

Informe N° 01-2024-CF

Opinión del Consejo Fiscal sobre el Informe de Actualización de Proyecciones Macroeconómicas 2024-2027

El presente documento contiene la opinión colegiada del Consejo Fiscal (CF) sobre el Informe de Actualización de Proyecciones Macroeconómicas 2024-2027 (IAPM) publicado por el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) el 30 de abril de 2024¹. Este documento contiene la actualización de las proyecciones macroeconómicas y fiscales presentadas en el Marco Macroeconómico Multianual 2024-2027 (MMM)² de agosto del año pasado.

De esta forma, el CF cumple con su función de contribuir con el análisis técnico independiente de la política fiscal, establecida en el Decreto Legislativo que aprueba el Marco de la Responsabilidad y Transparencia Fiscal del Sector Público No Financiero (MRTF-SPNF)³, en el Decreto Supremo que establece disposiciones para la implementación y funcionamiento del Consejo Fiscal⁴ y en sus normas modificatorias.

Contenido del Informe de Actualización de Proyecciones Macroeconómicas 2024-2027

Escenario macroeconómico

En el IAPM se revisó al alza la proyección de **crecimiento económico mundial** para 2024, a 3,1 por ciento (MMM: 2,7 por ciento), en un contexto de solidez del mercado laboral estadounidense y de una reducción gradual de la inflación, sobre todo en economías avanzadas. Para el periodo 2025-2027, se estima un crecimiento global de 3,0 por ciento (MMM: 2,9 por ciento)⁵, en línea con la esperada recuperación de la demanda interna tras la flexibilización de las condiciones monetarias y el dinamismo de nuevos motores de crecimiento asociados a energías renovables. Se destaca el ajuste a la baja en la previsión de crecimiento de China a lo largo de todo el horizonte de proyección del IAPM (2024-2027), periodo en el cual dicha economía crecería, en promedio, 4,2 por ciento (MMM: 4,8 por ciento).

En cuanto a los **commodities**, en el IAPM los precios del cobre y del oro fueron revisaron al alza para 2024. Así, estiman que el cobre alcanzaría una cotización promedio de €US\$ 380 por libra, ligeramente inferior a la de 2023 (€US\$ 385 por libra), pero por encima de la proyectada en el MMM (€US\$ 360 por libra), y manteniéndose en niveles históricamente elevados en un entorno de bajos inventarios, recortes de producción y recuperación de la demanda. En el caso del oro, esperan que llegue a una cotización promedio de US\$ 2 000 por onza troy (2023: US\$ 1 943 por onza troy; MMM: US\$ 1 783 por onza troy) como consecuencia de la elevada incertidumbre económica y geopolítica. De esta manera, respecto de 2023, el índice de precios de exportación (IPX) se contraería en 2024 solo -0,3 por ciento (MMM: -1,4 por ciento), principalmente por el menor precio previsto para el cobre. Por el lado de las materias primas de importación, en el IAPM la cotización promedio del petróleo alcanzaría los US\$ 80 por barril (2023: US\$ 78 por barril; MMM: US\$ 75 por barril) a raíz de los conflictos geopolíticos en Medio Oriente y los recortes de producción por parte de los miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP+). Con ello, proyectan que en 2024 el índice

¹ Documento disponible en: https://www.mef.gob.pe/contenidos/pol_econ/marco_macro/IAPM_2024-2027.pdf

² Publicado el 29 de agosto de 2023.

³ Decreto Legislativo N° 1276, publicado en diciembre de 2016 y sus modificatorias.

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

⁵ Con respecto a nuestros socios comerciales, en el IAPM se proyecta un crecimiento de 2,7% en 2024, de 2,6% en 2025 y de 2,6% en el periodo 2026-2027.

de precios de importación (IPM) se reduzca en un -1,2 por ciento⁶ (MMM: -1,5 por ciento) y que los términos de intercambio (Tdl) se incrementen en un 1,0 por ciento (MMM: 0,1 por ciento).

Para el periodo 2025-2027, en el IAPM se espera que el IPX, en promedio, se reduzca en un -0,5 por ciento⁷ (MMM: -0,7 por ciento), y el IPM en un -0,6 por ciento⁸ (MMM: -0,7 por ciento). Así, proyectan que los Tdl converjan a un crecimiento promedio nulo en ese periodo, al igual que lo esperado en el MMM.

Respecto a la **actividad económica local**, en el IAPM se corrigió al alza la proyección de crecimiento del Producto Bruto Interno (PBI) para 2024, a 3,1 por ciento (MMM: 3,0 por ciento). En el IAPM se anticipa que el PBI continuará su proceso de reactivación, en un escenario de condiciones climáticas neutras, lo que beneficiaría a la oferta primaria exportadora. Además, se prevé observar una recuperación de la demanda interna, producto de un impulso de inversiones en infraestructura y minería, la recuperación del turismo, una mayor confianza de los agentes económicos y la reducción de la inflación.

Por otra parte, la perspectiva de crecimiento para 2025 se ha ajustado ligeramente a la baja a 3,0 por ciento (MMM: 3,1 por ciento). En el IAPM, esta revisión se atribuye principalmente a la corrección en el gasto público, tanto en consumo como en inversión. En comparación con 2024, la expansión económica estaría respaldada por la dinámica de la demanda interna (especialmente asociada a la recuperación de la inversión privada) y la mejora de las exportaciones (impulsada por el aumento en la oferta minera y la creciente demanda externa). En términos sectoriales la expansión proyectada para 2025 se sustenta principalmente por un mayor dinamismo de los sectores no primarios.

Para el periodo 2026-2027, se estima un crecimiento económico promedio de 2,9 por ciento, por debajo del 3,2 por ciento previsto en el MMM. Según el IAPM, el crecimiento en dicho periodo estaría explicado principalmente por el desempeño de la demanda interna (impulsada por una mayor inversión) y la mayor oferta primaria (en particular, de productos mineros). En particular, en el IAPM se prevé el inicio de construcción de nuevos proyectos mineros, la mayor ejecución de proyectos del Plan Nacional de Infraestructura Sostenible para la Competitividad (PNISC), el inicio de la etapa contractual de los proyectos adjudicados bajo la modalidad de Asociaciones Público-Privadas (APP) y la ejecución de inversiones claves en infraestructura portuaria⁹.

Finanzas públicas

Las proyecciones fiscales contenidas en el IAPM no son consistentes con el cumplimiento de las reglas fiscales vigentes, establecidas en la Ley N° 31541¹⁰ y en el MRTF-SPNF. Según lo señalado en el IAPM, las proyecciones fiscales presentadas en dicho documento son una propuesta preliminar, pues para

⁶ A pesar del aumento en el precio del petróleo, la corrección a la baja en el IPM se explicaría por el descenso en los precios del trigo y el maíz, los cuales han experimentado correcciones significativas en lo que va del año (aproximadamente un 30% y 35%, respectivamente, en comparación con el mismo periodo del año pasado). Cabe mencionar que las proyecciones de precios de dichas materias primas no están incluidas en el IAPM y tampoco han sido remitidas al Consejo Fiscal, pese a haber sido solicitadas mediante Oficio N° 80-2024-CF/ST.

⁷ En ese periodo, el precio promedio anual del cobre llegaría a €US\$/lb. 370 (MMM: €US\$/lb. 345), y del oro a US\$/oz.tr. 1 800 (MMM: US\$/oz.tr. 1 650).

⁸ En ese periodo, el precio promedio anual del petróleo llegaría a US\$/bar. 72 (MMM: US\$/bar. 69).

⁹ Tales como el Terminal Portuario de Chancay y el incremento de la capacidad del Terminal Multipropósito Muelle Norte y del Terminal de Contenedores Muelle Sur en el Callao.

¹⁰ Ley que dispone la adecuación a las reglas macrofiscales para el Sector Público No Financiero, al contexto de reactivación de la economía. Publicada en agosto de 2022.

ser vinculante requiere la modificación legal de las reglas fiscales, lo cual es parte del pedido de facultades legislativas solicitado mediante el Proyecto de Ley N°7752/2023-PE¹¹.

Según el IAPM, en 2024 los **ingresos corrientes del Gobierno General (ICGG)** crecerían en un 3,4 por ciento en términos reales hasta alcanzar un 19,8 por ciento del PBI (2023: 19,7 por ciento del PBI), explicado por la recuperación de la actividad económica y la continuidad de las medidas adoptadas para combatir la evasión y elusión tributaria¹². Para los años 2025-2027, los ICGG crecerían en promedio en un 3,0 por ciento, en línea con la proyección de crecimiento económico y variaciones menores en los precios de exportación en estos años, lo que llevaría a que los ingresos se estabilicen en aproximadamente 19,9 por ciento del PBI.

Cabe indicar que para el periodo 2024-2027, la proyección de ingresos del IAPM registra una revisión a la baja de 0,7 puntos porcentuales (p.p.) del PBI en promedio respecto a las proyecciones del MMM, consistente con la menor recaudación obtenida en el año 2023 con relación a lo proyectado en el MMM en 0,8 p.p. del PBI (2023 MMM: 20,5 por ciento del PBI; 2023 ejecutado: 19,7 por ciento del PBI).

Por otra parte, en el IAPM se prevé que el **gasto no financiero del Gobierno General (GNFGG)** aumentaría en un 1,5 por ciento real en 2024 y se ubicaría en 20,6 por ciento del PBI (2023: 20,9 por ciento del PBI; MMM: 20,9 por ciento del PBI), en un contexto de retiro de las medidas de los planes Con Punche Perú, a lo que se añade las disposiciones que limitan la ejecución en partidas presupuestarias consideradas no críticas contenidas en el Decreto de Urgencia N° 006-2024. El gasto corriente aumentaría en un 1,7 por ciento real respecto de 2023 y se situaría en 15,4 por ciento del PBI (2023: 15,5 por ciento del PBI; MMM: 15,2 por ciento del PBI), mientras que la formación bruta de capital (FBK) crecería en un 3,7 por ciento real, alcanzando un 4,7 por ciento del PBI (2023: 4,7 por ciento del PBI; MMM: 5,1 por ciento del PBI).

Para los años 2025-2027, en el IAPM se proyecta que el GNFGG crecería en promedio en un 1,2 por ciento real y convergería a 19,6 por ciento del PBI hacia 2027 (MMM: 20,0 por ciento del PBI). En este periodo se prevé una reducción del gasto corriente como porcentaje del PBI (de 15,1 a 14,2 por ciento), sustentada por el retiro de las medidas extraordinarias de años previos y un crecimiento muy moderado del gasto en remuneraciones y bienes y servicios. En contraste, la FBK apuntaría a alrededor de 4,9 por ciento del PBI. Cabe indicar que, si bien como porcentaje del PBI en el IAPM se proyecta que el GNFGG se reducirá, en términos nominales aún se registrarían incrementos considerables de los niveles de gasto. Así, el GNFGG crecería anualmente en promedio S/ 7 600 millones en el periodo 2025-2027. Sobresale el incremento previsto de S/10,5 miles de millones en el GNFGG del año 2025.

De acuerdo con el IAPM, el **déficit fiscal del SPNF** alcanzaría 2,5 por ciento del PBI en 2024, nivel inferior en 0,3 p.p. del PBI respecto a lo registrado el año anterior (2023: 2,8 por ciento del PBI) y superior en 0,5 p.p. del PBI respecto a la regla fiscal correspondiente estipulada en la Ley N°31541 y a lo proyectado en el MMM (2,0 por ciento del PBI). La reducción del déficit fiscal respecto a 2023 se explicaría por una reducción del GNFGG (0,3 p.p. del PBI) y un incremento de los ingresos (0,2 p.p. del PBI). Esta reducción sería atenuada por el incremento del pago de intereses (0,1 p.p. del PBI) y el déficit primario de las empresas públicas no financieras (0,1 p.p. del PBI). La proyección del déficit fiscal para los años de 2025, 2026 y 2027 también se ha revisado al alza excediendo también los límites de la Ley N° 31541, y sería equivalente a 2,2, 1,8 y 1,4 por ciento del PBI, respectivamente (MMM: 1,5,

¹¹ Ver la nota al pie de página 131 del IAPM.

¹² En el IAPM se destacan como parte de estas medidas: el plan de transformación digital, las medidas anti elusivas del marco normativo de la OCDE y las facultades legislativas en materia tributaria de 2021. Según el IAPM, la implementación de este conjunto de medidas permitió que la tasa de morosidad del IGV e IR de tercera categoría se reduzca de 2,3% a 1,4%.

1,0 y 1,0 por ciento del PBI, respectivamente). De esta forma, el déficit fiscal retornaría a la regla de 1,0 por ciento del PBI recién a partir de 2028.

Respecto a la **deuda pública del SPNF**, en el IAPM se proyecta un nivel de endeudamiento bruto de 33,5 por ciento del PBI para 2024, cifra superior en 0,6 p.p. del PBI respecto a lo registrado en 2023 (32,9 por ciento del PBI). El incremento del nivel de endeudamiento se explica por el déficit fiscal (2,5 p.p. del PBI) y por la contribución de la depreciación del tipo de cambio (0,6 p.p. del PBI); en contraposición se tiene la contribución del aumento del PBI nominal (-1,8 p.p. del PBI) y la utilización de activos (-0,7 p.p. del PBI). En el periodo 2025-2027 la deuda se mantendría en ratios similares, pasando a 33,6 por ciento del PBI en 2025, 33,7 por ciento del PBI en 2026, y 33,5 por ciento del PBI en 2027. Únicamente más allá del horizonte de proyección del IAPM, prevén que la deuda pública adquiera una tendencia decreciente, reduciéndose por debajo del umbral de 30,0 por ciento del PBI en 2035 (MMM: 2032), consistente con la reducción prevista en el déficit fiscal.

Cabe señalar que, si bien en el IAPM se resalta que los **activos financieros del SPNF** representaron 10,5 por ciento del PBI al cierre de 2023, no se presenta una proyección explícita de esta variable y de la **deuda neta**. No obstante, en el IAPM consideran utilizar activos financieros del SPNF por 0,7 p.p. del PBI en 2024 y 0,4 p.p. del PBI en 2025.

Finalmente, en el IAPM se presenta una sección de **riesgos macrofiscales** donde se evalúa la sensibilidad de la trayectoria de la deuda pública a choques en distintas variables. En este análisis se consideran choques en los años 2024-2026 sobre el crecimiento económico (reducción en 1,0 p.p.), el resultado primario (reducción en 0,5 p.p. del PBI), la depreciación cambiaria (10 por ciento anual), y un escenario combinado donde también se incrementa la tasa de interés implícita (incremento de 100 puntos básicos). De los choques individuales, se destaca que la depreciación cambiaria tendría el mayor impacto sobre la trayectoria de endeudamiento, incrementando la deuda hasta niveles cercanos a 34 por ciento del PBI en 2035, cifra por encima de la regla fiscal vigente para esa fecha. Asimismo, en el IAPM se presenta un análisis de proyección estocástica de la deuda pública, el cual señala que las probabilidades de superar ratios de endeudamiento de 38 y 50 por ciento del PBI son de 25 y 5 por ciento, respectivamente.

Opinión del Consejo Fiscal sobre el IAPM

Escenario macroeconómico

Acerca del **panorama internacional**, el CF considera que las revisiones al alza en la estimación del crecimiento de la economía global de 2024 son consistentes con el dinamismo observado en los últimos indicadores de los principales países y bloques económicos, así como con lo estimado por otras instituciones¹³. Con relación a la corrección al alza en la previsión de crecimiento global para el periodo 2025-2027, el CF nota que dicha revisión contrasta con el ajuste a la baja en las previsiones de crecimiento de China en comparación con lo esperado en el MMM (-0,7 p.p.). Ante ello, el CF sugiere brindar una explicación más detallada respecto a los supuestos de crecimiento de otras economías que estarían favoreciendo el crecimiento global, más allá del ajuste a las proyecciones de crecimiento para América Latina y el Caribe (+0,2 p.p.).

¹³ Las proyecciones de corto plazo de los principales socios comerciales del IAPM se encuentran alineadas con lo esperado por el consenso de mercado ("*Consensus Forecast Major Economies*" de FocusEconomics de mayo de 2024) y por el Fondo Monetario Internacional ("*World Economic Outlook*" de abril de 2024).

Por otro lado, el CF nota que las previsiones de mediano plazo del IAPM para China aún son superiores a lo esperado por otras instituciones¹⁴. En ese sentido, se recomienda realizar un análisis más profundo y continuo de la dinámica estructural de China, a fin de integrar este aspecto en las proyecciones de crecimiento a mediano plazo de nuestros principales socios comerciales.

En cuanto a los **precios de materias primas**, el CF manifiesta que las previsiones presentadas en el IAPM son razonables, tanto para el corto como para el mediano plazo. Más aún, el CF considera pertinente que las proyecciones de precios de commodities se encuentren por debajo de lo esperado por el consenso de mercado¹⁵, a fin de no generar una sobreestimación de los recursos presupuestales disponibles para los años posteriores. El CF reitera¹⁶ que es crucial considerar que, históricamente, los precios de nuestras principales materias primas de exportación han experimentado correcciones abruptas en periodos relativamente cortos¹⁷.

Con relación al **escenario local**, el CF considera que la proyección de crecimiento económico para 2024 (3,1 por ciento) es razonable¹⁸. Sin embargo, es importante tener en cuenta que buena parte de este crecimiento se debería fundamentalmente a factores transitorios, como el rebote estadístico esperado luego de los elementos negativos que afectaron la economía en 2023, y el impulso al gasto privado transitorio que generaría la mayor liquidez producto de la liberalización de fondos del Sistema Privado de Pensiones (AFP)¹⁹ y de la Compensación por Tiempo de Servicios (CTS)²⁰, a costa de menores pensiones futuras y recursos para cubrir periodos de desempleo.

El CF opina que es adecuado que en el IAPM se describan los potenciales riesgos internos que podrían afectar el dinamismo de la economía local en 2024, como fue requerido por el CF en pronunciamientos previos²¹. Entre los riesgos mencionados se incluyen: (i) una reducción más lenta de la inflación que podría retrasar la flexibilización de la tasa de interés de política monetaria; (ii) la intensificación de los conflictos geopolíticos; (iii) la intensificación de sequías en las zonas altoandinas de Perú podría afectar la producción agrícola; y (iv) la conflictividad social y una mayor inestabilidad política²². Sin embargo, el CF señala que es fundamental, también, identificar los principales riesgos de mediano plazo que podrían afectar la trayectoria de las proyecciones macroeconómicas, como se señala más adelante.

¹⁴ Según el FMI (*World Economic Outlook Database*, abril 2024), el crecimiento promedio de China en el periodo 2025-2027 se ubicaría en 3,8% (IAPM: 4,1%). Cabe mencionar que, según el FMI, el crecimiento de China convergería a tasas inferiores a 3,6% después de 2027. Como se señala en la nota al pie 26, el impacto del crecimiento de China en el Perú es significativo.

¹⁵ En el reporte "*Consensus Forecast Commodities*" de FocusEconomics de mayo de 2024, se estima que este año el cobre alcanzaría una cotización promedio de €US\$/lb. 400 (IAPM: €US\$/lb. 380), similar a lo observado en 2022; mientras que el oro llegaría a una cotización promedio de US\$/oz.tr. 2 141 (IAPM: US\$/oz.tr. 2 000). Asimismo, para el periodo 2025-2027 se prevé que el precio promedio anual del cobre llegue a €US\$/lb. 414 (IAPM: €US\$/lb. 370), y del oro a US\$/oz.tr. 2 054 (IAPM: US\$/oz.tr. 1 800).

¹⁶ Véase informes N° 03-2023-CF y N° 01-2023-CF.

¹⁷ Por ejemplo, en el caso del cobre se han observado caídas significativas en algunos periodos: entre enero y abril de 2020, el precio promedio mensual cayó -16,3%; entre abril y julio de 2022, -26,1%; y, entre abril y octubre de 2023, -9,9%.

¹⁸ La proyección de crecimiento del PBI para 2024 del IAPM (3,1%) es razonable incluso al encontrarse por encima de lo esperado por otros analistas e instituciones a la fecha: BCP (mar-24): 3,0%, Encuesta de Expectativas del BCRP - Analistas Económicos (abr-24): 2,7%, Banco Mundial (abr-24): 2,7%, BBVA (mar-24): 2,7%, Oxford Economics (may-24): 2,6%, FMI (abr-24): 2,5%, FocusEconomics (may-24): 2,4%.

¹⁹ De acuerdo con la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS) con el séptimo retiro aprobado se podrían extraer fondos por hasta S/ 34,2 mil millones (aproximadamente 3,2% del PBI). Esto podría generar en 2024 un avance transitorio del PBI no primario mayor al previsto en el IAPM, pero con efectos adversos en años posteriores.

²⁰ El pasado 2 de mayo el Pleno del Congreso aprobó autorizar el retiro del 100% la CTS. Según la SBS, de utilizarse la totalidad de fondos disponibles, se inyectaría aproximadamente S/ 9 mil millones adicionales a la economía (0,9% del PBI).

²¹ Véase informes N° 03-2023-CF y N° 01-2023-CF.

²² Es preciso añadir que en el IAPM también se mencionan factores que podrían incidir en una mayor recuperación económica en 2024: (i) los precios más altos de las materias primas, que podrían impulsar la actividad económica, la recaudación fiscal y la inversión minera; y (ii) la consolidación de la confianza empresarial y el lanzamiento de nuevos proyectos de inversión.

Respecto al crecimiento esperado en 2025 (3,0 por ciento), si bien la proyección es marginalmente inferior a lo contemplado en el MMM (3,1 por ciento), el CF considera que todavía muestra un sesgo optimista²³, no solo porque las condiciones económicas previstas serían menos auspiciosas (especialmente una disminución en el impulso económico global²⁴), sino también por la presencia de un importante efecto base negativo en ese año. En efecto, el próximo año no habrá un efecto base positivo (como en 2024), sino que habría uno negativo por la reversión del efecto estadístico y el mayor gasto privado por los retiros de fondos de las AFP y CTS del año previo. Además, el incremento de la incertidumbre política por las elecciones de 2026 podría afectar negativamente a las decisiones de inversión privada.

En ese sentido, el CF expresa que, dentro de las proyecciones del próximo MMM, es importante que se cuantifique adecuadamente el efecto transitorio positivo sobre el crecimiento que podría resultar de los retiros de fondos de las AFP y CTS en 2024, por su efecto inverso para el crecimiento económico de 2025. Ello implica que cualquier subestimación de este impacto en 2024 significaría una sobreestimación en la proyección de crecimiento del próximo año. Esto es relevante porque la proyección del crecimiento de 2025 tiene implicancias directas en el techo del presupuesto público de dicho año. Por ello, el CF sugiere que el análisis de las previsiones para 2025 del próximo MMM sea más detallado, separándolo del de otros años e incluyendo una evaluación de riesgos y escenarios.

En cuanto a la proyección de crecimiento del PBI para el periodo 2026-2027 (2,9 por ciento en promedio), a pesar del ajuste a la baja de -0,3 p.p. respecto a lo esperado en el MMM, sigue superando el crecimiento potencial de los últimos años (estimado en alrededor de 2,5 por ciento para el periodo 2024-2027). El CF reitera²⁵ que alcanzar cifras de crecimiento en torno a 3,0 por ciento constituirá uno de los principales retos en materia económica para el mediano y largo plazo, en un contexto de menor productividad y capital humano, factores que se han visto aún más deteriorados a raíz de la pandemia; y de bajos niveles de ahorro privado, como consecuencia de los sucesivos retiros de fondos de las AFP y CTS. Adicionalmente, el CF menciona que, pese a que la reducción en la previsión de crecimiento de mediano plazo del IAPM refleja el menor dinamismo proyectado para China, podría existir aún la posibilidad de que se esté subestimando la magnitud de esta corrección²⁶.

En la misma línea, el CF identifica varios riesgos de mediano plazo que podrían afectar la senda de crecimiento económico proyectado. En primer lugar, la postergación continua de proyectos mineros importantes²⁷ podría dificultar la expansión prevista de la inversión privada y la oferta primaria de productos metálicos. En segundo lugar, los proyectos ejecutados bajo la modalidad de APP también

²³ La proyección de crecimiento del PBI para 2025 del IAPM se encuentra por encima de lo esperado por otros analistas e instituciones a la fecha: Encuesta de Expectativas del BCRP - Analistas Económicos (abr-24): 2,9%, BBVA (mar-24): 2,9%, FocusEconomics (may-24): 2,7%, FMI (abr-24): 2,7%, BCP (mar-24): 2,5%, Banco Mundial (abr-24): 2,4%, Goldman Sachs (may-24): 2,1%, Barclays Capital (may-24): 2,0%.

²⁴ De hecho, el crecimiento de socios comerciales en 2025 fue revisado a la baja en 0,2 p.p., especialmente ante el menor crecimiento previsto en economías emergentes como China.

²⁵ Véase informes N° 03-2023-CF, N° 01-2023-CF y N° 04-2022-CF.

²⁶ Cabe destacar que, por 1 p.p. de menor crecimiento de China, el crecimiento de Perú podría reducirse en alrededor de 0,8 p.p. en el primer año. Véase Rodríguez y Vassallo (2021). *"Impacto de Choques Externos sobre la Economía Peruana: Aplicación Empírica usando Modelos TVP-VAR-SV"*. Disponible en https://bit.ly/DI_001-2021-CF.

²⁷ Para la senda de proyección de mediano plazo, el IAPM toma como sustento sobre todo a proyectos mineros que han venido postergando su inicio de construcción reiteradamente. Por ejemplo, el proyecto Integración Coroccohuayco (US\$ 1 500 millones) viene retrasado por al menos siete años (a 2026); Zafranal (US\$ 1 263 millones), cinco años (a 2025); y Corani (US\$ 579 millones), al menos siete años (a 2025). Cabe mencionar que el Proyecto Yanacocha Sulfuros (US\$ 2 500 millones) fue retirado de la cartera de proyectos mineros considerada en el IAPM. Asimismo, recientemente se dio a conocer que el Perú pasó al puesto 59 de 86 países en el ranking del Índice de Atractivo a la Inversión de la Encuesta Anual de Compañías Mineras 2023 del Instituto Fraser, luego de ubicarse en el puesto 34 de 62 países en 2022.

enfrentan el riesgo de sufrir retrasos debido a la falta de cronogramas de ejecución concretos²⁸. En tercer lugar, una disminución en el ahorro estructural de la economía podría comprometer la acumulación de capital físico y afectar el crecimiento a mediano y largo plazo²⁹. Adicionalmente, el crecimiento proyectado en el IAPM por encima del crecimiento potencial estimado resultará desafiante³⁰, lo que resalta la urgencia de implementar medidas para mejorar la competitividad y productividad de la economía.

Finalmente, el CF reitera la necesidad de que en la próxima publicación del MMM se incluya una evaluación exhaustiva de los factores que han contribuido al aumento de la pobreza por segundo año consecutivo y, especialmente, al deterioro de las condiciones de vida de los estratos más vulnerables de la población, reflejado en el incremento de la pobreza extrema³¹. Este análisis resulta fundamental para orientar eventuales ajustes en la implementación de las políticas públicas, con el propósito de restablecer mejoras en el ámbito social hacia niveles anteriores a la pandemia.

Sobre el anuncio de modificación de reglas y la institucionalidad fiscal

Con relación a la modificación de las reglas fiscales anunciada en el IAPM, el CF señala que el procedimiento para la modificación de las reglas fiscales está establecido en el marco fiscal vigente³². Este procedimiento establece que los cambios a las reglas fiscales se tramitan a través de proyectos de ley, que deben enviarse al Consejo Fiscal para su opinión previa. El CF considera importante respetar dicho procedimiento, pues la remisión de un proyecto de ley permite generar un amplio debate público en torno a la modificación de las reglas fiscales en el que participan los poderes Ejecutivo y Legislativo. Respetar este procedimiento permite, además, contar con la opinión técnica del Consejo Fiscal de manera oportuna, así como la de otros analistas (academia, instituciones internacionales, entre otros).

²⁸ De acuerdo con el IAPM, se prevé el afianzamiento de las inversiones de la cartera APP adjudicada en 2023 (US\$ 2 300 millones). Además, en 2024 se adjudicarían 27 proyectos bajo la modalidad de APP y Proyectos en Activos (PA) por más de US\$ 8 mil millones, de los cuales hasta abril de 2024 se han adjudicado dos: el Terminal Portuario San Juan de Marcona (US\$ 405 millones) y el Anillo Vial Periférico (US\$ 3 396 millones). Sin embargo, respecto a este último proyecto, la materialización de su ejecución se encuentra sujeta a la liberación de alrededor de 2 465 predios. Además, la experiencia revela un rezago importante entre la adjudicación de los proyectos y la ejecución y puesta en marcha de estos.

²⁹ Al respecto, la evidencia sugiere que países con bajos niveles de ahorro privado tienden a tener un desempeño macroeconómico deficiente a mediano y largo plazo. Para mayor detalle, se sugiere revisar: (i) Ribaj y Mexhuani (2021), “*The impact of savings on economic growth in a developing country (the case of Kosovo)*”; (ii) Ebeke (2014), “*Private saving accelerations*”; (iii) Alkin (2016), “*The problematic of savings: the case of Turkey as an emerging market economy*”.

³⁰ Según estimaciones de la Dirección de Estudios Macrofiscales del Consejo Fiscal (DEM-STCF), el crecimiento potencial de la economía peruana se ubicaría en torno a 2,5% en el periodo 2024-2027. Para mayor detalle sobre la metodología utilizada, véase Sánchez y Vassallo (2023), “*Midiendo el PBI potencial peruano tras la pandemia del COVID-19: un filtro multivariado extendido*”. Disponible en https://bit.ly/DI_003-2023_CF.

³¹ El Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI) estima que la pobreza monetaria afectó al 29% de la población total en 2023, incrementándose por segundo año consecutivo y acercándose a los niveles observados durante la pandemia del COVID-19 (2020: 30,1%), lo que representa un aumento de 8,8 p.p. respecto a los niveles prepandemia (2019: 20,2%). La pobreza extrema, afectó al 5,7% de la población, superando incluso el nivel registrado durante la pandemia en 2020 (5,1%), y siendo significativamente superior al alcanzado en 2019 (2,9%). Asimismo, en 2023, la brecha del gasto de los pobres respecto al costo de la canasta básica aumentó en 0,4 p.p. en comparación con 2022, y en 3,0 p.p. en comparación con 2019. Además, la severidad de la pobreza (que mide la desigualdad entre los pobres) aumentó en 0,1 p.p. respecto a 2022, y en 1,3 p.p. respecto a 2019. Por otro lado, según el Instituto Peruano de Economía (IPE), desde 2019, alrededor de 1,8 millones de peruanos han salido de la clase media para pasar a situaciones de vulnerabilidad o pobreza. En Lima Metropolitana y el Callao el porcentaje de población calificada como clase media ha bajado de 60% en 2019 a 47% en 2023.

³² Establecido en el artículo 7 del MRTF-SPNF (Decreto Legislativo N° 1276) y los artículos 10, 11 y 12 de su reglamento (DS N° 150-2017-EF).

Por otra parte, el CF destaca que la participación del Congreso de la República en la modificación de las reglas fiscales se considera una buena práctica internacional. En particular, la OCDE (2023)³³ señala que: *“El Parlamento debe tener la oportunidad de revisar y aprobar el marco fiscal o modificaciones significativas al mismo, en particular sobre las reglas fiscales y el marco presupuestal de mediano plazo”*. Asimismo, se señala que: *“cambios importantes en el marco fiscal deben estar precedidos de un periodo de participación pública informada”*.

Incluso si se decide que los parámetros de las reglas fiscales sean modificados mediante decreto legislativo, tal como ha solicitado el Gobierno, el CF considera importante que se solicite su opinión técnica, no vinculante, de manera previa a la emisión de la norma correspondiente.

Proyecciones fiscales

Con relación a la proyección de **ingresos públicos**, el CF considera que la previsión para los años 2024-2027 es acorde con las perspectivas macroeconómicas del IAPM y con la menor recaudación de ingresos fiscales obtenida en 2023. El CF resalta que la menor recaudación de ingresos de 2023 es uno de los principales factores detrás del incumplimiento de las reglas fiscales en ese año y de la revisión a la senda fiscal para los años 2024-2027, lo cual fue oportunamente advertido por el CF³⁴.

En esa línea, el CF señala que los principales riesgos de proyección de ingresos se asocian a desvíos significativos en los supuestos macroeconómicos utilizados para su elaboración, como sucedió en 2023. Como se mencionó anteriormente, el CF considera que la proyección de PBI para 2025 podría estar sujeta a un efecto estadístico negativo, mientras que la proyección de mediano plazo del PBI se encuentra por encima del potencial.

El CF observa que, en ausencia de medidas de política, los ingresos no asociados a recursos naturales previstos en el IAPM se mantendrían en torno al 18,1 por ciento del PBI, cifra similar al promedio registrado previo a la pandemia³⁵ y alrededor de 0,7 p.p. del PBI inferior a lo previsto en el MMM³⁶. En contraste, los ingresos de carácter transitorio, provenientes de recursos naturales e ingresos extraordinarios, se mantendrían en niveles elevados³⁷. En ese sentido, el CF considera que, para que el proceso de consolidación propuesto sea creíble y sostenible, se debe ahorrar la mayor parte de los ingresos de carácter transitorio y extraordinario, toda vez que se mantengan en niveles elevados.

Al mismo tiempo, el CF concuerda con lo señalado en el IAPM sobre la necesidad de implementar medidas que permitan incrementar los ingresos de carácter permanente. Para el CF, la informalidad de la economía añade restricciones a la implementación de medidas tributarias, por lo que las modificaciones a los regímenes tributarios que afecten a las pequeñas y medianas empresas³⁸ deben

³³ OECD (2023), “OECD Best Practices for Parliaments in Budgeting”. Disponible en: https://read.oecd-ilibrary.org/governance/oecd-best-practices-for-parliaments-in-budgeting_33109e15-en#page4.

³⁴ El CF advirtió sobre rebajas en la proyección de ingresos de 2023 debido al sesgo optimista de la proyección del PBI. Véase informes N° 01-2023 y N° 03-2023. Sin perjuicio de ello, el incumplimiento de la regla de déficit fiscal en 2023 también se explica por la aprobación y ejecución de gastos por encima de lo originalmente presupuestado a lo largo del ejercicio fiscal 2023. Tales gastos, que fueron financiados esencialmente con recursos de la Reserva Secundaria de Liquidez mediante las Leyes N° 31728 (abril) y N° 31912 (octubre), se utilizaron principalmente para el financiamiento de los planes Con Punche Perú, en los cuales se gastó aproximadamente S/ 10,8 mil millones.

³⁵ En promedio 18,0% del PBI para 2015-2019.

³⁶ En promedio 18,9% del PBI para 2024-2027 según el MMM.

³⁷ En el IAPM, se prevé que los ingresos asociados a recursos naturales ascenderían a 1,7% del PBI en promedio para 2024-2027, cifra superior al 1,1% del PBI registrado en promedio para los años 2015-2019. Con relación a los ingresos extraordinarios, en 2024 se registraría el pago de la deuda tributaria de una empresa de telecomunicaciones por alrededor de 0,07% del PBI, mientras que para 2025 el IAPM prevé el registro asociado a la venta de una empresa eléctrica.

³⁸ El pedido de facultades legislativas, realizado el 3 de mayo de 2024, propone la creación de un régimen Emprendedor para contribuyentes que generan rentas de menor tamaño y la eliminación del régimen Especial del Impuesto a la Renta (RER) y del Régimen MYPE Tributario.

ser calibradas considerando esta restricción. Asimismo, el CF considera que es igual de importante evitar medidas que erosionen la base tributaria, práctica que se viene realizando de manera frecuente en los últimos años. Al respecto, el CF observa que entre los años 2022-2024 se aprobaron cuatro leyes con un costo fiscal estimado en S/ 1 316 millones³⁹. Actualmente, se observan iniciativas impulsadas por el Legislativo⁴⁰ y por el Ejecutivo⁴¹ que buscan la extensión de beneficios tributarios, con un impacto fiscal estimado en S/ 467 millones. A juicio del CF, el MEF debería pronunciarse de manera oportuna ante iniciativas legislativas que afecten la recaudación tributaria, en línea con lo establecido en la Declaración de Principios de Política Fiscal del MMM que propone la racionalización de exoneraciones tributarias poco efectivas y concentrados en pocos beneficiarios.

Respecto a la **metodología oficial de cálculo de las cuentas estructurales**, el CF reitera que esta necesita ser revisada debido a problemas en las estimaciones del PBI potencial y de los precios tendenciales⁴². En el caso del PBI potencial, la metodología actual no corrige el impacto de la COVID-19, lo cual, ligado a otros factores, estaría sobreestimando el cálculo actual del PBI potencial. Por su parte, el cálculo de los precios tendenciales mediante promedios móviles a 15 años (11 años hacia atrás, el año actual y la proyección de los siguientes 3 años) está sobreestimando el nivel tendencial de los precios de minerales⁴³.

En cuanto al **gasto no financiero del Gobierno General**, el CF resalta que en el periodo 2024-2027 sus niveles se determinan a partir de la propuesta del déficit fiscal y no necesariamente sobre límites prudentes en aumentos del gasto, acordes con proceso de consolidación fiscal y el objetivo de darle un manejo menos procíclico. El CF advierte que la senda de GNFGG prevista en el IAPM podría estar sujeta a presiones adicionales que, en caso de materializarse, conllevarían a continuar aplazando el proceso de consolidación fiscal. Dichas presiones provienen de las iniciativas legislativas que crean mayores gastos públicos permanentes, sobre todo en personal y pensiones⁴⁴. En ese sentido, el CF considera necesario establecer un control riguroso del crecimiento del gasto público sin dejar de incidir en la necesidad de gestionar por resultados.

El CF opina que las revisiones efectuadas a la composición del gasto público (como el haber revisado al alza el nivel de gasto en remuneraciones) hacen más realista el cumplimiento de la proyección de

³⁹ Estas son: (i) la ley 31566, que establece una tasa de IGV especial para restaurantes y actividades turísticas; (ii) la ley 31962, que sincera los intereses por devoluciones de pagos de tributos en exceso; (iii) la ley 31543, que modifica la ley de la Zona Franca de Tacna; y (iv) la ley 31969, que impulsa la competitividad y empleo en los sectores textil y agrario. Las tres primeras leyes tendrían un costo fiscal de S/ 1 075 millones según el MEF. Por su parte, la cuarta ley señalada tendría un costo fiscal parcial de S/ 241 millones según estimaciones de la DEM-STCF.

⁴⁰ El 2 de mayo de 2024 se aprobó el Dictamen que propone reducir de 18% a 8% la tasa de IGV para peluquerías y centros de belleza. El MEF, en su opinión al dictamen, calcula un costo fiscal de S/ 17 millones anuales.

⁴¹ Propuesta del Ministerio de Desarrollo Agrario y Riego. Esta propuesta busca reducir la tasa de IR del sector agropecuario de 29,5% a 15%, beneficio tributario similar al eliminado con la ley N° 31110 (2020). El costo fiscal de la propuesta sería de aproximadamente S/ 450 millones anuales, considerando el costo fiscal del beneficio tributario antes de su eliminación (ver principales gastos tributarios 2021 del MMM 2020-2024).

⁴² Conforme al MRTF-SPNF el CF tiene la función de pronunciarse sobre cambios en la metodología de cálculo de las cuentas estructurales. Véase informes N° 02-2022-CF, N° 01-2023-CF y N° 03-2023-CF.

⁴³ Para 2022, año en que se registró un nuevo máximo histórico en los precios nominales de exportación minera, el precio potencial para el sector minería se calcula utilizando los precios observados desde 2011, año en que se registró el máximo histórico previo. En este caso, calcular el nivel potencial a partir de la información entre dos picos de precios consecutivos, genera una sobreestimación del nivel potencial y, por ende, de los ingresos estructurales.

⁴⁴ Con relación a las propuestas de reforma del sistema de pensiones, el CF ha informado al Congreso de la República que en su opinión las propuestas legislativas impulsadas tanto por el Poder Ejecutivo como por el mismo Congreso no tenían un análisis integral sobre los costos fiscales que podrían acarrear tales propuestas. Se indicó también que este tipo de propuestas generaría mayores desequilibrios fiscales como consecuencia del mayor gasto público y el no definir cómo se financiará el mismo.

algunos rubros de gasto respecto a lo que se preveía en el MMM⁴⁵. Sin embargo, el CF observa que la senda de gasto propuesta en el IAPM plantea un ajuste importante hacia 2027, trasladando el esfuerzo de priorizar los compromisos de gasto a la siguiente administración. En ese sentido, el CF considera relevante que se realicen los esfuerzos necesarios por consolidar la senda del gasto desde esta misma gestión, para lo cual resulta fundamental limitar el crecimiento del gasto permanente⁴⁶, y materializar el objetivo planteado en los últimos MMM de disminuir el gasto público ineficiente.

Como previamente advirtió el CF, la revisión al alza del gasto en remuneraciones para 2024 refleja la inconsistencia que hubo entre el MMM y el presupuesto. En ese sentido, el CF recomienda mejorar la integración entre el MMM y la información que se obtiene del proceso presupuestario para anticipar oportunamente los riesgos al incumplimiento de las reglas fiscales. Con relación al gasto en remuneraciones de mediano plazo, el CF observa que la senda planteada en el IAPM no refleja las múltiples presiones y compromisos que actualmente existen para incrementar este tipo de gasto⁴⁷. En ese sentido, el CF considera positiva la iniciativa del Gobierno para que el proceso de negociaciones colectivas sea acorde con las reglas fiscales, tal como se ha solicitado en el proyecto de delegación de facultades. Sin perjuicio de ello, el CF considera importante resaltar que solo durante 2023 y 2024 el gasto en remuneraciones habrá crecido 0,6 p.p. del PBI (de 5,9 por ciento del PBI en 2022 a 6,5 por ciento del PBI en 2024). Este fuerte incremento del gasto en remuneraciones, en un contexto en el que se buscaba avanzar en la consolidación fiscal (como planteaban la Ley N° 31541 y los MMM de agosto de 2022 y agosto de 2023), refleja la necesidad de mejorar el diseño de las reglas fiscales de gasto. El actual diseño de estas reglas limita el crecimiento del gasto no financiero y el crecimiento del gasto corriente sin mantenimiento basado en un crecimiento promedio de largo plazo del PBI y no corrige por gastos extraordinarios como los efectuados durante toda la época de la pandemia. Ello ocasiona que las reglas de gasto se cumplan de manera holgada y sean irrelevantes en el actual manejo fiscal puesto que se parte de niveles de gasto históricamente elevados. Así, el CF nota que parte de los gastos temporales generados durante la pandemia han sido reemplazados por gastos de carácter permanente lo cual contribuye a tener mayores niveles de gasto que devienen en inconsistencia de las reglas. Un sinceramiento en estos topes es algo de real importancia en las actuales circunstancias.

Respecto a la inversión pública, el CF advierte que la proyección para 2024 presenta riesgos al alza, producto del importante dinamismo registrado en los primeros cuatro meses del año⁴⁸ y del efecto base por la menor ejecución de los gobiernos subnacionales durante 2023⁴⁹. Así, para alcanzar la proyección del IAPM, la inversión pública tendría que disminuir en un 3,8 por ciento real entre mayo y diciembre de 2024⁵⁰, lo cual, en opinión del CF, sería poco factible. Ello también podría dificultar el logro de la nueva meta de déficit fiscal.

⁴⁵ Estos ajustes evidencian la dinámica que se repite sistemáticamente en las proyecciones oficiales del MEF, en la cuales se tiende a subestimar el gasto corriente y sobreestimar la inversión pública, como se ha mencionado en opiniones previas (ver Informe N° 01-2023-CF).

⁴⁶ En especial cuando no esté financiado con mayores ingresos permanentes.

⁴⁷ Entre ellas se encuentran la demanda por condiciones económicas en negociaciones colectivas, el tránsito al servicio civil, un saldo de sentencias judiciales elevado, y el incremento de las leyes del Congreso que impactan en el gasto en personal.

⁴⁸ Entre enero y abril de 2024, la inversión pública del GG aumentó en 33,5% real.

⁴⁹ Asociado al primer año de entrada de autoridades subnacionales. Entre mayo y diciembre de 2023, la inversión pública de los gobiernos subnacionales cayó 7,8% real.

⁵⁰ Equivalente a una caída nominal de S/ 528 millones respecto al mismo periodo de 2023.

Para los siguientes años, si bien la proyección de inversión pública propuesta en el IAPM prevé un crecimiento más cercano a los niveles observados históricamente (en contraste al MMM⁵¹), el CF nota que existen presiones para aumentar la inversión pública en el corto y mediano plazo⁵², lo que podría dificultar el cumplimiento de la senda de consolidación fiscal. Reconociendo la necesidad de realizar las inversiones necesarias para cerrar la brecha de infraestructura del país, el CF recomienda establecer mecanismos para priorizar la ejecución de obras públicas, de acuerdo con la capacidad de recaudación de ingresos permanentes.

En este contexto, el CF coincide con lo expresado en el IAPM respecto a que la mejora en la eficiencia del gasto público debe ser uno de los principales objetivos de política fiscal. Sin embargo, se advierte que a la fecha no se presenta un plan concreto que establezca medidas específicas para obtener ganancias de eficiencia. En ese sentido, el CF recomienda elaborar un análisis minucioso e integral que evalúe y cuantifique las ineficiencias del gasto público con el objetivo de establecer políticas focalizadas a fin de mejorar la calidad del gasto. Para ello, sería apropiado que se evalúe y actualicen las herramientas vinculadas al presupuesto por resultados vigentes desde 2008. Asimismo, el CF recomienda que se elabore un estudio de balance de medidas transitorias adoptadas en los últimos años y su impacto en la asignación presupuestal con perspectiva multianual.

Respecto a la proyección del **déficit fiscal**, el CF nota que la ampliación del déficit para los años 2024 y 2025 es explicada por la revisión a la baja en la proyección de los ingresos, la cual no es compensada por un ajuste proporcional en la proyección de gastos no financieros. Considerando que el déficit fiscal registrado en 2023 fue superior al previsto y que esta tendencia no se ha revertido en los primeros meses de 2024⁵³, el eventual relajamiento de la meta de déficit fiscal facilitará su cumplimiento en el corto plazo, aunque no por ello estará exenta de riesgos. Como se mencionó anteriormente, es necesario que el Gobierno continúe con los esfuerzos de racionalización del gasto, ajustando el presupuesto público a la nueva previsión de ingresos fiscales permanentes y evaluando medidas para controlar su crecimiento en 2025.

Con relación a la proyección del déficit fiscal de mediano plazo, el CF resalta que el mayor esfuerzo de consolidación se concentra entre los años 2026 y 2028, periodo que corresponde a una nueva administración de gobierno. En estos años, la reducción del déficit fiscal sería explicada por una reducción continua del gasto no financiero en alrededor de 0,4 p.p. del PBI por año. Como se señaló en informes previos⁵⁴, el CF considera que postergar el esfuerzo de consolidación fuera de la gestión de gobierno actual puede generar un problema de inconsistencia temporal⁵⁵, restando credibilidad al compromiso de reducir el déficit fiscal en el mediano plazo. Además, el CF reitera que, una vez se definan los nuevos límites de las reglas fiscales, los mismos deben ser entendidos como un tope y no

⁵¹ En el MMM se estimaba que entre 2025 y 2027 la inversión pública del GG se situaría, en promedio, a un nivel de 5,5% del PBI. En contraste, en el IAPM este promedio se revisó a 4,9% del PBI, una reducción de 0,5 p.p. del PBI, en línea con las observaciones realizadas por el CF (ver Informe N° 01-2023-CF).

⁵² Entre los principales factores que podrían incrementar la inversión pública por encima de lo proyectado en el IAPM se encuentra la cartera de proyectos que podría ser ejecutada mediante la modalidad de Gobierno a Gobierno. Recientemente el ministro de Transportes y Comunicaciones informó que el sector viene impulsando un paquete de inversión por más de US\$ 37 mil millones para la ejecución de proyectos ferroviarios, las Líneas 3 y 4 y la Nueva Carretera Central. Por otro lado, también se encuentran la inversión asociada a los planes de endeudamiento de la Municipalidad Metropolitana de Lima, la necesidad de nuevos proyectos por los Juegos Panamericanos 2027, los proyectos complementarios en el Puerto de Chancay, entre otros.

⁵³ El déficit fiscal acumulado a 12 meses a abril de 2024 asciende a 3,6% del PBI.

⁵⁴ Ver informes N° 01-2023-CF, N° 04-2022-CF, N° 02-2022-CF, N° 05-2021-CF y N° 04-2021-CF.

⁵⁵ El problema de inconsistencia temporal hace referencia a que existen incentivos para posponer indefinidamente el proceso de consolidación conforme se acerca el periodo de mayor reducción del déficit.

una meta de proyección, por lo que en la programación y formulación presupuestal no debería usarse todo el espacio permitido por la regla del déficit fiscal.

En cuanto a la proyección de **endeudamiento público**, el CF señala que la revisión al alza de la trayectoria de la deuda bruta para el periodo 2024-2027 es consistente con la actualización de supuestos macrofiscales, en particular con la revisión a la senda de déficit fiscal. A pesar del incremento en la trayectoria de endeudamiento, el CF considera que estabilizar la deuda en niveles cercanos al 33,5 por ciento del PBI durante el horizonte de proyección del IAPM no supone un problema de sostenibilidad fiscal en el escenario base y en la medida que la dinámica del gasto público se mantenga vinculada a la capacidad de recaudación fiscal. En el largo plazo, el CF reitera⁵⁶ que reducir el nivel de endeudamiento por debajo del umbral de 30 por ciento del PBI dependerá de la capacidad de mantener resultados primarios superavitarios durante periodos de tiempo prolongados. Bajo las proyecciones del IAPM, esto implica alcanzar un superávit primario de 0,8 por ciento del PBI en 2028 y sostenerlo hasta 2035. A falta de un contexto macroeconómico favorable, el CF considera que alcanzar y mantener resultados primarios superavitarios requiere de reformas no contempladas en el IAPM, para asegurar el control del gasto público y la generación de mayores ingresos permanentes.

Con relación al **endeudamiento neto**, el CF opina que esta variable debió incluirse en el conjunto de proyecciones fiscales publicadas en el IAPM, especialmente cuando parte de la estabilización de la deuda bruta es explicada por el uso de activos entre 2024 y 2025. El CF recuerda que la deuda neta es un indicador clave de la política fiscal al resumir el tamaño de las obligaciones financieras del Estado respecto al tamaño de sus recursos financieros disponibles. En ese sentido, el CF recomienda transparentar la trayectoria de endeudamiento neto en el próximo MMM en un contexto en el que, si bien se prevé estabilizar el nivel de endeudamiento bruto, los activos financieros del SPNF vienen reduciéndose constantemente⁵⁷.

Sobre los **activos financieros del SPNF**, el CF nota que la disponibilidad de recursos líquidos se ha visto limitada en los últimos años. En particular, el CF observa que los recursos acumulados en la Reserva Secundaria de Liquidez (RSL) han sido empleados casi en su totalidad al cierre de 2023⁵⁸. Considerando que este mecanismo de acumulación y uso de recursos de la RSL puede limitar la incorporación de recursos en el Fondo de Estabilización Fiscal (FEF)⁵⁹, el CF reitera su recomendación de transparentar los saldos y movimientos de la RSL⁶⁰, de forma similar a lo que ocurre con el FEF. En los próximos años, el CF considera importante recuperar la disponibilidad de activos líquidos (*buffers*) suficiente para enfrentar escenarios adversos, especialmente cuando el país es vulnerable a eventos no previstos tales como desastres naturales, crisis internacionales, entre otros.

Respecto a los riesgos fiscales el CF nota que, si bien se ha registrado una reducción moderada en años recientes, la proporción de la deuda emitida en moneda extranjera todavía se mantiene por encima de los niveles prepandemia⁶¹. Esto ha aumentado la sensibilidad del endeudamiento a

⁵⁶ Ver Informes N° 03-2023-CF y N° 01-2023-CF.

⁵⁷ Desde un máximo de 17,8% del PBI en 2015, los activos financieros del SPNF vienen reduciéndose constantemente, siendo de 13,7% del PBI en 2019 y 10,5% del PBI en 2023.

⁵⁸ Según la información de IAPM previos, en 2022 y 2023 la RSL recibió recursos por 1,5 y 1,0 p.p. del PBI, respectivamente. Sin embargo, a cierre de 2023, la RSL y otros fondos públicos con fines específicos ascienden a 0,2% del PBI.

⁵⁹ Según el artículo 18 del DL N°1276 y el artículo 16 del DL N°1441, tanto el FEF como la RSL tienen como fuente de financiamiento el saldo presupuestal de libre disponibilidad del Tesoro Público en la fuente de financiamiento de Recursos Ordinarios (RO) al cierre de cada año fiscal. En la práctica, el orden de prelación de estos recursos ha favorecido la acumulación de activos líquidos en la RSL antes que en el FEF.

⁶⁰ Ver Informe N°03-2023-CF.

⁶¹ La proporción de la deuda externa respecto al total de la deuda pública paso de 31,8% en 2019 a 48,0% en 2023.

variaciones del tipo de cambio, pues incrementos de la depreciación cambiaria se trasladan hacia un mayor saldo de la deuda y un mayor pago de intereses. Considerando la volatilidad inherente del tipo de cambio⁶², el CF reitera la importancia de seguir impulsando la solarización de la deuda, tal como se espera en el IAPM y se señala en la Estrategia de Gestión Integral de Activos y Pasivos (EGIAP)⁶³.

Por otra parte, el CF observa que la calificación soberana del país se ha deteriorado de forma recurrente en los últimos años. Desde diciembre de 2020, la calificación crediticia del Perú ha sido revisada hacia perspectivas negativas y ha sufrido diversas rebajas⁶⁴, principalmente asociadas a la inestabilidad política y la debilidad institucional en un contexto de menor crecimiento económico. El CF advierte que la pérdida del grado de inversión es un riesgo latente para el mediano plazo, y su materialización tendría un impacto significativo sobre el costo de financiamiento al que acceden tanto el gobierno como el sector privado, a través de los mercados de capitales⁶⁵.

En el largo plazo, el CF destaca dos grupos de factores a través de los cuales se puede poner en riesgo la trayectoria de endeudamiento público. En primer lugar, resaltan los factores que pueden llevar a que la trayectoria de déficit persista por encima de los niveles necesarios para estabilizar el nivel de endeudamiento a un nivel prudente. En este caso, la materialización de presiones de gasto y la reducción del nivel de ingresos permanentes son riesgos fiscales relevantes que pueden presionar el nivel de endeudamiento público al alza. En segundo lugar, destacan los factores que pueden dificultar la dinámica de endeudamiento, tales como el ritmo de crecimiento económico y el costo de financiamiento real⁶⁶. En este caso, una disminución del crecimiento potencial o un incremento permanente en las tasas de interés incrementan el esfuerzo fiscal necesario para estabilizar la deuda pública y, por tanto, dificultan el cumplimiento del proceso de consolidación fiscal. Por ello, el CF enfatiza la importancia de que la necesaria consolidación fiscal esté acompañada de reformas estructurales que la faciliten.

CONCLUSIONES

El CF considera que la proyección del **crecimiento de la economía global** del IAPM para 2024 (3,1 por ciento) es adecuada. No obstante, se requiere más detalles sobre los supuestos de revisión al alza para el periodo 2025-2027, considerando especialmente la revisión a la baja de la economía china. Asimismo, el CF considera que, por prudencia fiscal, es positivo que las estimaciones de los **precios de materias primas** en el corto y mediano plazo sean relativamente conservadoras, considerando la volatilidad que podrían experimentar estos precios.

⁶² Cabe señalar que episodios de volatilidad cambiaria suelen estar relacionados a múltiples riesgos adicionales, tanto de carácter interno como externo. En ese sentido, la estrategia más adecuada para enfrentar un alza abrupta del tipo de cambio dependerá de la naturaleza del choque detrás de dicho escenario.

⁶³ De acuerdo con el IAPM, se proyecta una reducción de la proporción de la deuda externa respecto al total de la deuda pública, de 48% en 2023 a 40% en 2027; en línea con el análisis de escenarios base y optimista planteado en la EGIAP 2024-2027.

⁶⁴ En diciembre de 2020, Fitch colocó la calificación en perspectiva negativa, reduciéndola de BBB+ a BBB en octubre de 2021, y manteniendo una nueva perspectiva negativa desde octubre 2022. En mayo de 2021, Moody's colocó la calificación crediticia en perspectiva negativa, para luego reducirla de A3 a Baa1 en setiembre de 2021, manteniendo una nueva perspectiva negativa desde enero de 2023. En octubre de 2021, S&P colocó la calificación en perspectiva negativa, para luego reducirla de BBB+ a BBB en marzo de 2022. En diciembre de 2022, S&P volvió a colocar la calificación en perspectiva negativa y la redujo de BBB a BBB- en abril de 2024.

⁶⁵ Para una discusión más amplia sobre del impacto de la pérdida del grado de inversión o rebajas de calificación crediticia, véase el recuadro N° 2 del RT N° 04-2021-CF.

⁶⁶ En la literatura económica, estos factores se conocen como “*r-g*”. Para más información sobre el tema, véase Mauro y Zhou (2021), “*r-g < 0: Can We Sleep More Soundly?*”.

El CF encuentra razonable la proyección de crecimiento para 2024 (3,1 por ciento) en **el escenario macroeconómico local**, destacando la posibilidad de un crecimiento aún mayor debido a factores transitorios como el rebote estadístico esperado y la mayor liquidez por el retiro de fondos de las AFP y CTS. Sin embargo, el CF señala que este último factor podría tener un efecto base negativo en la proyección de crecimiento para 2025, el cual parece optimista. Dado que estas proyecciones son fundamentales para el presupuesto público, se sugiere la inclusión de un análisis detallado de este año en el próximo MMM.

Con relación a las **estimaciones de crecimiento de mediano plazo**, el CF reitera que alcanzar un crecimiento superior al 3,0 por ciento en promedio en el periodo 2026-2027 representa un gran desafío, dado el contexto de menor productividad y bajos niveles estructurales de ahorro privado. La postergación continua de nuevos proyectos mineros, los posibles retrasos en el inicio de la ejecución de proyectos bajo la modalidad de APP y la reducción del crecimiento del PBI potencial son riesgos que deben abordarse para alcanzar estas tasas de crecimiento.

Con relación a la **proyección de ingresos fiscales**, el CF advierte que la senda de ingresos del IAPM registra una revisión a la baja de 0,7 p.p. del PBI respecto a las proyecciones del MMM. Esta revisión se explica principalmente por un ajuste abrupto de los ingresos en el último tramo de 2023, generada por un desvío significativo en la proyección de PBI utilizado para su elaboración.

El CF nota que la senda de consolidación fiscal propuesta en el IAPM se explica por la revisión a la baja de 0,7 p.p. del PBI en las proyecciones de ingresos no asociados a recursos naturales. A juicio del CF, para que el proceso de consolidación propuesto sea creíble, se debe ahorrar la asignación los ingresos de carácter transitorio y extraordinario. Al mismo tiempo, el CF concuerda con lo señalado en el IAPM sobre la necesidad de implementar medidas que permitan incrementar los ingresos de carácter permanentes. No obstante, el CF considera que es igual de importante evitar medidas que erosionen la base tributaria, práctica que se ha realizado de manera frecuente en los últimos años.

En cuanto a la senda del **gasto no financiero del Gobierno General** prevista en el IAPM, el CF advierte que podría estar sujeta a presiones que, en caso de materializarse, conllevarían a continuar aplazando aún más el proceso de consolidación fiscal. Dichas presiones provienen de las iniciativas que incrementan los gastos corrientes principalmente en el rubro de remuneraciones y de la demanda de recursos adicionales para el financiamiento de mayores niveles de inversión pública. En particular, el CF opina que es necesario evitar financiar gasto permanente con la captación de ingresos que son transitorios. El CF advierte que, aunque las ganancias de eficiencia en el gasto público es un objetivo de política fiscal presente en todos los MMM e IAPM de los últimos años, y a la fecha no se ha presentado un plan concreto e integral que establezca medidas específicas para avanzar en esa dirección, el cual es necesario para incrementar la credibilidad de la senda fiscal planteada.

Respecto a la proyección del déficit fiscal, el CF considera que la modificación de la meta facilita su cumplimiento en el corto plazo, aunque no por ello estará exenta de riesgos. Por lo tanto, es necesario que el gobierno continúe con los esfuerzos de racionalización del gasto público en 2024, ajustando el presupuesto público a la nueva previsión de ingresos fiscales resultantes de las proyecciones del IAPM. Con relación a la proyección del déficit fiscal de mediano plazo, el CF resalta que el mayor esfuerzo de consolidación se concentra entre los años 2026 y 2028, periodo que corresponde a una nueva administración de gobierno. El CF considera que postergar el esfuerzo de consolidación fuera de la gestión de gobierno actual resta credibilidad al compromiso de reducir el déficit fiscal en el mediano plazo.

En cuanto a la proyección de endeudamiento público, el CF señala que la revisión al alza de la trayectoria de la deuda bruta para el periodo 2024-2027 es consistente con la revisión a la senda de

déficit fiscal. El CF reitera que reducir el nivel de endeudamiento por debajo del umbral de 30 por ciento del PBI dependerá de la capacidad de mantener resultados primarios superavitarios durante periodos de tiempo prolongados, lo cual requiere de medidas que no han sido contempladas en el IAPM, tanto para asegurar el control del gasto público como para la generación de mayores ingresos permanentes.

Con relación al endeudamiento neto, el CF opina que esta variable debió incluirse en el conjunto de proyecciones fiscales publicadas en el IAPM, especialmente cuando parte de la estabilización de la deuda bruta es explicada por el uso de activos entre 2024 y 2025, los cuales se han reducido significativamente en los últimos años.

Respecto de los **riesgos fiscales**, el CF reitera que la relativamente alta proporción de deuda emitida en moneda extranjera configura una vulnerabilidad fiscal relevante que no debe dejar de ser atendida. El CF también advierte que una eventual pérdida del grado de inversión es un riesgo latente que tendría un impacto significativo sobre el costo de financiamiento al que acceden el gobierno y el sector privado.

En el mediano plazo, el principal riesgo que impediría alcanzar las metas de endeudamiento público es mantener la trayectoria de déficit fiscal por encima de los niveles requeridos para reducir el nivel de endeudamiento. En particular, destacan los riesgos que podrían llevar a que la trayectoria del gasto se desvincule de la trayectoria de los ingresos permanentes. En segundo lugar, destacan los factores que pueden dificultar la dinámica de endeudamiento, tales como el ritmo de crecimiento potencial y el costo de financiamiento.

Finalmente, con relación a la **modificación de las reglas fiscales anunciada en el IAPM**, el CF considera importante procurar respetar el procedimiento previsto en el Marco de Responsabilidad y Transparencia Fiscal, mediante la presentación oportuna de un proyecto de ley. Ello constituye una buena práctica que permitiría contar con un amplio debate público en el cual participen los poderes Ejecutivo y Legislativo, el cual puede ser enriquecido con la opinión técnica del Consejo Fiscal. Sin perjuicio de ello, el CF considera importante que aun cuando tal modificación se realice mediante decreto legislativo, tal como ha solicitado el gobierno, se procure solicitar la opinión técnica no vinculante del Consejo Fiscal de manera previa a la emisión de la norma correspondiente. En el mismo sentido, el CF considera que su opinión sobre el IAPM sería de mayor valor para el debate público si fuera requerida por el MEF antes de su publicación, de manera similar como se realiza con el MMM.

Lima, 16 de mayo de 2024.

CONSEJO FISCAL DE PERÚ