sanitaria se suspendió la subasta regular de bonos soberanos, mientras que en el segundo año de la emergencia las tasas de interés en moneda local se incrementaron fuertemente respecto a las tasas de interés en moneda extranjera.

⁶⁶ Cálculos de la STCF encuentran tres picos de volatilidad registrados alrededor de marzo de 2020, agosto de 2021, y el primer semestre de 2022. Estos picos de volatilidad estarían asociados al inicio de la pandemia, incertidumbre política local, y el inicio de un ciclo alcista en las tasas de interés en economías avanzadas, respectivamente.

⁶⁷ De acuerdo con el IAPM se proyecta una reducción de la proporción de la deuda externa respecto al total de la deuda pública, de 51 por ciento en 2023 a 50 por ciento en 2024, 45 por ciento en 2025, y 40 por ciento en 2026.

documento, y sea remitido al CF de manera previa a su publicación para su opinión correspondiente. Esta práctica permitiría al CF cumplir en mejor medida con su objeto contribuir con el análisis técnico e independiente de la política fiscal y al MEF contar de manera previa con la opinión del CF para que sea considerada en la versión final del documento.

Conclusiones

En atención a lo expuesto en el presente documento, el CF concluye lo siguiente:

Respecto del **contexto macroeconómico internacional**, el CF considera apropiadas las revisiones a la baja del crecimiento de la economía mundial y la revisión al alza de las proyecciones de los precios de las materias primas (principalmente metales e hidrocarburos). No obstante, el CF considera importante señalar que en los últimos años se ha observado una elevada volatilidad en los precios de los principales *commodities*, por lo que se recomienda tomar las previsiones necesarias en caso las cotizaciones se reduzcan en mayor medida que lo previsto en el IAPM.

En cuanto al **escenario macroeconómico local**, el CF considera que alcanzar el crecimiento económico previsto para 2023 (2,5 por ciento) está condicionado a que no se materialicen una serie de riesgos como: (i) la ocurrencia de un FEN fuerte; (ii) que las expectativas de los agentes económicos se mantengan en el tramo pesimista; (iii) que se registren nuevas paralizaciones en la producción minera por conflictos sociales; (iv) la necesidad de mantener una política monetaria contractiva; y (v) el agravamiento del contexto económico internacional.

El CF considera que la proyección de crecimiento del PBI para 2024 muestra un sesgo optimista y advierte que esta proyección podría alcanzarse siempre y cuando la inversión y el consumo privados se recuperen y crezcan al menos a tasas de 3,0 por ciento, lo cual podría tornarse difícil en un escenario de finalización de un importante ciclo de inversión minera. El CF considera que el sustento de esa proyección no se encuentra debidamente desarrollado y analizado en el IAPM, y que el relativo optimismo podría afectar el déficit de 2024 debido a una formulación del presupuesto 2024 que podría resultar sobreestimada.

Respecto de las estimaciones de crecimiento de mediano plazo, el CF reitera que alcanzar cifras de crecimiento superiores a 3,0 por ciento anual constituirá un enorme reto en materia económica de mediano y largo plazo, debido a las secuelas estructurales que habría dejado la pandemia sobre el crecimiento potencial.

Con relación a las **proyecciones de ingresos públicos**, el CF observa que son consistentes con los supuestos sobre las perspectivas de crecimiento local e internacional planteados en el IAPM. En ese sentido, se considera que los riesgos a la baja que presentan estas proyecciones derivan de los supuestos macroeconómicos utilizados para su elaboración. En opinión del CF, alcanzar los ingresos previstos para el periodo 2024-2026 dependerá principalmente de que se logren las previsiones de crecimiento económico que, como se dijo anteriormente, tienen sesgo optimista.

El CF nota que las **proyecciones de gasto público** se ajustan al cumplimiento de la regla del déficit fiscal, configurando un escenario en el que todo el esfuerzo de consolidación fiscal se concentra en la racionalización del gasto público. En ese sentido, el CF advierte que la materialización de los riesgos que afecten negativamente la proyección de ingresos requerirá de una reducción del gasto todavía mayor que la prevista en el IAPM, generando una senda de gastos poco verosímil y posibles presiones para modificar las reglas fiscales.

Tal como se planteó en el MMM, el IAPM propone una reducción significativa del gasto corriente, principalmente en los dos últimos años del horizonte de proyección. En ese sentido, el CF reitera su advertencia de 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. En ese sentido, a fin de asegurar el cumplimiento de la consolidación fiscal prevista será imprescindible mantener las presiones de mayor gasto corriente bajo control.

El CF considera prudente la revisión a la baja de la estimación del **déficit fiscal** para 2023 (de 2,4 a 2,1 por ciento del PBI) lo cual brinda cierto margen de acción para la política fiscal en caso se materialicen los riesgos climatológicos en los próximos meses.

Respecto de la senda de déficit de mediano plazo, el CF reitera que el límite legal debe ser entendido como un tope y no como una meta de proyección, pues ello incrementa los riesgos de incumplimiento de las reglas fiscales. El CF considera el planteamiento de que la consolidación fiscal se intensifique en los últimos años del horizonte de proyección podría originar un problema de inconsistencia temporal, pues el esfuerzo por reducir y mantener un déficit fiscal más exigente se pospone y podría recaer en la próxima administración de gobierno.

En cuanto a la proyección de la **deuda pública**, el CF considera que la senda decreciente prevista constituye un resultado fiscal favorable. Sin embargo, se sugiere tomar con prudencia los factores que están explicando la dinámica de la deuda como porcentaje del PBI pues esta se está viendo favorecida por el efecto de la inflación en el PBI nominal y del crecimiento económico previsto. En el mediano plazo la reducción de la deuda hacia la guía de 30 por ciento del PBI dependerá de la capacidad para sostener resultados primarios superavitarios, para lo cual se requerirán de medidas para asegurar el control del gasto público y la generación de mayores ingresos permanentes.

Finalmente, el CF considera que el **riesgo fiscal** más relevante en el corto plazo está asociado a la ocurrencia de un FEN fuerte, cuyos efectos se transmiten a través de múltiples variables macrofiscales de forma simultánea. Por ello, el CF exhorta a analizar este escenario con detalle y evaluar las posibles respuestas de política fiscal requeridas. En el mediano y largo plazo, el principal el riesgo para la sostenibilidad fiscal radica en los factores que pueden generar desviaciones permanentes en el déficit, tales como un estancamiento del crecimiento económico o la generación de gastos adicionales que no cuenten con un sustento en ingresos permanentes por lo que, en materia fiscal, resulta clave mejorar los canales de entendimiento entre el Poder Legislativo y el Poder Ejecutivo.

CONSEJO FISCAL DEL PERÚ