

## Opinión del Consejo Fiscal sobre el Marco Macroeconómico Multianual 2024-2027

### Nota aclaratoria\*

En cumplimiento del artículo 13º del Decreto Legislativo N° 1276, el 15 de agosto de 2023 el Consejo Fiscal (CF) remitió al Ministerio de Economía y Finanzas (MEF), el Informe N° 03-2023-CF, el cual contiene su opinión colegiada sobre el proyecto de Marco Macroeconómico Multianual 2024-2027 (MMM) recibido el 31 de julio de 2023.

El MMM publicado el 29 de agosto de 2023 presenta cambios respecto al proyecto de MMM recibido. A continuación, se resumen los principales cambios realizados y se emiten algunos comentarios complementarios.

1. La previsión de crecimiento económico para el año 2023 se ha revisado a la baja (de 1,3 por ciento en el proyecto de MMM a 1,1 por ciento en el MMM publicado) sustentado en la actualización de los últimos datos disponibles y en consonancia con la opinión emitida por el CF. Al respecto, el CF considera razonable la revisión de la proyección de crecimiento económico para 2023, aunque advierte que la misma aún presenta riesgos a la baja.
2. La revisión al crecimiento económico 2023 ha generado que se realicen ajustes menores a la senda de deuda pública, motivo por el cual las cifras señaladas en la opinión del CF difieren ligeramente de las cifras consignadas en el MMM publicado. Esta revisión no afecta el análisis y los comentarios realizados por el CF.
3. La versión final del MMM añade recuadros adicionales y un mayor análisis de los riesgos internos, en línea con lo señalado en la opinión del CF.
4. Asimismo, en el MMM publicado se ha incluido una respuesta a la opinión del CF sobre el proyecto de MMM. Al respecto, el CF saluda esta práctica pues, independientemente de las opiniones divergentes que se puedan tener, enriquece el debate técnico y fortalece la institucionalidad fiscal.

Pese a los cambios señalados en el MMM publicado, el CF reafirma su opinión vertida en el Informe N° 03-2023-CF, el cual se comparte en su integridad.

---

\* El Consejo Fiscal considera importante añadir la siguiente nota aclaratoria a su Informe N° 03-2023-CF debido a que el Marco Macroeconómico Multianual 2024-2027 publicado en el diario oficial El Peruano, el 29 de agosto de 2023, contiene diferencias con respecto al proyecto de MMM remitido al CF para su opinión previa.

## Informe N° 03-2023-CF

### Opinión del Consejo Fiscal sobre el proyecto de Marco Macroeconómico Multianual 2024-2027

El presente documento contiene la opinión colegiada del Consejo Fiscal (CF) sobre el proyecto de Marco Macroeconómico Multianual 2024-2027 (MMM), el documento más importante en materia económica que emite el gobierno periódicamente y que contiene las proyecciones y metas macroeconómicas, con los supuestos en los que estas se basan, para los próximos cuatro años.

La opinión del CF considera la versión del MMM remitida el 31 de julio de 2023 por el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF), mediante Oficio N° 1559-2023-EF/10.01, y la información complementaria proporcionada por dicho ministerio hasta el 3 de agosto de 2023.

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)<sup>1</sup>, la Ley de Fortalecimiento del Consejo Fiscal<sup>2</sup>, y en el Decreto Supremo que establece disposiciones para la implementación y funcionamiento del Consejo Fiscal<sup>3</sup>.

#### Contenido del proyecto de Marco Macroeconómico Multianual 2024-2027

##### Escenario macroeconómico

En el **panorama internacional**, el MMM presenta perspectivas diferenciadas en comparación con lo estimado en el Informe de Actualización de Proyecciones Macroeconómicas 2023-2026 (IAPM)<sup>4</sup>. Para 2023, la proyección del crecimiento económico global fue revisada al alza, de 2,4 por ciento a 2,6 por ciento, en el contexto de una progresiva recuperación económica de China, la solidez de los mercados laborales en economías avanzadas y una lenta pero gradual reducción de la inflación a nivel mundial. Por el contrario, para 2024, en el MMM se realizó una corrección a la baja, de 2,9 por ciento a 2,7 por ciento, en un contexto que prevé la prolongación de las condiciones monetarias restrictivas y una mayor incertidumbre derivada de la posibilidad de materialización de diversos riesgos macroeconómicos y geopolíticos. Para el mediano plazo (2025-2027), se proyecta alcanzar un crecimiento global de 2,9 por ciento, similar a lo previsto en el IAPM, en el marco de un retorno de la inflación hacia sus rangos metas, la consecuente flexibilización de las condiciones monetarias y la progresiva normalización de la actividad económica.

En cuanto a los precios de *commodities*, en el MMM se espera que el índice de precios de exportación (IPX) se contraiga 2,4 por ciento en 2023 (IAPM: -2,5 por ciento)<sup>5</sup>, debido a la menor cotización promedio del cobre en comparación con 2022. Al respecto, en el MMM se estima una cotización similar a la presentada en el IAPM para 2023 (cUS\$ 380 por libra)<sup>6</sup>, en un contexto de menores inventarios, aunque contrarrestada por una moderación de la demanda global. Por otro lado, en el MMM se espera que en 2023 la cotización promedio del petróleo llegue a US\$ 78 por barril (IAPM:

<sup>1</sup> Decreto Legislativo N° 1276, publicado en diciembre de 2016.

<sup>2</sup> Ley N° 31681, publicada en febrero de 2023.

<sup>3</sup> Decreto Supremo N° 287-2015-EF, publicado en octubre de 2015 y sus modificatorias.

<sup>4</sup> Publicado el 30 de abril de 2023.

<sup>5</sup> 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), superior al promedio histórico observado en 2022 (US\$ 1 801 por onza troy), en un entorno de incertidumbre acerca de la recuperación económica global y tensiones geopolíticas (rol de activo de refugio).

<sup>6</sup> Cotización promedio del cobre en 2022: cUS\$ 400 por libra.

US\$ 80 por barril), nivel menor al promedio observado en 2022 (US\$ 95 por barril). Esto conllevaría a que el índice de precios de importación (IPM) se reduzca en 3,7 por ciento en 2023 (IAPM: -3,2 por ciento). Como resultado, se prevé que los términos de intercambio (Tdi) se incrementen en 1,4 por ciento en 2023 (IAPM: 0,7 por ciento).

Para el mediano plazo (2024-2027), en el MMM se prevé una normalización de la demanda global, la reducción de la incertidumbre mundial, la flexibilización gradual de la política monetaria y una mayor demanda minera para el desarrollo de proyectos de infraestructura verde. Bajo estos supuestos, se proyecta que los precios de los metales industriales y de insumos importados permanezcan en niveles elevados, pese a su tendencia a la baja. Todo ello conllevaría a un crecimiento (promedio) nulo de los Tdi.

Respecto a la **actividad económica local**, en el MMM se revisó a la baja la proyección de crecimiento del Producto Bruto Interno (PBI) para 2023 en más de 1 punto porcentual (p.p.), estimando ahora un crecimiento de 1,3 por ciento (IAPM: 2,5 por ciento). Dicha revisión se explica por la ocurrencia de choques negativos durante el primer semestre del año, como la conflictividad social y la presencia del Fenómeno el Niño (FEN) que afectó principalmente a los sectores pesca y agricultura<sup>7</sup>; pero también por la evolución negativa de la inversión privada en el mismo periodo. Para el segundo semestre de 2023, en el MMM se anticipa una recuperación de la actividad económica, tanto en los sectores extractivos (a través de una mayor producción de Quellaveco<sup>8</sup> y la ejecución de la segunda temporada de captura de anchoveta) como en los sectores no primarios (mediante la recuperación de los rubros vinculados al turismo y la normalización de la construcción y la manufactura). Esto se desarrollaría en un contexto de disipación de conflictos sociales, la implementación de medidas económicas en consonancia con los planes “Con Punche Perú” y las acciones para enfrentar la emergencia climática.

Sobre las perspectivas para 2024, se ha ajustado a la baja la expectativa de crecimiento a 3,0 por ciento (IAPM: 3,4 por ciento). Según el MMM, esta revisión se atribuye principalmente a la corrección en la demanda interna, en particular de la inversión privada y pública. Respecto de 2023, la expansión económica prevista para 2024 se fundamentaría en una mayor oferta primaria, en especial de productos mineros<sup>9</sup> y pesqueros<sup>10</sup>. Asimismo, el MMM prevé un rebote en la inversión privada (de -3,5 por ciento en 2023 a 2,2 por ciento en 2024)<sup>11</sup>. Adicionalmente, se argumenta que los agentes económicos se beneficiarían de una mejora en la capacidad adquisitiva como resultado de la convergencia de la inflación al rango meta establecido por el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) y de la flexibilización de las condiciones monetarias.

---

<sup>7</sup>Como consecuencia de este último aspecto, tuvo lugar la suspensión de la primera temporada de captura de anchoveta en la zona norte-centro del mar peruano, la primera registrada desde 2014. En el primer semestre, los sectores pesquero y agrícola cayeron 31,7% y 4,6%, respectivamente.

<sup>8</sup> El proyecto Quellaveco inició su etapa de operaciones en setiembre de 2022, y ha producido cerca de 138 mil toneladas métricas finas (TMF) de cobre durante el primer semestre de 2023, aportando en torno a 0,7 p.p. al crecimiento en dicho periodo. Se espera que el aporte proveniente de la mayor producción de este proyecto siga siendo significativo hasta el tercer trimestre de 2023.

<sup>9</sup> Se espera que la minería metálica crezca 3,8% en 2024, por el aporte de Quellaveco y la normalización operativa de minas como Las Bambas y Cuajone, cuyas actividades se vieron afectadas por los conflictos sociales en 2022 e inicios de 2023.

<sup>10</sup> La suspensión de la primera temporada de captura de anchoveta en el presente año podría generar un efecto estadístico favorable en 2024. Además, cabe indicar que en el MMM se prevé que el impacto de las anomalías climáticas podría ser prolongado, pues se ha optado por considerar proyecciones conservadoras en el volumen de captura anual de anchoveta para 2023 y 2024 (1,7 y 3,2 millones de TM, respectivamente, por debajo de los 4,6 millones de TM observado en promedio en los últimos cinco años).

<sup>11</sup> Según el MMM, esta recuperación se sustenta en la mayor inversión en infraestructura e hidrocarburos, en un contexto de mejora de las expectativas y condiciones financieras más flexibles.

Para el periodo 2025-2027, se proyecta un crecimiento económico promedio de 3,2 por ciento, similar a lo previsto en el IAPM. Según el MMM, dicho crecimiento se sustenta principalmente en la recuperación de la demanda interna (impulsada por mayor inversión) y la mayor oferta primaria (en particular, de productos mineros), en un contexto de mejores condiciones externas y un impulso a la inversión no minera. Esto último se materializaría mediante la ejecución de proyectos del Plan Nacional de Infraestructura Sostenible para la Competitividad 2022-2025 (PNISC) y una mayor adjudicación de proyectos bajo la modalidad de Asociaciones Público-Privadas (APP).

### Escenario fiscal

Según el MMM, en **2023** los **ingresos corrientes del Gobierno General (ICGG)** disminuirían en un 5,9 por ciento en términos reales, hasta alcanzar 20,5 por ciento del PBI (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 2022) y la desaceleración de las importaciones. A ello, se suma el efecto de la menor regularización del Impuesto a la Renta (IR) correspondiente a la campaña 2022.

Para **2024**, los ICGG crecerían 2,8 por ciento en términos reales y se mantendrían en 20,5 por ciento del PBI, en línea con un mayor dinamismo de la economía, un escenario internacional menos volátil y la corrección prevista en el IPX (-1,4 por ciento). De acuerdo con las previsiones del MMM, durante **2025 y 2027** los ingresos públicos crecerían en promedio 3,1 por ciento en términos reales, 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 por ciento en promedio).

Con relación al **gasto no financiero del Gobierno General (GNFGG)**, el MMM prevé que, en **2023**, este componente se reduzca en un 2,4 por ciento en términos reales, hasta alcanzar un 21,2 por ciento del PBI (2022: 22,0 por ciento del PBI; IAPM, 2023: 21,2 por ciento del PBI). Esto se explicaría por el retiro parcial de las medidas para hacer frente a la pandemia<sup>12</sup>, así como la ausencia de gastos extraordinarios para intentar atenuar los efectos de la inflación y para dotar de capital a Petroperú S.A., ejecutados en 2022. Esto sería compensado parcialmente por la implementación de nuevas medidas de reactivación económica y para mitigar el impacto de los desastres naturales, entre otros (planes “Con Punche Perú”, que suman aproximadamente S/ 16 mil millones o 1,6 por ciento del PBI)<sup>13</sup>. Así, el gasto corriente del GG disminuiría en 1,0 por ciento real respecto de 2022 y se situaría en 15,6 por ciento del PBI (2022: 15,9 por ciento del PBI); mientras que la formación bruta de capital (FBK) crecería en 5,5 por ciento real, hasta alcanzar el nivel de 4,9 por ciento del PBI (2022: 4,7 por ciento del PBI), a pesar del contexto de primer año de gestión de los gobiernos subnacionales.

Por su parte, de acuerdo con lo previsto en el MMM, en **2024**, el GNFGG aumentaría 1,6 por ciento real y se ubicaría en 20,9 por ciento del PBI, 0,3 p.p. del PBI menor que lo proyectado para 2023, pero todavía por encima de lo observado antes de la pandemia (promedio 2015-2019: 20,2 por ciento del PBI). El gasto corriente aumentaría 0,2 por ciento real, en un contexto de retiro de las medidas

---

<sup>12</sup> Al 10 de agosto de 2023, el presupuesto para afrontar la pandemia asciende a alrededor de S/ 4 mil millones (0,4% del PBI), menor a lo ejecutado en 2022 de S/ 13 mil millones (1,4% del PBI). La reducción se concentra en gasto en bienes y servicios y en otros gastos de capital (honramiento de garantías del Programa Reactiva Perú).

<sup>13</sup> Según el MMM, las medidas anunciadas en los planes “Con Punche Perú” 1, 2 y atención de desastres ascienden a un total de S/ 17 mil millones, de los cuales las medidas de gasto público ascienden a aproximadamente S/ 16 mil millones. Cabe señalar que, al 10 de agosto de 2023, en el portal de transparencia del MEF se registra un avance de ejecución de las medidas de gasto público de S/ 4,3 mil millones, lo cual representa 25% del total anunciado. El 70% de este avance se concentra en la ejecución de las siguientes medidas: pago de sentencias judiciales (S/ 1 112 millones); financiamiento de los Programas de Nuevos Suministros de Gas Natural y la Masificación del Gas Natural (S/ 841 millones); mejora de las capacidades militares para la defensa y desarrollo nacional (S/ 588 millones); financiamiento del pago de una subvención extraordinaria adicional a diversos programas sociales (S/ 325 millones); y financiamiento del pago del Bono Familiar Habitacional (S/ 200 millones).

extraordinarias de los planes “Con Punche Perú”. Por su parte, el gasto de capital aumentaría 5,3 por ciento real impulsado por el crecimiento de la inversión pública (+7,7 por ciento real).

Para los años **2025-2027**, el GNFGG crecería en promedio 1,5 por ciento real, convergiendo a 20,0 por ciento del PBI hacia 2026 y manteniéndose en ese nivel en 2027. Así, solo a partir de 2026 se retomaría niveles similares a los de los años previos a la pandemia (promedio 2015-2019: 20,2 por ciento del PBI). En este periodo, de acuerdo con el MMM, el gasto no financiero crecerá por debajo de lo proyectado para los ingresos fiscales y será la variable de ajuste para cumplir con la regla de déficit fiscal. Por componentes de gasto, el MMM establece un diseño de política en el que el esfuerzo de consolidación recae en el gasto corriente (2024: 15,2 por ciento del PBI; 2027: 14,0 por ciento del PBI), mientras que la inversión pública registraría un crecimiento sostenido (2024: 5,1 por ciento del PBI; 2027: 5,6 por ciento del PBI).

En cuanto al **déficit fiscal**, en el MMM se ha revisado al alza la proyección para 2023, hasta alcanzar el límite de 2,4 por ciento del PBI establecido por su regla fiscal, explicado principalmente por la revisión a la baja en la proyección de ingresos. De acuerdo con lo proyectado en el MMM, en 2024, el déficit fiscal retomaría la senda decreciente hasta alcanzar 2,0 por ciento del PBI, igual al tope permitido por la regla fiscal correspondiente, producto de la reducción del gasto público, como porcentaje del PBI<sup>14</sup>. Entre 2025 y 2027, el déficit fiscal también coincide con los límites establecidos en la Ley N° 31541<sup>15</sup> y el Decreto Legislativo N° 1276. De esta forma, el déficit fiscal sería de 1,5 por ciento del PBI en 2025 y de 1,0 por ciento del PBI en 2026 y 2027.

Respecto a la **deuda pública bruta**, para los años 2023 y 2024 en el MMM se prevé que esta se estabilice en 33,5 por ciento del PBI, ratio similar al registrado en 2022 (33,8 por ciento del PBI). A partir de 2025, la deuda retomaría una tendencia decreciente hasta alcanzar 32,0 por ciento del PBI en 2027. De acuerdo con el MMM, la variación de la deuda en 2023 se explica por la contribución del deflactor del PBI (2,1 p.p. del PBI), el crecimiento económico (0,4 p.p. del PBI), y la apreciación cambiaria (0,3 p.p. del PBI); en contraposición al pago de intereses (1,6 p.p. del PBI) y al déficit primario (0,8 p.p. del PBI). En 2024, la contribución de los factores mencionados previamente se anularía entre sí<sup>16</sup>, mientras que, a partir de 2025, el crecimiento económico y la generación de superávit primario serían los principales determinantes de la reducción de la deuda pública<sup>17</sup>. Más allá del 2027, según el MMM, la deuda pública mantendría una trayectoria decreciente hasta converger a 29,7 por ciento del PBI en 2032, año a partir del cual vuelve a regir el límite de 30,0 por ciento del PBI establecido en el Decreto Legislativo N° 1276<sup>18</sup>.

Por otra parte, en el MMM se espera que los **activos financieros del SPNF** se reduzcan a 11,5 por ciento del PBI en 2023 (2022: 12,8 por ciento del PBI) como consecuencia del incremento del PBI

---

<sup>14</sup> Sin embargo, en 2024, el GNFGG crecería 1,6% en términos reales, correspondiente a un incremento nominal de S/10,6 miles de millones, que supera al crecimiento nominal registrado antes de la pandemia, de S/ 6,1 miles de millones en promedio entre 2015 y 2019. En ese sentido, el crecimiento del PBI nominal previsto en el MMM determina la contracción del GNFGG como porcentaje del PBI.

<sup>15</sup> Ley que dispone la adecuación a las reglas macrofiscales para el Sector Público No Financiero, al contexto de reactivación de la economía (julio de 2022).

<sup>16</sup> En 2024, la contribución del deflactor del PBI (1,0 p.p. del PBI), el crecimiento económico (1,0 p.p.), y otros flujos (0,2 p.p. del PBI) se contrapone a la contribución del pago de intereses (1,7 p.p. del PBI), el déficit primario (0,3 p.p.) y la depreciación cambiaria (0,2 p.p. del PBI).

<sup>17</sup> Durante 2025-2027, el crecimiento económico contribuiría a reducir la deuda en 1,0 p.p. del PBI por año, usando los supuestos del MMM. Por su parte, el superávit primario contribuiría a reducir la deuda en 0,2; 0,7 y 0,7 p.p. del PBI en los años 2025, 2026 y 2027, respectivamente.

<sup>18</sup> De acuerdo con la Ley N° 31541, el límite de deuda vigente hasta 2031 es de 38% del PBI.

nominal<sup>19</sup>. Considerando la reducción de los activos (1,3 p.p. del PBI) y del endeudamiento bruto (0,4 p.p. del PBI), se espera que la **deuda neta** al cierre de 2023 alcance 22,0 por ciento del PBI (2022: 21,0 por ciento del PBI). Entre 2024 y 2027, la trayectoria del endeudamiento neto fluctuaría entre 22,0 y 23,0 por ciento del PBI.

Finalmente, en el MMM se presenta una sección de **riesgos fiscales**, en la cual se evalúan riesgos macroeconómicos, específicos e institucionales; y se presenta un análisis estocástico del endeudamiento público. Dentro del análisis de riesgos macroeconómicos se evalúa la sensibilidad de la trayectoria de la deuda pública a choques en distintas variables entre 2023 y 2025<sup>20</sup>, destacando que la depreciación del sol tendría el mayor impacto sobre la trayectoria de la deuda bruta, incrementándola hasta un máximo cercano a 38,0 por ciento del PBI. En el análisis de riesgos específicos se presenta la contabilidad del saldo de pasivos contingentes explícitos (derivados de procesos judiciales, de controversias internacionales en temas de inversión y de contingencias asumidas en contratos de APP), el cual equivale a 9,9 por ciento del PBI al cierre de 2022. En el análisis de riesgos institucionales se discuten vulnerabilidades particulares de la economía peruana en el caso de los ingresos, los gastos y la estrategia de endeudamiento público<sup>21</sup>. Respecto al análisis estocástico de la deuda, el MEF estima que, bajo los supuestos del MMM, la probabilidad de registrar niveles de endeudamiento superiores al 38 ciento del PBI es de 25,0 por ciento<sup>22</sup>.

## Opinión del Consejo Fiscal

### Escenario macroeconómico

En cuanto al **panorama internacional**, el CF considera apropiadas las revisiones al alza en el estimado de crecimiento de la economía mundial para 2023 y a la baja para 2024, ya que son consistentes con la evolución de los indicadores de la actividad económica global del primer semestre del año y con lo previsto por el consenso de mercado<sup>23</sup>. Sin embargo, cabe mencionar que existe un conjunto de riesgos macroeconómicos y geopolíticos<sup>24</sup> que, de materializarse, perjudicarían las previsiones de crecimiento de la economía mundial, sobre todo para 2024. Por otro lado, para el mediano plazo (2025-2027), el CF nota que la proyección de crecimiento de China se encuentra cerca de 1 p.p. por encima de lo estimado por el Fondo Monetario Internacional (FMI)<sup>25</sup>. Además, de acuerdo con el FMI, los problemas en la economía china van más allá de factores coyunturales, lo cual conlleva a un

---

<sup>19</sup> A partir de la información provista por el MEF, se calcula que 0,9 p.p. del PBI de la reducción de los activos en 2023 se explican por el incremento del PBI nominal.

<sup>20</sup> En este análisis se consideran choques en los años 2023-2025 sobre el crecimiento económico (reducción en 1,0 p.p.), el resultado primario (reducción 0,5 p.p. del PBI), la depreciación del sol (10% anual), y un escenario donde se simula el efecto de estos choques de forma simultánea.

<sup>21</sup> Estas vulnerabilidades incluyen la volatilidad de los ingresos fiscales, la rigidez del gasto público y la composición de la deuda por moneda y plazos de vencimiento.

<sup>22</sup> Dicha probabilidad se incrementa a 45% ante la ocurrencia de un choque severo del tipo de cambio. Ante la materialización de la exposición máxima del saldo de los pasivos contingentes explícitos, la probabilidad de superar niveles de endeudamiento de 38% asciende a 55%.

<sup>23</sup> Para 2023, las proyecciones del MMM se encuentran alineadas con las proyecciones del consenso de mercado publicadas en el reporte “*Consensus Forecast Major Economies*” de FocusEconomics de agosto de 2023 (2,5%); y, para 2024, con el FMI en su reporte “*World Economic Outlook*” de julio de 2023 (3,0%).

<sup>24</sup> En el MMM se contemplan 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; y (v) contexto de tensiones geopolíticas.

<sup>25</sup> Según el FMI (*World Economic Outlook Database*, abril 2023), el crecimiento promedio de China en el periodo 2025-2027 se ubicaría en 3,9%, y convergería a tasas de 3,6% hacia 2027.

marcado riesgo a la baja en las perspectivas de dicha economía<sup>26</sup>. En ese sentido, se sugiere incorporar este menor dinamismo estructural de China en las proyecciones de crecimiento de mediano plazo de los principales socios comerciales. Cabe mencionar que, de acuerdo con el Banco Mundial, los elementos que promovieron el progreso y la prosperidad en las tres últimas décadas vienen perdiendo impulso<sup>27</sup>.

Sobre los **precios de materias primas**, el CF considera razonables las previsiones presentadas, tanto para el corto como para el mediano plazo. Para el corto plazo, si bien el precio promedio del cobre esperado para este año no superaría al registrado en 2022 (¢US\$ 400 por libra), las expectativas actuales lo ubican en niveles históricamente elevados, lo cual sería impulsado por los bajos niveles de inventarios y por la paulatina recuperación de la economía China, la cual, como se ha mencionado previamente, viene creciendo por debajo de lo esperado.

Para el mediano plazo, el CF manifiesta que es adecuado que las proyecciones de precios de *commodities* presentadas en el MMM se encuentren por debajo de lo esperado por el consenso de mercado<sup>28</sup>. Dichas estimaciones conservadoras son pertinentes a fin de no generar una sobreestimación de los recursos presupuestales disponibles para los años siguientes. Pese a que en el mediano plazo se espera que la transición verde dé soporte a los precios del cobre y zinc, el CF reitera<sup>29</sup> que históricamente se ha observado una alta volatilidad en los precios de nuestras principales materias primas de exportación<sup>30</sup>. Por ello, teniendo en cuenta la incertidumbre global de los últimos años y con el objetivo de prevenir correcciones abruptas en los precios, resulta necesario seguir prestando atención a la posible materialización de una serie de riesgos macroeconómicos y geopolíticos, dado su potencial impacto sobre los precios de las materias primas.

Acerca del **escenario local**, el CF considera que, a pesar de la revisión a la baja, la proyección de crecimiento para 2023<sup>31</sup> podría seguir siendo optimista, pudiendo requerir ajustes adicionales por una menor recuperación en el segundo semestre del año y ante la posible materialización de riesgos. Por ejemplo, en el lado primario, el MMM contempla perspectivas moderadas para la segunda temporada de captura de anchoveta. Sin embargo, debido al persistente calentamiento del mar por el FEN, todavía hay incertidumbre sobre el desarrollo del recurso pesquero<sup>32</sup>. Por el lado no primario, aún se observan 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 debido a la incertidumbre

---

<sup>26</sup> Para mayor detalle, véase “*China’s Economy is Rebounding, But Reforms Are Still Needed*” del FMI, publicado el 3 de febrero de 2023.

<sup>27</sup> Para mayor detalle, véase el informe “*Falling Long-Term Growth Prospects: Trends, Expectations, and Policies*” del Banco Mundial, publicado el 27 de marzo de 2023.

<sup>28</sup> En la edición de agosto de 2023 del reporte “*Consensus Forecast Commodities*” de FocusEconomics, sus proyecciones de precios son: 2024: cobre US\$ 3,90 por libra (MMM: US\$ 3,60 por libra), oro US\$ 1 906 por onza troy (MMM: US\$ 1 783 por onza troy); 2025-2027: cobre US\$ 4,03 por libra (MMM: US\$ 3,45 por libra), oro US\$ 1 841 por onza troy (MMM: US\$ 1 650 por onza troy).

<sup>29</sup> Véase informes N° 01-2023-CF y N° 04-2022-CF.

<sup>30</sup> Por ejemplo, un hecho estilizado del precio del cobre es que, tras la ocurrencia de episodios caracterizados por fuertes incrementos del precio, este tiende a revertirse a sus valores históricos promedio. Para mayor detalle, véase el Informe de Política Monetaria del Banco Central de Chile, publicado en marzo de 2021.

<sup>31</sup> El sesgo optimista de la proyección de crecimiento en el IAPM fue advertido por el CF en su momento (véase el Informe N° 02-2023-CF de mayo de 2023). La proyección actual del MMM (+1,3%) se encuentra en línea con lo esperado por el consenso de mercado a la fecha: BBVA (ago-23): 1,6%, FocusEconomics (ago-23): 1,5%, BCP (ago-23): 1,3%, Oxford Economics (ago-23): 1,3%, Encuesta de Expectativas del BCRP - Analistas Económicos (jul-23): 1,2%, Moody's Analytics (ago-23): 1,2%, IPE (ago-23): 0,8%, Goldman Sachs (ago-23): 0,6%, Macroconsult (ago-23): 0,6%.

<sup>32</sup> En el marco de la pesca exploratoria iniciada el 3 de agosto de 2023, el IMARPE comunicó la alta incidencia de pesca de juveniles en zonas del litoral peruano (mayor al 50%). Por ello, el Ministerio de la Producción resolvió la suspensión temporal de la extracción de anchoveta en varias zonas del litoral.

política y social. Esto lleva a plantear una posible recuperación del PBI no primario, en el segundo semestre del año, más lenta que lo previsto en el MMM. Al respecto, es importante indicar que, más allá de los elementos transitorios que afectaron a la actividad local en el primer semestre, un elemento a advertir es el deterioro de la inversión privada, no solo la vinculada al sector minero, sino también a otros sectores<sup>33</sup>.

Respecto a 2024, si bien la proyección de crecimiento es inferior a lo estimado en el IAPM, el CF considera que esta aún muestra un sesgo optimista<sup>34</sup>, incluso cuando se espera un efecto base positivo (especialmente en el primer semestre). En primer lugar, la recuperación estimada para el próximo año está condicionada a la dinámica de los sectores primarios, los cuales pueden estar expuestos a una volatilidad significativa<sup>35</sup>. Además, la probabilidad de que el FEN global alcance una magnitud de moderada a fuerte entre noviembre de 2023 y enero de 2024 es alta<sup>36</sup>, lo que genera una elevada incertidumbre que podría afectar no solo a los sectores primarios, sino también a la recuperación de la inversión privada. También se anticipa que las condiciones externas serían más desfavorables que lo previsto previamente, dado que el crecimiento de socios comerciales en 2024 fue revisado a la baja en 0,2 p.p. (especialmente, ante el menor crecimiento esperado en economías avanzadas como EE. UU.). Este panorama se torna menos alentador al considerar un contexto donde no se visualizan grandes proyectos de inversión, tanto en el sector minero como en el no minero; y, donde el ahorro privado ha alcanzado el valor mínimo en diez años (13,5 por ciento del PBI en 2022)<sup>37</sup>, lo cual podría comprometer la recuperación del gasto privado.

En ese sentido, el CF advierte que para alcanzar la proyección de crecimiento en 2024 se requiere tomar medidas que generen un cambio notorio en las expectativas, que a su vez permitan que la inversión y el consumo privados se recuperen y crezcan a tasas de, al menos, 3,0 por ciento<sup>38</sup>. La relevancia de estas proyecciones radica en que definen el techo del presupuesto del sector público del año 2024. Por ello, el CF reitera su recomendación de que el análisis de las proyecciones para 2024 del MMM sea más detallado, separándolo del de otros años e incluyendo una evaluación de riesgos y escenarios.

En línea con lo descrito, el CF considera que alcanzar el crecimiento económico proyectado para 2023 y 2024 será desafiante pues se sujeta a la no materialización de los principales riesgos de corto plazo.

---

<sup>33</sup> Se estima que la inversión privada en el 2T2023 continuó mostrando una caída significativa. Por el lado minero, ello viene reflejando la culminación de grandes proyectos y la ausencia de nuevas inversiones de gran magnitud. Asimismo, el deterioro de la confianza empresarial a tres meses—cuyos indicadores se encuentran en el tramo pesimista desde 2021— y la paralización (o lento avance) de grandes proyectos de infraestructura pública parece estar condicionando la recuperación de la inversión del resto de la economía.

<sup>34</sup> La proyección de crecimiento del PBI para 2024 del MMM (3,0%) es superior a las proyecciones de otros analistas e instituciones: FocusEconomics (ago-23): 2,6%; BBVA (ago-23): 2,6%; Banco Mundial (jun-23): 2,6%; Goldman Sachs (ago-23): 2,3%; BCP (ago-23): 2,2%; Fitch Ratings (ago-23): 1,8%.

<sup>35</sup> Por ejemplo, la conflictividad social que podría afectar a las operaciones del sector minero y el FEN que podría perjudicar el desempeño del sector pesca. Respecto a este último caso, en 2014 el sector retrocedió en 27,9% debido a la menor extracción de anchoveta en la zona norte-centro, motivado por el arribo de ondas Kelvin de aguas cálidas que afectó el ciclo reproductivo de la anchoveta. Además, en 2016 la contracción de 10,1% se dio como consecuencia de anomalías en la salinidad del mar, los cuales fueron rezagos de los efectos del FEN 2015-2016, afectando la disponibilidad y desove de anchoveta. Para mayor detalle, véase Memorias del BCRP (2014 y 2016).

<sup>36</sup> Actualmente, la Oficina Nacional de Administración Oceánica y Atmosférica de EE. UU. (NOAA, por sus siglas en inglés) estima una probabilidad de 90% de que el fenómeno alcance una intensidad de moderada a fuerte entre noviembre y enero próximos.

<sup>37</sup> Promedio 2015-2021: 18,6% del PBI. El deterioro significativo en el ahorro privado en 2022 se debe, principalmente, a políticas que aprobaron la disponibilidad de las cuentas CTS y de parte de las AFP. Asimismo, cabe agregar que el ahorro privado llegó a 10,1% del PBI en el 1T2023, continuando así con la caída observada en los últimos años.

<sup>38</sup> Sin embargo, en un escenario de finalización de un importante ciclo de inversión minera y el menor empuje del crecimiento mundial, el CF estima que lograr esas tasas de crecimiento será bastante retador.

Estos riesgos 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<sup>39</sup>; (iii) nuevas paralizaciones de la producción minera como consecuencia de los conflictos sociales en torno a la minería<sup>40</sup>; (iv) la necesidad de continuar aplicando una política monetaria contractiva como consecuencia de una mayor dificultad en reducir la inflación<sup>41</sup>; y (v) una recuperación de la economía mundial más lenta de lo esperado, en línea con el análisis precedente<sup>42</sup>. Cabe mencionar que en el MMM no se identifican exhaustivamente los distintos riesgos internos que podrían afectar el dinamismo de la economía local, tal como se presenta en la sección internacional. El CF recalca<sup>43</sup> la importancia de realizar una valoración de los principales riesgos internos y de generar escenarios de sensibilidad sobre el crecimiento económico local y las posibles reacciones de política fiscal ante ellos.

Con relación al primer riesgo de corto plazo señalado, cabe indicar que actualmente el Perú continúa experimentando un FEN costero de magnitud fuerte. Al respecto, la Comisión Multisectorial Encargada del Estudio Nacional del Fenómeno El Niño (ENFEN) ahora estima que las condiciones cálidas fuertes en la zona norte-centro del mar peruano se mantendrán hasta noviembre<sup>44</sup>, siendo esto un cambio importante respecto al comunicado anterior, en el cual se asignaba una probabilidad de El Niño costero fuerte solo hasta setiembre<sup>45</sup>. En caso de que las condiciones climáticas anómalas continúen prolongándose y muestren un patrón semejante a lo ocurrido en el FEN experimentado entre 1997 y 1998, durante el verano de 2024 se podría materializar un fenómeno de mayor intensidad que la prevista<sup>46</sup>.

En cuanto a la proyección de crecimiento del PBI para el periodo 2025-2027 (3,2 por ciento), el CF reitera<sup>47</sup> que alcanzar cifras de crecimiento superiores a 3,0 por ciento constituirá un enorme reto en materia económica para el mediano y largo plazo. Ello se debe a las secuelas estructurales que habría dejado la pandemia sobre la productividad<sup>48</sup> y su consecuente impacto sobre la tasa de crecimiento del PBI potencial, que ya se encontraría por debajo de 3,0 por ciento. Crecer a ese ritmo requiere que no se materialicen una serie de riesgos de mediano plazo, como: (i) la continuación de la postergación de importantes proyectos del sector minero y el estancamiento de la producción como consecuencia

<sup>39</sup> Según la última Encuesta Mensual de Expectativas Macroeconómicas del BCRP (julio de 2023), algunos de los indicadores de expectativas empresariales que están más correlacionados con la actividad económica —tales como expectativas de inversión, expectativas de la economía y expectativas del sector a tres meses— permanecen en el tramo pesimista por 28 meses consecutivos. Asimismo, si bien el indicador de expectativas a seis meses de Apoyo Consultoría se ubicó en el tramo optimista entre abril y junio de 2023 (promedio: 2 puntos), el promedio del año aún es negativo (-5 puntos), y muy por debajo del promedio prepandemia (promedio 2015-2019: 12 puntos; promedio 2003-2014: 24 puntos).

<sup>40</sup> De acuerdo con el Reporte Mensual de Conflictos Sociales de la Defensoría del Pueblo, en julio de 2023 se registró un promedio de 72 conflictos mineros activos, ubicándose en niveles elevados y denotando una tendencia creciente respecto al promedio de periodos anteriores (1S2023: 71; 2022: 68; 2021: 61; 2017-2019: 59).

<sup>41</sup> Por ejemplo, en julio de 2023, si bien la inflación de Lima Metropolitana (5,9%) se ha ubicado en torno a 2,9 p.p. por debajo de su pico alcanzado en junio de 2022, aún se encuentra 2,9 p.p. por encima del límite superior del rango meta. Asimismo, la inflación que excluye alimentos y energía, y las expectativas de inflación se mantienen 0,9 p.p. y 0,6 p.p. por encima del límite superior del rango meta, respectivamente.

<sup>42</sup> Para mayor detalle, véase nota al pie 24.

<sup>43</sup> Véase Informe N° 01-2023-CF.

<sup>44</sup> Según el Informe Técnico ENFEN, Año 9, N° 11-2023, publicado el 11 de agosto de 2023.

<sup>45</sup> Esto es relevante porque si las anomalías en la temperatura del mar continúan hasta la temporada regular de lluvias (verano), la intensidad de estas se incrementa. Según Comunicado Oficial ENFEN N° 11-2023, publicado el 21 de julio de 2023.

<sup>46</sup> Tal como se señaló en el Informe N° 01-2023-CF, de materializarse un FEN con grado fuerte o extraordinario, los efectos podrían ser bastante nocivos, toda vez que parte de la infraestructura ya se encuentra dañada como consecuencia del Ciclón Yaku.

<sup>47</sup> Véase informes N° 01-2023-CF y N° 04-2022-CF.

<sup>48</sup> Como consecuencia de una menor acumulación de capital físico y humano.

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, (iii) la reducción del crecimiento del PBI potencial ya indicada. Adicionalmente, el CF advierte sobre posibles nuevos desafíos debido a las elecciones generales (presidenciales y parlamentarias) y subnacionales (regionales, provinciales y distritales) programadas para 2026. Cabe recordar que los períodos 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>49</sup>.

Acerca del primer riesgo de mediano plazo, diversos proyectos mineros han continuado postergando su inicio de construcción respecto a lo previsto anteriormente, tanto en el MMM 2023-2026 como en el IAPM<sup>50</sup>. Asimismo, con relación al inicio de un nuevo ciclo de inversión minera descrito en el MMM, recientemente el Ministerio de Energía y Minas (MINEM)<sup>51</sup> retiró un grupo importante de proyectos de su cartera que se esperaban ejecutar en los próximos años, como Yanacocha Sulfuros y Magistral<sup>52</sup>. Además, para algunos proyectos que se encuentran en la cartera existente, cabe la posibilidad de que sigan sufriendo retrasos en su ejecución. En ese sentido, el CF advierte que, de no materializarse una cartera de proyectos importantes en el sector minero, será difícil sostener no solo la expansión prevista de la inversión, sino también el avance en la extracción de materias primas (PBI primario) proyectada en el MMM. Por ello, el CF manifiesta la importancia de generar estrategias para asegurar el inicio de la ejecución de los proyectos mineros en cartera, de acuerdo con sus respectivos cronogramas ya fijados, para lo cual se necesita establecer mecanismos que reduzcan la conflictividad social en torno a la minería.

Sobre el segundo riesgo de mediano plazo, aunque el MMM prevé que la inversión —elemento clave para aumentar el crecimiento potencial de la economía— se sostendrá en el inicio de importantes proyectos ejecutados bajo la modalidad de APP, el CF advierte que dichos proyectos también corren el riesgo de sufrir retrasos, pues no cuentan con cronogramas de ejecución concretos, de modo que resulta pertinente valorar los riesgos de la no materialización de la totalidad de esta cartera<sup>53</sup>. De esta manera, con el objetivo de lograr tasas de crecimiento de la inversión privada en torno a 3,0 por ciento sostenidamente, el CF considera indispensable crear las condiciones mínimas para garantizar la ejecución de la cartera de proyectos APP. A la incertidumbre sobre la escala y oportunidad de las APP

<sup>49</sup> Un hecho estilizado de las finanzas públicas subnacionales es la contracción de la formación bruta de capital que se registra durante el primer año de gobierno de nuevas autoridades. La inversión pública total cayó 11,2% en 2011, 6,9% en 2015, 1,5% en 2019 y 1,0% en el 1T2023, primeros años con nuevos gobiernos locales y regionales. Para mayor detalle, véase Jimenez et al. (2020). “*Local Public Investment Drivers in Peru*”. Pontificia Universidad Católica del Perú.

<sup>50</sup> Importantes proyectos mineros continuaron postergando su inicio de construcción: Yanacocha Sulfuros (US\$ 2 500 millones) a 2027; Integración Corocochuayco (US\$ 1 500 millones), Zafranal (US\$ 1 263 millones) y Corani (US\$ 603 millones) a 2025 o 2026; y Romina (US\$ 150 millones) a 2024. Adicionalmente, los proyectos Los Chancas (US\$ 2 600 millones), Michiquillay (US\$ 2 500 millones), Pampa de Pongo (US\$ 2 344 millones), Reposición Inmaculada (US\$ 1 319 millones), Trapiche (US\$ 1 038 millones), Magistral (US\$ 493 millones), Planta de Cobre Río Seco (US\$ 410 millones) y Chalcobamba I (US\$ 130 millones) actualmente no cuentan con fecha prevista de inicio de construcción; y, de ese grupo, sólo Michiquillay, Los Chancas y Trapiche cuentan con fecha estimada de inicio de operaciones (2032, 2030 y 2028, respectivamente), según el MINEM. Cabe notar que, en el caso del proyecto Yanacocha Sulfuros, 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>51</sup> Actualización de la Cartera de Proyectos de Inversión Minera 2023, publicada el 26 de julio de 2023.

<sup>52</sup> Según la institución, las fechas de inicio de construcción de ambos proyectos se encuentran pendientes de determinación debido a factores asociados a decisiones empresariales, asuntos sociales, entre otros.

<sup>53</sup> Cabe mencionar que, de acuerdo con el MMM, se adjudicaría y/o declararía de interés 42 proyectos bajo la modalidad de APP y Proyectos en Activos en el periodo 2023-2025, por una inversión total de US\$ 10,6 mil millones, y se prevé que dichos proyectos inicien ejecución en el mediano plazo. Uno de los proyectos más resaltantes es el Anillo Vial Periférico (US\$ 2 380 millones), cuya adjudicación está prevista para 2024, para lo cual se espera que sea declarado de interés en setiembre de este año. Sin embargo, para lograr ese objetivo, es necesaria la liberación de alrededor de 2 600 predios, por un costo aproximado de S/ 2 mil millones, según calcula el MTC. Se estima que, a fines de julio, solo se habría adquirido alrededor del 3,8% del total de predios.

se añaden los anuncios de nuevos mecanismos para la ejecución de obras de infraestructura, como el uso de fideicomisos de titulización<sup>54</sup>, o la priorización del mecanismo de gobierno a gobierno (G2G) para la ejecución de obras públicas<sup>55</sup>, sobre los cuales no se puede anticipar su impacto en las proyecciones macrofiscales, por la poca información que se tiene sobre ellos.

Respecto al tercer riesgo de mediano plazo, según estimaciones de la Dirección de Estudios Macrofiscales de la Secretaría Técnica del Consejo Fiscal (DEM-STCF), el crecimiento potencial de la economía peruana, corregido por los efectos de la pandemia, se ubicaría aproximadamente en 2,6 por ciento en el periodo 2023-2027<sup>56</sup>. Por lo tanto, el CF recalca que crecer a mediano plazo en torno a 0,7 p.p. por encima de este estimado de crecimiento potencial, como lo plantea el MMM, resultará retador. Asimismo, el CF considera que sería prudente considerar una perspectiva de menor dinamismo estructural para China, nuestro principal socio comercial, en línea con las previsiones del FMI<sup>57</sup> antes señaladas<sup>58</sup>. En ese sentido, para evitar una mayor desaceleración del crecimiento potencial e impulsar el crecimiento de mediano plazo, se requiere de un rol activo de parte del Estado en la adopción y/o aceleración en la implementación de medidas destinadas a elevar la competitividad y productividad de la economía, las que deberían describirse con detalle en el MMM.

Por último, el CF sugiere que en la versión final del MMM se incorpore 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.). Este análisis será esencial para orientar modificaciones necesarias en la implementación de las políticas públicas, con el objetivo de restablecer mejoras en el ámbito social hacia niveles previos a la pandemia<sup>59</sup>.

### **Escenario fiscal**

**Con relación a la proyección de ingresos públicos, el CF considera que la previsión para los años 2023-2027** se encuentra en línea con las perspectivas macroeconómicas y tributarias planteadas en el MMM. Sin embargo, el CF opina que la proyección de crecimiento económico está sujeta a múltiples riesgos a la baja que, de materializarse, podrían generar desbalances fiscales en el mediano plazo.

---

<sup>54</sup> Las propuestas de creación de fideicomisos de titulización y de fondos soberanos para desarrollo de infraestructura pública —anuncios sobre los cuales se tiene muy poca información— deben evaluarse cuidadosamente para evitar riesgos y consecuencias no deseadas, incluyendo fiscales, como se menciona más adelante.

<sup>55</sup> En los últimos años, se ha recurrido al esquema de G2G para las más grandes obras de infraestructura pública, que en el MMM se alude como una buena práctica internacional. Los esquemas de G2G no son necesariamente buenas prácticas para provisión de infraestructura pública, pero en el Perú se están utilizando como una alternativa ante la parálisis del sistema de APP. En un proyecto APP bien estructurado se transfieren varios de los principales riesgos al concesionario privado (diseño, construcción, operación, mantenimiento, financiamiento), inclusive en los casos de APP con fuerte cofinanciamiento público. En G2G, el Estado retiene todos los riesgos. Es indispensable fortalecer el esquema de APP y limitar el uso de G2G a casos en que la alternativa de mayor valor por dinero no sea ir por APP. Solamente en estos casos, G2G debería ser considerada como una alternativa a la obra pública tradicional, pero prestando atención a factores como potenciales sobrecostos, restricción de competencia, o limitación de acceso a tecnologías, entre otros.

<sup>56</sup> Sánchez y Vassallo (2023), “*Midiendo el PBI potencial peruano tras la pandemia del COVID-19: un filtro multivariado extendido*”, disponible en <https://cf.gob.pe/p/documentos/documentos-investigacion/>.

<sup>57</sup> Véase el reporte “*World Economic Outlook*” de julio de 2023.

<sup>58</sup> Es importante destacar que, por 1 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. Para mayor detalle, 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/3QW5cSV>.

<sup>59</sup> Un ejemplo destacado es el caso de Chile. 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% y una inflación de 12,8%), este país logró una reducción significativa en su tasa de pobreza (de 10,8% en 2021 a 6,5% en 2022). En contraste, en el contexto peruano, a pesar de haber alcanzado un crecimiento de 2,7% y una inflación de 8,5% en 2022, la pobreza aumentó (de 25,9% en 2021 a 27,5% en 2022).

**Específicamente, respecto a la proyección de ingresos para 2023**, el CF considera que la previsión del MMM refleja la naturaleza transitoria del incremento de la recaudación registrada en años previos<sup>60</sup>. Pese a ello, el CF advierte que en caso no se acelere el ritmo de crecimiento económico durante el segundo semestre del año, los ingresos fiscales podrían tener revisiones a la baja adicionales a lo previsto en el MMM.

**En la misma línea, el CF señala que la proyección de ingresos para 2024** dependerá principalmente del supuesto de crecimiento económico utilizado para su elaboración (3,0 por ciento del PBI). Como se ha señalado previamente, el CF considera que la proyección de crecimiento económico para 2024 es optimista, como usualmente ha sucedido en los MMMs previos. Al respecto, el CF nota que la proyección de crecimiento económico a un año<sup>61</sup> (realizada en los MMMs de agosto de cada año) se ha sobreestimado en 2,0 p.p. en promedio para los años 2014-2022 (exceptuando los años 2020-2021).

Pese a este patrón recurrente de sobreestimar el crecimiento económico, en los últimos años la proyección de ingresos fiscales con fines presupuestales ha sido inferior a los ingresos observados, esencialmente por una subestimación de la proyección de precios de materias primas de exportación<sup>62</sup>. Considerando la relevancia presupuestal que tienen los precios de materias primas y la incertidumbre inherente a la proyección de una variable tan volátil, el CF considera adecuado, desde una perspectiva de prudencia fiscal, mantener este patrón conservador para las cotizaciones de materias primas.

**En cuanto a los ingresos públicos de mediano plazo**, el CF nota que la proyección del MMM se sustenta en el supuesto de crecimiento económico de mediano plazo (3,2 y 3,3 por ciento para los años 2026 y 2027, respectivamente) superior al crecimiento potencial de la economía; y en una proyección del precio de cobre que, pese a ser inferior al consenso de mercado, se mantendría en niveles elevados (cUS\$/lb. 340 en 2027)<sup>63</sup>. Como se ha señalado anteriormente, el CF considera optimista el crecimiento económico de mediano plazo previsto en el MMM, lo cual hace que la proyección de ingresos de mediano plazo también sea optimista. Con relación a los precios de materias primas de mediano plazo, el CF recomienda que se tomen las medidas necesarias en caso se anticipen menores cotizaciones que las previstas en el MMM.

**Sobre las medidas orientadas a disminuir el incumplimiento tributario**, el CF considera importante que en el MMM se detallen los factores que podrían haber incidido en el incremento del indicador de incumplimiento de IGV en 2022. De igual manera, es relevante que se presenten las cifras del indicador de incumplimiento del IR de tercera categoría. Como se mencionó en informes previos<sup>64</sup>, el CF recomienda analizar los indicadores de incumplimiento con cautela<sup>65</sup>, y reitera que el principal desafío

---

<sup>60</sup> Entre 2019 y 2022, los ICGG aumentaron en 2,5% del PBI, explicados en 72,9% (1,8 p.p. del PBI) por el incremento de IRRNN y en 27,1% (0,7 p.p. del PBI) por INORRNN.

<sup>61</sup> Para más detalle, véase la nota de discusión N° 001-2019-CF/ST “Riesgos fiscales: análisis de las proyecciones macrofiscales del Marco Macroeconómico Multianual”.

<sup>62</sup> Durante 2021, los ingresos fiscales se subestimaron en 1,6 p.p. del PBI; mientras que los índices de precios de minerales e hidrocarburos se subestimaron en 50,8 p.p. y 117,2 p.p., respectivamente. Para este año, el incremento en los precios de minerales e hidrocarburos por encima de lo previsto contribuyó al incremento de IRRNN de 1,4 p.p. del PBI respecto al año previo y a un error de proyección de 1,3 p.p. del PBI. Para 2022, los ingresos fiscales se subestimaron en 2,2 p.p. del PBI, debido parcialmente a los altos precios de materias primas de exportación registrados en 2021 (regularización del IR) y a que su ajuste fue menor a lo previsto. En este año, los ingresos fiscales se subestimaron en 0,7 p.p. del PBI, en línea con la subestimación de los índices de precios de minerales e hidrocarburos en 9,4 p.p. y 160 p.p., respectivamente.

<sup>63</sup> Superior al promedio registrado entre los años 2005-2014 (cUS\$/lb. 309).

<sup>64</sup> Véase informes N° 01-2023-CF y N° 04-2022-CF.

<sup>65</sup> Como menciona el FMI (2015), las estimaciones de las brechas de cumplimiento deben interpretarse y utilizarse con cuidado, y dado su nivel de imprecisión, no deben ser interpretados como un indicador de desempeño. Asimismo, Gómez y Morán (2020) señalan que las estimaciones de incumplimiento tienen un grado de incertidumbre, por lo que no es

será mantener los niveles de incumplimiento en los mínimos históricos (alcanzados en 2021) durante los próximos años, de forma tal que los buenos resultados se constituyan en un incremento de los ingresos fiscales permanentes.

**Respecto a los ingresos estructurales**, el CF reafirma que la metodología oficial para el cálculo de las cuentas estructurales necesita ser revisada debido a problemas en las estimaciones del PBI potencial y de los precios tendenciales. 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<sup>66</sup>. En el caso del PBI potencial, la metodología actual no corrige el impacto de la COVID-19, lo cual estaría sobreestimando su cálculo actual. Asimismo, se advierte que un sesgo optimista en las proyecciones de crecimiento económico para los años 2024-2027 se estaría trasladando de forma proporcional en la estimación de crecimiento potencial. Por ejemplo, si se considera la proyección de PBI de la encuesta de expectativas que realiza el BCRP<sup>67</sup>, en lugar de las previstas en el MMM, el crecimiento potencial de la economía se reduciría en 0,3 p.p. (2,7 por ciento en promedio para los años 2024-2027, en lugar del 3,1 por ciento promedio previsto en el MMM).

**Con relación al gasto público**, el CF nota que las estimaciones del GNFGG entre 2023 y 2027 se ajustan al cumplimiento exacto del límite fijado por la regla de déficit fiscal, por lo que dicha variable deja de ser una proyección y se convierte en una meta. En ese sentido, la materialización de cualquiera de los riesgos que puedan afectar negativamente a la proyección de los ingresos fiscales o del resultado primario de las empresas públicas no financieras, exigirá un proceso de racionalización del gasto público más severo que el previsto en el MMM para cumplir con las reglas fiscales vigentes. Caso contrario, se incrementarían las presiones para incumplir o modificar tales reglas, acarreando un impacto negativo en la credibilidad de la política fiscal.

El CF considera que el estimado de GNFGG para 2023 es consistente con los paquetes de gasto extraordinario anunciados por el gobierno a la fecha (planes “Con Punche Perú”), los cuales tienen un componente importante de gasto corriente que es de más fácil ejecución que el gasto de capital. En cuanto a la inversión pública prevista para 2023 en el MMM (+5,5 por ciento real), el CF considera que esta proyección es optimista. Al respecto, debe indicarse que en los primeros siete meses del año la inversión del GG habría disminuido 2,5 por ciento real<sup>68</sup> y, en lo que resta del año, tendría que aumentar en un 12,0 por ciento real para cumplir con la proyección<sup>69</sup>.

Con relación a las medidas de los planes “Con Punche Perú”, el CF considera que la información emitida por el MEF no ha sido del todo transparente, lo cual ha generado dificultades para conocer su impacto sobre el déficit fiscal y el endeudamiento neto del Sector Público No Financiero. Por ejemplo, las medidas del plan “Con Punche Perú 2” fueron anunciadas tan solo 19 días después de publicado el

---

aconsejable utilizar las estimaciones de evasión tributaria para evaluar el desempeño de corto plazo de la administración tributaria. Véase, FMI (2015) “*Current Challenges in Revenue Mobilization: Improving Tax Compliance*” y Gómez y Morán (2020) “Estrategias para abordar la evasión tributaria en América Latina y el Caribe”.

<sup>66</sup> 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 el 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.

<sup>67</sup> Considera el promedio de analistas económicos y sistema financiero de la Encuesta Mensual de Expectativas Macroeconómicas a julio de 2023.; para los años 2026-2027, se considera el promedio registrado en 2025.

<sup>68</sup> A pesar de tener una base comparativa favorable pues, entre enero y julio de 2022, la inversión pública registró un crecimiento nulo.

<sup>69</sup> Lo cual pasa por superar una base comparativa desfavorable, ya que entre agosto y diciembre 2022, la inversión del GG aumentó 19% en términos reales.

IAPM, el cual no contemplaba en sus proyecciones la aplicación de estas medidas<sup>70</sup>. Actualmente, si bien el MMM señala que el gasto previsto para 2023 ya incluye la ejecución de los planes “Con Punche Perú”, no es posible identificar qué porcentaje de ese mayor gasto será financiado con créditos suplementarios o reasignaciones presupuestarias<sup>71</sup>, lo cual podría incidir en forma diferenciada en el déficit fiscal<sup>72</sup>.

Entre 2024 y 2027, en el MMM se proyecta un ajuste significativo del GNFGG, el cual se reduciría en promedio 0,3 p.p. del PBI por año como porcentaje del PBI (crecimiento promedio de 1,5 por ciento en términos reales) con el fin de ajustarse al cumplimiento de la senda de déficit fiscal. En ese sentido, el CF considera importante evitar el incremento de gastos recurrentes y evaluar medidas para mejorar la eficiencia del gasto público en el mediano plazo.

El CF considera que la composición del GNFGG proyectado en el MMM (entre sus componentes corriente y de capital) es poco realista. Por el lado del gasto corriente, la proyección considera una reducción promedio de 0,5 p.p. del PBI por año, que implica que el gasto corriente en 2027 se ubique en 14,0 por ciento del PBI, un nivel no registrado desde 2012 (13,6 por ciento del PBI) y 1,3 p.p. del PBI por debajo del gasto corriente del periodo prepandemia (promedio 2015-2019: 15,3 por ciento del PBI). Además, este tipo de gasto está expuesto a riesgos por presiones provenientes de iniciativas impulsadas por el Poder Legislativo<sup>73</sup>. Anteriormente, el CF ha expresado su preocupación por la aprobación de leyes por la vía de insistencia (leyes que fueron observadas por el Poder Ejecutivo)<sup>74</sup>; no obstante, es necesario también alertar sobre la inacción del Poder Ejecutivo al no observar, ni llevar ante el Tribunal Constitucional, varias leyes con potencial impacto fiscal. En materia remunerativa, existe un bloque de leyes que puede incrementar el gasto de forma permanente, pero que el Poder

---

<sup>70</sup> El IAPM fue publicado el 30 de abril de 2023, y las medidas del paquete “Con Punche Perú 2” fueron anunciadas el 19 de mayo de 2023.

<sup>71</sup> En la página 76 del e MMM se señala: “*las medidas de gasto público de estos planes equivalen alrededor de S/ 16 mil millones, los cuales se financiarán con recursos adicionales al presupuesto aprobado en 2023 por S/ 8 mil millones y con reasignaciones presupuestales que no incrementan sus límites*”. No obstante, esto es contrario a los anuncios recientes del MEF (conferencia de prensa del 1 de agosto de 2023), donde se ha manifestado que se está preparando un proyecto de ley que propondría un nuevo crédito suplementario, por alrededor de S/ 3 mil millones, para el financiamiento de tales medidas. Sobre este punto, la Secretaría Técnica del Consejo Fiscal cursó el Oficio N° 132-2023-CF/ST al MEF solicitando información sobre dicho proyecto de crédito suplementario; sin embargo, hasta la fecha de aprobación del presente informe, no se ha recibido respuesta.

<sup>72</sup> Los créditos suplementarios al incrementar el techo del presupuesto público tendrían mayor incidencia en el déficit fiscal que las reasignaciones presupuestarias, que involucran dejar de financiar algunas medidas con menor probabilidad de ser ejecutadas.

<sup>73</sup> Cabe señalar que, con las sentencias recaídas en los expedientes N° 00018-2021-PI/TC (respecto de la Ley 31188, Ley de negociación colectiva en el sector público), N° 00027-2021-PI/TC (respecto de la Ley 31125, Ley que declara en emergencia el Sistema Nacional de Salud y regula su proceso de reforma), y N° 00016-2021-PI/TC (respecto de la Ley 31173, que garantiza el cumplimiento de la Ley 29625, sobre devolución de dinero del Fonavi a los trabajadores), no ha quedado clara la posición del Tribunal Constitucional respecto de las iniciativas de gasto por parte del Poder Legislativo, lo que podría incentivar a más presiones por parte de dicho Poder del Estado.

<sup>74</sup> Para un mayor detalle, ver análisis realizado en el Recuadro N° 1 en el [Reporte Técnico N° 01-2023-CF](#), pág. 36-40.

Ejecutivo no observó en su momento, a pesar de que no contaban con la opinión favorable por parte del MEF<sup>75, 76</sup>.

Por el lado de la inversión pública, el CF considera poco factible que esta variable crezca en promedio 6,6 por ciento real durante los próximos cuatro años y que, en porcentaje del PBI, alcance un nuevo máximo histórico (5,6 por ciento). Cabe indicar que crecimientos pronunciados de la inversión pública sólo se han registrado durante períodos de altos y crecientes precios de las materias primas, en los cuales también hubo crecimientos inusuales de la recaudación, incluyendo canon y regalías<sup>77</sup>.

**Con relación a la proyección del déficit fiscal**, el CF resalta que la trayectoria planteada está condicionada por la senda de consolidación establecida en la Ley N° 31541. De esa forma, las proyecciones del déficit fiscal coinciden con el tope establecido por su regla durante todo el horizonte de proyección del MMM. Para los años 2023 y 2024, el CF opina que la probabilidad de incumplir la regla de déficit fiscal es especialmente elevada ante el amplio conjunto de riesgos fiscales latentes —detallados en el propio MMM— y las perspectivas de menor crecimiento en el corto plazo.

Para los años 2025-2027, el CF nota que la proyección del déficit fiscal está en línea con el objetivo de converger a un déficit fiscal de 1,0 por ciento del PBI a partir de 2026. El CF recuerda que, para alcanzar dicha convergencia, el esfuerzo de consolidación fiscal se concentra en el último año y medio de la presente administración de gobierno y los primeros meses de la próxima, periodo en el cual el gasto público tendría que reducirse en 0,5 p.p. del PBI por año. Considerando los riesgos a la proyección del déficit fiscal en el corto plazo y que posponer el esfuerzo de consolidación hacia una próxima administración de gobierno podría generar un problema de inconsistencia temporal<sup>78</sup>, el CF opina que cumplir con la trayectoria de déficit fiscal prevista en el MMM es una tarea desafiantre si no hay una sostenida recuperación del crecimiento económico en el mediano plazo. En ese sentido, el CF recomienda que en el MMM se incluya una sección donde se analicen reformas estructurales orientadas a incrementar los ingresos fiscales permanentes, mejorar la eficiencia del gasto público y mejorar de productividad de la economía.

El CF reitera que proyectar una senda de déficit fiscal igual al límite máximo establecido por las reglas fiscales durante todo el horizonte de proyección del MMM es una mala práctica debido a que conlleva, inherentemente, a un elevado riesgo de incumplimiento de reglas. Por construcción, toda proyección económica está sujeta a choques que pueden llevar a una desviación entre lo previsto y lo ejecutado. En ese sentido, cuando no hay espacio para el error en las proyecciones fiscales respecto a sus límites, incluso desviaciones mínimas incrementan el riesgo de incumplimiento de las reglas fiscales. En

---

<sup>75</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 DIRESAS; (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>76</sup> Algunas de las potenciales consecuencias que se desprenden de las medidas de mayor gasto permanente aprobadas por el Poder Legislativo y no elevadas ante el TC por el Poder Ejecutivo, serían un gasto corriente por encima de lo proyectado (principalmente en remuneraciones), una reducción del espacio fiscal para el gasto en inversión pública, una mayor afectación de la calidad del gasto público, y presiones sobre la sostenibilidad fiscal y la viabilidad del cumplimiento de las reglas fiscales.

<sup>77</sup> Entre 2006 y 2012, la inversión pública creció a un ritmo promedio de 18,5% real, mientras que entre 2013 y 2019, esta registró una tasa promedio de -0,5% real.

<sup>78</sup> Véase informes N° 04-2022-CF, N° 02-2022-CF, N° 05-2021-CF y N° 04-2021-CF. El problema de inconsistencia temporal hace referencia a que existen incentivos para posponer indefinidamente el proceso de consolidación. Este problema se puede agravar cuando la responsabilidad se traslada hacia una nueva administración de gobierno.

cualesquier caso, incumplimiento o nuevo cambio de las reglas, el CF advierte que esto puede afectar la credibilidad del Estado y sus compromisos fiscales, incidiendo en los costos de financiamiento del gobierno y de otros agentes económicos.

El CF resalta que la convergencia del déficit fiscal a 1,0 por ciento del PBI es una condición necesaria para que la deuda converja por debajo del límite de 30,0 por ciento del PBI en 2032. Para ello, el CF nota que se requiere de la generación permanente de superávits primarios, equivalentes a alrededor de 0,7 por ciento del PBI<sup>79</sup>. El CF reitera<sup>80</sup> que la generación de resultados primarios superavitarios dependerá de la capacidad del hacedor de política fiscal para sostener una reducción permanente del gasto público y para mantener niveles de ingresos elevados respecto al periodo prepandemia<sup>81</sup>. Con el fin de asegurar el cumplimiento del proceso de consolidación fiscal en el mediano plazo, el CF considera que se requerirán de medidas para incrementar los ingresos permanentes y controlar el crecimiento del gasto público.

**Respecto a la proyección de endeudamiento público**, el CF considera que el hecho de que la deuda bruta no descienda y se estabilice en niveles cercanos a 33,5 por ciento del PBI entre 2023 y 2024 no representa un problema de sostenibilidad fiscal, aunque podría comprometer la convergencia a niveles inferiores al 30,0 por ciento del PBI hacia 2032 si no se aseguran las condiciones para retomar una trayectoria de endeudamiento público decreciente en el mediano plazo. No obstante, el CF recuerda que la dinámica del endeudamiento público ha sido favorecida por factores exógenos, tales como un mayor deflactor del PBI asociado al reciente incremento de la inflación. Así, el CF recomienda tomar los resultados de endeudamiento recientes con prudencia, especialmente en el contexto actual donde la probabilidad de materialización de riesgos macrofiscales se ha elevado.

**Con relación a la previsión de endeudamiento neto**, el CF opina que la proyección para el periodo 2023-2027 resume el estado de las finanzas públicas después de la crisis sanitaria. Durante un periodo de tiempo prolongado, la política fiscal operará bajo un nivel de endeudamiento bruto más elevado y con una disponibilidad de **activos financieros** más limitada. Ante ello, el CF considera importante gestionar adecuadamente activos financieros estratégicos como los del Fondo de Estabilización Fiscal (FEF) y la Reserva Secundaria de Liquidez (RSL)<sup>82</sup>, estableciendo mecanismos que favorezcan su acumulación. Sobre la RSL, el CF reitera que considera importante la publicación periódica de información detallada en cuanto a sus saldos y movimientos, en aras de una mayor transparencia en la gestión de dicho activo<sup>83</sup>.

### **Riesgos fiscales**

El CF considera positivo que el desarrollo de una sección de **riesgos fiscales** se haya convertido en una práctica permanente en la elaboración del MMM. No obstante, el CF opina que muchos de los riesgos que afectan con más fuerza a la economía peruana han surgido o se han incrementado recientemente, y sus posibles efectos sobre las proyecciones macrofiscales y el cumplimiento de reglas no ha sido evaluado rigurosamente en todos los casos. A continuación, el CF analiza los riesgos que, a su juicio, considera como los más importantes en el contexto actual.

---

<sup>79</sup> Promedio 2025-2032.

<sup>80</sup> Véase informes N° 01-2023-CFy N° 02-2023-CF.

<sup>81</sup> Entre 2015 y 2019, los ingresos del gobierno general fueron de 19,2% del PBI, 1,4 p.p. del PBI inferiores al nivel de ingresos previsto en el MMM para el periodo 2025-2027 (20,6% del PBI).

<sup>82</sup> Con información al cierre de mayo, activos por 0,4% del PBI corresponden a la RSL y 1,2% del PBI al FEF.

<sup>83</sup> Véase Informe N° 01-2023-CF.

**En el corto plazo**, el CF considera que el riesgo fiscal más relevante está asociado a la ocurrencia de un FEN en una intensidad mayor a la esperada. Sobre este riesgo en particular, el CF opina que en el MMM se deberían explicitar posibles respuestas de política fiscal, condicionadas a escenarios de FEN de distintas magnitudes<sup>84</sup>. Respecto de los recursos destinados a este fin en 2023 y considerando que la presencia del FEN es un riesgo sobre el que se podía anticipar por lo menos desde marzo del presente año, el CF opina que, por prudencia fiscal, el financiamiento de la respuesta debió priorizar las reasignaciones presupuestarias en lugar de los créditos suplementarios.

Además de los riesgos derivados de factores climáticos, el CF resalta que existen riesgos a la baja en la dinámica de crecimiento económico local, asociados al deterioro de las expectativas de inversión privada y a la incertidumbre en torno al desarrollo de nuevos conflictos sociales. En ese sentido, el CF reitera que, dada la dependencia de las proyecciones fiscales al supuesto de crecimiento económico, la materialización de cualquier riesgo, incluso en una magnitud pequeña, podría generar desviaciones en la proyección del déficit fiscal y, por tanto, el incumplimiento de reglas fiscales durante el periodo 2023-2027.

Como se ha expresado en informes recientes<sup>85</sup>, el CF reitera que la deuda pública mantiene una exposición a riesgo cambiario elevada, derivada del incremento del endeudamiento en moneda extranjera durante los años de emergencia sanitaria<sup>86</sup>. El CF recalca que una mayor dolarización de la deuda tiene como consecuencia una mayor vulnerabilidad a variaciones del tipo de cambio, pues incrementos de la depreciación cambiaria se trasladan directamente hacia un mayor saldo de la deuda y un mayor de pago de intereses. En ese sentido, el CF considera positiva la operación de administración de deuda (OAD) ejecutada por el MEF en junio del 2023<sup>87</sup>, pues considera que ello representa un primer esfuerzo para la mitigación del riesgo cambiario.

Por otro lado, con relación a las medidas anunciadas de creación de fideicomisos de titulización<sup>88</sup> para el desarrollo del transporte en Lima y Callao y del fondo soberano de riqueza para el financiamiento de inversión pública, el CF advierte que podrían generar mayor gasto y endeudamiento público, además de pasivos contingentes importantes no contemplados en el MMM. Dado que hasta el momento hay información muy limitada sobre ambas medidas<sup>89</sup> y no se cuenta con sustento técnico suficiente para evaluar los posibles beneficios, costos y riesgos asociados a su implementación, el CF recomienda prudencia en torno al uso de dichos esquemas de financiamiento. En el caso del fondo soberano de inversión, el CF recuerda que el marco fiscal vigente ya contempla un fondo destinado al

---

<sup>84</sup> En el MMM se mencionan los costos asociados a la materialización de FEN en episodios pasados y se discute la probabilidad de ocurrencia de un FEN de una magnitud mayor a la esperada, pero no se hace un análisis prospectivo sobre los efectos de un FEN fuerte sobre variables clave como el PBI, la inflación, la recaudación fiscal, el gasto y el endeudamiento público.

<sup>85</sup> Véase informes N° 01-2023-CF, N° 04-2022-CF, N° 02-2022-CF, N° 05-2021-CF y N° 01-2021-CF.

<sup>86</sup> Como muestra de ello, la proporción de la deuda externa respecto al total de la deuda pública paso de 31,8% en 2019 a 51,8% en 2022. En 2023, esta proporción se mantendría cercana a 48,8%.

<sup>87</sup> En dicha OAD se recompraron e intercambiaron bonos de pronto vencimiento por un total de S/ 20 mil millones. De este monto, alrededor de S/ 6 mil millones corresponden a la recompra de bonos emitidos en dólares.

<sup>88</sup> Los fideicomisos de titulización son esquemas financieros que permiten endeudarse contra activos o flujos futuros generados por los activos que se incorporan al fideicomiso y sirven como fuente o garantía de pago de la deuda emitida. Independientemente de las características específicas que se planteen para estos fideicomisos, dado que están destinados a financiar obras de infraestructura pública, generan deuda pública y obligaciones firmes o contingentes de gasto público. En la medida que la fuente de pago no sea predecible, por ejemplo, en el caso de flujos de tarifas en *greenfields* de infraestructura pública (como las líneas de metro que se han mencionado), es probable que alguna otra garantía pública sea necesaria. En el caso de los fondos soberanos, independientemente de si existen las precondiciones para crearlos, el uso de recursos públicos implica mayor gasto fiscal y, potencialmente, mayor endeudamiento o pasivos contingentes dependiendo de sus características específicas.

<sup>89</sup> Mediante Oficio N° 132-2023-CF/ST, la Secretaría Técnica del Consejo Fiscal solicitó al MEF información sobre dichas propuestas, pero a la fecha de elaboración del presente informe no se obtuvo respuesta.

financiamiento de infraestructura pública, el cual debe financiarse con recursos provenientes del saldo presupuestal de libre disponibilidad del Tesoro Público, una vez que el FEF alcance un tope de 4,0 por ciento del PBI<sup>90</sup>. En ese sentido, el CF advierte que la creación de un nuevo fondo requerirá de la transferencia de recursos adicionales para su implementación.

Adicionalmente, el CF resalta dos riesgos específicos que no han sido mencionados en el MMM y cuya probabilidad de ocurrencia se ha incrementado de forma significativa recientemente. En primer lugar, el CF resalta que la situación financiera de Petroperú S.A. sigue siendo preocupante<sup>91</sup> a pesar de los apoyos financieros brindados por el gobierno en 2022<sup>92</sup>. Como se señaló anteriormente<sup>93</sup>, el CF considera que la situación de Petroperú S.A. puede incrementar la vulnerabilidad de las finanzas públicas, por lo que recomienda monitorear de forma constante y transparente la situación financiera de la empresa. En segundo lugar, el CF resalta que la reciente controversia entre la Municipalidad Metropolitana de Lima y la empresa Rutas de Lima no solo genera un mal precedente en el clima de inversión y la estabilidad jurídica de las inversiones, sino que también representa un pasivo contingente que puede presionar hacia una mayor emisión de deuda o la disposición de activos financieros.

Por último, el CF considera que los **principales riesgos de mediano y largo plazo** radican en los factores que pueden generar desviaciones permanentes en la dinámica del déficit fiscal, pudiendo incluso afectar la sostenibilidad de las finanzas públicas. Por el lado de los ingresos, la reducción del crecimiento potencial y menores precios de exportación son factores que reducirían la recaudación tributaria de forma permanente. En el caso del gasto no financiero, tanto presiones de gasto provenientes de iniciativas legislativas del Congreso como de medidas impulsadas por el Poder Ejecutivo podrían incrementar significativamente el tamaño del gasto público. Respecto al costo de financiamiento, tasas de interés permanentemente más elevadas, o la no reducción de la deuda, podrían incrementar la carga del gasto financiero. Ante estos riesgos, el CF considera importante evaluar escenarios menos favorables para los determinantes de la dinámica macrofiscal durante un horizonte de tiempo prolongado y, a partir de ello, evaluar también opciones de respuesta de política, acordes con el objetivo de salvaguardar la solvencia de las finanzas públicas.

Finalmente, cabe señalar que en el MMM 2023-2026, del año pasado, se incluyó una respuesta del MEF al informe de opinión del CF. Al respecto, el CF reitera que esto es una buena práctica que debería hacerse permanente puesto que enriquece el debate técnico en torno a la política fiscal. En ese sentido, se considera pertinente señalar algunas interrogantes que surgen del presente informe, las cuales se recomienda sean abordadas en la versión final del MMM o en una eventual respuesta del MEF:

1. Las razones que sustentan una previsión de crecimiento económico de China significativamente mayor a la prevista por el FMI.

---

<sup>90</sup> Véase el artículo 20.3 del Decreto Legislativo 1276.

<sup>91</sup> Por ejemplo, sus Estados Financieros presentados ante la Superintendencia de Mercados de Valores revelan que en el 1S2023 la empresa acumuló pérdidas netas por US\$ 380 millones. Además, el ministro de Energía y Minas y presidente de la junta general de accionistas de la empresa estatal declaró recientemente (Diario Gestión, 03/08/23) que probablemente la empresa requerirá de un nuevo apoyo financiero por parte del fisco.

<sup>92</sup> En 2022 el Gobierno otorgó a Petroperú S.A. un conjunto de apoyos financieros equivalente a aproximadamente 1 p.p. del PBI. Estos consistieron en un aporte de capital de S/ 4 mil millones, una operación de endeudamiento de corto plazo con garantía del Gobierno Nacional hasta por US\$ 500 millones, un apoyo financiero transitorio por hasta US\$ 750 millones, y documentos cancelatorios para el pago de obligaciones tributarias por hasta S/ 500 millones.

<sup>93</sup> Ver Informe N° 02-2023-CF y el Comunicado N° 04-2022-CF.

2. Las razones que sustentan un crecimiento del PBI potencial y del crecimiento de mediano plazo por encima de 3,0 por ciento, pese a los efectos negativos que habría tenido la pandemia sobre la capacidad de crecimiento de mediano plazo.
3. El detalle de escenarios de posibles respuestas de política fiscal ante la materialización del FEN en distintas magnitudes.
4. El detalle sobre posibles reformas estructurales que permitan incrementar de forma permanente la recaudación de ingresos fiscales.
5. Los detalles sobre cómo se financiará el paquete de medidas “Con Punche Perú 2” y sobre el crédito suplementario recientemente anunciado. En particular, cómo impactará el crédito suplementario en las cuentas fiscales del año 2023.
6. El sustento sobre el funcionamiento previsto de los mecanismos de financiamiento de inversión pública recientemente anunciados (creación de fideicomisos de titulización para el desarrollo de infraestructura de transportes en Lima Metropolitana y creación del fondo soberano de riqueza), incluyendo una evaluación sobre sus implicancias fiscales.
7. Transparentar la respuesta de política que se daría si se materializan los riesgos fiscales en torno a la frágil situación financiera de Petroperú S.A. y la controversia entre la Municipalidad Metropolitana de Lima y la empresa concesionaria Rutas de Lima.

## CONCLUSIONES

El CF considera que el **crecimiento de la economía global** proyectado en el MMM para 2023 y 2024 (2,6 y 2,7 por ciento, respectivamente) es adecuado. Sin embargo, advierte sobre riesgos que podrían afectar estas previsiones, especialmente para 2024. Entre estos riesgos resalta un menor crecimiento proyectado para China en el mediano plazo, de manera que se sugiere incorporar este elemento en las proyecciones de los socios comerciales. Asimismo, el CF considera que, por prudencia fiscal, es pertinente que las **estimaciones sobre los precios de materias primas** en el corto y mediano plazo sean relativamente conservadoras. Considerando la volatilidad histórica de estos precios y el hecho de que estos aún se mantendrían en niveles históricamente altos, el CF reitera que deberán tomarse precauciones para anticipar un ajuste significativamente mayor que el previsto en el MMM.

Con relación al **escenario macroeconómico local**, el CF considera que las proyecciones del MMM sobre el crecimiento económico de corto plazo (2023 y 2024) presentan un balance de riesgos negativo, derivado principalmente de: (i) la incertidumbre sobre la segunda temporada de pesca de anchoveta debido al FEN; (ii) la severidad del impacto del FEN, especialmente durante el próximo verano; (iii) el desempeño de la inversión privada si no se materializa una clara recuperación de las expectativas y si no se ejecutan grandes proyectos de inversión; y (iv) el impacto de nuevos conflictos sociales en la producción minera o en el comercio. Considerando que las proyecciones del MMM son la base para la formulación del presupuesto público 2024, el CF recomienda detallar el sustento de las proyecciones macroeconómicas y fiscales de dicho año en particular.

Respecto de las **estimaciones de crecimiento de mediano plazo**, el CF reitera que alcanzar un crecimiento superior al 3,0 por ciento en el periodo 2025-2027 representa un gran desafío debido a las secuelas estructurales que la pandemia ha dejado sobre la productividad. La continua postergación de proyectos mineros, los problemas en la ejecución de proyectos bajo la modalidad de APP y la reducción del crecimiento del PBI potencial son riesgos que deben abordarse para lograr estas tasas de crecimiento.

Con relación a los **ingresos fiscales**, el CF nota que la previsión para los años 2023-2027 son consistentes con los supuestos macroeconómicos y tributarios planteados en el MMM. En el mediano plazo, estos supuestos consideran un crecimiento económico por encima del potencial y precios de *commodities* en niveles aun históricamente altos. En ese sentido, alcanzar los ingresos previstos en el MMM dependerá principalmente de que se cumplan tales supuestos que, como se señaló anteriormente, están sujetos a varios riesgos.

El CF nota que las previsiones de **gasto público** se ajustan al cumplimiento exacto de la regla del déficit fiscal en todo el horizonte de proyección, por lo que dicha variable pasa a ser una meta. En opinión del CF, esa meta es de difícil cumplimiento porque mantener una senda decreciente del GNGFG como porcentaje del PBI depende de la ejecución de ajustes de hasta 0,5 p.p. del PBI en los años 2025 y 2026. El CF advierte que la materialización de los riesgos que afecten negativamente la proyección de ingresos requerirá una reducción del gasto todavía mayor, lo cual es muy retador y poco creíble, especialmente si se toma en consideración las múltiples presiones por incrementar el gasto público.

El CF advierte que para los años 2023 y 2024 la probabilidad de incumplir la regla de **déficit fiscal** es especialmente elevada por un conjunto amplio de riesgos fiscales latentes —detallados en el propio MMM— y las perspectivas de menor crecimiento en el corto plazo. Por ello, el CF recomienda que las autoridades sean muy cautas en introducir nuevas iniciativas de gasto.

El CF reitera que proyectar una senda de déficit fiscal igual al límite máximo establecido por las reglas fiscales correspondiente es una mala práctica debido a que conlleva, inherentemente, a un elevado riesgo de incumplimiento de reglas, incluso ante desviaciones relativamente pequeñas de los principales supuestos. El incumplimiento de las reglas fiscales o su constante cambio puede afectar la credibilidad del Estado y sus compromisos fiscales, incidiendo en los costos de financiamiento del gobierno y de otros agentes económicos.

En cuanto a la proyección de **deuda pública**, el CF considera positivo que se mantenga una senda sostenible y consistente con las reglas fiscales vigentes. No obstante, reitera que en el mediano plazo la reducción de la deuda dependerá de la capacidad para sostener resultados primarios superavitarios, para lo cual se requerirán medidas para asegurar el control del gasto público y la generación de mayores ingresos permanentes. El CF nota que en el MMM se prevé que el **endeudamiento neto** se mantenga estable entre 22,0 y 23,0 por ciento del PBI, lo cual resume el estado de las finanzas públicas después de la crisis sanitaria. Durante un periodo de tiempo prolongado, la política fiscal operará bajo un nivel de endeudamiento bruto más elevado y con una disponibilidad de activos financieros más limitada.

El CF considera positivo que el desarrollo de una sección de **riesgos fiscales** se haya convertido en una práctica permanente en la elaboración del MMM. No obstante, el CF opina que el MMM todavía no incorpora una evaluación rigurosa de los efectos sobre las proyecciones macrofiscales y el cumplimiento de reglas que tendrían muchos de los riesgos que afectan a la economía peruana:

- En el corto plazo, el CF considera que el riesgo fiscal más relevante está asociado a la materialización de un FEN de una magnitud superior a la prevista. Sobre este riesgo en particular, el CF opina que la evaluación presentada en el MMM debería contener posibles respuestas de política fiscal, condicionadas a la intensidad del FEN considerado.
- Adicionalmente, el CF expresa su preocupación por dos riesgos específicos que no han sido mencionados en el MMM. En primer lugar, el CF resalta que la situación financiera de Petroperú S.A. sigue siendo preocupante, a pesar de los apoyos financieros brindados por el gobierno en 2022. En segundo lugar, el CF resalta que la reciente controversia de la Municipalidad

Metropolitana de Lima con la empresa Rutas de Lima no solo genera un mal precedente en el clima de inversión, sino que también representa un pasivo contingente que puede presionar hacia una mayor emisión de deuda o la disposición de activos financieros.

- El CF reitera que, en el mediano plazo, los principales riesgos fiscales radican en los factores que pueden generar desviaciones permanentes en la dinámica del déficit fiscal. Por el lado de los ingresos, un escenario de bajo crecimiento que conlleve a una reducción adicional del crecimiento potencial y menores precios de exportación son factores que reducirían la recaudación tributaria de forma permanente. En el caso del gasto no financiero, presiones de gasto provenientes de normas y medidas impulsadas tanto por el Poder Legislativo como Ejecutivo podrían incrementar significativamente el tamaño del gasto público.
- Además, el CF considera pertinente señalar que las propuestas recientemente anunciadas de la creación de un fideicomiso de titulización para el desarrollo del transporte y movilidad urbana en Lima y Callao, y la creación de un fondo soberano de inversión, podrían incrementar la exposición a nuevos pasivos contingentes. Al respecto, el CF considera que hasta el momento hay información muy limitada sobre ambas medidas, y exhorta al MEF a explicitar el diseño de los mecanismos de financiamiento propuestos y a transparentar sus implicancias fiscales.

Finalmente, el presente informe incluye un pedido para que en la versión final del MMM, o en una eventual respuesta del MEF a la opinión del CF, se aborden las interrogantes específicas sobre las que el CF ha solicitado que se brinden respuestas técnicas.

Lima, 15 de agosto de 2023.

**CONSEJO FISCAL DE PERÚ**