

**Reporte Técnico N° 03-2023-CF**

**Análisis del Marco Macroeconómico Multianual 2024-2027<sup>1</sup>**

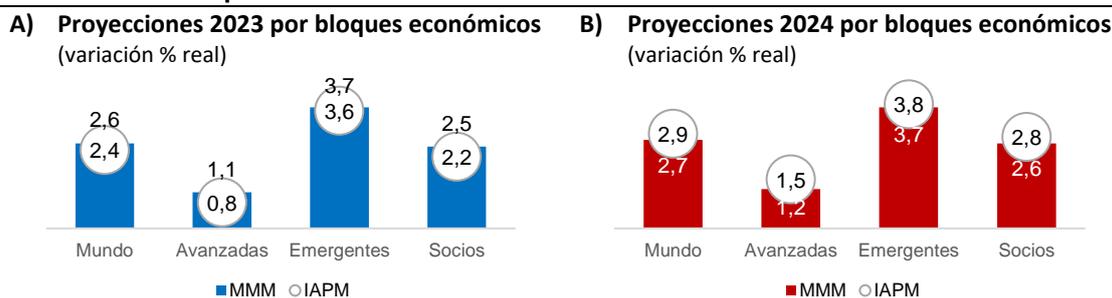
El presente documento contiene el análisis realizado por la Dirección de Estudios Macrofiscales (DEM) de la Secretaría Técnica del Consejo Fiscal (STCF) acerca de las proyecciones macroeconómicas y fiscales contenidas en el Marco Macroeconómico Multianual 2024-2027 (MMM), publicado por el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) el 29 de agosto de 2023<sup>2</sup>. El presente constituye un documento técnico de respaldo del Informe N° 03-2023-CF, mediante el cual el Consejo Fiscal (CF) emitió su opinión sobre el proyecto del MMM, aunque para su elaboración se ha utilizado la información disponible al cierre del mes de septiembre.

**1. Escenario macroeconómico**

**a) Escenario internacional**

En el MMM, se prevé que el **crecimiento económico global** de 2023 alcance el 2,6 por ciento (IAPM<sup>3</sup>: 2,4 por ciento; gráfico 1.A), menor a lo registrado en 2022 (3,5 por ciento), en el marco de la continuación de restricciones monetarias debido a una inflación todavía alta y el limitado espacio fiscal. Para 2024, la menor proyección de crecimiento global (MMM: 2,7 por ciento; IAPM: 2,9 por ciento; gráfico 1.B) responde a un contexto que asume la prolongación de las condiciones monetarias restrictivas y una mayor incertidumbre a raíz de la posibilidad de materialización de diversos riesgos macroeconómicos y geopolíticos.

**Gráfico N° 1: Perspectivas de crecimiento de la economía mundial**



**C) Revisión de proyecciones de corto plazo (variación % real)**

	2022	2023		2024	
		IAPM	MMM	IAPM	MMM
		Abr-23	Ago-23	Abr-23	Ago-23
<b>Mundo</b>	3.4	2.4	2.6	2.9	2.7
<b>E. Avanzadas</b>	2.7	0.8	1.1	1.5	1.2
Estados Unidos	2.1	0.5	1.3	1.4	0.8
Zona Euro	3.5	0.5	0.8	1.3	1.3
<b>E. Emergentes</b>	4.0	3.6	3.7	3.8	3.7
China	3.0	4.8	5.0	4.8	4.8
India	6.8	6.1	-	6.8	-
ALC	3.9	1.3	1.5	2.2	2.0
<b>Socios comerciales</b>	3.1	2.2	2.5	2.8	2.6

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

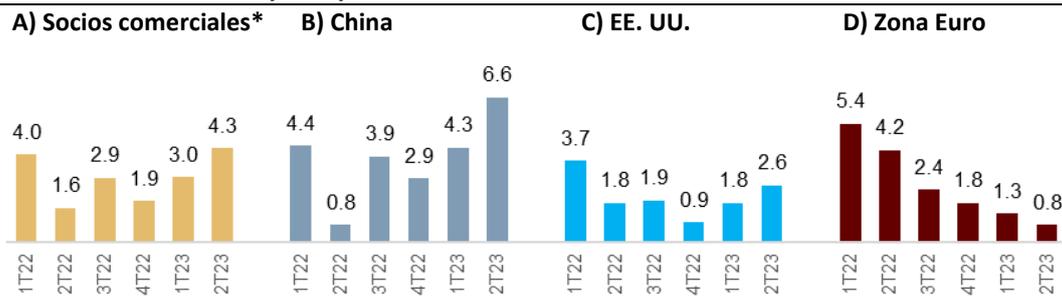
<sup>1</sup> Documento elaborado por la DEM-STCF. Las opiniones vertidas en este documento no reflejan necesariamente la posición de los miembros del Consejo Fiscal.

<sup>2</sup> Disponible en [https://www.mef.gob.pe/contenidos/pol\\_econ/marco\\_macro/MMM\\_2024\\_2027.pdf](https://www.mef.gob.pe/contenidos/pol_econ/marco_macro/MMM_2024_2027.pdf).

<sup>3</sup> Informe de Actualización de Proyecciones Macroeconómicas 2023-2026.

Las estimaciones de crecimiento de la economía mundial presentadas en el MMM se encuentran en línea con el crecimiento registrado al cierre del primer semestre del año. En particular, el crecimiento de nuestros principales socios comerciales mostró un buen desempeño durante dicho periodo (gráfico 2.A). A nivel de países, destacó la evolución de China y de algunas economías desarrolladas como EE. UU., que compensaron el deterioro de la actividad en la Zona Euro. En China, el crecimiento del segundo trimestre de 2023<sup>4</sup> (gráfico 2.B) respondió a un efecto base, ya que en el mismo periodo del año previo las restricciones para frenar el avance de la pandemia en el país impactaron negativamente sobre la actividad económica. El avance, en tanto, se ubicó por debajo de lo previsto por el mercado<sup>5</sup>. La desaceleración en los rubros industrial y de ventas minoristas en el segundo trimestre dan cuenta de que el impulso del primer trimestre tras la reapertura de las actividades postpandemia se estaría disipando. En el caso de EE. UU., las tasas de crecimiento (gráfico 2.C) reflejaron la fortaleza del mercado laboral y el gasto de consumo. En particular, en el segundo trimestre<sup>6</sup> el componente de inversión impulsó el crecimiento, sobre todo la asociada a infraestructura no residencial<sup>7</sup>. Por el lado de la Zona Euro, la ralentización observada (gráfico 2.D) se explica por factores como el débil dinamismo del sector manufacturero, lo cual se ha registrado sobre todo en Alemania e Italia durante el segundo trimestre; asimismo, por condiciones crediticias más estrictas, ingresos reales más bajos, entre otros.

**Gráfico N° 2: PBI de los principales socios comerciales** (variación %real anual)



\* Cifras de crecimiento de socios comerciales del 2S2023 corresponden a estimaciones propias.

Fuente: Banco Mundial. Elaboración: DEM-STCF.

Las proyecciones del MMM son congruentes con algunos indicadores adelantados, como el *Purchasing Managers' Index* (Índice de Gestores de Compras, PMI por sus siglas en inglés), que sugieren que la actividad económica mundial perdería impulso en los siguientes trimestres. En EE. UU., el PMI compuesto<sup>8</sup> habría caído a 50,1 puntos en setiembre (promedio 1S2023: 51,7 puntos; gráfico 3.A), lo que representa el peor resultado del sector privado desde febrero<sup>9</sup>. Esto ocurrió en un contexto de elevados costos de insumos y altas tasas de interés. Por su parte, el PMI compuesto de la Zona Euro habría llegado a 47,1 puntos en setiembre (promedio 1S2023: 52,1 puntos; gráfico 3.B), lo que, en el contexto de un importante retroceso del sector manufacturero (43,4 puntos) y baja confianza empresarial, da indicios de que el crecimiento que

<sup>4</sup> El crecimiento respecto al primer trimestre de 2023 fue 0,8%.

<sup>5</sup> El consenso de mercado esperaba un crecimiento interanual de 7,3%.

<sup>6</sup> A esta información, cabe añadir que en el segundo informe preliminar del reporte de crecimiento económico del 2S2023 del *Bureau of Economic Analysis* (BEA), se muestra que el Ingreso Interno Bruto (IIB) cayó por tercer trimestre consecutivo. Considerando esta medida, es posible que EE. UU. se encuentre en recesión.

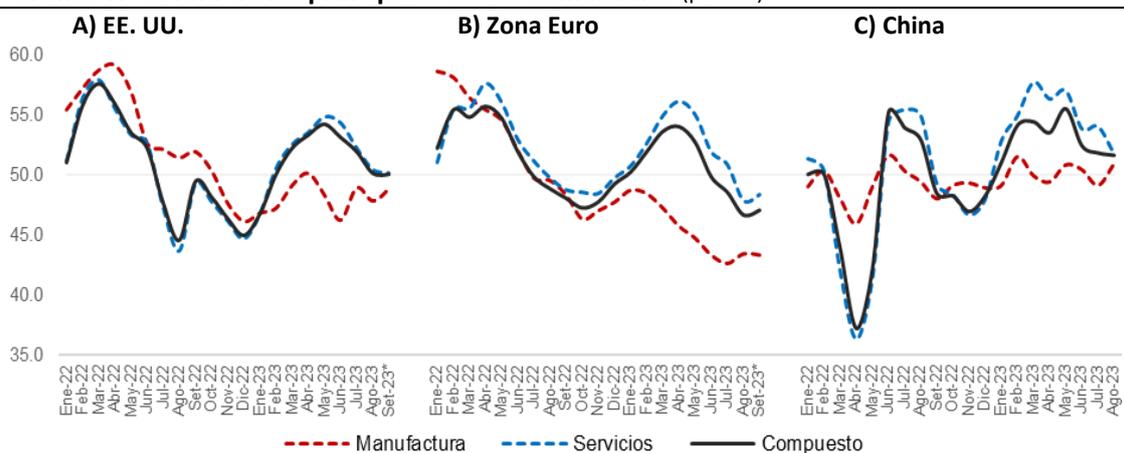
<sup>7</sup> Respecto al trimestre previo, este rubro creció 2,3%; en términos interanuales, 9,1%.

<sup>8</sup> El PMI compuesto representa la ponderación entre las actividades de los sectores manufactura y servicios.

<sup>9</sup> Cabe agregar que el sector servicios creció a su nivel más bajo en los últimos ocho meses (50,2 puntos).

alcanzará este bloque en el segundo semestre del año no será significativo. Y, en cuanto al PMI compuesto de China, este alcanzó los 51,7 puntos en agosto (promedio 1S2023: 53,6 puntos; gráfico 3.C), lo que representa el ritmo de crecimiento más lento en la actividad del sector privado desde enero. Este desempeño se dio en un contexto donde los costos de los insumos del sector manufacturero aumentaron por primera vez desde febrero. Con ello, alcanzar el crecimiento objetivo establecido por el gobierno chino (5,0 por ciento) dependerá de la recuperación de la demanda interna y de las expectativas.

**Gráfico N° 3: PMI de los principales socios comerciales (puntos)**



Nota: Por encima de 50 puntos, se considera expansión; por debajo de 50 puntos, contracción.

\* Datos preliminares.

Fuente: Trading Economics. Elaboración: DEM-STCF.

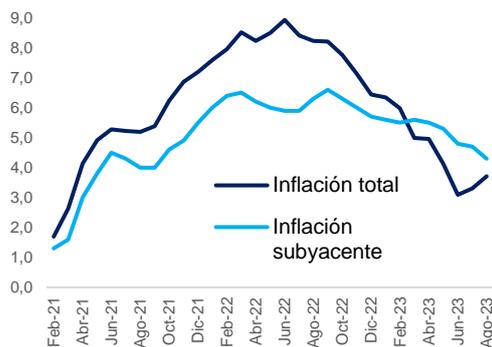
El desempeño de la economía mundial se da en el escenario de una inflación aún en niveles elevados, así como de altas tasas de interés. Así, a nivel global, pese a que la inflación ha entrado en una etapa de moderación en los últimos meses, la respuesta de política monetaria —sobre todo en las principales economías avanzadas— aún depende de la persistencia de la inflación subyacente (gráficos 4.A y 4.B). Por ejemplo, en el caso de EE. UU., el 20 de setiembre de 2023 el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC por sus siglas en inglés) de la Reserva Federal (Fed) decidió mantener su tasa de interés de referencia en el rango de 5,25 por ciento y 5,50 por ciento. Esta decisión se basa en factores como una expansión sólida de la actividad económica<sup>10</sup>, un mercado laboral resistente, entre otros. No obstante, es posible que tenga lugar una nueva subida de tasa en lo que resta de 2023<sup>11</sup>. Por su lado, el Banco Central Europeo (BCE) volvió a subir su tasa clave, marcando su décimo aumento en 14 meses para combatir la inflación. Sin embargo, ante la debilidad económica en la Zona Euro, cabe la posibilidad de que este sea su último incremento. Tomando en cuenta lo mencionado, aún es posible que las tasas de política monetaria de las principales economías avanzadas continúen, al menos, ubicándose en niveles elevados, tal como se ha observado en los últimos meses (gráfico 4.C).

<sup>10</sup> Al respecto, la Fed revisó al alza la proyección de crecimiento del PBI de EE. UU. de este año: de 1,0% en junio a 2,1% en setiembre.

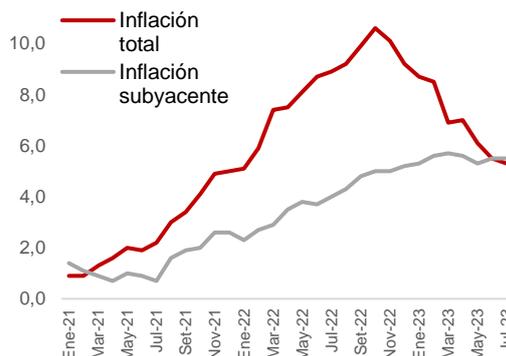
<sup>11</sup> Según las últimas proyecciones de la Reserva Federal, 12 de 19 miembros del FOMC estarían a favor de que se lleve a cabo un nuevo incremento de la tasa de referencia en lo que queda del año.

**Gráfico N° 4: Inflación y tasas de política monetaria en principales economías avanzadas**

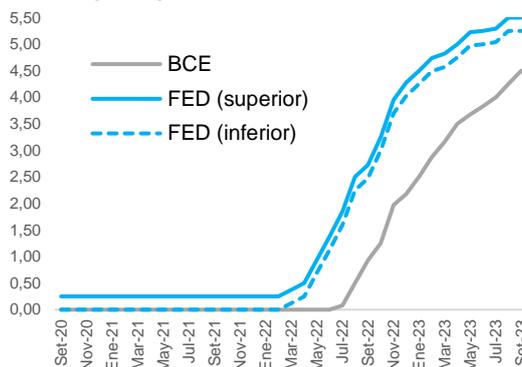
**A) Inflación en EE. UU. (variación % anual)**



**B) Inflación en la Zona Euro (variación % anual)**



**C) Tasa de política monetaria en principales economías avanzadas (%)**



Fuente: FRED St. Louis, BCE. Elaboración: DEM-STCF.

De esta manera, se observa que la revisión del crecimiento económico mundial de corto plazo del MMM se encuentra en línea con lo proyectado para el corto plazo por otras instituciones a la fecha (gráfico 5).

**Gráfico N° 5: Perspectivas de crecimiento de corto plazo (variación % real)**

	2022	2023						2024					
		FMI Jul-23	MEF Ago-23	BBG Set-23	OXF Set-23	BCRP Set-23	FE Oct-23	FMI Jul-23	MEF Ago-23	BBG Set-23	OXF Set-23	BCRP Set-23	FE Oct-23
<b>Mundo</b>	3.4	3.0	2.6	2.7	2.5	2.8	2.6	3.0	2.7	2.7	2.0	2.7	2.4
<b>E. Avanzadas</b>	2.7	1.5	1.1	1.5	1.4	1.5	1.4	1.4	1.2	1.1	0.6	1.1	0.9
Estados Unidos	2.1	1.8	1.3	2.0	2.1	1.8	1.9	1.0	0.8	0.9	0.2	1.0	0.8
Zona Euro	3.5	0.9	0.8	0.6	0.5	0.5	0.6	1.5	1.3	0.9	0.9	0.9	0.9
<b>E. Emergentes</b>	4.0	4.0	3.7	3.8	4.0	3.7	-	4.1	3.7	4.0	3.7	3.9	-
China	3.0	5.2	5.0	5.1	5.1	4.9	5.1	4.5	4.8	4.5	4.6	4.8	4.5
India	6.8	6.1	-	-	6.7	6.0	6.2	6.3	-	6.1	6.2	6.0	6.3
ALC	3.9	1.9	1.5	1.3	-	1.6	1.8	2.2	2.0	1.6	-	1.7	1.6

Nota: BBG: Bloomberg; FE: FocusEconomics; OXF: Oxford Economics.

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

Para el mediano plazo (2025-2027), en el MMM se prevé un crecimiento mundial en torno a 2,9 por ciento, similar a lo proyectado en el IAPM (gráfico 6.A), en el marco de un retorno gradual de la inflación hacia sus rangos metas, la posterior flexibilización de las condiciones monetarias y la progresiva normalización de la actividad económica. Sin embargo, un elemento central es que para este periodo la proyección de crecimiento del MMM para China (4,8 por ciento) se encuentra cerca de 1,0 punto porcentual (p.p.) por encima de lo esperado por otras instituciones, como el Fondo Monetario Internacional (FMI), el cual prevé un crecimiento promedio en torno a 3,9 por ciento para esta economía (gráfico 6.B).

**Gráfico N° 6: Revisión de proyecciones y perspectivas de crecimiento de mediano plazo**

**A) Revisión de proyecciones de mediano plazo (variación %real)**

	2025		2026		2027
	IAPM	MMM	IAPM	MMM	MMM
	Abr-23	Ago-23	Abr-23	Ago-23	Ago-23
<b>Mundo</b>	<b>2.9</b>	<b>2.8</b>	<b>2.9</b>	<b>2.9</b>	<b>2.9</b>
<b>E. Avanzadas</b>	<b>1.6</b>	<b>1.6</b>	<b>1.6</b>	<b>1.6</b>	<b>1.6</b>
Estados Unidos	1.7	1.7	1.7	1.8	1.8
Zona Euro	1.4	1.4	1.4	1.4	1.3
<b>E. Emergentes</b>	<b>3.8</b>	<b>3.7</b>	<b>3.8</b>	<b>3.7</b>	<b>3.8</b>
China	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8
India	6.7	-	6.5	-	-
ALC	2.3	2.2	2.3	2.2	2.3
<b>Socios comerciales</b>	<b>2.9</b>	<b>2.8</b>	<b>2.9</b>	<b>2.9</b>	<b>2.9</b>

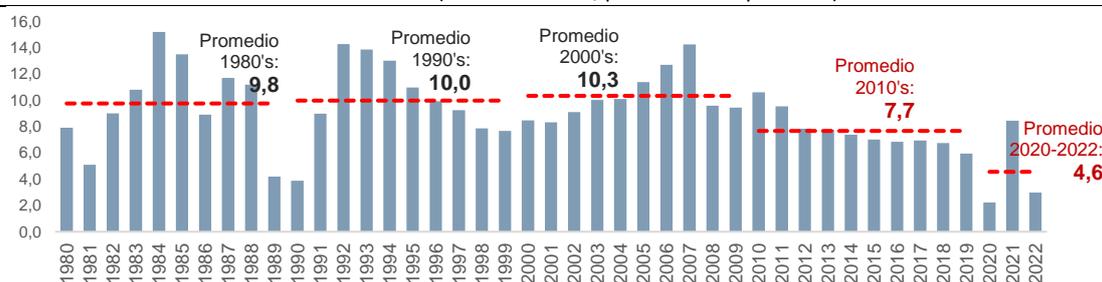
**B) Perspectivas de crecimiento de mediano plazo (variación %real)**

	2025			2026			2027		
	FMI	MEF	FE	FMI	MEF	FE	FMI	MEF	FE
	Jul-23	Ago-23	Oct-23	Jul-23	Ago-23	Oct-23	Jul-23	Ago-23	Oct-23
<b>Mundo</b>	<b>3.2</b>	<b>2.8</b>	<b>3.0</b>	<b>3.2</b>	<b>2.9</b>	<b>3.0</b>	<b>3.1</b>	<b>2.9</b>	<b>2.9</b>
<b>E. Avanzadas</b>	<b>1.8</b>	<b>1.6</b>	<b>1.7</b>	<b>1.9</b>	<b>1.6</b>	<b>1.8</b>	<b>1.8</b>	<b>1.6</b>	<b>1.8</b>
Estados Unidos	1.8	1.7	1.9	2.1	1.8	2.1	2.1	1.8	2.1
Zona Euro	1.9	1.4	1.5	1.7	1.4	1.6	1.5	1.3	1.5
<b>E. Emergentes</b>	<b>4.0</b>	<b>3.7</b>	-	<b>4.0</b>	<b>3.7</b>	-	<b>3.9</b>	<b>3.8</b>	-
China	4.1	4.8	4.5	4.0	4.8	4.4	3.6	4.8	4.0
India	6.2	-	6.5	6.1	-	6.6	6.0	-	6.4
ALC	2.3	2.2	2.3	2.6	2.2	2.4	2.3	2.3	2.4

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

Cabe recordar que, desde la década pasada, se ha observado una marcada desaceleración del crecimiento de la economía china (gráfico 7). Considerando este aspecto, e independientemente de los factores coyunturales que afectarán la dinámica del crecimiento de China en lo que resta de este año y durante el próximo, el FMI considera que existen elementos —como una fuerza laboral cada vez más reducida y una desaceleración de la productividad— por los cuales se haría necesaria la implementación de reformas estructurales que impulsen su economía a mediano plazo<sup>12</sup>.

**Gráfico N° 7: China: PBI 1980-2022 (variación %real, promedios de periodos)**



Fuente: FMI. Elaboración: DEM-STCF.

**Por el lado de los precios de materias primas**, en el MMM se prevé que el índice de precios de exportación (IPX) se reduzca 2,4 por ciento en 2023 (IAPM: -2,5 por ciento), explicado por la

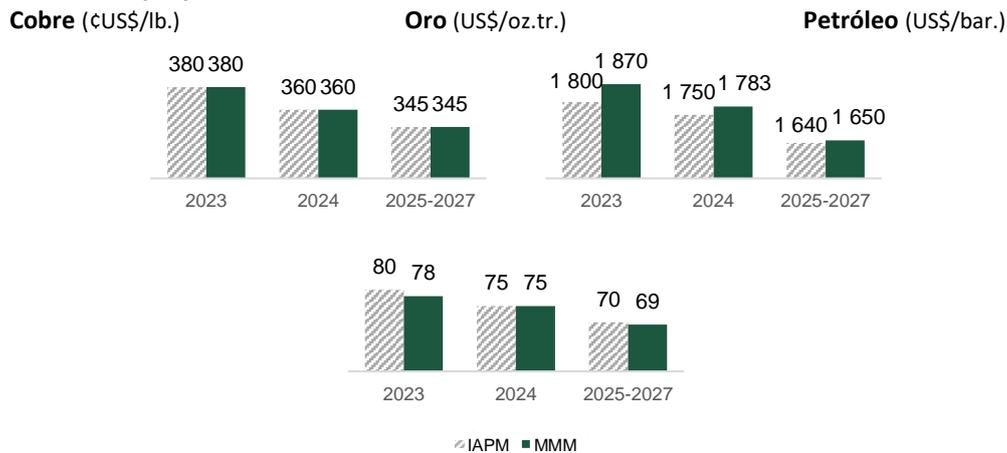
<sup>12</sup> Para mayor detalle, véase “China’s Economy is Rebounding, But Reforms Are Still Needed” del FMI, publicado el 3 de febrero de 2023.

menor cotización promedio del cobre (€US\$ 380 por libra)<sup>13</sup> respecto a 2022 (€US\$ 400 por libra); esto último en un contexto de menores inventarios, aunque atenuado por una moderación de la demanda global. Cabe mencionar que, la ligera revisión al alza en el IPX se sustenta en la corrección al alza en la cotización del oro (MMM: US\$ 1 870 por onza troy; IAPM: US\$ 1 800 por onza troy) (gráfico 8.A), superior al promedio histórico registrado en 2022 (US\$ 1 801 por onza troy), en un entorno de incertidumbre acerca de la recuperación económica global y tensiones geopolíticas. De otra parte, en el MMM se espera que el índice de precios de importación (IPM) caiga 3,7 por ciento en 2023 (IAPM: -3,2 por ciento), sobre todo por una menor cotización promedio del petróleo (US\$ 78 por barril)<sup>14</sup> en comparación con 2022 (US\$ 95 por barril). Todo ello conllevaría a que los términos de intercambio (Tdi) aumenten 1,4 por ciento en 2023 (IAPM: 0,7 por ciento).

Para los siguientes años (2024-2027), en el MMM se espera una estabilización de los Tdi (gráfico 8.B), para luego converger a un crecimiento promedio nulo (IAPM: 0,4 por ciento). Esto tendría lugar en el marco de una normalización de la demanda global, la reducción de la incertidumbre mundial, la flexibilización progresiva de la política monetaria y una mayor demanda minera para el desarrollo de proyectos de infraestructura verde, lo que, en conjunto, haría que los precios de los metales industriales y de insumos importados permanezcan en niveles elevados, pese a su tendencia a la baja.

**Gráfico N° 8: Revisión de proyecciones de precios de *commodities***

**A) Revisión de proyecciones 2023-2024**



**B) Revisión de proyecciones de corto y mediano plazo**

	2022	Prom. 2023 <sup>1</sup>	Precio spot 25-Set	2023		2024		2025-2027 <sup>2</sup>	
				IAPM	MMM	IAPM	MMM	IAPM	MMM
				Abr-23	Ago-23	Abr-23	Ago-23	Abr-23	Ago-23
<b>Precios de Exportación (Var. %)</b>	<b>1.8</b>	-	-	<b>-2.5</b>	<b>-2.4</b>	<b>-1.0</b>	<b>-1.4</b>	<b>-0.5</b>	<b>-0.7</b>
Cobre (€US\$/lb.)	400	390	368	380	380	360	360	345	345
Oro (US\$/oz.tr.)	1,801	1,933	1,916	1,800	1,870	1,750	1,783	1,640	1,650
Zinc (€US\$/lb.)	158	122	114	136	126	125	121	121	118
<b>Precios de Importación (Var. %)</b>	<b>13.7</b>	-	-	<b>-3.2</b>	<b>-3.7</b>	<b>-1.6</b>	<b>-1.5</b>	<b>-0.8</b>	<b>-0.7</b>
Petróleo (US\$/bar.)	95	77	90	80	78	75	75	70	69
<b>Términos de Intercambio (Var. %)</b>	<b>-10.5</b>	-	-	<b>0.7</b>	<b>1.4</b>	<b>0.6</b>	<b>0.1</b>	<b>0.3</b>	<b>0.0</b>

1/ Información disponible al 25 de setiembre de 2023. 2/ Cifras del IAPM corresponden al periodo 2025-2026.

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

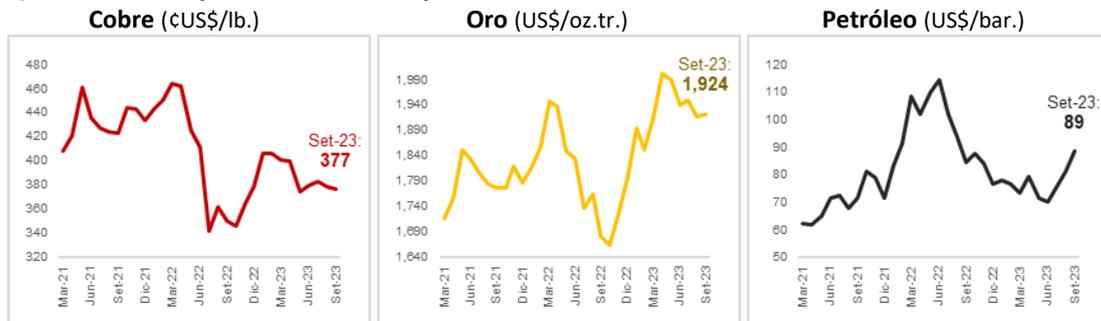
<sup>13</sup> IAPM: €US\$ 380 por libra.

<sup>14</sup> IAPM: US\$ 80 por barril.

Según lo señalado por el CF<sup>15</sup>, las proyecciones de los precios de las materias primas para el corto plazo son razonables<sup>16</sup>, y también en línea con lo observado al cierre de la segunda semana de setiembre (gráfico 9.A); es decir, niveles relativamente altos de cotizaciones de nuestros principales minerales de exportación, en un contexto de bajos niveles de inventarios. Asimismo, las proyecciones se encuentran por debajo de lo esperado por el consenso de mercado (gráfico 9.B).

**Gráfico N° 9: Evolución y perspectivas de precios de principales *commodities* a corto plazo**

**A) Evolución de precios de materias primas\***



**B) Proyecciones de corto plazo**

	2022	Prom. 2023*	Precio spot 25-Set	2023				
				MEF	BBG	FE	BCRP	EMA
				Ago-23	Set-23	Set-23	Set-23	Set-23
<b>Precios de Exportación (Var. %)</b>	<b>1.8</b>	-	-	<b>-2.4</b>	-	-	<b>-3.6</b>	-
Cobre (¢US\$/lb.)	400	390	368	380	390	388	386	387
Oro (US\$/oz.tr.)	1,801	1,933	1,916	1,870	1,930	1,917	1,933	1,929
Zinc (¢US\$/lb.)	158	122	114	126	123	120	119	119
<b>Precios de Importación (Var. %)</b>	<b>13.7</b>	-	-	<b>-3.7</b>	-	-	<b>-6.5</b>	-
Petróleo (US\$/bar.)	95	77	90	78	77	77	78	77
<b>Términos de Intercambio (Var. %)</b>	<b>-10.5</b>	-	-	<b>1.4</b>	-	-	<b>3.0</b>	-

\* Información disponible al 25 de setiembre de 2023.

Nota: EMA: Energy, Metals & Agriculture (Consensus Economics).

Fuente: Consensus Economics, MEF, Bloomberg, FocusEconomics, BCRP. Elaboración: DEM-STCF.

En el mediano plazo (2024-2027), las proyecciones de precios de *commodities* contenidas en el MMM, se ubican por debajo de lo esperado por el consenso de mercado, por lo que se consideran relativamente conservadoras (gráficos 10.A y 10.B). Como señaló el CF<sup>17</sup>, ello resulta pertinente a fin de evitar una sobreestimación de los recursos presupuestales disponibles en los próximos años.

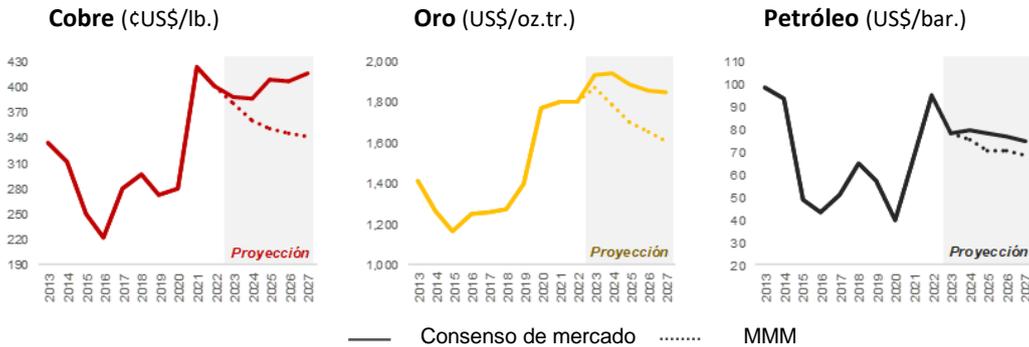
<sup>15</sup> A ello se le suma el factor de la demanda proveniente de China. Si bien el ritmo al que el país viene recuperándose es más lento que el esperado, su participación dentro del total de países que demandan los principales *commodities* (sobre todo los necesarios para la actividad industrial, como el cobre) sigue siendo relevante.

<sup>16</sup> Véase informe N° 03-2023-CF.

<sup>17</sup> Véase informe N° 03-2023-CF.

**Gráfico N° 10: Evolución y perspectivas de precios de principales *commodities* a mediano plazo**

**A) Proyecciones de mediano plazo: Consenso de mercado<sup>1</sup> vs. MMM**



**B) Proyecciones de mediano plazo**

	2022	Prom. 2023 <sup>2</sup>	Precio spot 25-Sep	2024					2025-2027 <sup>3</sup>		
				MEF	BBG	FE	BCRP	EMA	MEF	BBG	EMA
				Ago-23	Set-23	Set-23	Set-23	Set-23	Ago-23	Set-23	Set-23
<b>Precios de Exportación (Var. %)</b>	<b>1.8</b>	-	-	<b>-1.4</b>	-	-	<b>2.2</b>	-	<b>-0.7</b>	-	-
Cobre (¢US\$/lb.)	400	390	368	360	400	392	380	386	345	415	409
Oro (US\$/oz.tr.)	1,801	1,933	1,916	1,783	1,950	1,908	2,007	1,938	1,650	1,825	1,860
Zinc (¢US\$/lb.)	158	122	114	121	125	119	109	114	118	126	118
<b>Precios de Importación (Var. %)</b>	<b>13.7</b>	-	-	<b>-1.5</b>	-	-	<b>0.9</b>	-	<b>-0.7</b>	-	-
Petróleo (US\$/bar.)	95	77	90	75	81	80	78	79	69	77	76
<b>Términos de Intercambio (Var. %)</b>	<b>-10.5</b>	-	-	<b>0.1</b>	-	-	<b>1.3</b>	-	<b>0.0</b>	-	-

1/ Considera el reporte Energy, Metals & Agriculture de Consensus Economics (publicado el 22 de setiembre de 2023), el cual muestra los resultados de la encuesta realizada a alrededor de 40 analistas de los rubros energía, metales y agricultura, mediante la cual se conoce sus previsiones de precios de materias primas. 2/ Información disponible al 25 de setiembre de 2023. 3/ Cifras de Bloomberg corresponden al periodo 2025-2026.

Fuente: Consensus Economics, MEF, Bloomberg, FocusEconomics, BCRP. Elaboración: DEM-STCF.

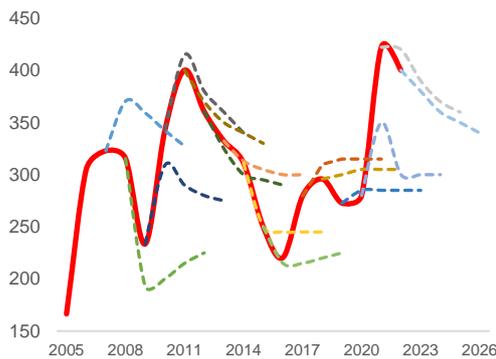
Cabe indicar que, a pesar de que se espera que la transición verde sea un elemento sobre el que se sustenten los altos niveles del precio del cobre, históricamente también se ha observado una elevada volatilidad en el precio de los principales *commodities*, por lo que es posible que ocurran correcciones a la baja en caso se materialicen diversos riesgos macroeconómicos globales que influyen en dichos precios<sup>18</sup>. En este respecto, según el Banco Central de Chile (2021)<sup>19</sup>, dada la dificultad para anticipar la duración de los factores que afectan, por ejemplo, el precio del cobre, una característica común de los episodios de aumentos significativos en el precio de este metal es que el ajuste de las expectativas de precio de mediano/largo plazo del mercado solo ocurre tras ubicarse varios años en niveles más altos o bajos. Actualmente, el precio del cobre ha alcanzado niveles relativamente elevados (gráficos 11.A); sin embargo, la evidencia histórica deja abierta la posibilidad de reversiones a niveles menores que los esperados (gráficos 11.B).

<sup>18</sup> Anteriormente (véase Reporte Técnico N° 01-2023-CF) se explicó sobre la volatilidad que el precio del cobre experimentó en 2022. Gran parte de ese año estuvo caracterizado por temores de recesión, una menor demanda proveniente de China y la preocupación por el fuerte ajuste de la política monetaria, especialmente en economías avanzadas. Estos factores hicieron que el precio del cobre muestra caídas abruptas en cortos periodos.

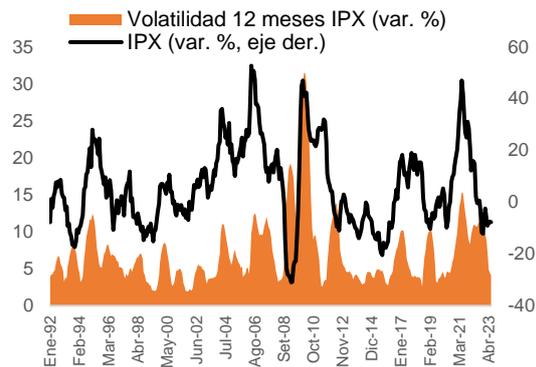
<sup>19</sup> Para mayor detalle, véase Informe de Política Monetaria del Banco Central de Chile, publicado en marzo de 2021.

**Gráfico N° 11: Precio de materias primas, incertidumbre y volatilidad**

**A) Precio del cobre y proyecciones MMM<sup>1</sup>**



**B) IPX: crecimiento y volatilidad<sup>2</sup>**



1/ Líneas punteadas corresponden a las proyecciones contenidas en cada MMM de agosto de cada año. Análisis abarca hasta el MMM publicado en 2023. 2/ La volatilidad se calcula como la desviación estándar de 12 meses del Índice de Precios de Exportación (IPX).

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

En el MMM se contempla un conjunto de riesgos macroeconómicos y geopolíticos que, de materializarse, podrían deteriorar el panorama internacional. Se identifican los siguientes riesgos globales:

- (i) persistencias de presiones inflacionarias;
- (ii) limitaciones para medidas de impulso fiscal;
- (iii) presencia de catástrofes climatológicas;
- (iv) escenarios de estrés financiero en bancos regionales;
- (v) contexto de tensiones geopolíticas; y
- (vi) mayor desaceleración de la actividad económica en China.

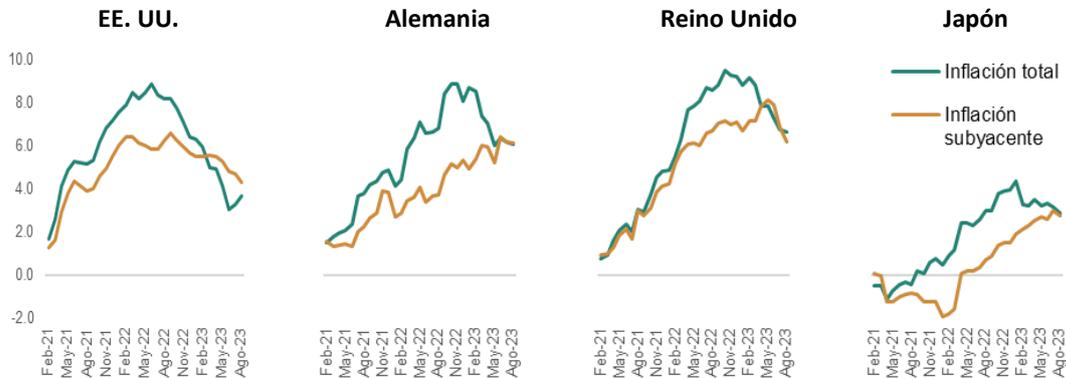
En relación con el **primer riesgo** externo presentado en el MMM, la inflación subyacente aún se mantiene en niveles elevados (gráfico 12.A), lo cual podría mermar la recuperación del consumo e inversión, en tanto que se generarían presiones para que las principales economías avanzadas continúen elevando su tasa de interés de referencia. El **segundo riesgo** guarda especial relevancia para las economías emergentes, dado que además de las mayores tasas de interés, que hacen que el costo del servicio de la deuda aumente, muchos países erosionaron su espacio fiscal tras la pandemia, aumentando sus niveles de deuda (gráfico 12.B). A la larga, ello podría dificultar que los gobiernos en este bloque de países lleven a cabo programas de desarrollo (cuya ejecución se ha vuelto aún más necesaria tras los estragos que dejó la pandemia en estas economías). En tanto, el **tercer riesgo** se relaciona sobre todo con el desarrollo que viene experimentando el Fenómeno El Niño (FEN) en el Pacífico Central (“FEN global”), en el cual se observa una tendencia al alza en las anomalías de la temperatura superficial del mar (TSM) (gráfico 12.C), y con mayores perspectivas de que continúe desarrollándose hacia fines de este año e inicios del próximo. De esta manera, el FEN global podría coincidir con el desarrollo del FEN costero, tal como ocurrió en 1982-1983 y 1997-1998<sup>20</sup>. Respecto al **cuarto riesgo**, la rápida

<sup>20</sup> El FEN 1997-1998 tuvo un fuerte impacto en América Latina y el Caribe, causando pérdidas directas de \$18 mil millones, lo que representó el 53% de la pérdida global estimada por la Organización Meteorológica Mundial. Por otro lado, este fenómeno llevó a una reducción en la demanda de petróleo para calefacción en Asia (excluyendo a Japón y China), lo que resultó en una caída en el precio del barril de petróleo de \$23 a \$16 durante ese período. Fuente: Meerhoff, E. (2008). Análisis de los impactos causados por el fenómeno meteorológico El Niño 1997-1998 a escala regional y por países. *Informe de Pasantía Phi-Lac UNESCO*.

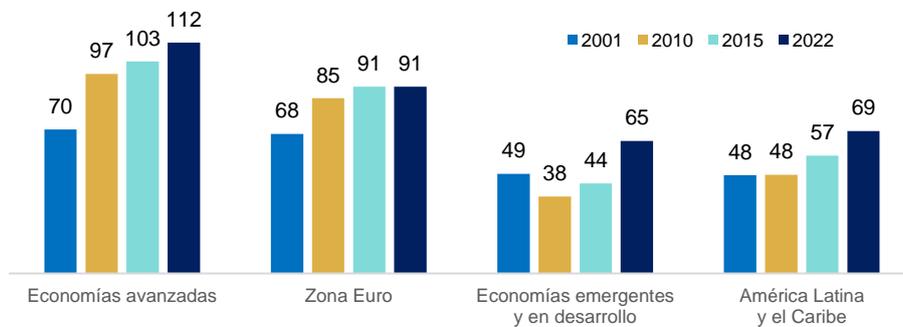
subida de tasas de interés y la caída de precios de viviendas en algunos países<sup>21</sup> son algunos de los factores que podrían generar escenarios que perjudicarían las condiciones financieras globales, las cuales ya se habían relajado desde el episodio de tensión bancaria ocurrido a fines del primer trimestre de 2023<sup>22</sup> (gráfico 12.D).

**Gráfico N° 12: Riesgos globales**

**A) Inflación en economías avanzadas (variación % anual)**



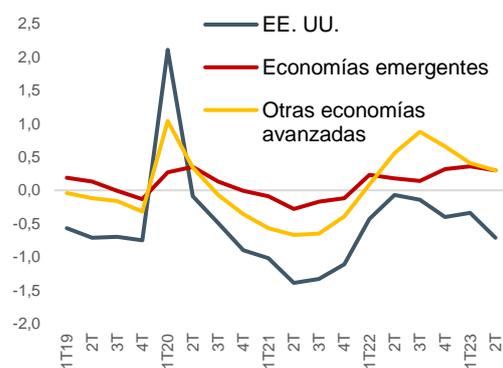
**B) Deuda pública bruta (% del PBI)**



**C) Anomalías en la TSM en el Pacífico Central\* (°C)**



**D) Índice de condiciones financieras (desviación estándar respecto a la media)**



\*Actualizado al 1 de octubre de 2023.

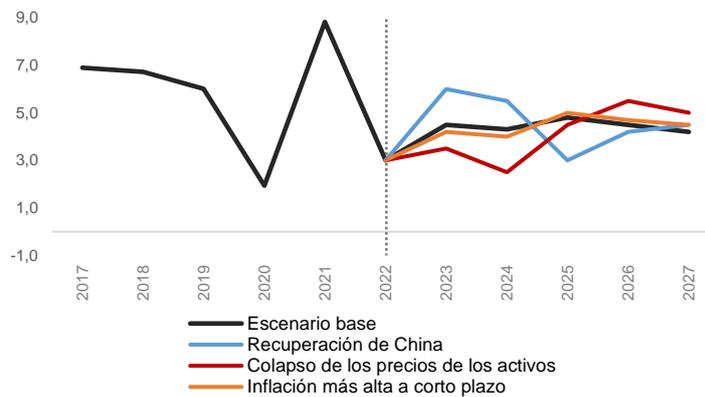
Fuente: Banco Mundial, FMI, NOAA. Elaboración: DEM-STCF.

<sup>21</sup> Los mercados de viviendas vienen ajustándose a los incrementos de las tasas de interés establecidas por los bancos centrales. El consecuente incremento de las tasas de interés hipotecarias ha devenido en una menor demanda de viviendas. Si bien actualmente no se contempla el desarrollo de una posible crisis financiera a raíz de esta situación, la caída de los precios de las viviendas viene ocurriendo en países que, en conjunto, representan alrededor de la mitad de la actividad económica mundial. Cabe mencionar que, según Ahir y Loungani (2019), por un incremento de 1 p.p. en las tasas de interés reales, el crecimiento del precio de la vivienda cae en aproximadamente 2 p.p. Para mayor detalle, véase Ahir H. y Loungani P. (2019). Managing house price booms: Evolution of IMF surveillance and policy advice. *Hot Property*, 83.

<sup>22</sup> Crisis de liquidez en entidades bancarias, que derivó en la quiebra de Silicon Valley Bank.

En cuanto al **último riesgo global** presentado en el MMM, la economía china se encuentra influenciada por una serie de factores que hacen prever menores perspectivas de crecimiento, sobre todo a mediano plazo. Al respecto, instituciones como *Oxford Economics* plantean escenarios en los que el crecimiento de mediano plazo de China se vería perjudicado si se profundizara el impacto de diversos factores<sup>23</sup> (gráfico 13). El principal efecto de esto sobre las economías emergentes, como el Perú, sería una menor demanda de materias primas, como el cobre.

**Gráfico N° 13: China: impacto de escenarios sobre el crecimiento** (variación % real)



Fuente: Oxford Economics. Elaboración: DEM-STCF.

### b) Escenario local

En el MMM se proyecta un **crecimiento del Producto Bruto Interno (PBI)** de 1,1 por ciento para 2023 (IAPM: 2,5 por ciento). La revisión a la baja se explica por los choques negativos ocurridos durante el primer semestre del año, tales como la conflictividad social y la presencia de eventos climatológicos (Ciclón Yaku y FEN); y, por el mal desempeño de la inversión privada en dicho periodo. Para el segundo semestre de 2023, en el MMM se espera que la recuperación de la actividad económica provenga tanto de los sectores extractivos (por una mayor producción minera<sup>24</sup> y la ejecución de la segunda temporada de captura de anchoveta) como de los no primarios (por la recuperación de los rubros vinculados al turismo y la normalización de la construcción y la manufactura). Esto se daría en un contexto de disipación de conflictos sociales, la implementación de medidas económicas a través de los planes “Con Punche Perú” y las acciones para enfrentar la emergencia climática. Por otro lado, en el MMM se prevé que el crecimiento de 2024 llegue a 3,0 por ciento (IAPM: 3,4 por ciento). Los factores que explicarían esa proyección se relacionan con una mayor oferta primaria (sobre todo de productos mineros y pesqueros) y con un rebote de la inversión privada (de -4,5 por ciento en 2023 a 2,2 por ciento en 2024), sustentado en una mayor inversión en infraestructura, en el marco de una mejora de las expectativas y condiciones financieras más flexibles.

Para el mediano plazo (2025-2027), se espera alcanzar un crecimiento económico promedio de 3,2 por ciento (tasa similar a la del IAPM). De acuerdo con el MMM, ello sería posible a través de una recuperación de la demanda interna (impulsada por mayor inversión) (gráfico 14.A) y una mayor oferta primaria (en especial, de productos mineros) (gráfico 14.B), suponiendo mejores condiciones externas y un impulso a la inversión no minera. Esto último tendría lugar mediante la ejecución de proyectos del Plan Nacional de Infraestructura Sostenible para la

<sup>23</sup> Oxford Economics. “Country Economic Forecast: China”, julio de 2023.

<sup>24</sup> Con especial énfasis en la mayor producción de Quellaveco, que tuvo un aporte de alrededor de 0,7 p.p. en el crecimiento del 1S2023.

Competitividad 2022-2025 (PNISC) y una mayor adjudicación de proyectos bajo la modalidad de Asociaciones Público-Privadas (APP).

**Gráfico N° 14: Principales proyecciones macroeconómicas locales**

**PBI por el lado del gasto** (variación % real)

	Estructura % del PBI	2022	2023		2024		2025-2027*	
			IAPM	MMM	IAPM	MMM	IAPM	MMM
<b>Demanda interna</b>	<b>99.4</b>	<b>2.3</b>	<b>2.1</b>	<b>0.7</b>	<b>3.1</b>	<b>2.7</b>	<b>3.1</b>	<b>3.2</b>
Consumo privado	64.9	3.6	2.5	1.8	3.1	2.7	3.1	3.1
Consumo público	12.5	-3.4	1.6	1.2	1.9	1.8	1.5	1.5
Inversión privada	20.3	-0.4	-0.5	-4.5	3.0	2.2	3.0	3.2
Inversión pública	5.1	7.7	6.0	4.5	7.5	6.0	6.7	6.1
Exportaciones	29.1	6.1	3.6	1.7	5.6	4.9	4.3	3.7
Importaciones	28.5	4.4	2.0	0.1	4.6	3.7	3.9	3.8
<b>Producto Bruto Interno</b>	<b>100.0</b>	<b>2.7</b>	<b>2.5</b>	<b>1.1</b>	<b>3.4</b>	<b>3.0</b>	<b>3.2</b>	<b>3.2</b>

**PBI por el lado sectorial** (variación % real)

	Estr. %	2022	2023		2024		2025-2027*	
			IAPM	MMM	IAPM	MMM	IAPM	MMM
<b>PBI primario</b>	<b>25.2</b>	<b>0.9</b>	<b>4.4</b>	<b>2.0</b>	<b>4.2</b>	<b>4.3</b>	<b>2.9</b>	<b>2.8</b>
Agropecuario	6.0	4.5	0.8	-0.5	3.6	3.0	3.8	3.7
Pesca	0.7	-11.4	4.1	-27.9	4.2	20.4	3.8	7.0
Minería metálica	12.1	0.0	6.1	7.0	4.0	3.8	2.2	1.6
Hidrocarburos	2.2	4.0	4.7	1.2	4.0	4.4	2.8	3.5
Manufactura primaria	4.1	-2.5	6.3	-4.2	6.2	6.7	3.2	3.8
<b>PBI no primario</b>	<b>66.5</b>	<b>3.2</b>	<b>1.9</b>	<b>0.8</b>	<b>3.3</b>	<b>2.7</b>	<b>3.2</b>	<b>3.3</b>
Manufactura no primaria	12.4	2.0	1.1	-1.8	2.9	2.0	2.9	3.0
Electricidad y agua	1.7	3.9	3.5	3.8	3.4	3.0	3.3	3.2
Construcción	5.1	3.0	0.5	-3.4	3.5	3.0	3.5	3.4
Comercio	10.2	3.3	2.3	2.7	2.6	2.5	2.6	2.8
Servicios	37.1	3.4	2.1	1.3	3.5	3.0	3.4	3.4
<b>PBI</b>	<b>100.0</b>	<b>2.7</b>	<b>2.5</b>	<b>1.1</b>	<b>3.4</b>	<b>3.0</b>	<b>3.2</b>	<b>3.2</b>

\* Cifras del IAPM corresponden al periodo 2025-2026.

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

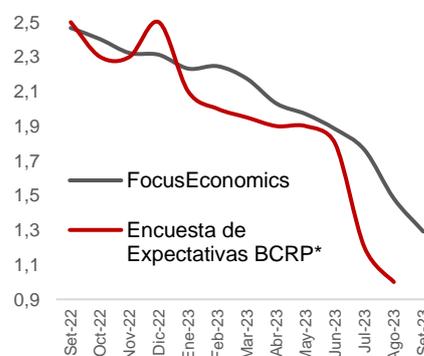
La proyección de crecimiento para 2023 —que fue revisada a la baja— se encuentra en línea con el consenso de mercado a la fecha (gráfico 15.A). Sin embargo, dicha proyección aún podría requerir ajustes adicionales, tal como se ha evidenciado en los últimos meses (gráfico 15.B), debido a una menor recuperación en el segundo semestre del año y ante la posible materialización de un conjunto de riesgos. Así, de acuerdo con el Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI), en julio de 2023 la producción nacional registró una caída de 1,3 por ciento (1S2023: -0,5 por ciento).

**Gráfico N° 15: Perspectivas y ajuste de proyecciones de crecimiento 2023**

**A) Consenso de mercado: PBI 2023** (variación %real)

Institución	Fecha de publicación	2023
Banco Mundial	Jun-23	2.2
Fondo Monetario Internacional	May-23	2.2
BBVA	Set-23	1.6
<b>LatinFocus Consensus Forecast</b>	<b>Set-23</b>	<b>1.3</b>
CEPAL	Set-23	1.3
CAF	Set-23	1.2
Oxford Economics	Set-23	1.1
<b>Ministerio de Economía y Finanzas</b>	<b>Ago-23</b>	<b>1.1</b>
Banco Central de Reserva del Perú	Set-23	0.9
IPE	Set-23	0.8
JPMorgan	Set-23	0.7
Macroconsult	Set-23	0.6
BCP	Set-23	0.6
Barclays Capital	Set-23	0.5
Goldman Sachs	Set-23	0.2

**B) Ajuste de proyecciones 2023** (variación % real)



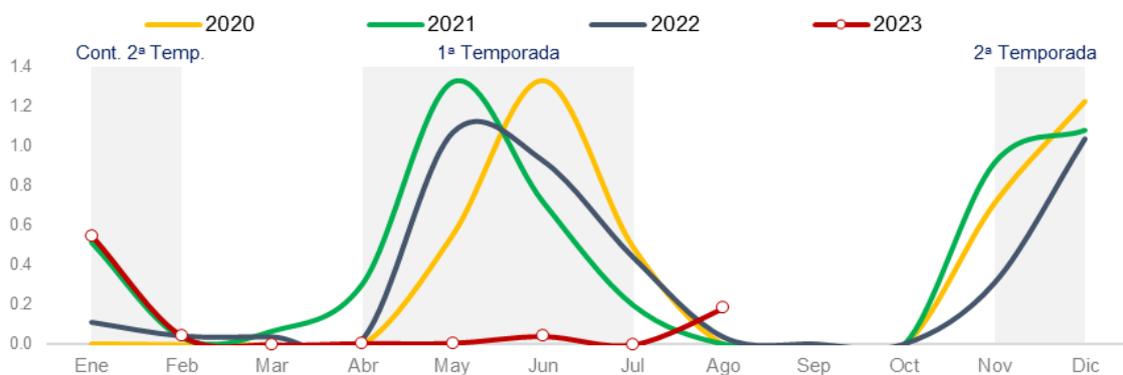
\* Considera la mediana de las proyecciones de analistas económicos consultados en la Encuesta Mensual de Expectativas Macroeconómicas del BCRP.

Fuente: Banco Mundial, FMI, FocusEconomics, CEPAL, MEF, BCRP, BCP. Elaboración: DEM-STCF.

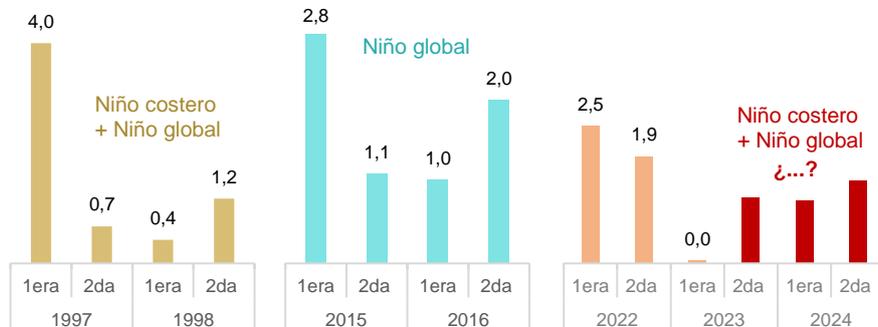
Por ejemplo, en el lado primario, en el MMM se asume una perspectiva moderada para la segunda temporada de captura de anchoveta. Sin embargo, debido al persistente calentamiento del mar por el FEN, aún existe incertidumbre acerca del desarrollo de este recurso pesquero y su posterior captura<sup>25</sup>. De hecho, en un contexto de presencia del FEN, durante el primer semestre del año se suspendió la primera temporada de captura de anchoveta (gráfico 16.A), perjudicando a la actividad primaria<sup>26</sup>. Cabe resaltar que, en el marco de la pesca exploratoria llevada a cabo entre el 3 y el 12 de agosto de 2023, el Instituto del Mar del Perú (IMARPE) comunicó la alta incidencia de pesca de juveniles en zonas del litoral peruano (71,1 por ciento en número y 60,3 por ciento en peso<sup>27</sup>). De esta manera, la segunda temporada de pesca de anchoveta en la zona norte-centro puede sufrir un retraso, con un menor desembarque del recurso o, en el peor de los casos, no concretarse, pues la presencia del FEN costero puede extenderse hasta el verano de 2024 (gráfico 16.B)<sup>28</sup>.

**Gráfico N° 16: Indicadores del sector pesquero**

**A) Captura de anchoveta según temporada de desembarque\* (millones de TM)**



**B) Captura de anchoveta (millones de TM)**



\* Las cifras de enero corresponden a la segunda temporada del año previo; es decir, esta se extiende desde noviembre hasta enero del año siguiente.

Fuente: NOAA, ENFEN, Produce, IMARPE, seguimiento de noticias. Elaboración: DEM-STCF.

<sup>25</sup> En las últimas semanas, las anomalías en la TSM en la costa norte y centro del Perú (región Niño 1+2) han venido mostrando una desaceleración luego de haber alcanzado un pico en la segunda semana de agosto. No obstante, las perspectivas de aguas cálidas para los siguientes meses sitúan una magnitud fuerte hasta noviembre de 2023.

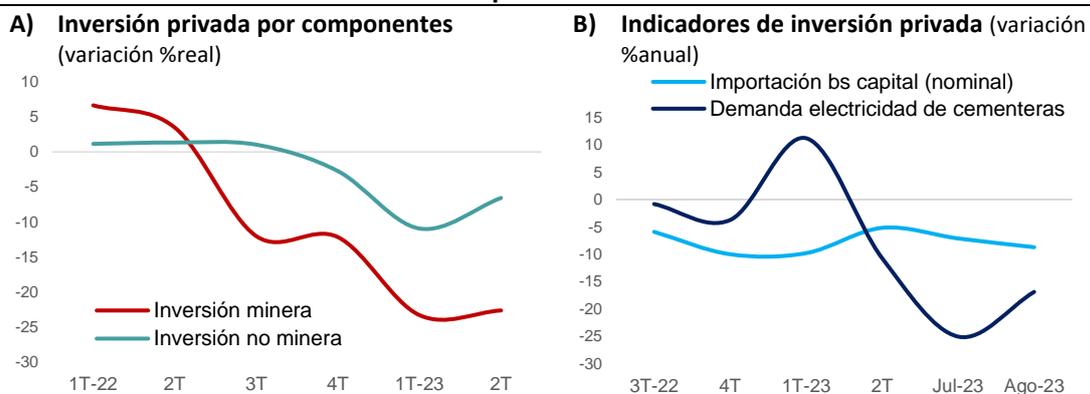
<sup>26</sup> En el 1S2023, el sector pesca retrocedió 31,7%, mientras que en junio la manufactura primaria cayó un 30,0%. Ambos resultados se explican por los menores desembarques de anchoveta. Asimismo, a pesar de que en agosto la actividad pesquera creció 49,1%, el sector viene mostrando una caída acumulada de 29,2% en lo que va del año.

<sup>27</sup> En algunos sectores del litoral se encontraron más del 80,0% de juveniles. Por ejemplo, en Végueta se encontró un 89,1%, mientras que, en Supe y Pisco, 85,4% y 84,5%, respectivamente.

<sup>28</sup> La Comisión Multisectorial encargada del Estudio Nacional del Fenómeno El Niño (ENFEN) estima una mayor probabilidad de aguas cálidas de magnitud fuerte hasta noviembre de 2023. Asimismo, para el verano diciembre 2023-marzo 2024, la institución indica que lo más probable es que se lleve a cabo un FEN costero entre moderado y fuerte.

Y, por el lado del PBI no primario, factores como los efectos de la inflación sobre el poder adquisitivo de las familias, de la política monetaria restrictiva requerida para controlarla y del deterioro de las expectativas dan indicios de que su recuperación tardaría más que lo previsto en el MMM. Dentro de lo más importante, más allá de los elementos transitorios que perjudicaron la actividad local en el primer semestre, se advierte el debilitamiento que viene experimentando la inversión privada, tanto la minera como la no minera (gráfico 17.A), lo cual parece no haber terminado. Algunos indicadores adelantados del tercer trimestre, como las importaciones de bienes de capital y la demanda de energía de principales empresas productoras de cemento, apuntan en ese sentido (gráfico 17.B). Según el INEI, en julio de 2023, los sectores no primarios —más relacionados con la demanda interna— mostraron fuertes caídas. Por ejemplo, la manufactura no primaria se contrajo 12,4 por ciento (1S2023: -7,6 por ciento), en tanto que el sector construcción cayó 8,8 por ciento (1S2023: -9,0 por ciento).

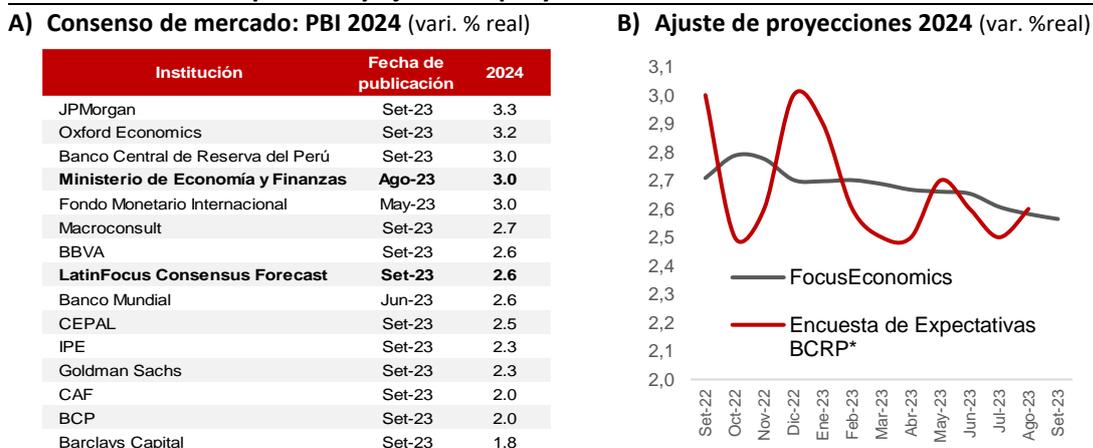
**Gráfico N° 17: Indicadores de inversión privada**



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

Por otro lado, si bien la proyección de crecimiento del MMM para 2024 es inferior a lo estimado en el IAPM, aún muestra un sesgo optimista, incluso cuando se espera un efecto base positivo, especialmente en el primer semestre. Así, la proyección de crecimiento para el próximo año del MMM se encuentra dentro del grupo de previsiones más altas del consenso de mercado a la fecha (gráfico 18.A). Cabe mencionar que, a medida que se observan potenciales materializaciones de diversos riesgos, en los últimos meses el consenso de mercado ha venido realizando ajustes a la baja en la proyección de crecimiento de 2024 (gráfico 18.B).

**Gráfico N° 18: Perspectivas y ajuste de proyecciones de crecimiento 2024**

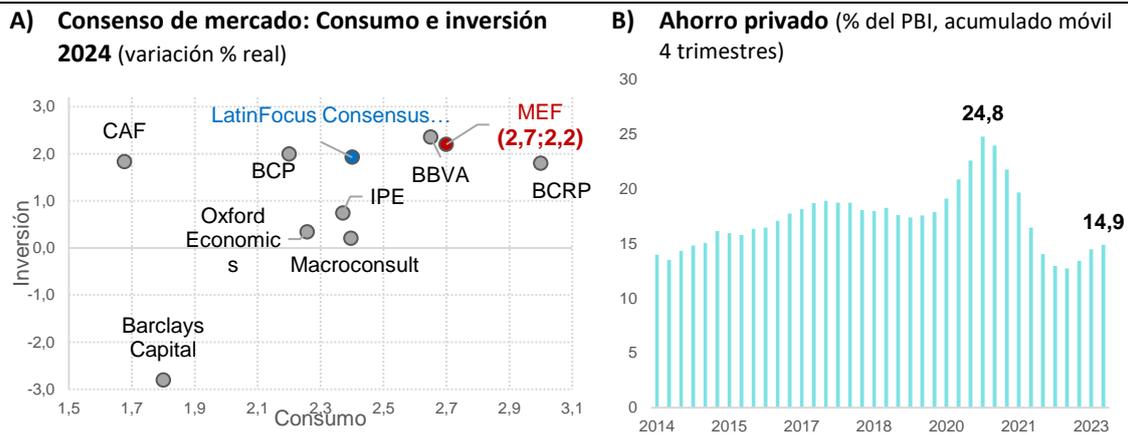


\* Considera la mediana de las proyecciones de analistas económicos consultados en la Encuesta Mensual de Expectativas Macroeconómicas del BCRP.

Fuente: FocusEconomics, BCRP, MEF, FMI, Banco Mundial, CEPAL, BCP. Elaboración: DEM-STCF.

En particular, el consenso de mercado contempla perspectivas de gasto privado menos favorables (gráfico 19.A). Asimismo, el ahorro privado ha alcanzado su valor mínimo en diez años<sup>29</sup> (gráfico 19.B), lo que se explica sobre todo por la implementación de políticas que aprobaron la disponibilidad de las cuentas de Compensación por Tiempo de Servicio (CTS) y de una parte de los fondos de las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP). Estos factores sugieren que la recuperación del gasto privado podría tardar mucho más que lo previsto en el MMM, sobre todo teniendo en cuenta un contexto externo más deteriorado<sup>30</sup>.

**Gráfico N°19: Perspectivas de gasto privado y evolución del ahorro privado**



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

Cabe recordar que, la importancia de realizar un análisis profundo de las proyecciones de 2024 radica en que estas definen el techo del presupuesto del sector público para ese año. Por ello, y en particular para las proyecciones de 2024 presentadas en el MMM, es necesario un análisis que comprenda una evaluación de riesgos y escenarios de manera separada de los años posteriores.

Con todo lo anterior, el CF ha señalado que alcanzar las tasas de crecimiento económico proyectadas para 2023 y 2024 será desafiante, pues depende de que no se materialicen los principales riesgos de corto plazo<sup>31</sup>, los cuales incluyen:

- (i) la ocurrencia de un FEN con impacto económico relevante;
- (ii) la permanencia de las expectativas de los agentes económicos en el tramo pesimista por un periodo más prolongado;
- (iii) nuevas paralizaciones de la producción minera como consecuencia de los conflictos sociales en torno a la minería;
- (iv) la necesidad de continuar aplicando una política monetaria contractiva como consecuencia de una mayor dificultad en reducir la inflación; y
- (v) una recuperación de la economía mundial más lenta de lo esperado, en línea con el análisis precedente<sup>32</sup>.

Con relación al **primer riesgo**, es preciso aclarar que existen dos tipos de FEN: (i) El Niño costero, que afecta la costa norte de Perú con lluvias e inundaciones debido al incremento de las anomalías de la TSM en la región Niño 1+2 (costa norte-centro del Perú y parte de la costa de Ecuador); y (ii) El Niño global, que implica un aumento de las anomalías de la TSM en la región

<sup>29</sup> 13,5% del PBI en 2022.

<sup>30</sup> Dada la revisión a la baja en el crecimiento de los socios comerciales para 2024 (MMM: 2,6%; IAPM: 2,8%).

<sup>31</sup> Véase informe N° 03-2023-CF.

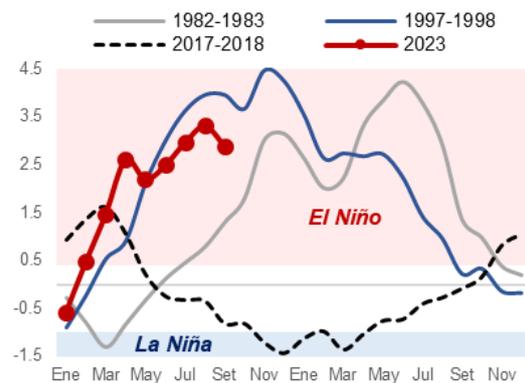
<sup>32</sup> En referencia al conjunto de riesgos globales enlistados en la página 9.

Niño 3.4 (en el Pacífico Central), con efectos más amplios a nivel global y que no siempre genera inundaciones en el Perú<sup>33</sup>. En algunas ocasiones, ambos eventos han coincidido, como en 1982-1983 y 1997-1998, generando impactos negativos en la producción de bienes y servicios, reduciendo así el PBI y destruyendo el stock de capital de la economía<sup>34</sup>.

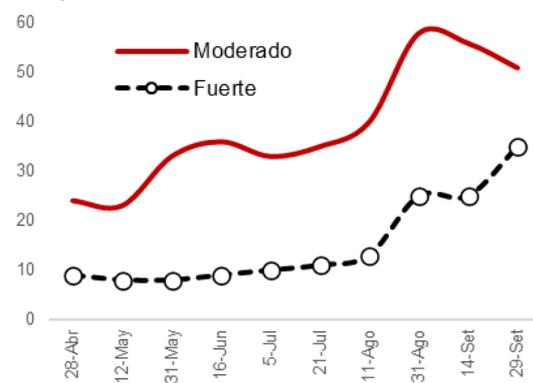
A la fecha, se viene desarrollando un FEN costero con anomalías en la costa peruana<sup>35</sup> que vienen alcanzando niveles comparables con lo registrado en el FEN de 1997-1998 (gráfico 20.A). En este contexto, si bien las anomalías en la TSM vienen mostrando una tendencia a la baja en las últimas lecturas disponibles, las perspectivas para los siguientes meses requieren una particular atención<sup>36</sup>. De acuerdo con la Comisión Multisectorial encargada del Estudio Nacional del Fenómeno El Niño (ENFEN), en su informe del 29 de setiembre<sup>37</sup>, para los siguientes meses se estima una mayor probabilidad de condiciones cálidas fuertes hasta noviembre de 2023, lo cual difiere del comunicado previo<sup>38</sup> en donde esto se preveía hasta diciembre del presente año. Por su parte, para el verano diciembre 2023-marzo 2024, la mayor probabilidad corresponde a un FEN costero de magnitud moderada. Sin embargo, es importante destacar la tendencia al alza en las perspectivas sobre la probabilidad de experimentar un FEN costero fuerte en el verano de 2024 (gráfico 20.B).

**Gráfico N° 20: Indicadores del FEN costero en el mar peruano (región Niño 1+2)**

**A) Anomalías en la TSM\* (°C)**



**B) Probabilidades estimadas de las magnitudes del FEN costero para el verano diciembre 2023 - marzo 2024, según fecha de publicación (%)**



\* Cifra de setiembre corresponde al promedio del mes con información de OISST v2.1.

Fuente: NOAA, ENFEN. Elaboración: DEM-STCF.

<sup>33</sup> En adelante, utilizaremos el término “FEN costero” para hacer referencia al evento El Niño costero; y, de igual manera para “FEN global”, que indica el evento de El Niño global. En tanto, algunos autores desarrollan una distinción entre ambos términos, dependiendo principalmente de su materialización en fuertes lluvias o inundaciones en nuestro territorio. Por ejemplo, el Niño global de 2015-2016 no se tradujo en fuertes lluvias o inundaciones en la costa norte del Perú. Para mayor detalle ver Takahashi, K. (2017) Fenómeno El Niño: “Global” vs “Costero”. *Boletín Técnico - Vol.4 N°4*.

<sup>34</sup> Esta destrucción del stock de capital afecta una sola vez el nivel del PBI potencial. Al respecto, el INDECI calcula que el FEN 1982-1983 causó daños en la infraestructura por US\$ 456 millones (equivalente al 2,5 por ciento del PBI de 1983). Por su parte, estimaciones del INEI asignan al FEN 1997-1998 un costo de S/ 3,6 mil millones (2,2 por ciento del PBI de 1998).

<sup>35</sup> Anomalías en la TSM en la región Niño 1+2.

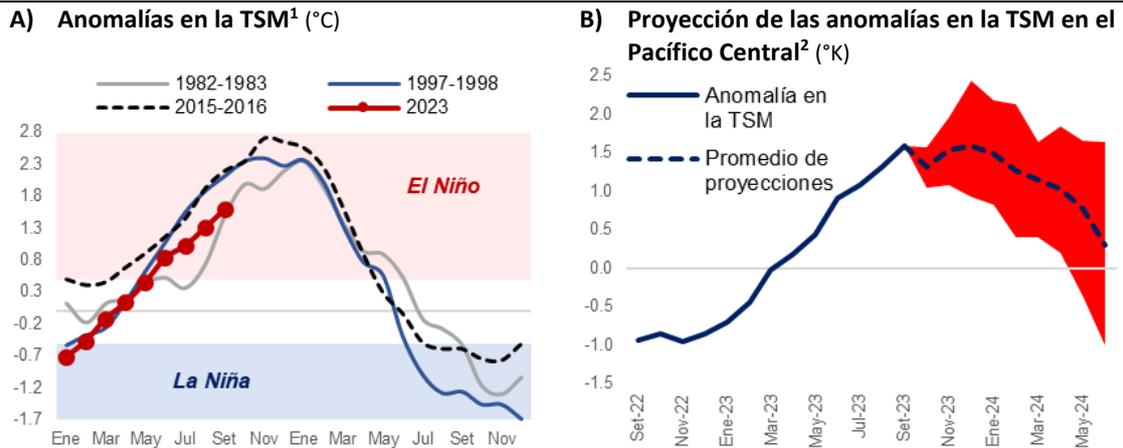
<sup>36</sup> Si bien a frecuencia diaria se muestra una caída en las anomalías en la TSM de la costa norte-centro del Perú (región Niño 1+2), estas se ubican aún en niveles elevados (ver gráfico 20.A).

<sup>37</sup> Informe Técnico ENFEN, Año 9, N° 14-2023, publicado el 29 de setiembre de 2023.

<sup>38</sup> Informe Técnico ENFEN, Año 9, N° 13-2023, publicado el 14 de setiembre de 2023.

En tanto, de manera paralela se viene desarrollando un FEN global (gráfico 21.A). La Oficina Nacional de Administración Oceánica y Atmosférica de EE. UU. (NOAA por sus siglas en inglés) proyecta que este fenómeno continúe desarrollándose durante los siguientes meses, con probabilidad de 95,0 por ciento de alcanzar, al menos, una magnitud moderada para el próximo periodo noviembre-enero; mientras que proyecta una probabilidad de 71,0 por ciento del desarrollo de, por lo menos, un FEN global fuerte. De esta manera, la NOAA prevé que las anomalías en la TSM en el Pacífico Central alcancen su máximo nivel entre diciembre y enero próximos (gráfico 21.B)<sup>39</sup>.

**Gráfico N° 21: Evolución y perspectivas del FEN global hacia 2024**



1/ Cifra de setiembre corresponde al promedio del mes con información de OISST v2.1. 2/ Proyecciones actualizadas el 2 de octubre de 2023. Área sombreada representa las proyecciones de distintos modelos, mientras que la línea discontinua muestra el promedio de estas.  
Fuente: NOAA. Elaboración: DEM-STCF.

En este contexto, tal como ocurrió en 1982-1983 y 1997-1998, la confluencia de ambos eventos sugiere la potencial agudización de sus efectos en la actividad económica peruana, sobre todo en el verano de 2024, toda vez que parte de la infraestructura ya se encuentra dañada como consecuencia del Ciclón Yaku y el FEN Costero experimentados en el primer semestre de 2023<sup>40</sup>.

Acerca del **segundo riesgo**, los distintos indicadores de expectativas empresariales muestran un persistente deterioro<sup>41</sup>. Así, según la última Encuesta Mensual de Expectativas Macroeconómicas del BCRP (agosto de 2023), algunos de los indicadores de confianza empresarial que se encuentran más correlacionados con la actividad económica —tales como expectativas de la economía, expectativas del sector y expectativas de inversión a tres meses— permanecen en el tramo pesimista por 29 meses consecutivos<sup>42</sup> (gráficos 22.A y 22.B).

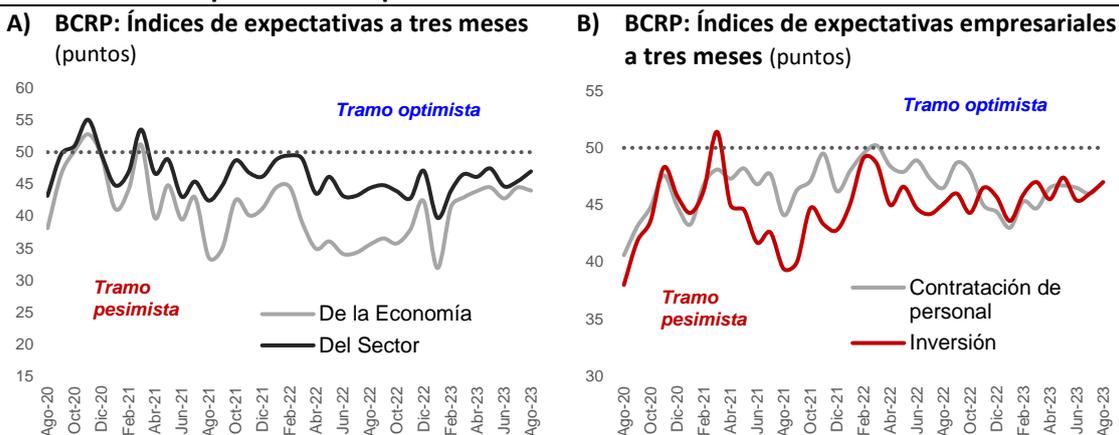
<sup>39</sup> Además de la NOAA, el ENFEN estima probabilidades de ocurrencia del FEN global, pues este evento puede tener influencia en la situación climatológica en la costa norte y centro del Perú. Así, el ENFEN estima una mayor probabilidad (83,0%) de que el FEN global se alcance una magnitud entre moderada y fuerte para el verano diciembre 2023-marzo 2024.

<sup>40</sup> Los eventos de FEN muy fuertes como en los años 1982-1983 y 1997-1998 correspondieron tanto a condiciones de El Niño costero como también a El Niño global. En ese sentido, estos eventos fueron extraordinarios no solo por su intensidad, sino también por su patrón de calentamiento (Takahashi, K., 2017).

<sup>41</sup> Como resultado de la elevada incertidumbre global generada por la COVID-19, los conflictos geopolíticos e incertidumbre local originada por la inestabilidad política.

<sup>42</sup> Según la Encuesta de Expectativas Macroeconómicas del BCRP, la correlación de dichos indicadores de expectativas con el PBI es: de la economía a tres meses, 0,63; del sector a tres meses, 0,67; de inversión a tres meses, 0,65.

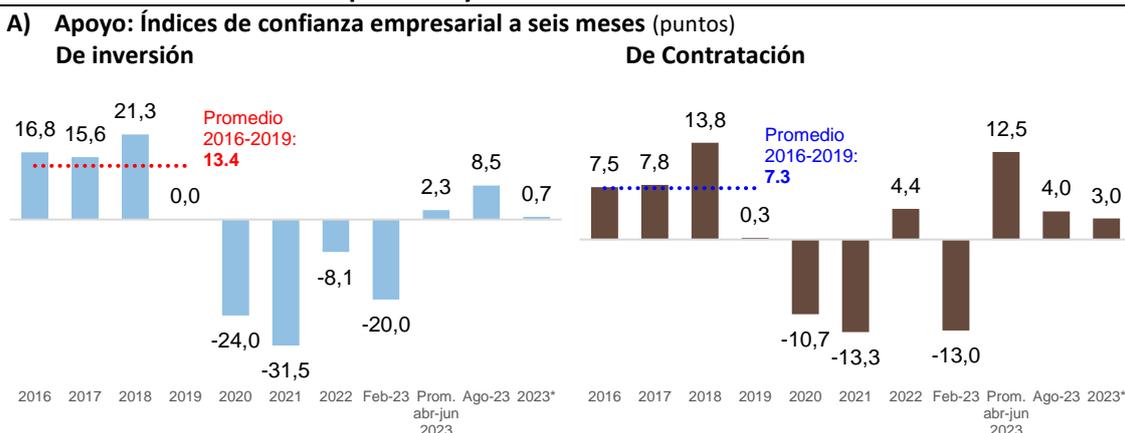
**Gráfico N° 22: Expectativas empresariales**



Fuente: BCRP. Elaboración: DEM-STCF.

Además, si bien el indicador de expectativas de inversión a seis meses de Apoyo Consultoría se ubicó en el tramo optimista entre abril y setiembre de 2023 (promedio: 4,8 puntos), el promedio del año solo llega a 0,7 puntos, muy por debajo del promedio prepandemia (promedio 2016-2019: 13,4 puntos) (gráfico 23.A).

**Gráfico N° 23: Confianza empresarial y del consumidor**



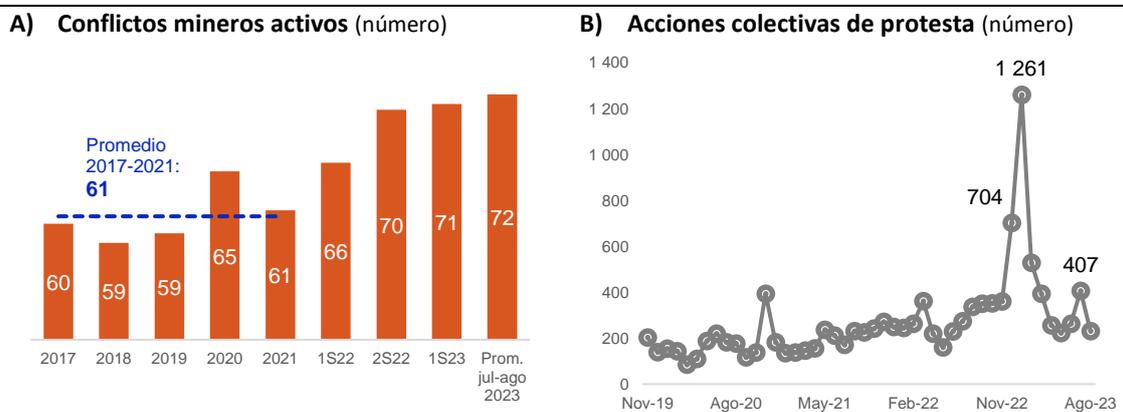
\* Para el índice de inversión, con información disponible a setiembre de 2023; para el índice de contratación, a agosto de 2023; para el índice de confianza del consumidor, a julio de 2023.

Fuente: Apoyo Consultoría. Elaboración: DEM-STCF.

Lo anterior es importante dado que, según estimaciones de la DEM-STCF<sup>43</sup>, existe evidencia clara de que las expectativas influyen de manera significativa sobre la dinámica de la inversión privada. Asimismo, se estima que el impacto de las expectativas sobre esta variable ha cambiado a lo largo del tiempo. De esta manera, se encuentra evidencia de que en periodos recientes un choque de expectativas afectaría a la inversión privada entre 30,0 por ciento y 40,0 por ciento, más que hace dos décadas<sup>44</sup>.

Respecto al **tercer riesgo**, de acuerdo con la Defensoría del Pueblo<sup>45</sup>, entre julio y agosto de 2023 se registró un promedio de 72 conflictos mineros activos mensuales. Esta cifra confirma la tendencia creciente en el número de conflictos mineros activos que viene observándose en los últimos años<sup>46</sup> (gráfico 24.A). Además, tras haberse registrado 1 261 acciones colectivas de protesta<sup>47</sup> en enero de 2023<sup>48</sup> (máxima cifra observada en los últimos años), progresivamente el número de estas fue descendiendo<sup>49</sup>. Sin embargo, bajo el actual contexto de incertidumbre, la rapidez con la que las protestas sociales vinculadas con demandas políticas<sup>50</sup> se reactivan representa un riesgo latente, independientemente de dónde ocurran, pues, en última instancia, el impacto negativo se observa en diversos sectores de la economía.

**Gráfico N° 24: Indicadores de conflictos sociales**



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

<sup>43</sup> Sánchez y Vassallo (2023), “Expectativas empresariales e inversión privada en el Perú: un análisis no lineal para el periodo 2003-2019”. Documento de investigación N° 002-2023, Consejo Fiscal del Perú.

<sup>44</sup> También se encuentra que la varianza de las expectativas es la principal fuente de incertidumbre de la inversión privada: representa el 65% de su variabilidad en promedio, mientras que los factores externos 21%. En tanto, los resultados de la descomposición histórica muestran que los choques negativos de expectativas son altamente persistentes y difíciles de revertir; una vez que empiezan a contribuir negativamente al crecimiento de la inversión privada, este escenario puede durar entre cinco y siete trimestres.

<sup>45</sup> Reporte Mensual de Conflictos Sociales N° 234 - Agosto 2023 (Defensoría del Pueblo), publicado el 13 de setiembre de 2023.

<sup>46</sup> El impacto negativo de las protestas sociales en la actividad minera es especialmente relevante pues, a medida que el número de conflictos sociales se incrementa, se genera un impacto negativo sobre la inversión minera, sobre todo sobre la de exploración. Para mayor detalle, véase Reporte Técnico N° 01-2023-CF.

<sup>47</sup> Se entiende como acciones colectivas de protesta a las marchas, plantones, bloqueos de vías, huelgas, entre otras acciones vinculadas a alguna demanda social.

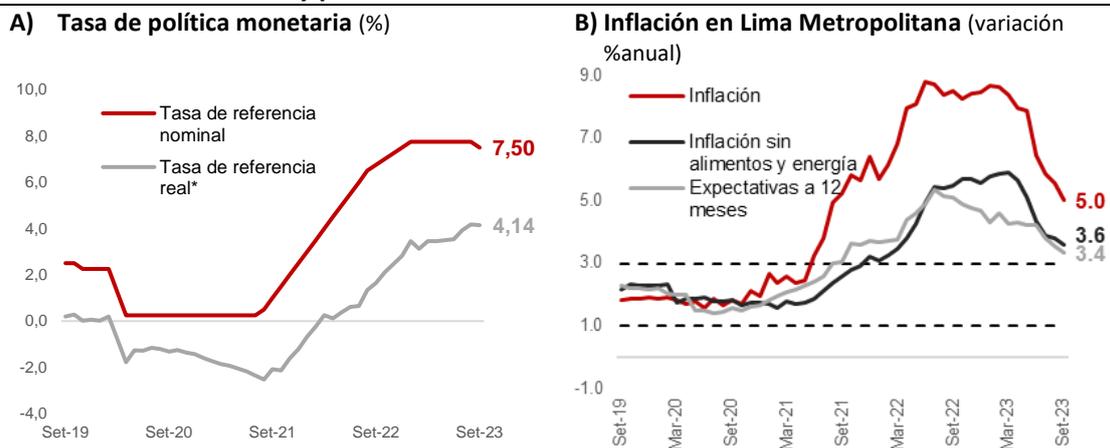
<sup>48</sup> En el marco de las protestas sociales iniciadas en diciembre de 2022.

<sup>49</sup> En agosto se registraron 232, cifra cercana a la media histórica.

<sup>50</sup> Alrededor del 47,0% de las acciones colectivas de protesta de julio de 2023 se asociaron a demandas políticas. Concretamente, la Defensoría del Pueblo reporta que estas se vinculan con la demanda denominada: “Exigen el cierre del Congreso de la República, adelanto de elecciones generales y otras demandas del conflicto político nacional”. Para mayor detalle, véase Reporte Mensual de Conflictos Sociales N° 233 - Julio 2023.

Sobre el **cuarto riesgo**, en setiembre, el BCRP acordó reducir la tasa de interés de referencia a 7,50 por ciento<sup>51</sup> (gráfico 25.A). En su comunicado<sup>52</sup>, la autoridad monetaria mencionó que esta decisión no necesariamente implica un ciclo de sucesivas reducciones en la tasa de interés; y que futuros ajustes en la tasa de referencia estarán condicionados a la nueva información sobre la inflación y sus determinantes<sup>53</sup>. Ante ello, es posible que la tasa de interés de referencia se mantenga en niveles elevados. Al respecto, a setiembre la inflación de Lima Metropolitana (5,04 por ciento) todavía se encuentra 2,04 p.p. por encima del límite superior del rango meta (gráfico 25.B)<sup>54</sup>. Según el BCRP, se espera que la tendencia decreciente observada en la inflación interanual se mantenga durante los meses siguientes, y con ello converja al rango meta a inicios de 2024. La entidad afirma que esto se daría en un entorno de moderación del efecto de los precios internacionales de alimentos y energía, reversión de choques de oferta en el sector agropecuario y reducción de expectativas de inflación en lo que queda de 2023. No obstante, esto podría variar como consecuencia de la presencia de eventos climatológicos, escenario bajo el cual sucesivos recortes en la tasa de referencia podrían tardar más tiempo en ocurrir o ser mucho más graduales, con un consecuente menor impulso a la actividad económica, especialmente a 2024.

**Gráfico N° 25: Inflación y política monetaria**



\* Tasa de interés de referencia nominal menos expectativas de inflación.

Fuente: BCRP. Elaboración: DEM-STCF.

Respecto al mediano plazo, la proyección del MMM de 3,2 por ciento de crecimiento del PBI para el periodo 2025-2027 no solo es semejante a lo previsto en el IAPM, sino también lo es respecto al crecimiento promedio observado en el periodo prepandemia (2015-2019) (gráfico 26.A). Sin embargo, según lo señalado por el CF<sup>55</sup>, crecer a tasas superiores a 3,0 por ciento supone un gran reto en materia económica, debido a las secuelas estructurales que habría dejado la pandemia sobre la productividad, a causa de una menor acumulación de capital físico y humano; lo cual, a su vez, ha generado una desaceleración en el crecimiento potencial. Al

<sup>51</sup> Con ello, la tasa de referencia real ha llegado a 4,14% (agosto: 4,18%).

<sup>52</sup> Nota Informativa del Programa Monetario de Setiembre 2023, "BCRP redujo la tasa de interés de referencia a 7,50%", publicada el 14 de setiembre de 2023.

<sup>53</sup> Los principales factores que contribuyeron a que se tome esta decisión son: (i) el retroceso de la inflación que excluye alimentos y energía y de las expectativas inflacionarias; (ii) la moderada recuperación de algunos indicadores adelantados y de expectativas; y (iii) las perspectivas de crecimiento mundial

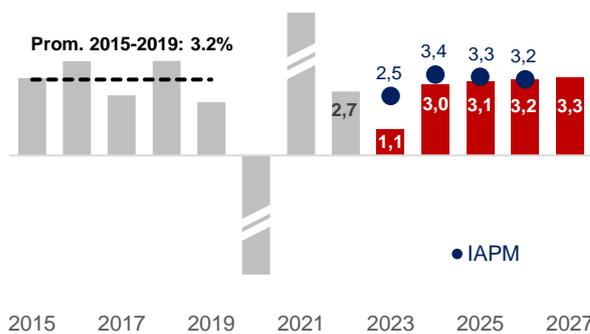
<sup>54</sup> Asimismo, tanto la inflación que excluye alimentos y energía, así como las expectativas de inflación, se mantienen 0,8 p.p. y 0,4 p.p. por encima del límite superior del rango meta, respectivamente.

<sup>55</sup> Véase informe N° 03-2023-CF.

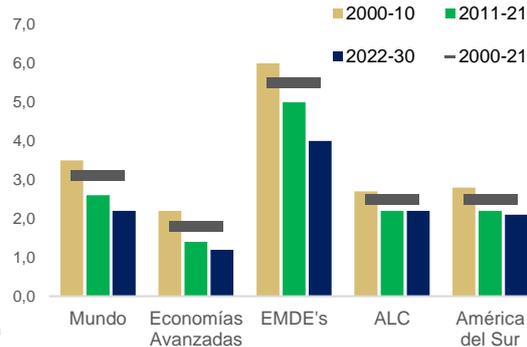
respecto, según el Banco Mundial (2023)<sup>56</sup>, entre 2022 y 2030 el crecimiento potencial a nivel mundial disminuiría aproximadamente en un tercio<sup>57</sup>, y de forma más marcada en las economías emergentes y en desarrollo (gráfico 26.B). Asimismo, la institución muestra que distintos choques negativos que se han presentado en la economía mundial han generado importantes pérdidas del crecimiento potencial (gráficos 26.C y 26.D). Cabe mencionar que, en el caso peruano, el crecimiento potencial ya se encontraría por debajo de 3,0 por ciento<sup>58</sup>.

**Gráfico N° 26: Perspectivas de crecimiento de mediano plazo**

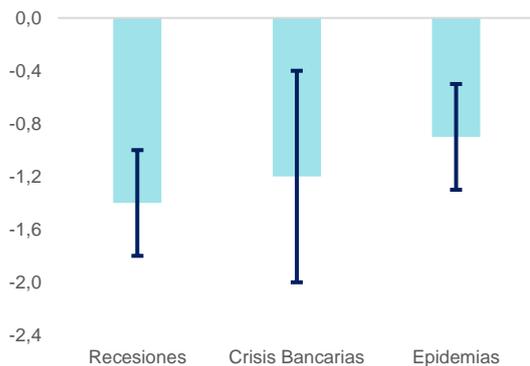
**A) Perú: PBI 2015-2027 (variación % real)**



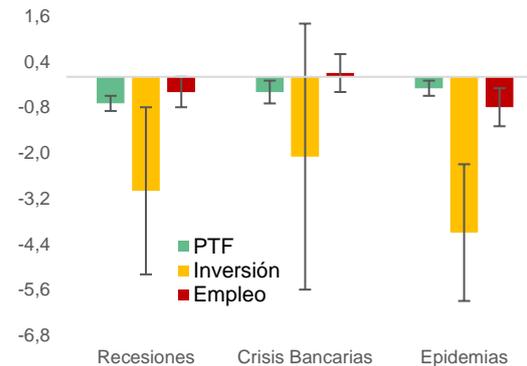
**B) Banco Mundial: desaceleración del crecimiento potencial<sup>1</sup> (%)**



**C) Banco Mundial: impacto de choques negativos sobre el crecimiento potencial<sup>2</sup> (p.p.)**



**D) Banco Mundial: impacto de choques negativos sobre los factores de producción<sup>2</sup> (p.p.)**



1/ EMDE's: Economías de Mercados Emergentes y en Desarrollo. 2/ Respuesta del crecimiento potencial y de los distintos factores de producción cinco años después del choque negativo.

Fuente: MEF, Banco Mundial. Elaboración: DEM-STCF.

El CF ha reiterado que crecer a tasas promedio por encima de 3,0 por ciento implica que no se materialicen los principales riesgos de mediano plazo<sup>59</sup>, dentro de los cuales se encuentran:

- (i) la continuación de la postergación de importantes proyectos del sector minero y el estancamiento de la producción como consecuencia de la falta de nuevos proyectos importantes;
- (ii) los problemas para adjudicar y/o ejecutar grandes proyectos de infraestructura bajo la modalidad de APP; y

<sup>56</sup> Para mayor detalle, véase "Falling Long-Term Growth Prospects: Trends, Expectations, and Policies" del Banco Mundial.

<sup>57</sup> Respecto de la tasa observada en la primera década de este siglo.

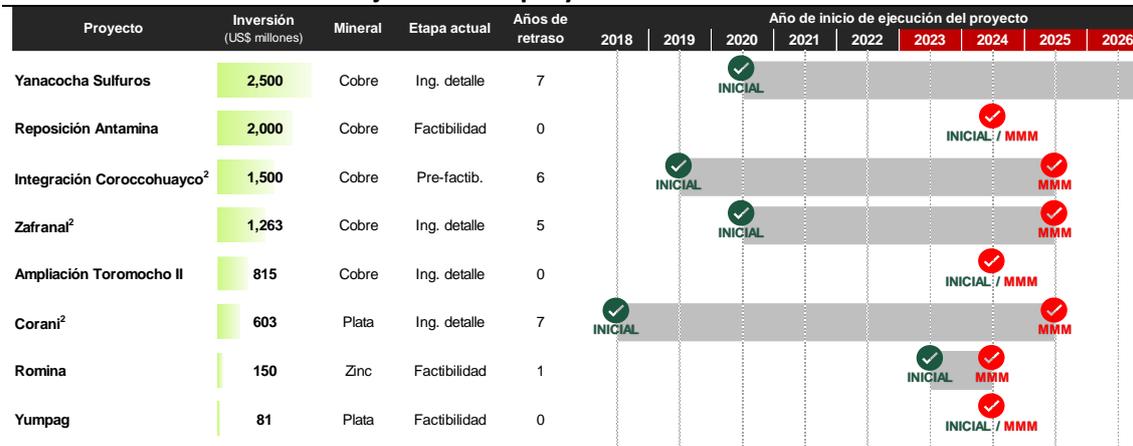
<sup>58</sup> Sánchez y Vassallo (2023), "Midiendo el PBI potencial peruano tras la pandemia del COVID-19: un filtro multivariado extendido". Documento de investigación N° 003-2023, Consejo Fiscal del Perú.

<sup>59</sup> Véase informe N° 03-2023-CF.

(iii) la reducción del crecimiento del PBI potencial ya indicada.

Sobre el **primer riesgo** de mediano plazo, varios proyectos mineros de montos de inversión importantes han continuado postergando su inicio de construcción respecto a lo previsto (gráfico 27).

**Gráfico N° 27: Retraso en la ejecución de proyectos mineros de la cartera del MMM<sup>1</sup>**



1/ Los íconos verdes indican el primer anuncio del año en que los proyectos iniciarían su ejecución; los íconos rojos, la fecha de ejecución estimada en el MMM; y las barras grises, los años de retraso en el inicio de ejecución de los proyectos. 2/ En los casos de los proyectos Integración Coroccohuayco, Zafranal y Corani, el MEF indica que podrían iniciar construcción entre 2025 y 2026.

Fuente: MEF. Elaboración: DEM-STCF.

Cabe resaltar que, desde el MMM publicado en 2022 hasta el MMM actual, la cartera de principales proyectos de inversión minera se ha modificado continuamente. Así, teniendo en cuenta la información provista en los tres documentos<sup>60</sup>, dicha cartera ha sido conformada por un total de 16 proyectos que equivalen a cerca de US\$ 20 mil millones<sup>61</sup>. De esos 16 proyectos, a la fecha solo se han mantenido tres de ellos (Yanacocha Sulfuros<sup>62</sup>, Zafranal y Corani). En términos de montos de inversión, estos tres proyectos totalizan US\$ 4,4 mil millones (22 por ciento de los casi US\$ 20 mil millones) (gráfico 28). Ello, muestra la constante postergación de una serie de proyectos mineros importantes, como Los Chancas, Michiquillay o Pampa de Pongo<sup>63</sup>, los cuales ya no son considerados actualmente dentro del grupo de principales proyectos mineros a ejecutarse<sup>64</sup>.

<sup>60</sup> MMM 2023-2026, IAPM 2023-2026 y MMM 2024-2027.

<sup>61</sup> Considerando montos de inversión actualizados a la fecha.

<sup>62</sup> La fecha prevista de inicio de construcción está sujeta a la decisión que tome la empresa Newmont, que se conocerá con certeza dentro de, al menos, dos años más.

<sup>63</sup> Solo estos tres proyectos representan cerca del 40% del monto de inversión total de los 16 proyectos que conformaron la cartera de principales proyectos mineros a lo largo del último año, es decir, desde agosto de 2022 hasta la fecha.

<sup>64</sup> Algunos de los proyectos no considerados en la cartera del MMM actual no cuentan con fecha definida de inicio de construcción en la cartera del MINEM. Según detalla la institución, esto se debe a factores vinculados con decisiones empresariales, asuntos sociales, entre otros.

**Gráfico N° 28: Cartera de principales proyectos mineros según MMM's e IAPM's**

Clasificación	MMM 2023-2026	IAPM 2023-2026	MMM 2024-2027
<b>Proyectos</b>	Yanacocha Sulfuros	Yanacocha Sulfuros	Yanacocha Sulfuros
	Zafranal	Zafranal	Zafranal
	Corani	Corani	Corani
	Magistral	Reposición Antamina	Reposición Antamina
	Chalcobamba I	Romina	Romina
	Los Chancas	Magistral	Integración Coroccohuayco
	Michiquillay	Chalcobamba I	Ampliación Toromocho II
	Pampa de Pongo		Yumpag
	Reposición Inmaculada		
	Trapiche		
	Planta de Cobre Río Seco		
<b>Monto total (US\$ miles de millones)</b>	<b>15.2</b>	<b>7.1</b>	<b>8.9</b>
<b>% de la inversión total*</b>	<b>77.0</b>	<b>36.2</b>	<b>45.1</b>

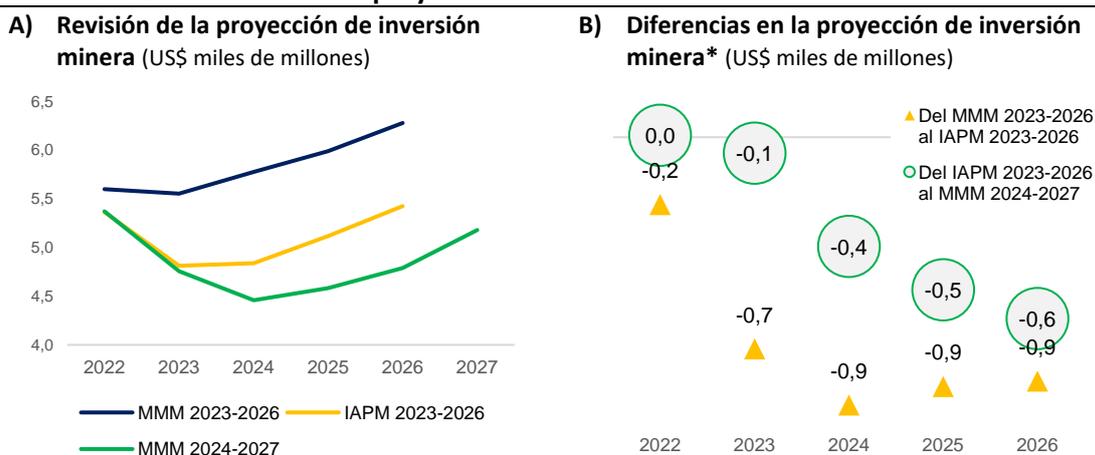
\* Porcentaje respecto al monto total actualizado de los proyectos mineros que conforman las carteras del MMM 2023-2026, IAPM 2023-2026 y MMM 2024-2027. Para los proyectos que no conforman la cartera del MMM actual, los montos de inversión son consistentes con la cartera de proyectos del MINEM actualizada en julio de 2023.

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

En línea con lo anterior, en el MMM se menciona el inicio de un nuevo ciclo de inversión minera. No obstante, dado el panorama descrito en el párrafo previo, para algunos proyectos de la cartera actual –que ya está reducida– aún cabe la posibilidad de que sigan sufriendo retrasos en su ejecución. En ese sentido, de no materializarse dicha cartera, será difícil sostener no solo la expansión de la inversión en la magnitud que se prevé en el MMM, sino también el avance proyectado en la extracción de materias primas (PBI primario).

En efecto, la proyección de la inversión minera para cada año ha ido disminuyendo en tanto se actualizaban las perspectivas<sup>65</sup> (gráfico 29.A); y, esta revisión a la baja es mayor en la medida que se considera el horizonte más lejano de proyección. Por ejemplo, en el MMM se espera alrededor de US\$ 600 millones menos de inversión minera para 2026, en comparación con el IAPM (gráfico 29.B).

**Gráfico N° 29: Revisión de las proyecciones de inversión minera**



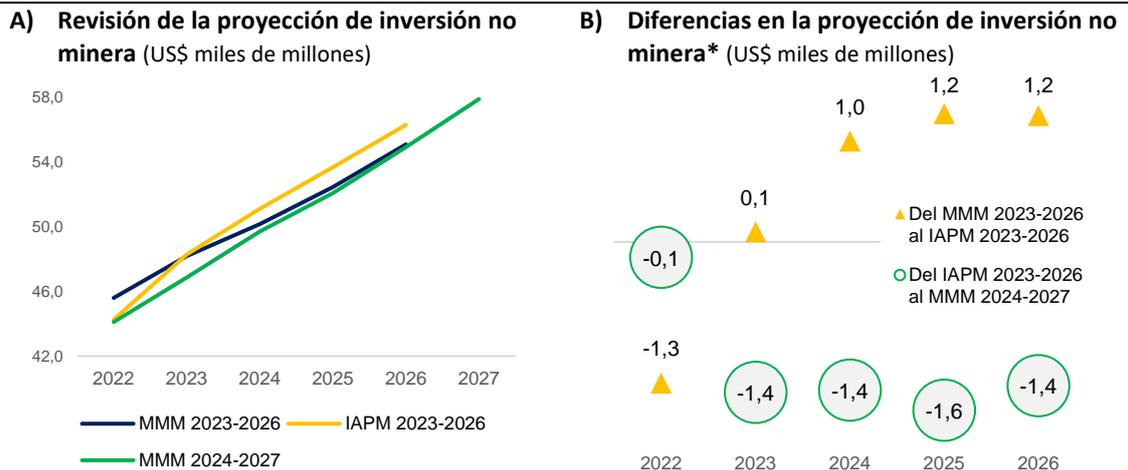
\* No se analiza la proyección de 2027 ya que en el MMM 2024-2027 es la primera vez que se realiza la proyección para ese año.

Fuente: MEF. Elaboración: DEM-STCF.

<sup>65</sup> Desde lo presentado en el MMM 2023-2026 hasta el MMM 2024-2027.

Por otro lado, en el MMM se indica que parte importante del dinamismo de la inversión privada provendrá del componente no minero en el mediano plazo. Ello, a fin de compensar la menor inversión minera prevista para los próximos años. Sin embargo, en comparación con el IAPM, la proyección de la inversión no minera acumulada del MMM es menor<sup>66</sup> (gráfico 30.A) en aproximadamente US\$ 5,8 mil millones (gráfico 30.B); y, más parecida a la prevista en el MMM previo (2023-2026).

**Gráfico N° 30: Revisión de las proyecciones de inversión no minera**



\* No se analiza la proyección de 2027 ya que en el MMM 2024-2027 es la primera vez que se realiza la proyección para ese año.

Fuente: MEF. Elaboración: DEM-STCF.

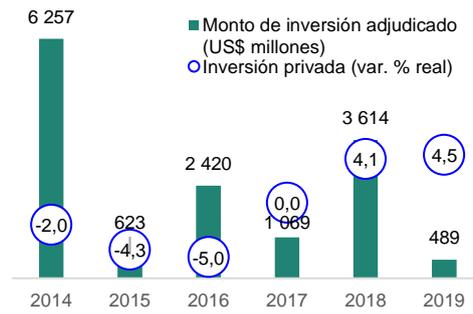
Sobre el **segundo riesgo** de mediano plazo, relativo a la ejecución de grandes proyectos bajo la modalidad de APP, muchos de ellos corren el riesgo de sufrir retrasos, pues no cuentan con cronogramas de ejecución concretos. Por ello, es oportuno valorar los riesgos de la no materialización de la totalidad de esta cartera. Al respecto, es preciso notar que 2014 fue uno de los años de mayor monto de adjudicación de proyectos APP (gráfico 31); sin embargo, en los años posteriores la inversión privada no creció. Si bien es cierto que surgieron algunos factores específicos que no permitieron un mayor avance de la inversión privada<sup>67</sup>, se evidencia que una adjudicación de proyectos APP no necesariamente garantiza que la inversión privada repunte inmediatamente. Además de la incertidumbre sobre la escala y oportunidad de las APP, también se debe tener en cuenta los anuncios de nuevos mecanismos para la ejecución de obras de infraestructura, como el uso de fideicomisos de titulación, o la priorización del mecanismo de gobierno a gobierno (G2G) para la ejecución de obras públicas. Dado que se posee poca información al respecto, no es posible anticipar su impacto en las proyecciones macrofiscales. Al respecto, el CF ha señalado que para lograr tasas de crecimiento de la inversión privada en torno a 3,0 por ciento de forma sostenida, es imprescindible crear las condiciones mínimas para garantizar la ejecución de la cartera de proyectos APP<sup>68</sup>.

<sup>66</sup> Para el periodo 2023-2026, en el IAPM se esperaba que la inversión no minera acumulada alcance los US\$ 209,4 miles de millones. Sin embargo, para el mismo periodo, en el MMM esta proyección acumulada cambia a US\$ 203,6 miles de millones, lo que equivale a una reducción de aproximadamente 3%.

<sup>67</sup> Como un escenario internacional menos favorable y los casos de corrupción asociados a empresas como Odebrecht.

<sup>68</sup> Véase informe N° 03-2023-CF.

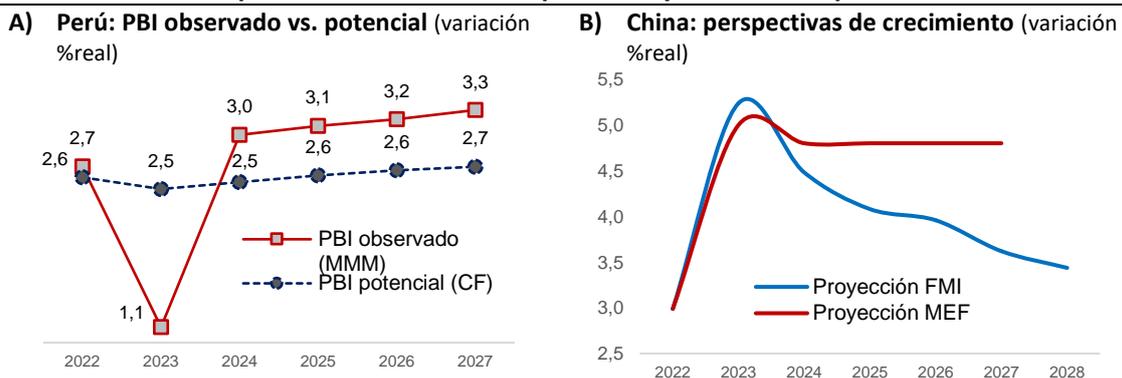
**Gráfico N° 31: Inversión privada y monto de adjudicaciones de proyectos APP**



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

Respecto al **tercer riesgo** de mediano plazo, según estimaciones de la DEM-STCF, la crisis de la COVID-19 ha exacerbado la desaceleración en el crecimiento potencial, dejando secuelas estructurales en el capital humano y la productividad total de factores. Así, en ausencia de reformas estructurales que impulsen el crecimiento a mediano plazo, se estima un crecimiento potencial cercano al 2,6% entre 2023-2027<sup>69</sup>. De esta manera, según lo señalado por el CF<sup>70</sup>, crecer a mediano plazo en torno a 0,7 p.p. por encima de este estimado de crecimiento potencial, como lo plantea el MMM, representa un enorme desafío (gráfico 32.A). Además, es necesario tomar en consideración la perspectiva de menor dinamismo estructural para China, nuestro principal socio comercial, en línea con las previsiones del FMI antes señaladas (gráfico 32.B)<sup>71</sup>. Es importante destacar que, la evidencia empírica<sup>72</sup> señala que, por 1,0 p.p. de menor crecimiento del PBI de China, el crecimiento de Perú podría reducirse en alrededor de 0,8 p.p. en el primer año. En ese sentido, con el objetivo de evitar una mayor desaceleración del crecimiento potencial e impulsar el crecimiento de mediano plazo, el Estado debe tomar un rol activo a fin de adoptar y/o acelerar la implementación de medidas destinadas a elevar la competitividad y productividad de la economía.

**Gráfico N° 32: Perspectivas del crecimiento potencial y de mediano plazo**



Fuente: MEF, Sánchez y Vassallo (2023), FMI. Elaboración: DEM-STCF.

<sup>69</sup> Para mayor detalle, véase Sánchez y Vassallo (2023), “Midiendo el PBI potencial peruano tras la pandemia del COVID-19: un filtro multivariado extendido”. Documento de investigación N° 003-2023, Consejo Fiscal del Perú.

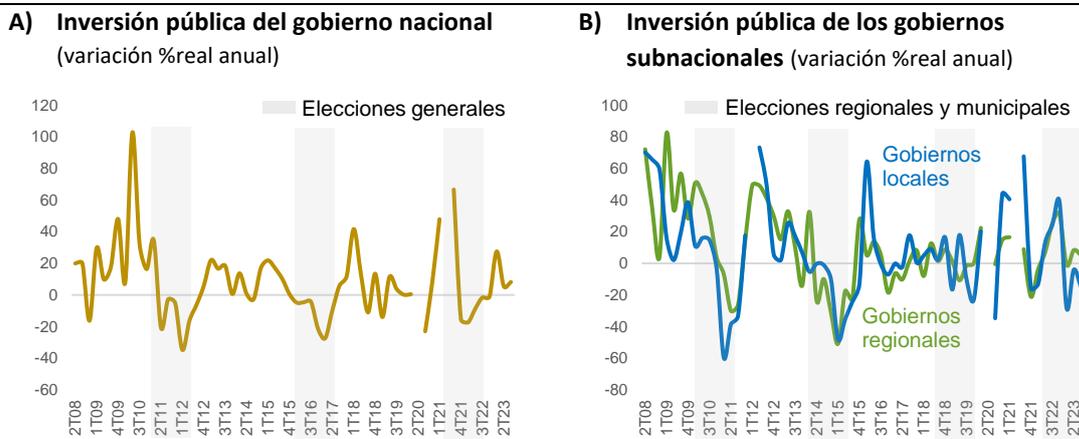
<sup>70</sup> Véase informe N° 03-2023-CF.

<sup>71</sup> Al respecto, otras instituciones como Oxford Economics también asumen que uno de los principales riesgos de la economía china se relaciona con una recuperación de mediano plazo mucho más lenta, en comparación con lo esperado para el corto plazo.

<sup>72</sup> Para mayor detalle, véase Rodríguez y Vassallo (2021), “Impacto de Choques Externos sobre la Economía Peruana: Aplicación Empírica usando Modelos TVP-VAR-SV”. Documento de investigación N° 001-2021, Consejo Fiscal del Perú.

Además de los riesgos mencionados, desafíos adicionales a considerar en el mediano plazo se asocian a la coincidencia de las elecciones generales (presidenciales y parlamentarias) y las subnacionales (regionales, provinciales y distritales) programadas para 2026. Se debe recordar que los periodos electorales suelen aumentar la incertidumbre política y la volatilidad en los mercados, además de afectar la implementación de políticas económicas y el gasto público<sup>73</sup>. Por ejemplo, un hecho estilizado de las finanzas públicas subnacionales es el bajo desempeño de la inversión pública que se registra durante el primer año de gobierno de nuevas autoridades: la inversión pública total cayó 11,2 por ciento en 2011, 6,9 por ciento en 2015, 1,5 por ciento en 2019 y creció solo 1,3 por ciento en el 1S23, primeros años con nuevos gobiernos locales y regionales. Así, esta dinámica se ha observado en los periodos posteriores a las elecciones generales (gráfico 33.A), aunque con más claridad al inicio de los periodos de gobierno de las autoridades subnacionales (gráfico 33.B).

**Gráfico N° 33: Desempeño de la inversión pública en periodos electorales**



Nota: En periodos de alta volatilidad, los datos fueron omitidos.

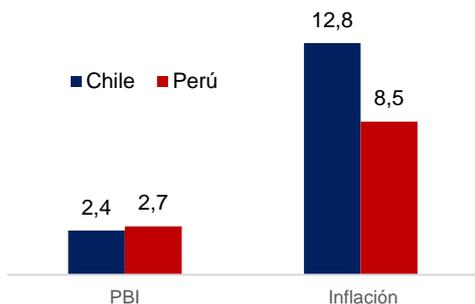
Fuente: BCRP. Elaboración: DEM-STCF.

Finalmente, es importante efectuar una evaluación rigurosa de las razones que han llevado a un incremento de la pobreza en 2022 (principalmente en las áreas urbanas) y al empeoramiento de las condiciones de vida de los estratos de menores recursos (incrementos en pobreza extrema, mayores caídas en consumo en los deciles de menores ingresos, etc.). El caso de Chile sirve para ejemplificar la situación descrita. A pesar de que su desempeño macroeconómico en 2022 resultó menos sólido en comparación con la economía peruana (al registrar un crecimiento de 2,4 por ciento y una inflación de 12,8 por ciento) (gráfico 34.A), este país logró una reducción significativa en su tasa de pobreza (de 10,8 por ciento en 2021 a 6,5 por ciento en 2022) (gráfico 34.B). Por el contrario, en el contexto peruano, a pesar de haber alcanzado un crecimiento de 2,7 por ciento y una inflación de 8,5 por ciento en 2022, la pobreza aumentó (de 25,9 por ciento en 2021 a 27,5 por ciento en 2022).

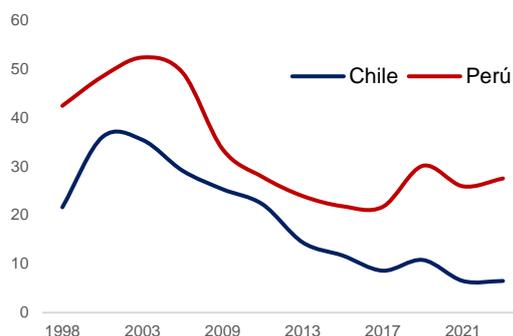
<sup>73</sup> Para mayor detalle, véase Jimenez et al. (2020). “Local Public Investment Drivers in Peru”. Pontificia Universidad Católica del Perú.

**Gráfico N° 34: Indicadores macroeconómicos y sociales en Chile y Perú**

**A) PBI e inflación 2022 (variación % real; %)**



**B) Pobreza (% de la población)**



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

**2. Proyecciones fiscales**

**a) Ingresos fiscales**

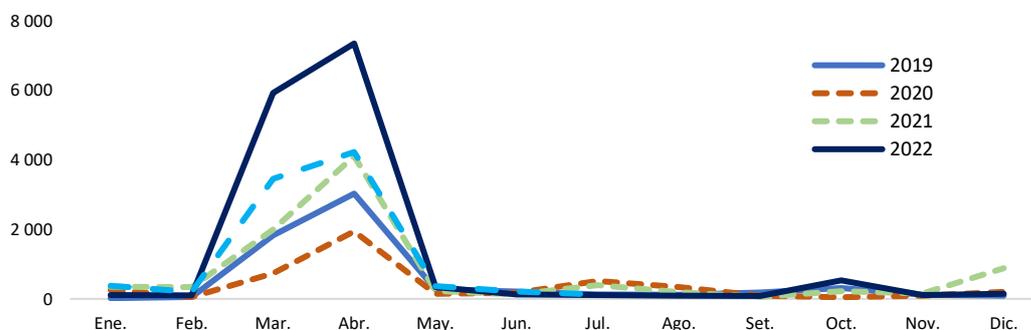
Según el MMM, los **ingresos corrientes del Gobierno General (ICGG)** disminuirían en 6,1 por ciento hasta alcanzar el 20,5 por ciento del PBI en 2023. (2022: 22,1 por ciento del PBI; IAPM: 20,8 por ciento del PBI), explicado principalmente por el menor crecimiento del PBI, la caída de cotizaciones de las materias primas (respecto a lo registrado durante el 2022S1) y la desaceleración de las importaciones FOB. A ello, se suma el efecto de la menor regularización del Impuesto a la Rentas (IR) correspondiente a la campaña 2022.

**Gráfico N° 35: Ingresos corrientes del GG**

**A) 2022 vs 2023 MMM (% del PBI)**



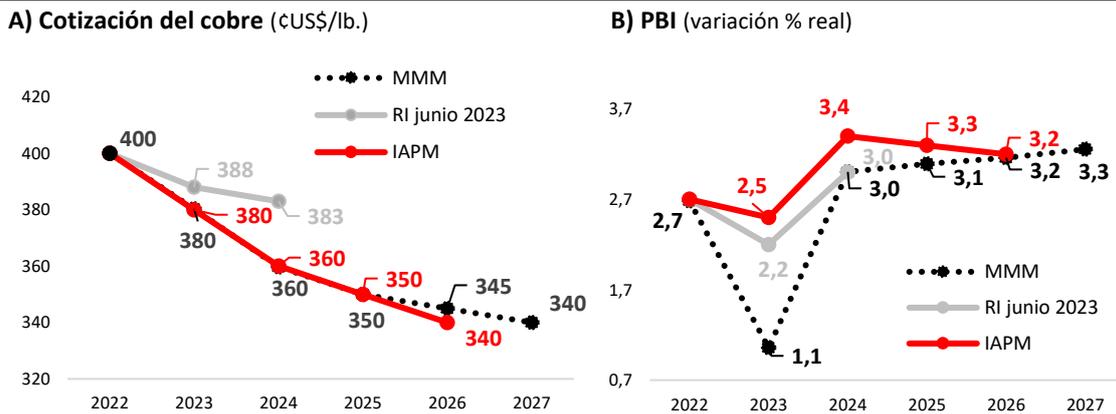
**B) Regularización mensual del impuesto a la renta (millones de soles)**



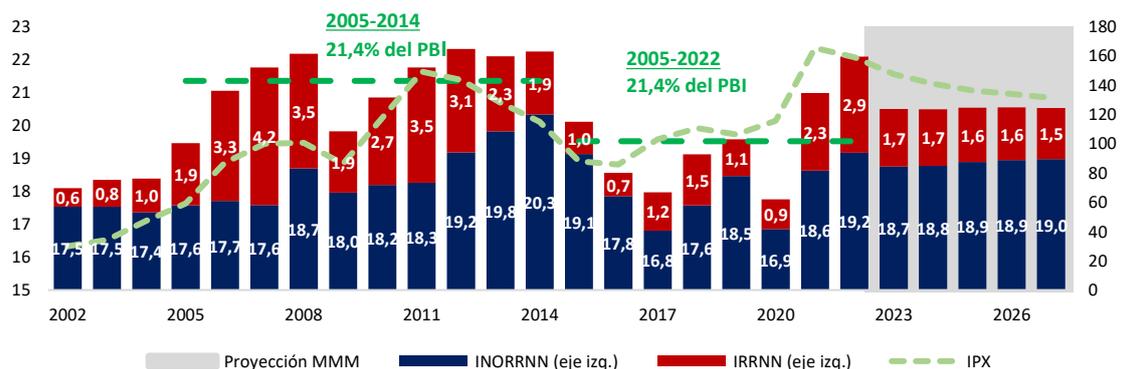
Fuente: MEF y SUNAT. Elaboración: DEM-STCF.

Para **2024**, los ICGG crecerían 2,7 por ciento y se mantendrían en 20,5 por ciento del PBI en línea con una mayor operatividad de la economía, un escenario internacional menos volátil y la corrección prevista en el índice de precios de exportación (-1,4%). De acuerdo con las previsiones del MMM, durante los años **2025-2027** los ingresos públicos crecerían en promedio 3,1 por ciento, en línea con una proyección de crecimiento de la economía en torno al 3,2 por ciento y con variaciones menores en los precios de materias primas en el mediano plazo (-0.7% en promedio). En línea con lo anterior, el gráfico 36 muestra la proyección de ICGG del MMM y los principales supuestos macroeconómicos utilizados para su elaboración.

**Gráfico N° 36: Ingresos corrientes del GG**



**C) Ingresos corrientes del Gobierno General (% del PBI)**



1/ Los IRRNN corresponden a los ingresos fiscales provenientes de los sectores de 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 ingresos regionales. Por su parte, los ingresos de hidrocarburos comprenden el impuesto a la renta (pagos a cuenta y regularización), regalías mineras y regalías gasíferas

2/ Los INORRNN son calculados como la diferencia de los ICGG y los IRRNN

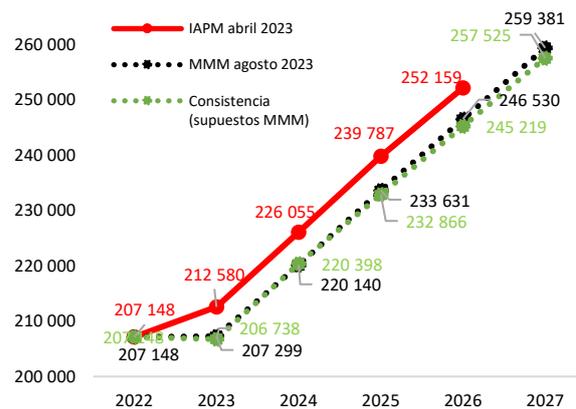
Fuente: MEF. Elaboración: DEM-SCTF.

Para evaluar la consistencia de la proyección de ingresos públicos con el entorno internacional y local planteado en el MMM, la DEM-STCF realizó una proyección econométrica<sup>74</sup> de los ICGG, utilizando los supuestos macroeconómicos del IAPM (PBI e IPX). El análisis sugiere que la proyección de ingresos es consistente con los supuestos macroeconómicos planteados en el MMM (ver gráfico 37).

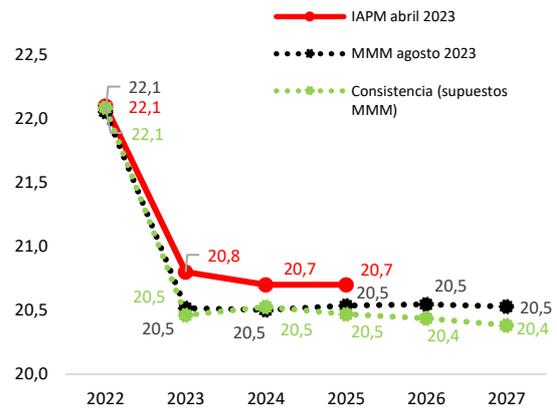
<sup>74</sup> El modelo especifica la tasa de crecimiento de los ICGG, netos de ingresos extraordinarios, en función a su tasa de crecimiento rezagada un periodo, a las tasas de crecimiento del PBI e IPX, y a variables dicotómicas que caracterizan la crisis del 2009, la pandemia del COVID-19, entre otros eventos. En línea con las previsiones del MMM, se asume también una disminución de las devoluciones tributarias a 2,1 por ciento del PBI al 2027.

**Gráfico N° 37: Análisis de consistencia de la proyección de los ingresos corrientes del GG**

**A) Millones de soles**



**B) Porcentaje del PBI**



Fuente: MEF. Elaboración: DEM-STCF.

Con relación a los supuestos asociados a los precios de exportación, se observa que la proyección de las cotizaciones del cobre y el oro del MMM son inferiores al consenso de mercado<sup>75</sup>, aunque se mantendría en niveles históricamente elevados (¢US\$/lb. 340 y US\$/oz.tr. 1600 en 2027)<sup>76</sup>. Dada la estructura de las exportaciones peruanas, ambos metales representan en torno al 45,0 por ciento del índice de precios de exportación y al 79,0 por ciento del índice de precios de minerales. La proyección de los precios de exportación, al ser una de las principales variables explicativas de la dinámica de los IRRNN<sup>77</sup>, es una variable clave para la proyección de ingresos fiscales.

Como se muestra en el gráfico 38.A, los errores de proyección de los precios de exportación están correlacionados con los errores de proyección de los IRRNN. En los años 2021-2022, la proyección de la tasa de crecimiento de los precios de exportación se subestimó en 15,5 p.p. en promedio, mientras que los IRRNN se subestimaron en 1,0 p.p. en promedio para estos años. Dada la alta volatilidad de los precios de exportación y su relevancia presupuestal, adoptar una proyección conservadora es, desde una perspectiva de prudencia fiscal, preferible al patrón de sobreestimación registrado en años previos (2014-2016).

En relación con el supuesto de crecimiento económico, el gráfico 38.B muestra que la proyección de la tasa de crecimiento del PBI con fines presupuestales (realizada en los MMMs de agosto de cada año) se ha sobrestimado en 2,0 p.p. en promedio para los años 2014-2022 (exceptuando los años 2020-2021). Considerando la relación entre el crecimiento económico y la generación de ingresos, sobrestimar la proyección de PBI de forma consistente y por una magnitud significativa puede llevar a la sobreestimación de los ingresos públicos, como se registró entre los años 2015-2017 (ver gráfico 38.D). Desde una perspectiva de sostenibilidad fiscal, se debe evitar los patrones de sobreestimación de los ingresos públicos pues generan

<sup>75</sup> Según el reporte Energy, Metals & Agriculture de Consensus Economics (agosto de 2023), el consenso de mercado prevé que el precio del cobre alcance los ¢US\$/lb. 387 en 2023, ¢US\$/lb. 393 en 2024 y ¢US\$/lb. 409 en el periodo 2025-2027. Por su parte, el consenso de mercado considera que el precio de oro alcance los US\$/oz.tr. 1925 en 2023 y converja gradualmente a US\$/oz.tr. 1886 en 2027.

<sup>76</sup> Superior al promedio registrado entre los años 2005-2014 (¢US\$/lb. 309).

<sup>77</sup> La dinámica de los IRRNN es dependiente de la evolución de los precios de las materias primas de exportación, por lo que desvíos en la proyección de los precios de exportación se trasladan directamente a la proyección de IRRNN. Para más detalle sobre los IRRNN véase, Guezzi, P., W. Mendoza y B. Seminario (2014). "Metodología de cálculo de Resultado Fiscal Estructural del Sector Público no Financiero". Documentos de Investigación del Ministerio de Economía y Finanzas del Perú; y MEF (2016). "Metodología de cálculo del Resultado Económico Estructural del Sector Público no Financiero". Resolución Ministerial N° 024-2016-EF-/15.

desbalances fiscales de corto plazo que se traducen en mayores déficits no previstos o en ajustes no deseados de gasto público.

**Gráfico N° 38: Errores de proyección a un año (agosto)<sup>1/</sup>**

**A) Error de proyección del crec. del IPX**



**B) Error de proyección de los IRRNN**



**C) Error de proyección del crec. del PBI**



**D) Error de proyección de los ICGG**



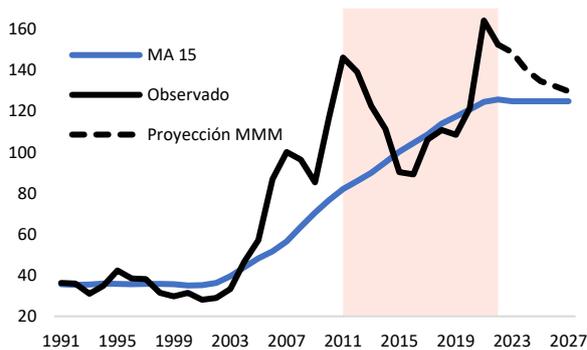
1/ El error de predicción se calcula respecto a las proyecciones de la siguiente forma:  
 $variable_t^{realizado} - variable_{t-1}^{proyección}$   
 Fuente: MEF. Elaboración: DEM-STCF.

**Respecto al cálculo de las cuentas estructurales**, se encuentra que la metodología oficial presenta problemas en la estimación de los niveles potenciales del PBI y el IPX. En el caso de los precios tendenciales, su cálculo mediante promedios móviles a 15 años está sobreestimando los ingresos estructurales registrados en los últimos años. 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 (área rosada del gráfico 39.C), genera una sobreestimación del nivel potencial y, por ende, de los ingresos estructurales.

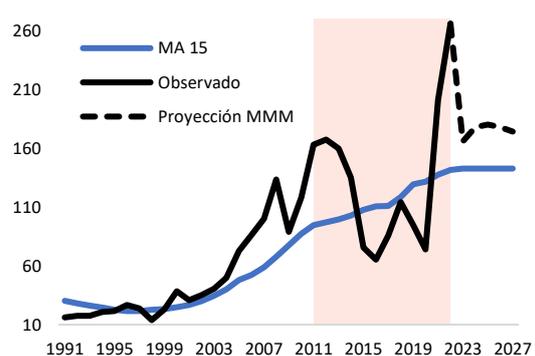
En cuanto a la estimación del producto potencial, la metodología actual no muestra un ajuste consistente con la caída de la actividad económica provocada por la COVID-19<sup>78</sup> (ver gráfico 39.A). Esto conlleva a que la brecha del producto sea menor a la observada, lo cual se traduce en unos ingresos estructurales sobreestimados. Asimismo, como consecuencia de un nivel de crecimiento potencial mayor, el supuesto de crecimiento económico de mediano plazo también converge en un nivel superior, lo cual afecta la previsión de los ICGG<sup>79</sup>.

**Gráfico N° 39: Cálculos potenciales del PBI y el IPX**

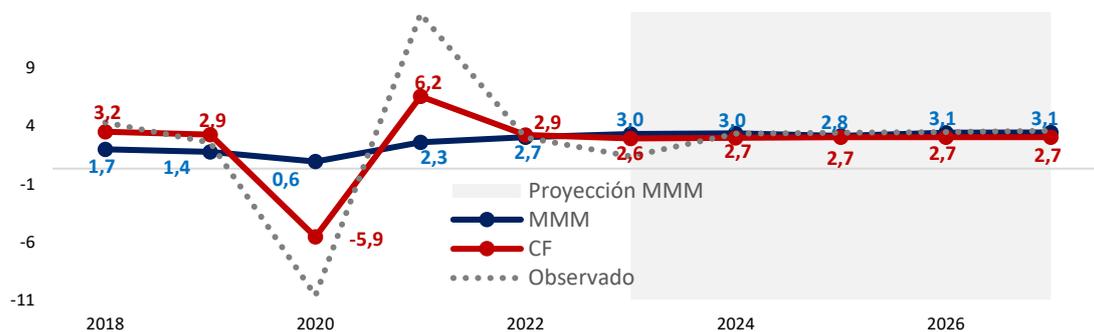
**A) IPX minero observado y potencial**



**B) IPX hidrocarburos observado y potencial**



**C) Crecimiento potencial del PBI**



Fuente: MEF. Elaboración: DEM-STCF.

**b) Gasto público**

Con relación a las proyecciones del gasto no financiero del Gobierno General (GNFGG), en el MMM se prevé una senda consistente con el cumplimiento conjunto de las reglas macrofiscales para los años 2023-2027. En este periodo, el GNFGG disminuirá hasta alcanzar un nivel de 20,0 por ciento del PBI, similar a lo observado en años previos a la pandemia (promedio 2015-2019: 20,2 por ciento del PBI). Cabe resaltar que, en la senda propuesta en el MMM, el GNF como participación del PBI se reduciría principalmente en 2025 y 2026, a un ritmo de 0,5 p.p. por año, especialmente en los rubros del gasto corriente, en un contexto de consolidación fiscal, mientras que el gasto de capital aumentará en 0,1 p.p. por año (ver cuadro 1).

<sup>78</sup> El impacto de la COVID-19 ha generado cambios en la capacidad productiva de la economía, los cuales según Fernald y Li (2021) pueden generar cambios persistentes en los niveles de capital, trabajo y productividad total de factores (PTF). Para mayor detalle, véase Fernald, J.G. y Li, H. (2021). "The Impact of COVID on Potential Output", Working Paper Series 2021-09, Federal Reserve Bank of San Francisco.

<sup>79</sup> Para el periodo 2024-2027, el crecimiento real promedio de los ICGG se situaría en 3,0 por ciento al igual que el crecimiento potencial para el mismo periodo.

**Cuadro N° 1: Gasto no financiero del GG** (% del PBI y Variación porcentual real)

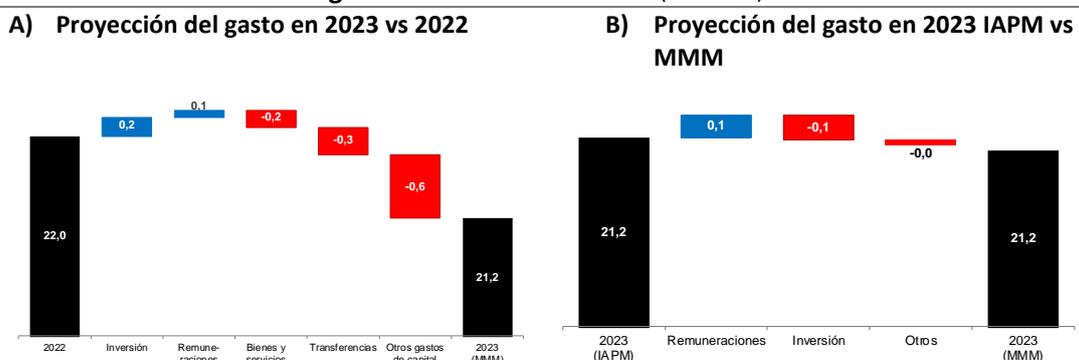
	Prom. 15-19	2019	2020	2021	2022	MMM 2024-2027					Prom. 25-27
						2023	2024	2025	2026	2027	
<b>Gasto No Financiero Total</b>	<b>20,2</b>	<b>19,9</b>	<b>24,7</b>	<b>22,2</b>	<b>22,0</b>	<b>21,2</b>	<b>20,9</b>	<b>20,5</b>	<b>20,0</b>	<b>20,0</b>	<b>20,0</b>
Var. anual (p.p. del PBI)	-0,3	-0,1	4,7	-2,5	-0,1	-0,8	-0,3	-0,5	-0,5	0,0	-0,3
Var. % real	1,8	1,3	12,9	5,2	-1,4	-2,7	1,5	0,7	0,5	3,2	1,5
<b>1. Gastos Corrientes</b>	<b>15,3</b>	<b>15,4</b>	<b>20,2</b>	<b>17,1</b>	<b>15,9</b>	<b>15,6</b>	<b>15,2</b>	<b>14,6</b>	<b>14,1</b>	<b>14,0</b>	<b>14,0</b>
Var. anual (p.p. del PBI)	0,0	0,2	4,8	-3,0	-1,2	-0,4	-0,4	-0,6	-0,5	-0,1	-0,4
Var. % real	3,2	3,4	19,6	-0,6	-7,7	-1,3	0,1	-0,8	-0,7	2,5	0,3
Remuneraciones	6,1	6,3	7,4	6,2	5,9	6,0	6,0	5,9	5,7	5,6	5,7
Bienes y Servicios	6,0	5,8	6,9	6,8	6,4	6,3	6,2	6,1	6,0	6,0	6,0
Transferencias	3,2	3,2	5,9	4,2	3,6	3,3	2,9	2,6	2,3	2,4	2,5
<b>2. Gasto de Capital</b>	<b>4,8</b>	<b>4,5</b>	<b>4,5</b>	<b>5,0</b>	<b>6,1</b>	<b>5,6</b>	<b>5,8</b>	<b>5,9</b>	<b>5,9</b>	<b>6,0</b>	<b>5,9</b>
Var. anual (p.p. del PBI)	-0,3	-0,3	0,0	0,5	1,1	-0,4	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1
Var. % real	-2,0	-5,1	-9,6	31,2	20,2	-6,3	5,2	4,8	3,6	5,0	4,5
Formación Bruta de Capital	4,1	3,9	3,8	4,2	4,7	4,9	5,1	5,3	5,5	5,6	5,5
Otros Gastos de Capital	0,7	0,6	0,7	0,8	1,4	0,7	0,6	0,5	0,4	0,4	0,4

Nota: El MMM establece un incremento del índice de precios para los años 2023-2027 de 6,6%, 3,4%, 2,9%, 2,4%, y 2,0%, respectivamente.

Fuente: BCRP y MEF. Elaboración: DEM-STCF

En cuanto a las estimaciones para el **año fiscal 2023**, en el MMM se prevé que el GNFGG disminuya en 2,7 por ciento real hasta alcanzar un nivel de 21,2 por ciento del PBI, menor en 0,8 p.p. del PBI respecto de 2022. Por componentes, el gasto corriente disminuiría en 1,3 por ciento real y se situaría en 15,6 por ciento del PBI, debido al retiro de medidas para afrontar la pandemia, lo cual sería parcialmente compensado por las medidas para reactivar la economía en el marco de los Planes “Con Punche Perú”, y el incremento del gasto en remuneraciones (+2,6 por ciento real). Por su parte, el gasto de capital disminuiría en 6,3 por ciento real respecto de 2022, explicado por el rubro de otros gastos de capital que registraría una reducción de 45,8 por ciento real debido a la ausencia de aportes de capital a Petroperú (2022: S/ 4 mil millones), lo cual será mitigado por una mayor inversión pública del GG, principalmente en el Gobierno Nacional (ver gráfico 40.A). En comparación al IAPM, en 2023, las proyecciones del GNFGG se mantuvieron en 21,2 por ciento del PBI, sin embargo, se modificó ligeramente la composición a favor del gasto corriente. De esta manera, el rubro de remuneraciones se incrementó en 0,1 p.p. del PBI, en línea con los mayores gastos que se tendrán que atender en materia de personal en 2023, mientras que, la formación bruta de capital se revisó a la baja en similar proporción (ver gráfico 40.B). Los otros componentes se mantienen sin cambios significativos en términos del PBI (bienes y servicios, transferencias corrientes y otros gastos de capital).

**Gráfico N° 40: Evolución del gasto no financiero del GG** (% del PBI)

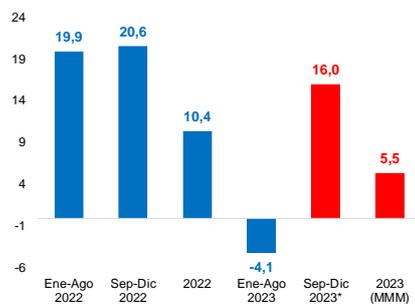


Fuente: BCRP y MEF. Elaboración: DEM-SCTF.

Con relación a la inversión pública del GG, el MMM revisó su crecimiento a la baja respecto a lo previsto en el IAPM (de 8,7 a 5,5 por ciento real). Esta revisión estaría asociada al bajo desempeño que ha tenido la ejecución de proyectos de inversión al cierre de agosto, registrando una caída acumulada de 4,3 por ciento real<sup>80</sup>. Esto se observa principalmente en los gobiernos locales (-17,5 por ciento real) debido al ciclo político por la entrada de nuevas autoridades subnacionales, lo que es parcialmente compensado por el importante crecimiento del Gobierno Nacional (ver gráfico 41.B). Cabe resaltar que la ejecución por parte de los gobiernos subnacionales solo ha tenido crecimientos positivos en los meses en los que se evaluaba el cumplimiento de las metas del Programa de Reconocimiento a las Inversiones (ver gráfico 41.C), lo cual reflejaría que los incrementos observados en dichos meses no responden a un cambio estructural, sino más bien a razones coyunturales para captar más recursos. Con este resultado, entre septiembre y diciembre, la inversión tendría que crecer 16,0 por ciento real para alcanzar las cifras que proyecta el MMM<sup>81</sup>, lo que significaría que en dichos meses se tendría que ejecutar el 53% del monto total proyectado para el año, porcentaje que está por encima del promedio observado en años anteriores (49%), ver gráfico 41.D<sup>82</sup>.

**Gráfico N° 41: Inversión pública del GG**

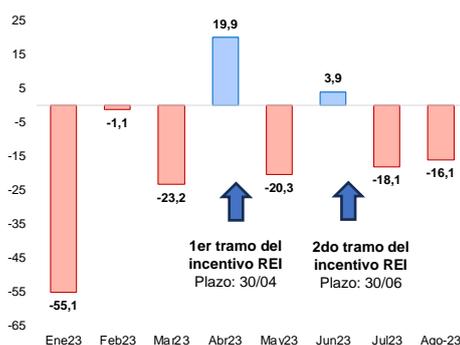
**A) Inv. Pública 2022-2023 (variación %real)**



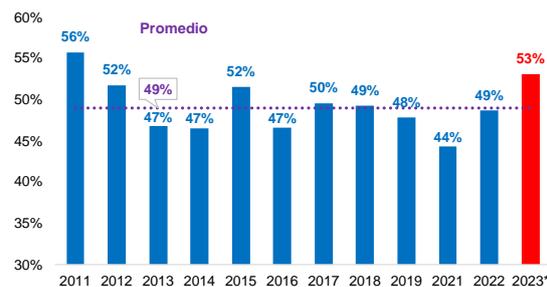
**B) Avance de ejecución a agosto (millones de soles, variación %real)**

	Agosto		Var. % real	Ene-Ago		Var. % real
	2022	2023		2022	2023	
<b>FBK total</b>	<b>3 828</b>	<b>3 591</b>	<b>-11,2</b>	<b>22 557</b>	<b>23 243</b>	<b>-4,3</b>
G. Nacional	1 143	1 213	0,2	7 953	9 333	9,0
G. Regionales	874	828	-10,5	4 556	4 986	1,6
G. Locales	1 810	1 549	-19,2	10 047	8 925	-17,5
G. Subnacio.	2 685	2 377	-16,4	14 604	13 911	-10,0

**C) Avance mensual G. Subnacional (variación %real)**



**D) Avance de ejecución en sep-dic: 2011-2022 (% del monto total ejecutado en el año)**



\* Cálculo estimado con base a la información del MMM para el 2023.

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

Respecto al **gasto extraordinario** en 2023, se prevé que alcance niveles aún altos a pesar del retiro de gran parte de las medidas implementadas en 2022, debido a la aprobación de nuevas

<sup>80</sup> A pesar de estar favorecida por una base comparativa baja (enero-julio 2022: 0,0 por ciento real).

<sup>81</sup> Ello representa una meta ambiciosa de alcanzar partiendo de una base comparativa muy alta (septiembre-diciembre 2022: 20,6 por ciento real), ver gráfico 41.A.

<sup>82</sup> Del gráfico es preciso notar los avances de ejecución entre septiembre y diciembre para 2015 (52%) y 2019 (48%), años afectados también por el ciclo político.

medidas en el marco de los planes “Con Punche Perú”. Según se aprecia en el cuadro 2.A, en 2022, los gastos extraordinarios se destinaron a atender la emergencia sanitaria (S/ 13 mil millones), mitigar la pérdida de capacidad adquisitiva de la población a raíz del aumento de la inflación (S/ 6 mil millones), dar soporte a los problemas de liquidez de Petroperú (S/ 4 mil millones), y otorgar bonificaciones adicionales en el marco de las negociaciones colectivas (S/ 306 millones). Cabe resaltar que las medidas que continuaron este año se centraron en la atención del COVID (S/ 4,2 mil millones) y la aprobación de nuevas bonificaciones por negociaciones colectivas a nivel centralizado (S/ 349 millones)<sup>83</sup> y descentralizado. Sin embargo, el retiro de gran parte de las medidas de 2022 generó el espacio fiscal para que el Gobierno apruebe otras medidas durante 2023 que se plasman en los distintos planes “Con Punche Perú” (S/ 16,6 mil millones) para reactivar la actividad económica, reducir el impacto de desastres naturales, y detener el incremento de la pobreza. Es preciso señalar que, hasta mediados de setiembre, se registra un avance de S/ 5,0 mil millones en los planes “Con Punche Perú” (21% del total anunciado y 41% del presupuesto asignado<sup>84</sup>) enfocado en intervenciones de rápida ejecución como el pago de sentencias judiciales y otras transferencias como las relacionadas al fortalecimiento de la industria naval, programas de promoción del gas natural, subvenciones extraordinarias, entre otros (ver cuadro 2.B).

**Cuadro N° 2: Gasto público extraordinario** (millones de soles y % del PBI)

A. Costo de las medidas anunciadas			B. Avance devengado del gasto “Con Punche Perú” <sup>1/</sup>			
	2022 (Ejecutado)	2023 (Anunciado)		Asignación	Devengado a Sep. 2023	Avance %
<b>Total</b>	<b>23 585</b>	<b>21 157</b>	<b>Total (a+b)</b>	<b>12 569</b>	<b>5 214</b>	<b>67%</b>
% del PBI	2,5	2,1	<b>a. Con Punche 1 + 2</b>	<b>8 603</b>	<b>4 758</b>	<b>55%</b>
COVID	13 342	4 223	Sentencias judiciales	1 400	1 118	80%
Inflación y otros	5 936	n.p.	Fortalecimiento de la Industria Naval	588	588	100%
Aporte a Petroperú	4 000	n.p.	Mantenimiento de infraestructura de riego y financiamiento de Inversiones	1 071	556	52%
Negociaciones colectivas	306	349	Programa de Promoción de nuevos suministros de Gas Natural	491	491	100%
Con Punche 1	n.p.	8 142	Programas de masificación del gas natural y acceso al GLP	350	350	100%
Con Punche 2	n.p.	4 590	Subvención adicional extraordinaria en Juntos, Pensión 65 y Contigo	329	325	99%
Con Punche Atención de Desastres	n.p.	3 854	Bno Familiar Habitacional	200	200	100%
			Financiar ejecución de IOARR y proyectos de inversión	1 238	188	15%
			Adquisición de bienes manufacturados por las MYPEs	177	177	100%
			Transferencias a GRs para financiar inversiones	700	143	20%
			Subvención a productores agrarios a través del Fondo Agroperú	148	139	94%
			Ampliación del valor económico del Vale de Descuento FISE	120	120	100%
			Financiar actividades para generar empleo temporal	124	97	79%
			Financiamiento en favor de las Ollas Comunes	98	94	96%
			Otros	1 568	171	11%
			<b>b. Con Punche Atención de Desastres</b>	<b>3 966</b>	<b>456</b>	<b>12%</b>

Nota: n.p. representan las medidas que no están presentes en dichos años. En 2022, el rubro de inflación y otros considera pagos al Fondo de Estabilización de Precios de Combustibles (S/ 2,7 mil millones), entre otras medidas para afrontar los efectos de la inflación en la población aprobados en el plan Impulso Perú y Con Punche Perú. Lo presentado en 2023 comprende medidas anunciadas por el MEF (planes Con Punche) o lo disponible en el portal de transparencia (Covid); el Plan Con Punche Perú 2 no comprende garantías ni medidas de alivio tributario.

1/ Información preliminar. El avance de gasto corresponde al cierre al 25 de setiembre y solo considera aquellas medidas de gasto que cuentan con dispositivo legal y recursos en la consulta amigable SIAF.

Fuente: MEF. Elaboración: DEM-SCTF.

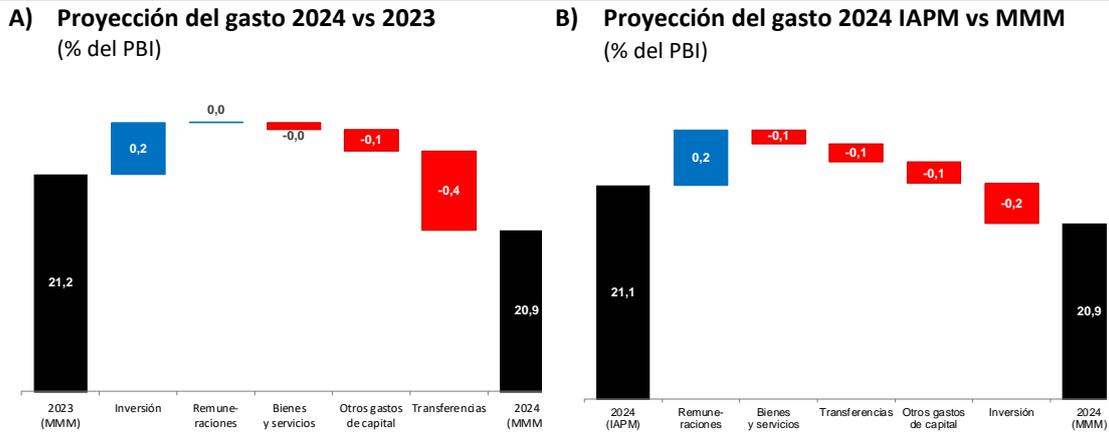
Con relación a las proyecciones del **año fiscal 2024**, según el MMM, el GNFGG aumentaría 1,5 por ciento real y se ubicaría en 20,9 por ciento del PBI, aun por encima de los niveles prepandemia (promedio: 2015-2019: 20,2 por ciento del PBI), aunque en términos del PBI se reduciría en 0,3 p.p. del PBI (ver gráfico 42.A). El gasto corriente se incrementaría en 0,1 por ciento real alcanzando un nivel de 15,2 por ciento del PBI, explicado por un mayor gasto en remuneraciones y bienes y servicios, pero compensado con la reducción de las transferencias, en el marco del retiro de las medidas extraordinarias. Por otro lado, el gasto de capital aumentaría en 5,2 por ciento real, ubicándose en 5,8 por ciento del PBI, como resultado del impulso de la inversión pública (ver gráfico 42.B). Respecto al IAPM, en 2024, las previsiones del GNF se revisaron sutilmente a la baja de 21,1 a 20,9 por ciento del PBI, en línea con los menores ingresos fiscales. Las remuneraciones son el único componente que se ajustó al alza respecto de lo previsto en el IAPM (+0,2 p.p. del PBI) debido a la revisión de la proyección para 2023 en el

<sup>83</sup> Este monto corresponde únicamente a las bonificaciones extraordinarias aprobadas en el convenio de negociación colectiva centralizado. No incluye costo de incrementos remunerativos ni de lo negociado a nivel descentralizado.

<sup>84</sup> La diferencia entre el monto anunciado y lo asignado radica en que en el primero se considera los créditos suplementarios o modificaciones presupuestarias que faltan aprobarse.

MMM; mientras que el resto de las componentes fueron revisados a la baja en términos del PBI (ver gráfico 42.B).

**Gráfico N° 42: Evolución del gasto no financiero del GG**

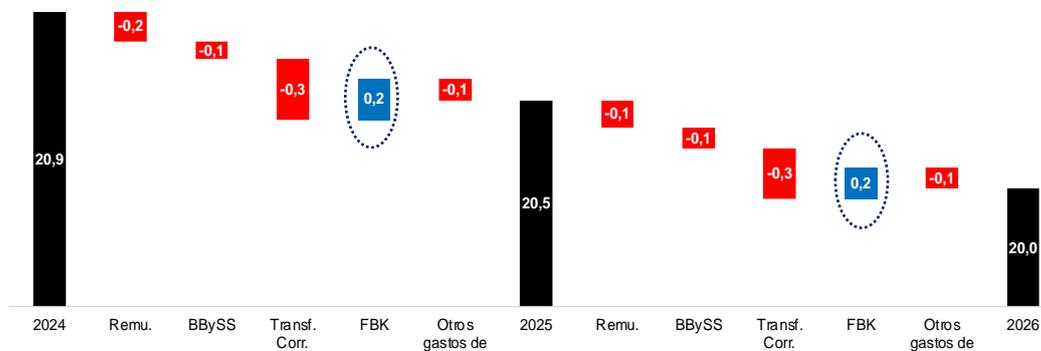


Fuente: MEF. Elaboración: DEM-SCTF.

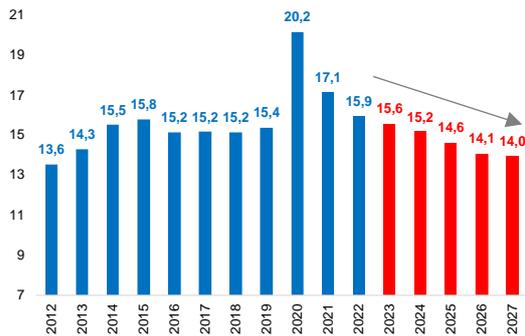
En el mediano plazo (2025-2027), se proyecta que el GNFGG crezca a tasas moderadas (crecimiento promedio de 1,5 por ciento real) con una senda que se ajusta al cumplimiento exacto de la regla de déficit hasta converger a un nivel de 20,0 por ciento del PBI en 2026, el cual se mantendría en 2027. El mayor esfuerzo de ajuste como porcentaje del PBI se llevaría a cabo en 2025 (pasando de 20,9 a 20,5 por ciento del PBI) y 2026 (pasando de 20,5 a 20,0 por ciento del PBI), ajuste que recaería principalmente sobre los rubros del gasto corriente y no afectaría la dinámica propuesta de la inversión pública (ver gráfico 43.A). Así, la senda de gasto corriente propuesta en el MMM supone que, en 2026, el gasto corriente se reduzca hasta ubicarse en 14,0 por ciento del PBI, el nivel más bajo registrado desde el 2012 (13,6 por ciento del PBI) e inferior al registrado en los últimos cinco años del periodo prepandemia (promedio 2015-2019: 15,3 por ciento del PBI, ver gráfico 43.B). El gasto en transferencias corrientes será el rubro de gasto de principal ajuste en estos años, el cual se reducirá de manera continua en 0,3 p.p. del PBI anuales desde 2023 hasta 2026 (ver gráfico 43.C). Si bien es cierto que existen medidas extraordinarias de gasto en transferencias que se esperan retirar durante estos años, dichos ajustes no han sido justificados ni detallados en el MMM.

**Gráfico N° 43: Gasto No Financiero del GG de mediano plazo (% del PBI, p.p. del PBI)**

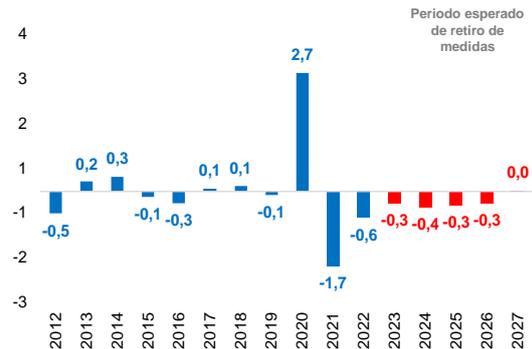
A) Senda de ajuste del GNFGG por rubros, 2024-2026<sup>1/</sup>



**B) Gasto corriente del GG (% del PBI)**



**C) Variación interanual de las transferencias corrientes (en p.p. del PBI)**

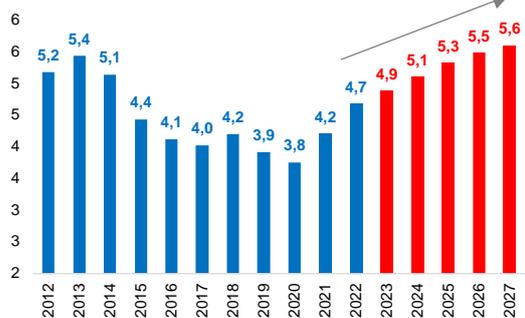


<sup>1/</sup> En el gráfico no se muestra los cambios por rubros en 2027 debido a que en dicho año el GNF se mantendría en niveles muy similares a los de 2026 en casi todos los rubros como porcentaje del PBI.  
Fuente: BCRP y MEF. Elaboración: DEM-SCTF.

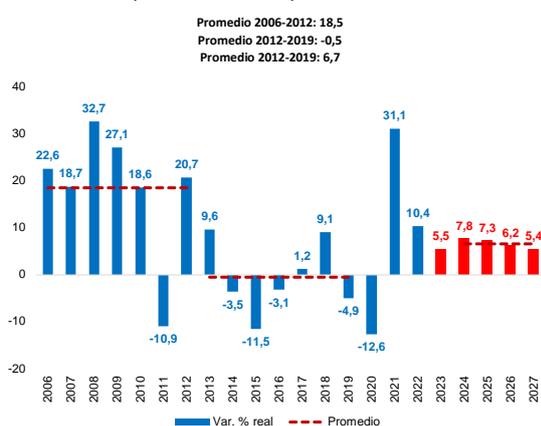
Respecto a las proyecciones de la inversión pública de mediano plazo, en el MMM se prevé un crecimiento sostenido de 6,7 por ciento real entre 2024 y 2027, con el cual se alcanzaría un nivel de 5,6 por ciento del PBI al final del periodo, el nivel más alto registrado históricamente (ver gráfico 44.A). Sobre ello, es preciso resaltar que crecimientos sostenidos tan altos de la inversión pública sólo se han registrado durante periodos de altos precios de las materias primas, como el observado entre 2006 y 2012, en el que la inversión pública creció a un ritmo promedio de 18,5 por ciento real. Posteriormente a ese ciclo positivo de recaudación, entre 2013 y 2019, la inversión pública registró niveles modestos de crecimiento alcanzando un ritmo promedio anual de -0,5 por ciento real (ver gráfico 44.B).

**Gráfico N° 44: Inversión pública del GG**

**A) Inv. Pública del GG (% del PBI)**



**B) Tasas de crecimiento de la inv. pública histórica (Variación %real)**



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

En el mediano plazo, el gasto público presenta múltiples riesgos al alza provenientes tanto de presiones de gasto por normas aprobadas por el Congreso, como de medidas anunciadas por representantes del Poder Ejecutivo. En primer lugar, se encuentra el incremento reciente (en particular desde 2021) de leyes con potencial impacto fiscal aprobadas tanto por insistencia (leyes que fueron observadas previamente por el Poder Ejecutivo pero que el Poder Legislativo

terminó publicando de igual manera)<sup>85</sup>; así como leyes que se aprobaron de forma regular y sin observaciones del Poder Ejecutivo<sup>86</sup> (ello a pesar de que no contaban con la opinión favorable por parte del MEF en algunos casos<sup>87</sup>), siendo pernicioso para las finanzas públicas ya que limita de herramientas para manejar dichas presiones de gasto por otros medios como las demandas de inconstitucionalidad ante el Tribunal Constitucional (se genera el precedente de que el Poder Ejecutivo no observó la norma en su momento). La materialización de estas fuentes de riesgo que disponen principalmente incrementar el gasto público por encima de las previsiones del MMM, reduce el espacio fiscal para otros gastos prioritarios como la inversión pública, afecta la calidad del gasto público, y genera presiones para el incumplimiento de las reglas fiscales.

En segundo lugar, se encuentra la cartera de proyectos de inversión anunciada a ejecutarse mediante convenios G2G, lo cual podría generar graves presiones sobre las cuentas fiscales puesto que su ejecución simultánea demandaría un financiamiento mediante recursos públicos por S/ 95,6 mil millones (10,2% del PBI). Como se observa en el cuadro 3, existen proyectos que ya están en ejecución y que tienen un costo de 1,8% del PBI, así como nuevos anuncios desde distintos sectores que equivalen a un costo de 8,4% del PBI. Ente los anuncios que se han realizado destacan las formuladas por el sector de Transporte por un total de S/ 46,7 mil millones, en donde sobresale el proyecto de la Línea 3 del Metro de Lima (S/ 23 mil millones) y la Carretera Central (S/ 22 mil millones). Por su parte, el Ministerio de Agricultura tendría una cartera de S/ 8,8 millones en proyectos como Chavimochic, Majes Siguan, entre otros (en el Recuadro se puede encontrar mayor detalle). Es importante resaltar que, la ejecución simultánea de estos proyectos mediante G2G generaría una demanda elevada de recursos que tendrían que ser considerados en la programación multianual de inversiones y en la formulación presupuestaria en los próximos años<sup>88</sup>.

---

<sup>85</sup> Para un mayor detalle, ver análisis realizado en el Recuadro N° 1 en el [Reporte Técnico N° 01-2023-CF](#), pág. 36-40.

<sup>86</sup> Incluso, en algunos casos, el mismo Presidente de la República terminó firmando y publicando la norma, como sucedió con la Ley N° 31495, que reconoce el derecho y dispone el pago de la bonificación especial por preparación de clases y evaluación, bonificación adicional por desempeño del cargo y por preparación de documentos de gestión, sin la exigencia de sentencia judicial y menos en calidad de cosa juzgada.

<sup>87</sup> Entre ellas se encuentran: (i) Ley 31495, Ley que reconoce el derecho y dispone el pago de la bonificación especial por preparación de clases (costo fiscal estimado de S/ 42 mil millones); (ii) Ley 31552, Ley que modifica la fórmula de cálculo de la CTS de los docentes de las instituciones educativas públicas; (iii) Ley 31553, reasignación gradual y progresiva del personal de Ministerio de Salud, sus organismos públicos, GERESAS y DIREASAS; (iv) Ley 31585, Ley que incorpora el incentivo CAFAE al cálculo de la CTS del personal administrativo del Decreto Legislativo 276; (v) Ley 31648, Ley que autoriza el nombramiento del personal CAS del Ministerio de Salud; (vi) Ley 31657, Ley que incorpora a los trabajadores del INPE al régimen de la carrera especial pública penitenciaria.

<sup>88</sup> Al respecto, es pertinente observar que, de manera similar, en 2021, el Consejo Fiscal expresó su preocupación sobre la priorización simultánea de proyectos G2G ya que compromete el espacio fiscal de los presupuestos futuros (Comunicado N° 02-2021-CF).

**Cuadro N° 3: Costo total de proyectos de inversión pública a ejecutarse mediante G2G<sup>1/</sup>**  
(millones de soles y % del PBI)

	Costo	Avance	Pendiente por ejecutar
<b>Total</b>	<b>95 575</b>	<b>9 109</b>	<b>86 465</b>
<b>% del PBI</b>	<b>10,2</b>	<b>1,0</b>	<b>9,2</b>
<b>1) Proyectos en ejecución</b>	<b>16 965</b>	<b>5 769</b>	<b>11 196</b>
<b>% del PBI</b>	<b>1,8</b>	<b>0,6</b>	<b>1,2</b>
Plan Inicial de Reconstrucción	6 279	3 763	2 517
Ministerio de Educación	4 712	433	4 280
Ministerio de Transporte	3 486	1 097	2 389
Ministerio de Salud	2 488	477	2 011
<b>2) Nuevos anuncios</b>	<b>78 609</b>	<b>3 340</b>	<b>75 270</b>
<b>% del PBI</b>	<b>8,4</b>	<b>0,4</b>	<b>8,0</b>
Ministerio de Transporte	46 726	76	46 650
Proyectos adicionales del Plan de Reconstrucción	18 769	1 454	17 315
Ministerio de Agricultura y Riego	8 800	1 570	7 230
Ministerio de Salud	4 314	240	4 075

Nota: El avance corresponde a la ejecución acumulada al cierre del 2022. Es de señalar que los proyectos de reconstrucción podrían ser asumidos por la Autoridad Nacional de Infraestructura, con lo cual se actualizaría la información sobre el costo de los G2G que se ejecutarían.

Fuente: MTC, Midagri, Minsa y MEF. Elaboración: DEM-STCF.

### c) Déficit fiscal y endeudamiento público

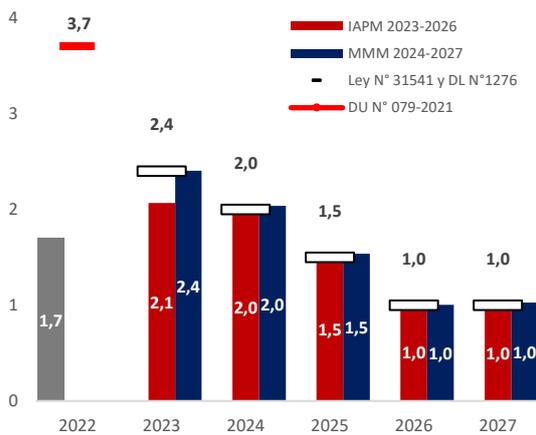
De acuerdo con el MMM el **déficit fiscal** incrementaría a 2,4 por ciento del PBI en 2023, por encima de lo proyectado en el IAPM (2,1 por ciento del PBI) y coincidente con el límite permitido por la Ley N° 31541 para este año (ver gráfico 45.A). Este incremento del déficit es generado por una reducción de los ingresos (1,6 p.p. del PBI), a pesar de la reducción del gasto (0,8 p.p. del PBI) y del incremento del resultado primario de EPNF (0,1 p.p. del PBI). Para 2024 se espera que el déficit fiscal se reduzca a 2,0 por ciento del PBI por una reducción del gasto (0,3 p.p. del PBI), un incremento de los ingresos (0,1 p.p. del PBI) y un incremento del resultado primario de EPNF (0,1 p.p. del PBI). Para 2025, 2026 y 2027 se espera una continua reducción de del déficit a 1,5, 1,0 y 1,0 por ciento del PBI, en un contexto donde los gastos se reducirían por debajo del nivel de ingresos (ver gráfico 45.B).

Cabe reiterar que la trayectoria propuesta para el déficit fiscal entre 2023 y 2027 coincide con los límites establecidos en la Ley N° 31541 y el Decreto Legislativo N° 1276. Esta consolidación se plantea en ausencia de medidas que incrementen los ingresos permanentes, los cuales se estabilizarían en torno al 20,6 por ciento del PBI<sup>89</sup>. Por ello, la reducción del déficit estaría principalmente dirigida por reducciones del gasto público, de 0,8 p.p. del PBI en 2023, 0,3 p.p. del PBI en 2024, y 0,5 p.p. del PBI en 2024 y 2025 (ver gráfico 45.C).

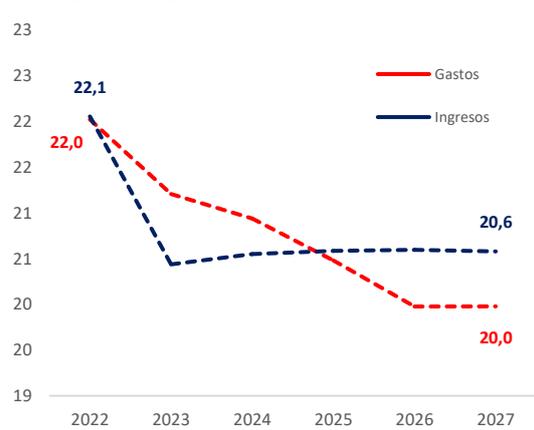
<sup>89</sup> Promedio para el periodo 2024-2027, cifra por encima del nivel prepandemia (19,8 por ciento del PBI en 2019).

**Gráfico N°45: Déficit fiscal del SPNF (% del PBI)**

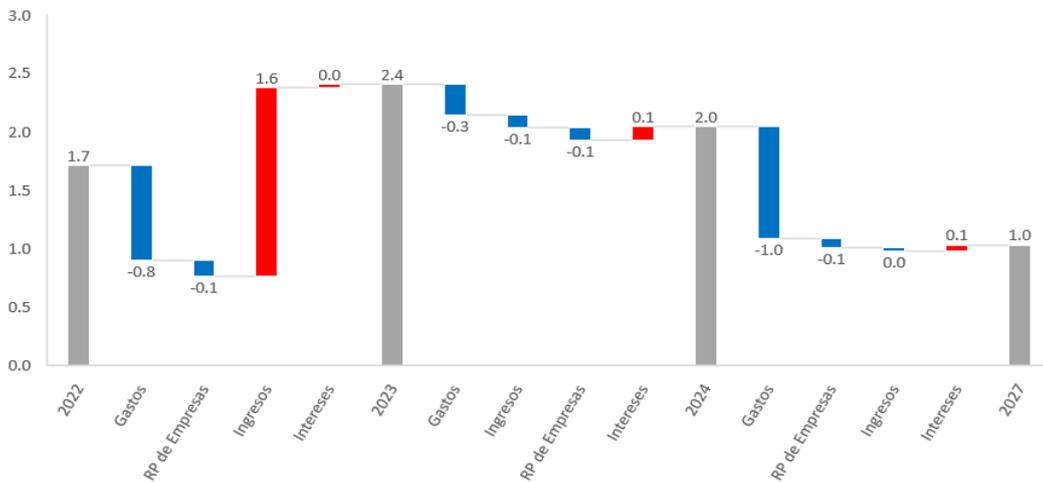
**A) Déficit fiscal del SPNF (2022-2027)**



**B) Ingresos y gastos del GG (2022-2027)**



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



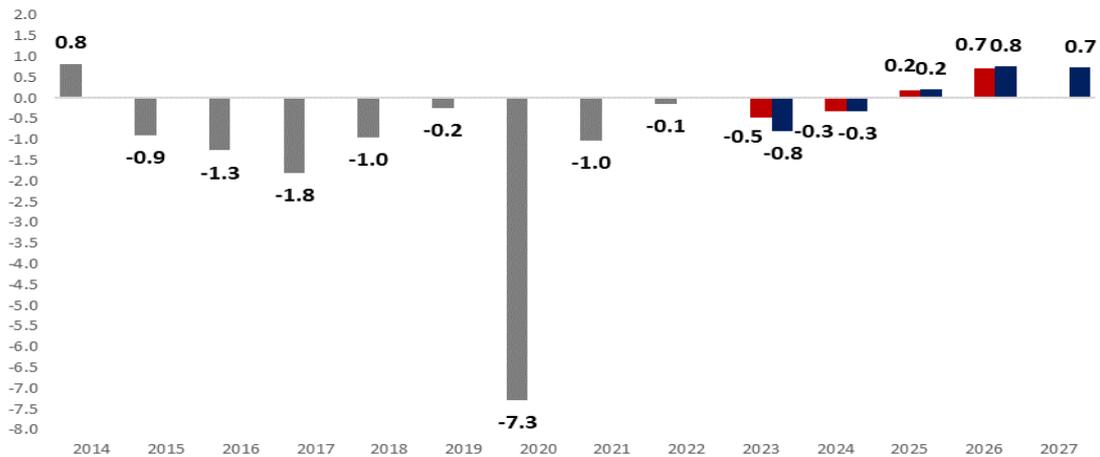
Fuente: BCRP y MEF. Elaboración: DEM-STCF.

En términos de **resultado primario**, la reducción del déficit fiscal implica pasar de un déficit primario previsto en 0,8 por ciento del PBI en 2023 a la generación de resultados primarios superavitarios a partir de 2025 (ver gráfico 46.A). De acuerdo con las proyecciones del MMM, la generación de superávits primarios en el mediano plazo (2025-2027) se sustenta en la estabilización de los ingresos, al mismo tiempo que una reducción sostenida de gasto público hasta alcanzar 20,0 por ciento del PBI<sup>90</sup>. Por otra parte, el pago de intereses representaría 1,6 por ciento del PBI en 2023 y se incrementaría gradualmente hasta 1,8 por ciento del PBI a partir del 2026 (ver gráfico 46.B). Este incremento en la previsión del pago de intereses respecto a lo observado en los años previos a la pandemia de la COVID-19 se explica principalmente por el incremento del nivel de endeudamiento y, en menor medida, por variaciones de la tasa de interés implícita.

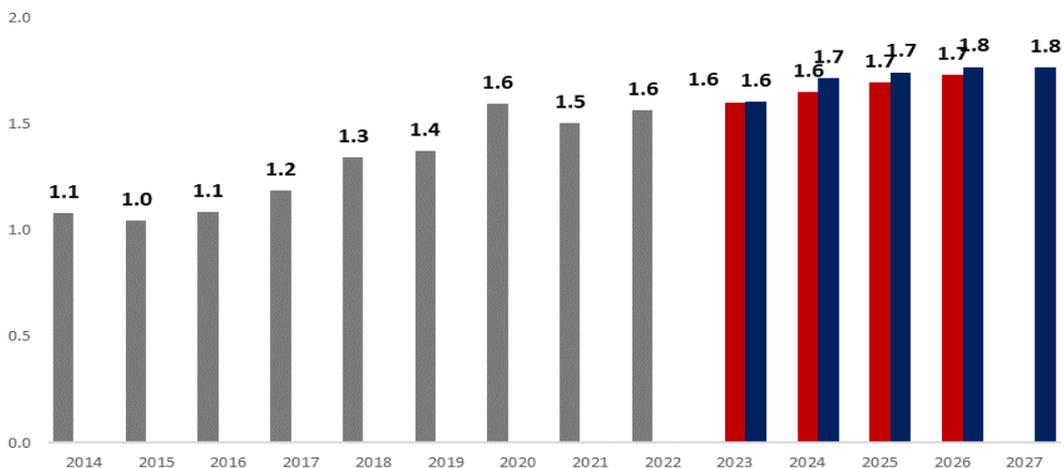
<sup>90</sup> En el caso de los ingresos, la previsión representa un incremento cercano a 1,4 p.p. del PBI respecto al promedio registrado en los años previos a la emergencia sanitaria, mientras que en el caso de los gastos los niveles previstos son cercanos a lo registrado previo a la pandemia. Cabe señalar que el SPNF no registra superávits primarios desde 2014.

**Gráfico N°46: Componentes del déficit fiscal del SPNF (% del PBI)**

**A) Resultado Primario (2022-2027)**



**B) Intereses (2022-2027)**



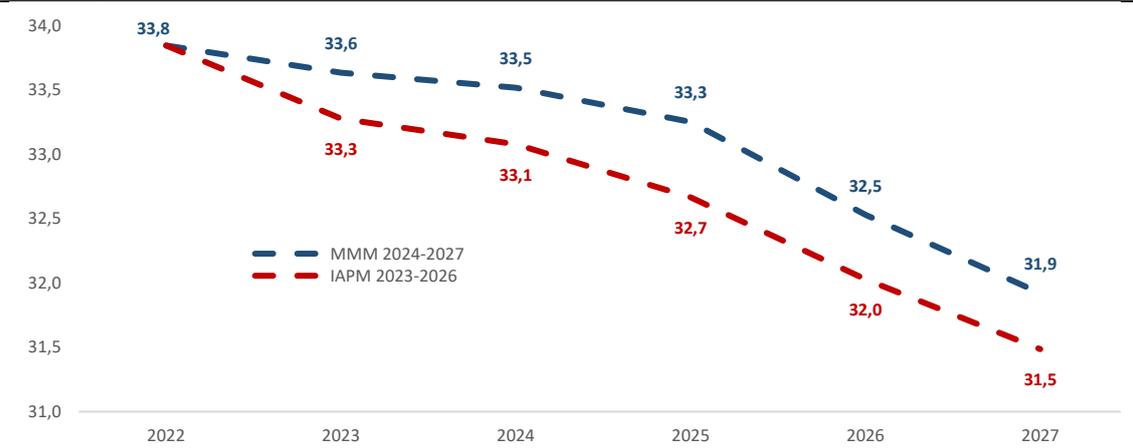
Fuente: BCRP y MEF. Elaboración: DEM-STCF.

Respecto a la **deuda pública bruta**, en 2023 se espera que alcance 33,6 por ciento del PBI (ver gráfico 47.A), cifra inferior en 0,2 p.p. del PBI a la registrada en 2022, reduciéndose a 33,5 por ciento del PBI en 2024. La variación de la deuda en 2023 se explica por el efecto de la inflación del deflactor del PBI (2,1 p.p. del PBI), el crecimiento real (0,3 p.p. del PBI) y la apreciación del sol (0,5 p.p. del PBI), en contraposición a la contribución de la tasa de interés (1,6 p.p. del PBI), el déficit primario (0,8 p.p. del PBI) y otros flujos (0,3 p.p. del PBI). En el 2024, la reducción de la deuda generada por la inflación del deflactor del PBI (1,0 p.p. del PBI), el crecimiento real (1,0 p.p. del PBI) y otros flujos (0,5 p.p. del PBI) sería atenuada por el efecto de la tasa de interés promedio (1,7 p.p. del PBI), el déficit primario (0,3 p.p. del PBI) y la depreciación cambiaria (0,3 p.p. del PBI).

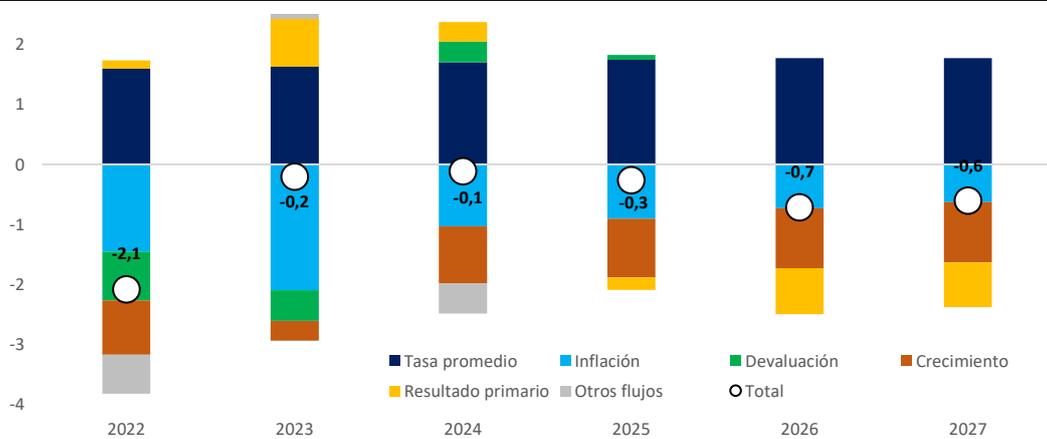
Entre 2025 y 2027 la deuda se reduciría en un promedio de 0,5 p.p. del PBI cada año. Como se ha mencionado previamente, esta proyección descansa en la generación de superávits primarios (0,6 por ciento del PBI en promedio), un crecimiento real por encima del nivel potencial (3,2 por ciento en promedio), un tipo de cambio estable, niveles de inflación dentro del rango meta del BCRP (2,3 por ciento en promedio), y una estabilización del monto de pago de intereses (1,8 por ciento del PBI en promedio).

**Gráfico N°47: Deuda pública del SPNF (% del PBI)**

**A) Trayectoria de la deuda**



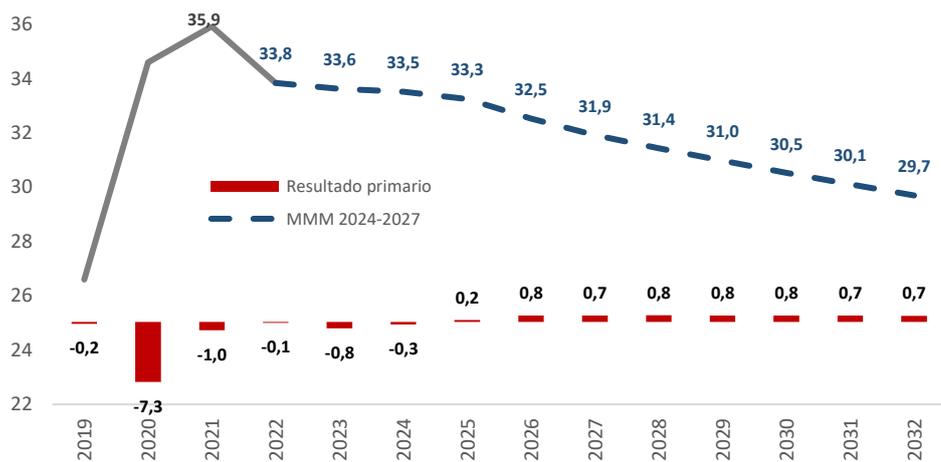
**B) Determinantes de la variación de la deuda (p.p. del PBI)**



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

Hacia el 2032, la convergencia de la deuda a niveles por debajo del 30 por ciento del PBI, límite establecido en el DL N°1276, dependerá de mantener el esfuerzo fiscal proyectado en el MMM. Dado que el costo de financiamiento real (contribución promedio de 1,0 p.p. del PBI) es cubierto en buena parte por el crecimiento económico (contribución promedio de 0,9 p.p. del PBI), dependería de los otros determinantes de la variación de la deuda el que esta se reduzca. En las proyecciones del MMM esta reducción se basa en el supuesto de la generación de superávits primarios (promedio de 0,6 por ciento del PBI entre 2025 y 2027 y de 0,8 por ciento del PBI en los años subsiguientes, ver gráfico 48).

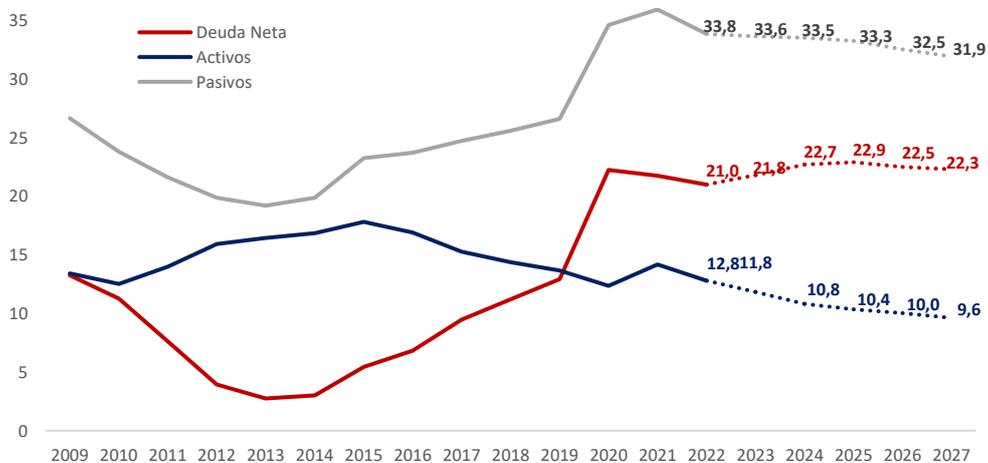
**Gráfico N°48: Deuda bruta del SPNF (% del PBI)**



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

En cuanto al **endeudamiento neto**, en 2023 este se incrementaría a 21,8 por ciento del PBI, cifra superior a la del 2022 en 0,8 p.p. del PBI (ver gráfico 49). A pesar de la reducción en la deuda bruta, el endeudamiento neto no registraría el mismo comportamiento debido a que, en ausencia de factores que favorezcan la acumulación de activos, estos se reducirían en un promedio de 0,6 p.p. del PBI por año entre 2023 y 2027. Tomando estos factores en cuenta, hacia el 2025 se espera que la deuda neta alcance un máximo de 22,9 para luego reducirse a 22,3 por ciento del PBI en 2027.

**Gráfico N°49: Deuda neta del SPNF (% del PBI)**



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

**d) Análisis de riesgos fiscales**

En el **corto plazo**, tal como se mencionó en la sección de análisis macroeconómico, resalta que las probabilidades de ocurrencia de un FEN durante el último trimestre del 2023 y primer trimestre de 2024 son significativas. Además del impacto sobre la dinámica del PBI primario y no primario, la ocurrencia de un FEN en una magnitud superior a la prevista también puede derivar en costos fiscales considerables. Por ejemplo, según cálculos del Banco Internacional para la Reconstrucción y el Desarrollo (2016), se estima que en el FEN 1982-1983 se generaron pérdidas económicas de 11,6 por ciento del PBI; mientras que en el FEN 1997-1998 estas alcanzaron 6,2 por ciento del PBI. Por su parte, el FEN 2017 generó un costo un costo fiscal

importante, el cual gatillo un cambio en las reglas fiscales, presionando a un incremento del déficit fiscal de 3,1 p.p. del PBI entre 2017-2021<sup>91</sup>.

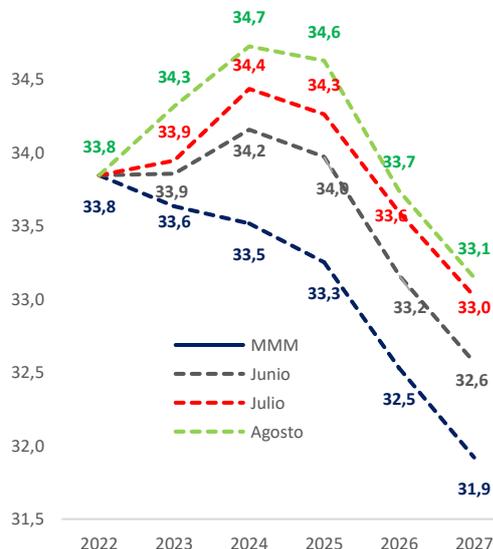
**Gráfico N° 50: Dinámica de la deuda bruta y el déficit fiscal bajo pronósticos de la encuesta de expectativas del BCRP (% del PBI)**

**A) Proyecciones de la encuesta de expectativas**

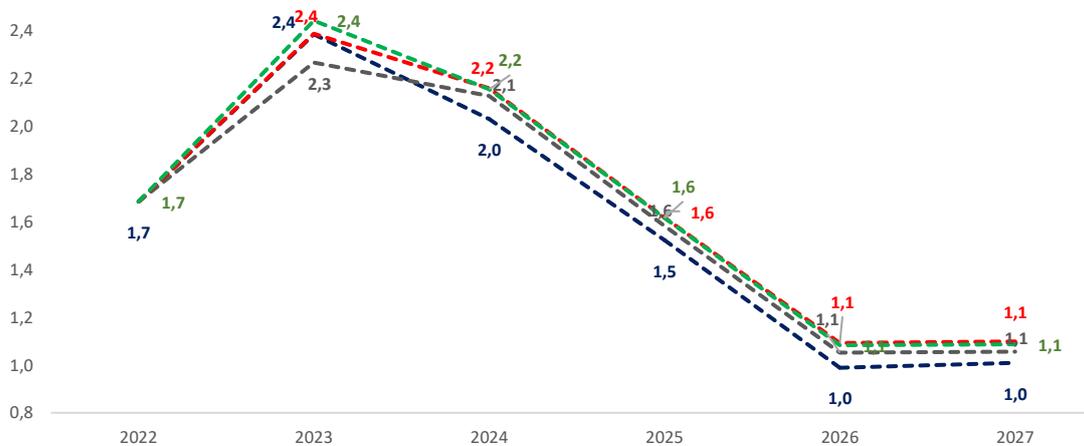
		Jun	Jul	Ago	MMM
<b>Crecimiento (%)</b>	2023	1.8%	1.2%	1.0%	1.1%
	2024	2.6%	2.5%	2.6%	3.0%
	2025	3.0%	2.9%	3.0%	3.1%
<b>Inflación (%)</b>	2023	4.4%	4.5%	4.0%	4.5%
	2024	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
	2025	2.5%	2.8%	2.5%	2.8%
<b>Tipo de Cambio (S/. Por \$)</b>	2023	3.75	3.70	3.73	3.70
	2024	3.80	3.78	3.80	3.78
	2025	3.83	3.80	3.85	3.80

Encuesta a analistas económicos tomada el último día de cada mes. En el caso del MMM la inflación corresponde al deflactor del PBI, mientras que la encuesta de expectativas al IPC.

**B) Deuda bruta (2022-2027)**



**C) Déficit fiscal (2022-2027)**



Fuente: BCRP. Elaboración: DEM-STCF. Para la simulación de las sendas se asumió una elasticidad de 0.2 entre los ingresos del gobierno general y el PBI real.

Además de los riesgos asociados a factores climáticos, existen riesgos asociados a una mayor reducción del crecimiento económico en el corto plazo. Como muestra de ello, las expectativas de los analistas económicos, recogidas mensualmente por la encuesta de expectativas del BCRP<sup>92</sup>, muestran un marcado deterioro entre junio y agosto. Por ejemplo, en junio se proyectaba un crecimiento real de 1,8 por ciento en 2023, de 2,6 por ciento en 2024 y de 3,0 por ciento en 2025 (ver gráfico 50.A). En agosto el crecimiento real en 2023 se revisó a la baja a

<sup>91</sup> Previo a la ocurrencia del FEN de 2017 el límite transitorio para el déficit fiscal estableció topes de 2,5, 2,3, 2,0, 1,5 y 1,0 por ciento del PBI para los años entre 2017 y 2021. Con la activación de la cláusula de excepción luego de materializado el FEN estos topes se ampliaron a 3,0, 3,5, 2,9, 2,1, y 1,0 por ciento del PBI, respectivamente.

<sup>92</sup> La encuesta de expectativas más reciente, correspondiente a agosto, fue publicada el 7 de septiembre de 2023.

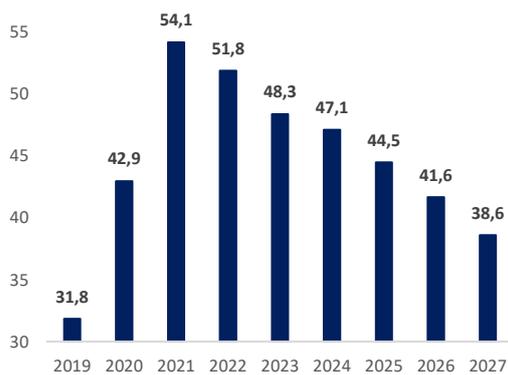
1,0 por ciento mientras que se mantuvieron constantes las previsiones para los otros años. Asimismo, cabe resaltar que entre junio y agosto también se registró una reducción de las expectativas de inflación para 2023.

De materializarse las pronósticos macroeconómicos del consenso de analistas de la encuesta de expectativas publicada por el BCRP, la trayectoria de la deuda bruta podría incrementarse en el corto y mediano plazo. Bajo este escenario la deuda ascendería a 34,3 y 34,7 por ciento del PBI en 2023 y 2024<sup>93</sup>, respectivamente, para luego retomar una tendencia decreciente. A pesar de esta tendencia decreciente, entre 2025 y 2027 los niveles de deuda se mantendrían por encima del nivel proyectado en el MMM en alrededor de 1,3 p.p. del PBI (ver gráfico 50.B). Cabe resaltar que la senda del déficit fiscal también podría verse comprometida bajo este escenario principalmente debido al efecto de un menor crecimiento económico sobre los ingresos<sup>94</sup>. En este caso, el déficit fiscal ascendería a 2,2, 1,6, 1,1 y 1,1 por ciento del PBI en 2024, 2025, 2026 y 2027 respectivamente. Si bien los cambios en el déficit fiscal son relativamente pequeños, son suficientes para superar los límites máximos establecidos en la Ley N°31541 y el DL N°1276 (ver gráfico 50.C) en ausencia de ajustes en la trayectoria de gastos.

Por otro lado, en los últimos años la exposición de la deuda pública a riesgo cambiario se ha incrementado debido a la emisión de deuda en moneda extranjera en 2020 y 2021. Como muestra de ello, la proporción de la deuda externa respecto al total de la deuda pública<sup>95</sup> pasó de 31,8 a 51,8 por ciento entre 2019 y 2022 (ver gráfico 51). Asimismo, se observa que en los últimos años se han registrados múltiples episodios de volatilidad cambiaria (ver gráfico 51.B), siendo los más agudos los de abril de 2020, mayo de 2021 y marzo de 2022. En este contexto de mayor dolarización de la deuda, un incremento del tipo de cambio sería perjudicial para el manejo de las finanzas públicas, pues incrementaría el saldo de la deuda en términos de la moneda local y el pago de intereses asociados a los créditos y bonos en moneda extranjera.

**Gráfico N° 51: Exposición a riesgo cambiario**

**A) Proporción de deuda externa respecto al total (2019-2027)**



**B) Volatilidad cambiaria** (promedio mensual de la desviación estándar de los retornos cambiarios diarios)



Fuente: MEF y BCRP. Elaboración: DEM-STCF. Volatilidad estimada usando un modelo GARCH (1,1) con errores t-student.

<sup>93</sup> Cabe notar que este incremento de la deuda se explica no solo por la reducción del crecimiento económico real, sino también por la menor inflación de la encuesta de expectativas respecto a la inflación del deflactor del PBI considerada en el MMM.

<sup>94</sup> Considerando una elasticidad de los ingresos como porcentaje del PBI al crecimiento económico de 0,2. Asimismo, el mayor nivel de endeudamiento también puede incrementar el déficit fiscal a través de un mayor pago de intereses.

<sup>95</sup> En el caso peruano, la mayor parte del endeudamiento externo está emitido en dólares estadounidenses.

De acuerdo con las previsiones del MMM, la proporción de la deuda externa respecto al total se reduciría gradualmente hasta 38,6 por ciento en 2027, en línea con los lineamientos establecidos en la Estrategía de Gestión Integral de Activos y Pasivos (EGIAP) más reciente<sup>96</sup>. En este contexto el MEF emitió una Operación de Administración de Deuda (OAD) en junio por 2,0 por ciento del PBI. Si bien el objetivo principal de esta OAD fue reducir el riesgo de refinanciamiento de bonos soberanos con vencimiento entre 2025 y 2031, esta operación también cambió un monto equivalente a 0,6 por ciento del PBI de deuda en dólares por deuda en soles (ver cuadro 4).

**Cuadro N° 4: Operación de administración de deuda** (millones de S/. y % del PBI)

Modalidad de la OAD	Bonos	Monto	(% del PBI)	Fuentes de financiamiento	Monto	(% del PBI)
Recompra	Soles	6 913	0.7	Emisión de bono soberano	9 200	0.9
	Dólares	5 927	0.6	Apoyo del tesoro público	3 600	0.4
	<b>Total</b>	<b>12 840</b>	<b>1.3</b>	<b>Total</b>	<b>12 839</b>	<b>1.3</b>
Intercambio	Soles	7 099	0.7	Entrega de bonos soberanos al 2033	7 100	0.7
	Dólares	0	0.0			
	<b>Total</b>	<b>7 099</b>	<b>0.7</b>	<b>Total</b>	<b>7 100</b>	<b>0.7</b>
<b>Monto total de la OAD</b>		<b>19 939</b>	<b>2.0</b>		<b>19 900</b>	<b>2.0</b>

Fuente: MEF.

Recientemente, **pasivos contingentes** asociados al manejo de gobiernos subnacionales y empresas públicas se han vuelto más relevantes. En el caso de los gobiernos subnacionales resalta la controversia entre la Municipalidad Metropolitana de Lima (MML) y la empresa concesionaria Rutas de Lima<sup>97</sup>, mientras que en el caso de las empresas públicas resalta el continuo deterioro de la situación financiera de Petroperú<sup>98</sup>. En ambos casos, calificadoras de riesgos internacionales han expresado su preocupación en cuanto a su manejo financiero y han destacado que el aval explícito e implícito del gobierno nacional es el principal sustento de su calificación<sup>99</sup>, motivo por el cual representan un riesgo fiscal relevante que debe ser monitoreado.

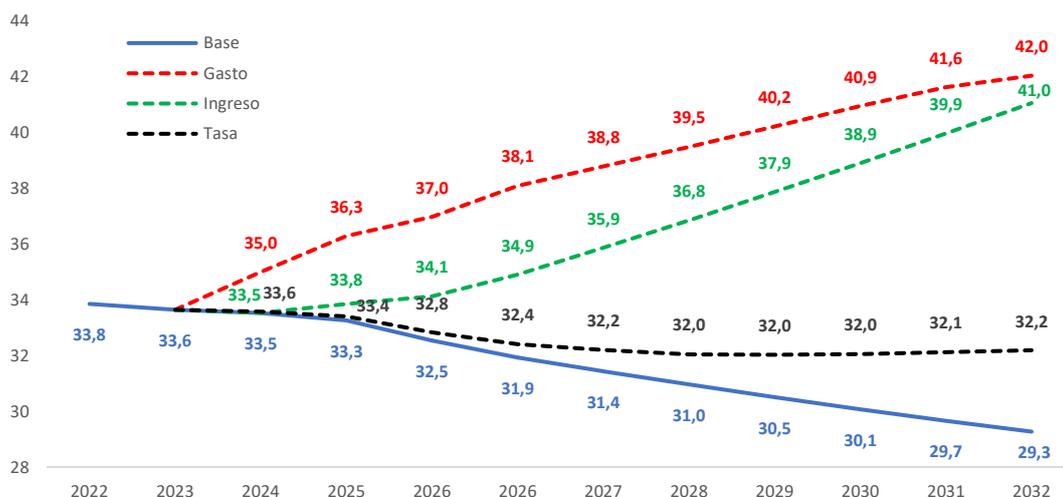
<sup>96</sup> Correspondiente a la EGIAP 2023-2026, publicada el 1 de enero de 2023. La actualización de estos lineamientos, acordes con la actualización del MMM 2024-2027, deberá ser presentada en la EGIAP 2024-2027.

<sup>97</sup> Por ejemplo, ver: ¿de dónde sacaría el dinero para pagar posible compensación a Rutas de Lima?, publicado el 22 de agosto de 2023 (enlace: <https://gestion.pe/economia/mml-de-donde-saldria-el-dinero-para-pagar-posible-compensacion-a-rutas-de-lima-rutas-de-lima-mml-noticia/>).

<sup>98</sup> Por ejemplo, ver: “Petroperú: la inversión que necesitaría para operar lotes I, VI y Z-69 de Talara”, publicado el 27 de agosto de 2023 (enlace: <https://gestion.pe/economia/petroperu-la-inversion-que-necesitaria-para-operar-lotes-i-vi-y-z-69-de-talara-perupetro-noticia/>).

<sup>99</sup> En junio de 2023, Fitch ha dejado una previsión negativa (de ‘BBB’) sustentando que la capacidad de la MML para ajustar sus ingresos es bastante limitada debido a que la base impositiva y las tasas aplicables son determinadas por el gobierno nacional. En marzo de 2023 esta misma calificadora ha dejado una previsión negativa para Petroperú argumentando que la empresa sufre de un alto apalancamiento y una alta sensibilidad a los precios del petróleo.

**Gráfico N° 52: Simulación de presiones de largo plazo (% del PBI)**



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

Por último, destacan **riesgos fiscales de mediano y largo plazo** que pueden comprometer la convergencia de la deuda a niveles por debajo del 30 por ciento del PBI hacia 2032. En particular, cambios permanentes en los componentes del resultado primario o el costo de financiamiento pueden incluso afectar la sostenibilidad de las finanzas públicas. A modo ilustrativo, se han simulado tres escenarios con presiones negativas que, de materializarse, cambiarían la dinámica de la deuda<sup>100</sup>. Las presiones más fuertes vendrían por el incremento del gasto no financiero derivado de leyes con un elevado impacto fiscal<sup>101</sup>. En dicho escenario la deuda alcanzaría 42,0 por ciento del PBI en 2032, 12,0 p.p. del PBI por encima del límite máximo establecido por la regla fiscal vigente en ese año. Por otro lado, una reducción progresiva de los ingresos a 19,2<sup>102</sup> por ciento del PBI a partir del 2027 tendría un efecto similar, elevando la deuda hasta 41,0 por ciento del PBI en 2032. Por su parte, un incremento gradual de la tasa de interés promedio hasta alcanzar 7,5 por ciento en 2032<sup>103</sup> llevaría a una estabilización de la trayectoria de endeudamiento, alcanzando un nivel de 32,2 por ciento del PBI en 2032.

### 3. Conclusiones

El análisis de la DEM-STCF sobre el MMM 2024-2027 concluye:

- El **crecimiento de la economía global** proyectado en el MMM fue revisado al alza para 2023 (a 2,6 por ciento) y revisado a la baja para 2024 (a 2,7 por ciento). Tales proyecciones son consistentes con el mayor dinamismo de la economía global durante el primer semestre del año y con los indicadores adelantados que sugieren que el ritmo económico perdería impulso

<sup>100</sup> Estos escenarios se construyen utilizando los supuestos para la proyección de largo plazo del MMM. Sobre esta base se cambian, *ceteris paribus*, el gasto no financiero del GG como porcentaje del PBI, los ingresos del GG, y la tasa de interés implícita de forma individual.

<sup>101</sup> Esta senda de presiones de gasto corresponde a la materialización del costo fiscal de las leyes N°31454, N°31495, N°31543, N°31553, N°31556, N°31585, y N°31796, así como de la ejecución simultánea de la cartera de proyectos anunciados a ser ejecutados bajo contratos Gobierno a Gobierno (G2G). En conjunto, se estima un impacto fiscal promedio de S/ 13,0 mil millones anuales entre 2024 y 2032 sobre la senda de déficit fiscal.

<sup>102</sup> Valor igual al promedio registrado entre 2015 y 2019.

<sup>103</sup> Esto representa un incremento de 150 puntos base respecto a la tasa contemplada en el MMM. Este incremento se simula de forma gradual a lo largo del 2023-2032 debido a que la tasa implícita demora en ajustarse a los cambios en las tasas de mercado en un contexto donde la mayor parte del financiamiento es a tasa fija.

en los siguientes trimestres. En el mediano plazo (2025-2027), se prevé un crecimiento mundial en torno a 2,9 por ciento; sin embargo, ello dependerá del crecimiento proyectado de China, como principal socio comercial.

- Las **estimaciones de los precios de materias primas**, previstas en el MMM son más bajas que las del consenso del mercado, lo cual es pertinente desde un enfoque de prudencia fiscal. Sin embargo, debe considerarse que aun con esas proyecciones relativamente conservadoras los precios se mantendrían en niveles históricamente altos, y que los precios de los commodities suelen mostrar una elevada volatilidad.
- Con relación al **escenario macroeconómico local**, el CF ha señalado que las perspectivas de crecimiento económico de corto plazo (2023-2024) representan un desafío, pues depende de que se no se materialice un conjunto amplio de riesgos como: (i) la ocurrencia de un FEN con impacto económico relevante, (ii) la permanencia de las expectativas de los agentes económicos en el tramo pesimista por un periodo más prolongado, (iii) nuevas paralizaciones de la producción minera como consecuencia de los conflictos sociales en torno a la minería, (iv) la necesidad de continuar aplicando una política monetaria contractiva como consecuencia de una mayor dificultad en reducir la inflación; y (v) una recuperación de la economía mundial más lenta de lo esperado.
- Para el mediano (2025-2027) en el MMM se proyecta un crecimiento económico promedio de 3,2. Al respecto el CF ha señalado que crecer por encima de 3,0 por ciento supone para el CF un gran reto en materia económica, debido a las secuelas estructurales que habría dejado la pandemia sobre la productividad, a causa de una menor acumulación de capital físico y humano. Los principales riesgos son: (i) la continua postergación de proyectos mineros, (ii) los problemas en la ejecución de proyectos bajo la modalidad de APP, y (iii) la reducción del crecimiento del PBI potencial.
- Con relación a los **ingresos fiscales**, la previsión del MMM durante el periodo 2023-2027 se encuentra en línea con los supuestos macroeconómicos y tributarios. Específicamente, en el mediano plazo dependerá de un crecimiento de la economía en torno al 3,2 por ciento, por encima del potencial y precios de materias primas relativamente altos.
- Las previsiones de **gasto público** del MMM se ajustan al cumplimiento de las reglas macrofiscales para el periodo 2023-2027. Para ello se estima que el gasto no financiero del GG pase de 22 por ciento del PBI en a 20 por ciento del PBI en lo que significa un gran esfuerzo de consolidación fiscal. Las múltiples presiones por incrementar el gasto público provenientes de normas y medidas de los poderes ejecutivo y legislativo suponen el principal riesgo para el cumplimiento de tales proyecciones.
- La trayectoria propuesta para el **déficit fiscal** entre 2023-2027 coincide con los límites permitidos en la Ley N° 31541 y el Decreto Legislativo N° 1276. Ello resta espacio fiscal para tomar medidas si se materializan los riesgos que suponen una menor recaudación fiscal o para actuar de manera contracíclica de manera activa, aun en eventos relativamente menores. Además, estas proyecciones incrementan el riesgo de incumplimiento de las reglas fiscales, lo cual, aunque no necesariamente supondría un riesgo para la sostenibilidad fiscal, afectaría la credibilidad del gobierno para mantener sus compromisos fiscales.
- En cuanto a la **deuda pública**, su reducción dependerá principalmente de la capacidad para sostener resultados primarios superavitarios en el mediano plazo y alcanzar tasas de crecimiento económico por encima de su nivel potencial, un tipo de cambio estable, niveles de inflación dentro del rango meta del BCRP. A pesar de la reducción en la deuda bruta, el **endeudamiento neto** no registraría el mismo comportamiento debido a la ausencia de factores que favorezcan la acumulación de activos.

- Es preciso indicar que, en el corto plazo, el **riesgo fiscal** más resaltante es la ocurrencia de un FEN en una magnitud superior a la prevista que derive en costos fiscales considerables. Además de los riesgos asociados a factores climáticos, existen riesgos asociados a una mayor reducción del crecimiento económico.
- A lo anterior, se suma la relevancia de los **pasivos contingentes** asociados a al manejo de gobiernos subnacionales y empresas públicas, como es el caso de la controversia entre la Municipalidad Metropolitana de Lima (MML) y la empresa concesionaria Rutas de Lima y el continuo deterioro de la situación financiera de Petroperú.

**Recuadro N°1: Costo fiscal de proyectos de inversión pública mediante convenios Gobierno a Gobierno**

*Gabriela Espinar, Alison Murga y Adrián Rodas*

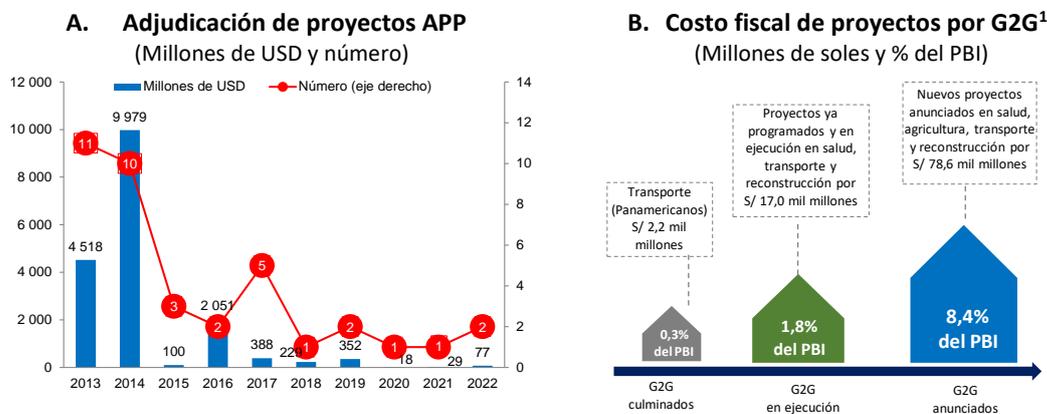
**Resumen**

El objetivo del presente documento es transparentar el costo fiscal de los proyectos de inversión pública que se vienen ejecutando o que se ejecutarían mediante convenios Gobierno a Gobierno (G2G). **El costo total es de S/ 95,6 mil millones (10,2 por ciento del PBI), de los cuales resta por ejecutar S/ 86,5 mil millones (9,2 por ciento del PBI).** Este monto representa una carga fiscal que debe ser planificada adecuadamente, a fin de compatibilizar el cierre de brechas de infraestructura con la sostenibilidad de las finanzas públicas.

**I. Contexto general**

En los últimos años, cada vez se ha anunciado un mayor número de proyectos de inversión en infraestructura pública mediante la modalidad de Gobierno a Gobierno (G2G). Ello, se ha producido en un contexto en el que las adjudicaciones de proyectos de APP se han estancado (ver Gráfico R.1.A), lo cual podría estar motivando la búsqueda de alternativas para continuar con el cierre de brechas de infraestructura. Lo anterior ha llevado a que, como se observa en el gráfico R.1.B, el costo actual de la cartera de proyectos G2G ascienda a 10,2 por ciento del PBI (S/ 95,6 mil millones), lo cual comprende proyectos en ejecución por 1,8 por ciento del PBI (S/ 17,0 mil millones) y proyectos que han sido anunciados recientemente por 8,4 por ciento del PBI (S/ 78,6 mil millones). Este costo fiscal representa un gran reto de coordinación institucional e intergubernamental, así como de planificación en el marco del presupuesto multianual y anual, a fin de respetar los techos de gasto de las reglas fiscales.

**Gráfico R.1: Costo de proyectos G2G y adjudicaciones en APP**



1/ El costo de los Juegos Panamericanos corresponde a la inversión pública del Proyecto Especial para la preparación y desarrollo de los XVIII Juegos Panamericanos durante los años 2017-2019.

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

La ejecución de proyectos mediante G2G tiene algunos problemas más allá de los riesgos a la sostenibilidad de las finanzas públicas. Bajo este esquema, no desaparece por completo los riesgos asociados al financiamiento, diseño, ejecución, operación y mantenimiento, lo que sí suele suceder en la modalidad de APP, en donde el privado asume gran parte de estos. Por ejemplo, es importante mencionar que la construcción de la infraestructura no necesariamente asegura la entrega de servicios a los ciudadanos. Asimismo, la modalidad G2G tiene algunas debilidades en torno a la institucionalidad como la falta de competencia en los postores, inadecuada programación presupuestaria multianual (genera falta de predictibilidad en la administración financiera del Estado), y la desvinculación al Plan Nacional de Infraestructura Sostenible para la Competitividad.

En un esfuerzo por financiar las presiones de gasto, el Gobierno se encuentra desarrollando el marco normativo del Fideicomiso de titulización y el Fondo soberano de inversiones, que permitirán financiar grandes proyectos de infraestructura. Sin embargo, estos instrumentos tienen inherentemente sus propios riesgos y pueden generar pasivos contingentes. Además, como se puede observar en el presente documento, el costo pendiente de financiar en los proyectos G2G es muy elevado (9,2% del PBI) y requerirá una estrategia más completa que abarque el fortalecimiento del esquema de APP, no solo para reducir la carga fiscal que tendrá que asumir el Estado, sino también para una adecuada gerencia de los riesgos; mejorar la eficiencia en la ejecución de los recursos; y continuar con los esfuerzos de incrementar la recaudación fiscal permanente.

## II. Proyectos que se encuentran en ejecución mediante G2G

En esta parte se toman en cuenta los **proyectos que están activos, se encuentran ejecutándose y tienen programación multianual**. Por tanto, si no se culminan en 2023, se tiene que programar lo pendiente para el 2024 o para los siguientes años, por lo que son gastos rígidos que el presupuesto tiene que atender.

**Los proyectos que ya se encuentran en ejecución por G2G equivalen a un costo de S/ 17,0 mil millones (1,8% del PBI), de los cuales falta ejecutar S/ 11,2 mil millones (1,2% del PBI)**, según se puede observar en el Gráfico R.2, que resume información proporcionada por los sectores. En las obras de **Reconstrucción** el costo asciende a S/ 6,3 mil millones, de los cuales falta por ejecutar S/ 2,5 mil millones. Cabe indicar que, en esta subsección solo se considera intervenciones que estaban contempladas en el Plan inicial<sup>104</sup>. En el sector **Educación** se encuentran las Escuelas del Bicentenario que tienen un costo total de S/4,7 mil millones de los cuales están pendientes de ejecutar S/ 4,3 mil millones. En el sector **Transporte** se encuentran en ejecución dos proyectos, siendo estos el Nuevo Aeropuerto Internacional en Chincheros, que tiene un costo de S/ 2,6 mil millones y falta ejecutar S/ 1,5 mil millones; además, la Vía Expresa Santa Rosa tiene un costo de S/ 915 millones y pendiente por ejecutar de S/ 874 millones. En **Salud** está presente la construcción del Hospital Antonio Lorena en Cusco con un costo de S/ 1,5 mil millones de los cuales restan S/ 1,0 mil millones para su culminación. A este se suma el Hospital Nacional Sergio E. Bernales en Lima por S/ 997 millones, con un avance de S/ 24 millones.

<sup>104</sup> El Plan Integral de Reconstrucción fue aprobado con un costo de S/ 25,6 mil millones; sin embargo, de acuerdo con lo informado por la Autoridad para la Reconstrucción con Cambios, el costo actualizado asciende a S/ 50 mil millones. De este monto, los proyectos que se ejecutarán por G2G suman S/ 25 mil millones.

**Gráfico R.2: Proyectos que se están ejecutando vía G2G** (millones de soles y % del PBI)

Sector/Proyecto	Costo en millones de soles y % del PBI	Avance en millones de soles y % del PBI	Costo pendiente en millones de soles y % del PBI	País con el que se firmó el convenio
<b>Total</b>	<b>16 965 (1,8%)</b>	<b>5 769 (0,6%)</b>	<b>11 196 (1,2%)</b>	
<b>1) Plan Inicial de la Reconstrucción</b>	<b>6 279</b>	<b>3 763</b>	<b>2 517</b>	Reino Unido
<b>2) Escuelas del Bicentenario</b>	<b>4 712</b>	<b>433</b>	<b>4 280</b>	Reino Unido
<b>3) Transporte</b>	<b>3 486</b>	<b>1 097</b>	<b>2 389</b>	
Nuevo Aeropuerto Internacional en Chinchero - Cusco	2 571	1 057	1 515	Corea
Vía Expresa Santa Rosa	915	40	874	Francia
<b>4) Salud</b>	<b>2 488</b>	<b>477</b>	<b>2 011</b>	
Hospital Antonio Lorena – Cusco	1 490	453	1 038	Francia
Hospital Nacional Sergio E. Bernales – Lima	997	24	973	Francia

Nota: En todos los casos, el avance de ejecución es al cierre de 2022.

Fuente: MEF, RCC, Ministerio de transporte, Ministerio de Salud. Elaboración DEM-STCF.

### III. Proyectos nuevos y anunciados a ejecutarse por G2G

Esta subsección comprende aquellos **proyectos que han sido anunciados recientemente a ser implementados por G2G**. Entre las características de estos proyectos se puede mencionar su elevado costo y complejidad. Además, algunos de ellos se encuentran paralizados desde algunos años. Asimismo, en la mayoría de los casos no tienen una programación multianual aprobada, lo cual resta predictibilidad al presupuesto multianual y a la administración financiera del Estado.

**El costo total de los proyectos anunciados asciende a S/ 78,6 mil millones (8,4% del PBI), de los cuales falta ejecutar S/ 75,3 mil millones (8,0% del PBI)**. El cuadro R.3 muestra que uno de los principales sectores que ha anunciado grandes proyectos de inversión a ejecutarse por esta modalidad es el sector **Transportes**, cuya cartera asciende a S/ 46,7 mil millones y que comprende principalmente los proyectos de la Línea 3 del Metro de Lima (S/ 23 mil millones) y la Nueva Carretera Central (S/ 22 mil millones)<sup>105</sup>. Asimismo, en esta parte se toma en cuenta la actualización del Plan Integral de la Reconstrucción; como se observa, solo en la modalidad G2G, el costo de los proyectos adicionales al plan original suma S/ 18,8 mil millones<sup>106</sup>.

Por su parte, el sector **Agricultura** comunicó que lograría impulsar por G2G un conjunto de proyectos que habían presentado problemas para su culminación. Estos comprenden a Chavimochic III Etapa (inversión de S/ 3 149 millones), Majes Siguan II (S/ 2 431 millones) y Chincas (S/ 1 429 millones). Por último, en el sector **Salud** se ejecutarán proyectos de alta complejidad por un total de S/ 4,3 mil millones<sup>107</sup>.

<sup>105</sup> Según el Sistema de Seguimiento de Inversiones, el costo de la construcción de la Nueva Carretera Central es de S/ 12 mil millones; sin embargo, para el presente estudio se ha considerado la actualización de S/ 22 mil millones de acuerdo con el expediente final de la Revisión del Perfil, tomando como fuente lo señalado en medios de prensa.

<sup>106</sup> Es de señalar que los proyectos de reconstrucción podrían ser asumidos por la Autoridad Nacional de Infraestructura, con lo cual se actualizaría la información sobre el costo de los G2G que se ejecutarían.

<sup>107</sup> Comunicado por la Presidenta de la República durante el mensaje de 28 de julio.

**Gráfico R.3: Proyectos que se han anunciado a ejecutarse por G2G** (millones de soles y % del PBI)

Sector/Proyecto	Costo en millones de soles y % del PBI	Avanzado en millones de soles y % del PBI	Costo pendiente	País con el que se firmó el convenio y fecha de firma
<b>Total</b>	<b>78 609 (8,4%)</b>	<b>3 340 (0,4%)</b>	<b>75 270 (8,0%)</b>	
<b>1) Transporte</b>	<b>46 726</b>	<b>76</b>	<b>46 650</b>	
Línea 3 del Metro de Lima	23 336	0	23 336	n.d.
Nueva Carretera Central	22 000	57	21 943	Francia
Eje vial 4 Amazonas	1 390	19	1 371	n.d.
<b>2) Proyectos adicionales del Plan de la Reconstrucción</b>	<b>18 769</b>	<b>1 454</b>	<b>17 315</b>	Reino Unido
<b>3) Agricultura</b>	<b>8 800</b>	<b>1 570</b>	<b>7 230</b>	
Chavimochic III Etapa	3 149	826	2 323	n.d.
Majes Siguanas II	2 431	637	1 794	n.d.
Proyecto Chincas	1 429	12	1 417	n.d.
Otros de agricultura	1 791	96	1 695	n.d.
<b>4) Salud</b>	<b>4 314</b>	<b>240</b>	<b>4 075</b>	n.d.

Nota: En todos los casos, el avance de ejecución es al cierre de 2022. La Nueva Carretera Central considera el costo actualizado dado a conocer en medios de prensa. El Eje Vial 4 Amazonas comprende tres proyectos con los códigos 2480997, 2509636 y 2555351. En cuanto a la cartera de proyectos de la Reconstrucción a ejecutarse por G2G, es de indicar que esta asciende a S/ 25 mil millones (según informado por la RCC), de los cuales S/ 18 769 millones son adicionales al plan inicial. Los otros proyectos de agricultura corresponden al Mejoramiento y regulación para el sistema de riego del Valle del río Zaña, Mejoramiento y ampliación del servicio de agua para el riego del valle Yanapujio, Mejoramiento y regulación del sistema de riego del río Cunas, y Represa - Iruro - Bella Unión II. En salud, corresponde a los hospitales regionales de alta complejidad como el Hospital Regional Docente de Trujillo, el Hospital Subregional de Andahuaylas, entre otros.

Fuente: MEF, RCC, Ministerio de transporte, Ministerio de Salud, Ministerio de Agricultura. Elaboración DEM-STCF.

Es importante advertir que en el cuadro anterior no se está considerando los posibles proyectos a implementarse en gobiernos regionales y locales, que se podrían aprobar de promulgarse el proyecto de ley de la Municipalidad Metropolitana de Lima que faculta a implementar inversión pública mediante la modalidad G2G<sup>108</sup>.

#### IV. Conclusiones

El presente recuadro transparenta los costos fiscales de los proyectos G2G. Según información proporcionada por los sectores, el costo total es de S/ 95,6 mil millones (10,2% del PBI) de los cuales resta por ejecutar S/ 86,5 mil millones (9,2% del PBI). La cartera de proyectos está concentrada en la Autoridad para la Reconstrucción con Cambios, Educación, Transporte, Agricultura y Salud. La ejecución de toda esta cartera representa un financiamiento cuantioso para el erario nacional y supondría un gran esfuerzo de coordinación intersectorial e intergubernamental, a fin de realizar una adecuada planificación y programación acorde con las reglas fiscales. La implementación de los proyectos G2G requiere una estrategia completa que pase por la aprobación de instrumentos de financiamiento con la participación del sector privado (fideicomisos, APP) con una adecuada administración de los riesgos, pero que tienen que ser complementada con una reducción de la ineficiencia en la ejecución de los recursos y una mejora en la recaudación fiscal permanente.

<sup>108</sup> Proyecto de Ley N° 5671/2023-GL.