



Informe N° 002-2018-CF

# **Las finanzas públicas en el Perú: efectividad y sostenibilidad**

**Informe anual 2017**

**Consejo Fiscal del Perú**



## **Consejo Fiscal**

Al 31 de diciembre del 2017

### **Presidente**

Waldo Mendoza Bellido

### **Miembros**

Carolina Trivelli Alva

Javier Escobal D'Angelo

Eduardo Morón Pastor

Alberto Pascó-Font Quevedo



## **Secretaría Técnica del Consejo Fiscal**

Al 31 de diciembre del 2017

### **Secretario Técnico**

Arturo Martinez Ortiz

### **Director(e) de Estudios Macrofiscales**

Karl Melgarejo Castillo



## Índice

<b>Presentación .....</b>	6
<b>Resumen .....</b>	7
<b>I. Las finanzas del Sector Público No Financiero.....</b>	9
<b>1. Ingresos del Gobierno General .....</b>	9
<b>2. Gasto no financiero del Gobierno General .....</b>	12
<b>3. Resultado económico del Sector Público No Financiero.....</b>	14
<b>4. Deuda bruta y activos financieros del Sector Público No Financiero .....</b>	17
<b>II. Las finanzas de los gobiernos locales y regionales.....</b>	19
<b>1. Las finanzas de los gobiernos locales.....</b>	20
<b>1.A. Resultado primario .....</b>	20
<b>1.B. Deuda y otros pasivos .....</b>	22
<b>2. Las finanzas de los gobiernos regionales.....</b>	23
<b>2.A. Resultado primario .....</b>	23
<b>2.B. Deuda y otros pasivos .....</b>	26
<b>III. Elementos para el debate: la efectividad de la política fiscal y la sostenibilidad fiscal en el Perú .....</b>	28
<b>1. La efectividad de la política fiscal .....</b>	28
<b>2. La sostenibilidad fiscal.....</b>	31
<b>IV. Conclusiones e implicancias para la política fiscal en el Perú .....</b>	35
<b>V. Anexos .....</b>	38
<b>Anexo 1: Endeudamiento subnacional y regímenes de sinceramiento de deuda .....</b>	38
<b>Anexo 2: Dependencia de los gobiernos subnacionales a las transferencias por RR.NN. ....</b>	40
<b>Anexo 3: Multiplicadores fiscales .....</b>	43
<b>Anexo 4: Ejercicio contrafactual para evaluar la efectividad de la política fiscal .....</b>	47
<b>Anexo 5: Sostenibilidad fiscal y dinámica de la deuda pública.....</b>	49

## Presentación

El Consejo Fiscal (CF) fue creado en el año 2013 por la Ley de Fortalecimiento de la Responsabilidad y Transparencia Fiscal (LFRTF)<sup>1</sup> como una comisión autónoma cuyo objeto es contribuir con el análisis técnico independiente de la política fiscal. A fines de 2015, se dispuso su implementación y se designó a sus primeros miembros. Las actividades del CF iniciaron oficialmente con su primera sesión en enero de 2016.

El CF tiene como función emitir opinión no vinculante sobre la modificación y cumplimiento de las reglas fiscales; las proyecciones macroeconómicas contempladas en el Marco Macroeconómico Multianual; la evolución de las finanzas públicas de corto, mediano y largo plazo; y la metodología para el cálculo del resultado fiscal estructural. La misión del CF es fortalecer la transparencia e institucionalidad de las finanzas públicas, y su visión al 2021 es ser el referente técnico e independiente para el análisis y debate de la política macrofiscal y de la evolución de las finanzas públicas peruanas, contribuyendo así con su gestión responsable y transparente.

Durante el 2017, el CF ha sesionado en 24 ocasiones y ha publicado 4 informes de opinión en cumplimiento de sus funciones dispuestas por ley, 4 reportes técnicos que presentan el soporte técnico de los informes de opinión, y 2 documentos de investigación que buscan contribuir con el análisis de la política fiscal. Además, ha organizado una conferencia internacional, con el fin de intercambiar experiencias sobre cómo los consejos fiscales pueden fortalecer la institucionalidad de las finanzas públicas, y ha convocado a un concurso de investigación para incentivar el análisis de temas macrofiscales en el país.

Para continuar con este esfuerzo por reforzar la transparencia e institucionalidad de las finanzas públicas, el CF presenta en esta oportunidad la primera edición de su informe anual, en el cual se analiza la evolución de las finanzas públicas en los últimos años, tanto a nivel del Sector Público No Financiero, como a nivel de gobiernos subnacionales. Además, con el objetivo de fomentar la discusión sobre la política macrofiscal en el Perú, se analiza la efectividad de la política fiscal en los últimos años y los riesgos para la sostenibilidad de las finanzas públicas en el actual contexto económico.

Este informe se emite en concordancia con las disposiciones del Decreto Legislativo N° 1276, Decreto Legislativo que Aprueba el Marco de la Responsabilidad y Transparencia Fiscal del Sector Público No Financiero y expresa la opinión colegiada del CF. El soporte técnico para la elaboración del documento fue proporcionado por la Dirección de Estudios Macrofiscales de la Secretaría Técnica del CF, bajo la dirección de Karl Melgarejo, y con el apoyo de Gustavo Ganiko, Alvaro Jiménez, Christian Merino, Carlos Rojas, Juan Carlos Sosa y Renato Vassallo.

Lima, 17 de abril de 2018.

---

<sup>1</sup> Posteriormente reemplazada por el Decreto Legislativo N° 1276, Decreto Legislativo que Aprueba el Marco de la Responsabilidad y Transparencia Fiscal del Sector Público No Financiero, publicado en diciembre de 2016.

## Resumen

En 2017, las finanzas del Sector Público No Financiero se caracterizaron por presentar una reducción de los ingresos del Gobierno General, debido a una menor recaudación del impuesto a la renta y del impuesto general a las ventas, y por un aumento del gasto no financiero del Gobierno General. El déficit fiscal ascendió a 3,1 por ciento del PBI, con lo cual se incumple la regla fiscal vigente para ese año. La deuda pública subió a 24,8 por ciento del PBI, y los activos financieros públicos descendieron a 15,3 por ciento del PBI, debido al retiro de depósitos del tesoro público y del Fondo de Estabilización Fiscal (FEF).

Los resultados del 2017 agudizaron el deterioro fiscal iniciado hace 5 años. Los ingresos corrientes se redujeron en 4,8 puntos porcentuales del PBI entre los años 2012 y 2017, mientras que el gasto corriente aumentó en 1,5 puntos porcentuales del PBI. Así, el resultado económico se redujo drásticamente, registrando déficits superiores al 2,0 por ciento del PBI en los últimos tres años. Además, la deuda pública bruta creció en 4,0 puntos porcentuales del PBI desde el 2012.

La postura de la política fiscal ha sido expansiva en los últimos 5 años, lo cual se refleja en el aumento continuo del déficit fiscal estructural. Este resultado se explica por mantener un nivel de gasto público superior al de los ingresos estructurales. Los ingresos estructurales se redujeron en 3,1 puntos porcentuales del PBI potencial, debido a la desaceleración en el crecimiento de los precios de las materias primas de mediano plazo y a las medidas de política tributaria implementadas en los años 2015 y 2016. Por otro lado, el gobierno modificó los parámetros de las reglas fiscales vigentes a fin de adoptar una postura fiscal expansiva que brinde soporte a la economía (p.ej. en 2017, para financiar el gasto en reconstrucción debido a los daños generados por el Fenómeno El Niño Costero). Además, es importante resaltar que el gasto público poco flexible<sup>2</sup> ha crecido en 1,6 puntos porcentuales del PBI en los últimos 5 años.

Con respecto a las finanzas de los gobiernos subnacionales, el resultado primario de los gobiernos locales registró un déficit de 0,5 por ciento del PBI en el 2017, siendo el cuarto resultado primario deficitario en los últimos 6 años, período en el cual el déficit primario fue en promedio de 0,2 por ciento del PBI. Por el lado de los gobiernos regionales, su resultado primario fue balanceado en el 2017 y en los tres años precedentes, lo que es consistente con su esquema de ingresos y gastos que impide diferencias significativas entre ambas cuentas.

Además, se muestra los resultados de los regímenes de reprogramación de pagos y de sinceramiento de deuda, los cuales fueron implementados en 2017 con el fin de facilitar la cancelación de las obligaciones previsionales y con EsSalud generadas hasta el 2015. Como resultado de dichos regímenes, el saldo de deuda total registrado al 2016 se redujo en 25,4 por ciento, pasando de 4,5 a 3,4 por ciento del PBI, en los gobiernos locales y regionales en conjunto.

Por otro lado, el CF discute acerca de la efectividad de la política fiscal y la sostenibilidad de las finanzas públicas. En el primer caso, si bien es posible constatar el impacto positivo de la política fiscal sobre la actividad económica entre los años 2013 y 2017, su efectividad depende

---

<sup>2</sup> Indicador que agrupa a los componentes del presupuesto público con mayor grado de rigidez (como el gasto en personal, pensiones, mantenimiento de infraestructura pública, entre otros).

considerablemente de la composición de los instrumentos empleados, siendo relevante la participación del gasto de capital en el impulso empleado. En el segundo caso, se resalta que existe un potencial riesgo no solo de que la deuda supere el límite dispuesto en la regla fiscal (30 por ciento del PBI) sino también de que adopte una tendencia creciente ante la ocurrencia de choques adversos. Estos resultados resaltan la importancia de iniciar una fase de consolidación fiscal, previniendo el aumento del gasto poco flexible y elevando la recaudación tributaria.

## I. Las finanzas del Sector Público No Financiero<sup>3</sup>

El Sector Público No Financiero (SPNF) está conformado por las instituciones que pertenecen al Gobierno General (GG) y las Empresas Públicas No Financieras (EPNF). El GG se divide a su vez entre el Gobierno Nacional (GN) y los gobiernos subnacionales, los cuales agrupan a los gobiernos regionales y locales.

En esta sección se analizan las finanzas del SPNF, es decir, la evolución de los ingresos y gastos no financieros del GG, el resultado primario de las EPNF, y el gasto financiero del SPNF. Estos indicadores determinan el resultado económico del SPNF, el cual explica en gran medida la variación del saldo de deuda y/o activos financieros del SPNF<sup>4</sup>.

El análisis realizado en esta sección busca explicar en primer lugar el resultado obtenido en 2017. Luego se procede a compararlo con la evolución observada durante el periodo 2009-2017.

### 1. Ingresos del Gobierno General

En 2017, los ingresos corrientes del GG descendieron a 18,0 por ciento del PBI, nivel inferior al del 2016 en 0,5 puntos porcentuales (p.p. en adelante) del PBI. Esta caída estuvo explicada principalmente por una menor recaudación del impuesto a la renta (en 0,4 p.p. del PBI) y del impuesto general a las ventas (en 0,2 p.p. del PBI). El resto de componentes mantuvieron niveles similares a los del 2016 (ver tabla N° 1).

El resultado del 2017 guarda consistencia con la tendencia observada en los últimos cinco años. Entre los años 2012 y 2017, los ingresos corrientes del GG se redujeron en 4,8 p.p. del PBI, luego de crecer en 3,0 p.p. del PBI entre los años 2009 y 2012 (ver tabla N° 1 y gráfico N° 1A). Este comportamiento refleja esencialmente la evolución del impuesto a la renta de tercera categoría<sup>5</sup>, que registró una reducción de 2,0 p.p. del PBI entre los años 2012 y 2017, luego de crecer en 1,2 p.p. del PBI entre 2009 y 2012 (ver tabla N° 1 y gráfico N° 1B).

Esta caída de los ingresos está explicada por factores estructurales y cíclicos. Por ejemplo, entre los años 2012 y 2017 los ingresos estructurales<sup>6</sup> disminuyeron 3,1 p.p. del PBI potencial, luego de aumentar 1,8 p.p. del PBI potencial entre los años 2009 y 2012 (ver gráfico N° 1C). Este comportamiento se explica principalmente por dos factores: la evolución de los precios de materias primas de mediano plazo, que desaceleraron su ritmo de crecimiento desde 7,8 por ciento anual entre los años 2009 y 2012 a 4,0 por ciento anual entre los años 2012 y 2017, y el conjunto de medidas tributarias implementadas entre los años 2015 y 2016 para estimular la economía<sup>7</sup>.

---

<sup>3</sup> Con cifras disponibles al 12 de abril del 2018.

<sup>4</sup> El déficit fiscal y las amortizaciones de deuda determinan las necesidades de financiamiento del SPNF, las cuales se financian a través de emisiones de deuda o uso de activos financieros públicos.

<sup>5</sup> La recaudación del impuesto a la renta de 3era categoría está estrechamente vinculada a la evolución de los precios de exportación de materias primas. La correlación de sus tasas de crecimiento fue 0,82 entre los años 2003 y 2017.

<sup>6</sup> Variable que no incluye el componente cíclico de los ingresos corrientes a fin de obtener una medida que represente los ingresos permanentes del gobierno.

<sup>7</sup> Durante los años 2015 y 2016 se aplicaron un conjunto de medidas tributarias como parte de un paquete orientado a reactivar la economía. Entre estas medidas destacan la reducción del impuesto a la renta (IR) a personas jurídicas, cambios

**Tabla N° 1: Ingresos del Gobierno General (porcentaje del PBI)**

	2017	2016	Variación en p.p.	
			2017-2012	2012-2009
<b>INGRESOS TOTALES DEL GG</b>	<b>18,2</b>	<b>18,6</b>	<b>-4,6</b>	<b>2,9</b>
<b>I. INGRESOS CORRIENTES DEL GG</b>	<b>18,0</b>	<b>18,5</b>	<b>-4,8</b>	<b>3,0</b>
<b>1. Ingresos tributarios</b>	<b>13,4</b>	<b>14,0</b>	<b>-3,9</b>	<b>2,5</b>
a. Impuesto a la renta	5,2	5,6	-2,2	1,9
<i>Renta de tercera categoría</i>	2,2	2,5	-2,0	1,2
b. Impuesto general a las ventas (IGV)	7,8	8,0	-1,0	0,7
c. Otros ingresos tributarios 1/	2,8	2,8	-0,3	-0,1
d. Devoluciones tributarias	-2,5	-2,5	-0,3	-0,1
<b>2. Ingresos no tributarios</b>	<b>4,6</b>	<b>4,5</b>	<b>-0,9</b>	<b>0,5</b>
<b>II. INGRESOS DE CAPITAL DEL GG</b>	<b>0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,1</b>
<b>INGRESOS TOTALES ESTRUCTURALES DEL GG 2/</b>	<b>18,4</b>	<b>19,2</b>	<b>-3,1</b>	<b>1,8</b>

1/ Considera impuesto a las importaciones, impuesto selectivo al consumo, ingresos tributarios de los gobiernos locales, entre otros ingresos tributarios.

2/ Como porcentaje del PBI potencial. Considera la metodología aprobada por la R.M. N° 024-2016-EF/15.

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

Por su parte, la evolución del componente cíclico<sup>8</sup> de los ingresos corrientes es explicada principalmente por el ciclo de precios de minerales e hidrocarburos, y en menor medida, por el ciclo del PBI (ver gráfico N° 1D)<sup>9</sup>. El ciclo de precios alcanza su máximo valor en 2011, para luego descender paulatinamente y volverse negativo a partir del 2015. Esta evolución coincide con la tendencia observada en los precios de minerales e hidrocarburos<sup>10</sup>. En el caso de la brecha del producto, sus fluctuaciones se han mantenido cercanas al nivel potencial, lo cual explica su bajo aporte en el componente cíclico de los ingresos (ver gráficos N° 1E y 1F).

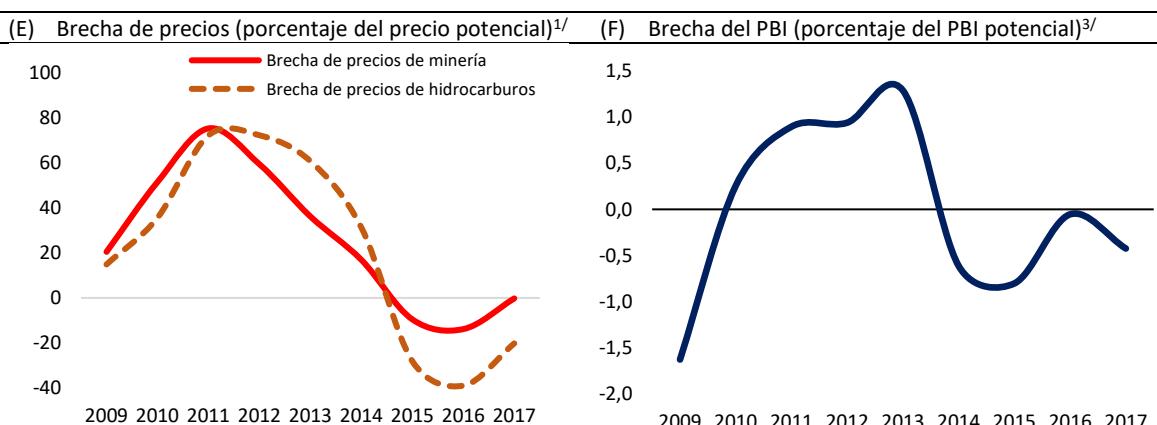
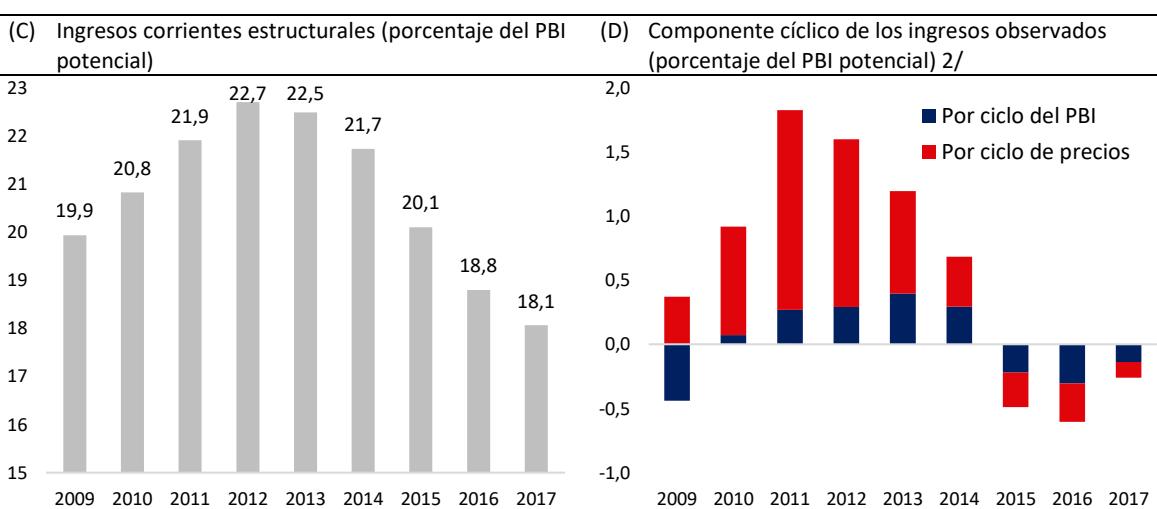
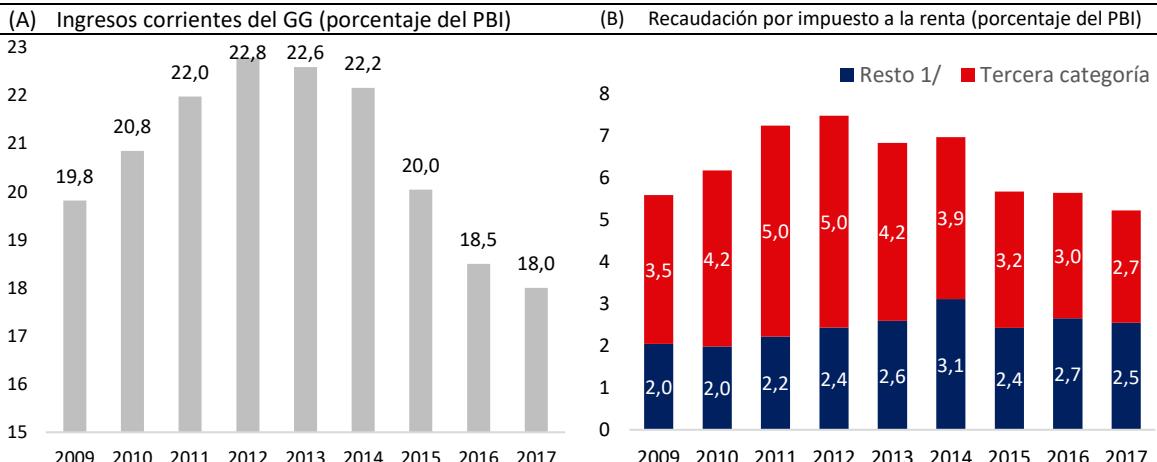
en el IR a personas naturales y el incremento en la tasa de dividendos, entre otros. De acuerdo con el Marco Macroeconómico Multianual Revisado 2017-2019, los cambios impositivos en IR tuvieron un costo estimado de 0,44 por ciento del PBI para el 2015 y 0,28 por ciento del PBI para el 2016.

<sup>8</sup> El ciclo o brecha de una variable es la diferencia entre su valor observado y su valor tendencial o de mediano plazo.

<sup>9</sup> Este componente registró en promedio un valor negativo de 0,5 p.p. del PBI potencial durante los años 2015 y 2017, en contraste al valor positivo de 1,0 p.p. del PBI potencial durante los años 2009 y 2014.

<sup>10</sup> En el 2011, los precios de minerales e hidrocarburos se situaron 75,3 y 72,2 por ciento por encima de su nivel tendencial, respectivamente. Entre los años 2011-2016, los precios de minerales (hidrocarburos) registraron una pérdida acumulada de 55,0 por ciento (97,5 por ciento), lo que llevó a registrar una brecha negativa de 13,9 por ciento (39 por ciento) de su nivel tendencial en el 2016.

**Gráfico N° 1: Ingresos fiscales del Gobierno General (GG)**



## 2. Gasto no financiero del Gobierno General

En 2017, el gasto no financiero del GG resultó superior al registrado en 2016 en 0,2 p.p. del PBI. Ello se explica por la reactivación del gasto observada en el segundo semestre del año<sup>11</sup>, luego de mostrar una caída en términos reales durante el primer semestre<sup>12</sup>.

Como se puede ver en la tabla N° 2, el incremento del gasto no financiero en relación al 2016 se explica por el mayor gasto corriente destinado a remuneraciones (en 0,2 p.p. del PBI) y transferencias (en 0,1 p.p. del PBI), atenuados por un menor gasto corriente en bienes y servicios (en 0,1 p.p. del PBI).

**Tabla N° 2: Gasto no financiero del Gobierno General (porcentaje del PBI)**

	2017	2016	Variación en p.p.	
			2017-2012	2012-2009
<b>I. GASTO NO FINANCIERO DEL GG</b>	<b>20,1</b>	<b>19,9</b>	<b>0,5</b>	<b>-0,5</b>
<b>1. Gasto corriente</b>	<b>15,4</b>	<b>15,3</b>	<b>1,5</b>	<b>-0,4</b>
a. Remuneraciones	6,1	5,9	1,0	-0,3
b. Bienes y servicios	6,0	6,2	0,3	0,5
c. Transferencias	3,3	3,2	0,2	-0,5
<b>2. Gasto de capital</b>	<b>4,7</b>	<b>4,7</b>	<b>-1,1</b>	<b>-0,1</b>
a. Formación bruta de capital	4,1	4,1	-1,2	0,1
b. Otros	0,7	0,6	0,2	-0,2
<b>II. GASTO POCO FLEXIBLE 1/</b>	<b>12,34</b>	<b>12,30</b>	<b>1,6</b>	<b>1,0</b>
a. Personal y pensiones	10,6	10,4	1,4	-0,4
b. Mantenimiento	0,6	0,6	-0,1	0,0
c. Servicios inflexibles	0,5	0,5	0,1	0,0
d. Compromisos APP	0,7	0,9	0,3	-0,2

1/ Estimación DEM-STCF. Para mayor detalle sobre su forma de cálculo ver Reporte Técnico N° 004-2017-CF/ST (pág. 19).

Fuente: BCRP, MEF. Elaboración DEM-STCF.

El mayor gasto corriente del 2017 es una prolongación de la tendencia observada en los últimos cinco años. Luego del estímulo fiscal implementado en 2009 en respuesta a la crisis internacional, el gasto corriente ha tenido una tendencia creciente, pasando de 13,8 por ciento del PBI en 2012 a 15,4 por ciento del PBI en 2017; es decir, un incremento de 1,5 p.p del PBI. El gasto de capital, por el contrario, ha caído 1,1 p.p. del PBI, pasando de 5,8 por ciento del PBI en 2012 a 4,7 por ciento del PBI en 2017 (ver gráfico N° 2B).

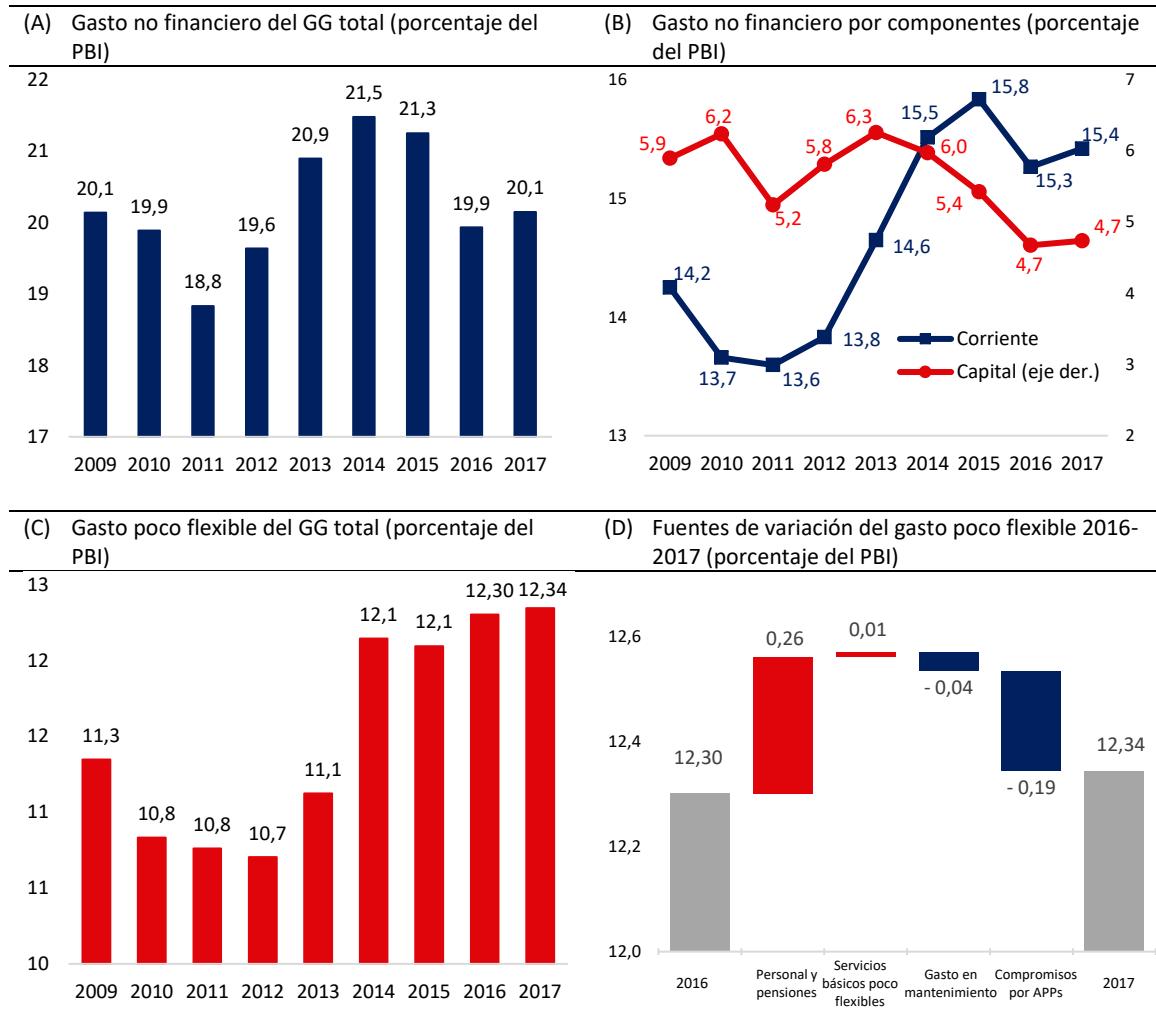
Un comportamiento similar ha tenido el gasto poco flexible, indicador que agrupa a los componentes del presupuesto público con mayor grado de rigidez (como el gasto en personal,

<sup>11</sup> Respecto al segundo semestre de 2016, el gasto no financiero del GG aumentó 8,6 por ciento en términos reales.

<sup>12</sup> Respecto del primer semestre de 2016, el gasto no financiero del GG cayó 0,4 por ciento en términos reales. Esta caída está asociada a la paralización de proyectos de inversión pública por el caso Odebrecht y al Fenómeno El Niño Costero.

pensiones, mantenimiento de infraestructura pública, entre otros<sup>13)</sup>. Entre los años 2012 y 2017, este indicador ha crecido en 1,6 p.p. (ver gráfico N° 2C). Este incremento es explicado por el mayor gasto en personal y pensiones (84 por ciento del incremento) y el mayor gasto en compromisos derivados de Asociaciones Público Privadas -APPs- (16 por ciento). El incremento en gasto personal y pensiones es explicado por los incrementos salariales al personal del magisterio, militar, policial, y de salud, y la mayor contratación de personal en el régimen CAS. Esta tendencia creciente podría exacerbarse a partir del año 2018 a raíz de la implementación de una serie de medidas que incrementarían el gasto en personal y pensiones hasta en S/ 4 mil millones de soles (0,5 p.p. del PBI estimado para el año 2018)<sup>14</sup>.

**Gráfico N° 2: Gasto no financiero del Gobierno General**



Fuente: BCRP. Elaboración DEM-STCF.

<sup>13</sup> Para mayor detalle sobre el cálculo ver Reporte Técnico N° 004-2017-CF/ST (página 19), disponible en: <https://cf.gob.pe/p/documentos/reportes-tecnicos/>.

<sup>14</sup> Para mayor detalle sobre el costo de estas medidas, véase la página 6 del Reporte Técnico N° 001-2018-CF/ST, disponible en: <https://cf.gob.pe/p/documentos/reportes-tecnicos/>.

### 3. Resultado económico del Sector Público No Financiero

El déficit fiscal del SPNF ascendió a 3,1 por ciento del PBI en 2017, ligeramente por encima del límite legal de 3,0 por ciento del PBI<sup>15</sup>, y bastante por encima del déficit de 2,6 por ciento del PBI en 2016.

En relación al 2016, el mayor déficit se explica por los menores ingresos totales del GG (en 0,4 p.p. del PBI), el mayor gasto no financiero del GG (en 0,2 p.p. del PBI) y el mayor pago de intereses del SPNF (en 0,1 p.p. del PBI). El resultado primario de las Empresas Públicas No Financieras (EPNF) se mantuvo en un nivel similar al 2016.

**Tabla N° 3: Resultado económico del SPNF (porcentaje del PBI)**

	2017	2016	Variación en p.p.	
			2017-2012	2012-2009
<b>I. INGRESOS TOTALES DEL GG</b>	<b>18,2</b>	<b>18,6</b>	<b>-4,6</b>	<b>2,9</b>
Ingresos totales estructurales del GG	18,4	19,2	-3,1	1,8
<b>II. GASTOS NO FINANCIEROS DEL GG</b>	<b>20,1</b>	<b>19,9</b>	<b>0,5</b>	<b>-0,5</b>
<b>III. RESULTADO PRIMARIO DE EMPRESAS PÚBLICAS</b>	-0,2	-0,2	-0,4	0,0
<b>IV. INTERESES</b>	1,2	1,1	0,0	-0,3
<b>V. RESULTADO ECONÓMICO DEL SPNF</b>	<b>-3,1</b>	<b>-2,6</b>	<b>-5,4</b>	<b>3,7</b>
Resultado económico estructural 1/	-3,0	-2,0	-3,7	2,0
Impulso fiscal 2/	0,8	0,4	1,3	-2,1

1/ Como porcentaje del PBI potencial. Considera la metodología aprobada por la R.M. N° 024-2016-EF/15.

2/ Definido como el aumento (caída) del déficit (superávit) fiscal primario estructural de un año a otro.

Fuente: BCRP, MEF. Elaboración DEM-STCF.

El resultado del 2017 no es ajeno a la tendencia que ha mostrado esta variable en los últimos cinco años. Luego de alcanzar un importante superávit fiscal de 2,3 por ciento del PBI en 2012, el resultado económico del SPNF se redujo drásticamente hasta registrar déficits continuos en los últimos cuatro años, y superiores al 2,0 por ciento del PBI en los últimos tres años (ver gráfico N° 3A).

La evolución del resultado estructural, indicador usado para evaluar la posición de la política fiscal<sup>16</sup>, muestra que el gobierno ha venido reportando recurrentemente niveles de gasto superiores a sus ingresos estructurales en los últimos años. Es más, esta brecha ha ido ampliándose cada año, generando un impulso fiscal<sup>17</sup> positivo entre los años 2013 y 2017, equivalente a 0,7 por ciento del PBI potencial en promedio (ver gráficos N° 3B, 3C y 3D).

<sup>15</sup> Ley N° 30637, Ley que dispone la aplicación de la cláusula de excepción a las reglas macrofiscales del SPNF, publicada el 15 de agosto de 2017.

<sup>16</sup> Este indicador se obtiene de la diferencia entre el ingreso y gasto estructural (los cuales no consideran componentes transitorios y/o cíclicos). Para el Perú, la metodología oficial del gobierno considera el gasto observado como estructural debido a su rigidez y a la ausencia de estabilizadores automáticos (p.ej. un seguro de desempleo). Al hacer uso de variables estructurales, este indicador busca eliminar factores distintos a cambios discrecionales de política fiscal que pueden influir sobre el balance presupuestario observado del gobierno. Para más detalle véase la “Metodología para el Cálculo de las Cuentas Estructurales” del MEF (RM N° 024-2016-EF/15), y el recuadro 2 del Reporte Técnico N° 001-2018-CF/ST.

<sup>17</sup> Definido como el aumento (caída) del déficit (superávit) fiscal primario estructural.

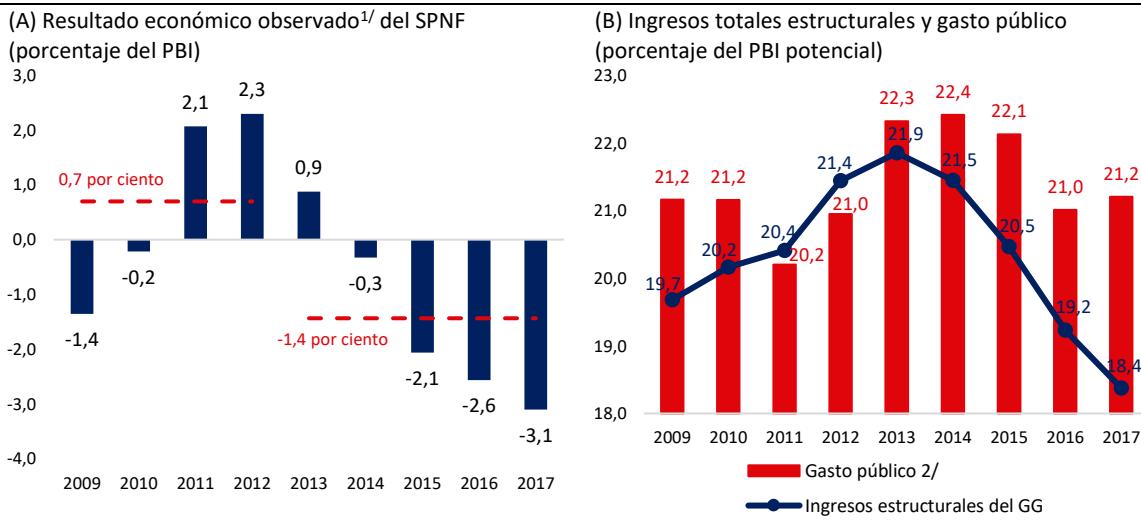
Es importante mencionar que el gobierno modificó los parámetros de las reglas fiscales vigentes en los últimos años, a fin de adoptar una postura fiscal expansiva en respuesta a eventos económicos adversos que, según el gobierno, requerían de este tipo de política<sup>18</sup>. Adicionalmente, las medidas tributarias implementadas en el 2015 y el 2016 para estimular la economía, acentuaron la caída de los ingresos estructurales, reforzando así la postura fiscal expansiva del gobierno en estos años.

Como se discute en la sección III, una postura fiscal expansiva busca estimular la actividad económica, pero genera costos en términos de sostenibilidad fiscal. En la medida que esta postura ha sido mantenida en los últimos 5 años, es relevante analizar no solo su efectividad (su efecto en la actividad económica), sino también los costos que esta política conlleva.

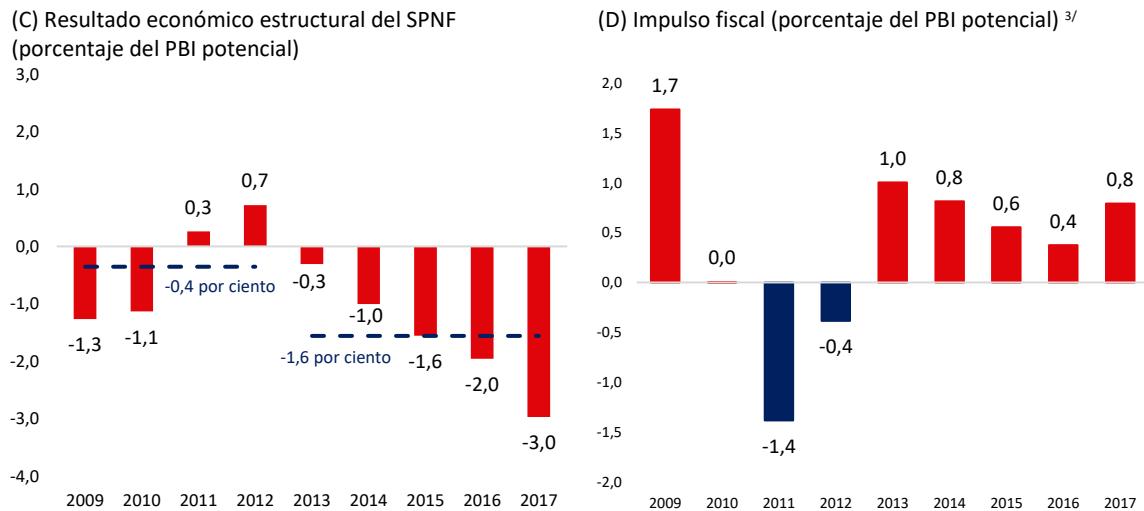
---

<sup>18</sup> Para mayor detalle, véase la página 8 del Reporte Técnico N° 001-2018-CF/ST, disponible en: <https://cf.gob.pe/p/documentos/reportes-tecnicos/>.

### Gráfico N° 3: Indicadores fiscales (observados y estructurales)



Fuente: BCRP, MEF. Elaboración DEM-STCF.



1/ El resultado económico “observado” es simplemente el resultado económico. Se agrega “observado” para diferenciarlo del “estructural”, el cual no es observable.

2/ Comprende gasto no financiero del GG y gasto financiero del SPNF.

3/ Definido como el aumento (caída) del déficit (superávit) fiscal primario estructural de un año a otro.

Fuente: MEF. Elaboración DEM-STCF.

#### 4. Deuda bruta y activos financieros del Sector Público No Financiero

La deuda pública bruta se ubicó en 24,8 por ciento del PBI al cierre del año 2017, nivel superior al del 2016 en 1,0 p.p. del PBI. El incremento en el ratio de deuda responde principalmente al financiamiento necesario para atender el déficit fiscal del 2017 (3,1 por ciento del PBI). Por el lado de las fuentes de financiamiento, destacan los desembolsos correspondientes a los bonos de Petroperú para el Proyecto de Modernización de la Refinería de Talara, y las mayores emisiones de bonos soberanos para diversos proyectos de inversión pública.

El comportamiento de la deuda pública en 2017 es consistente con la tendencia creciente observada en los últimos 5 años, periodo en el cual el ratio de deuda pública aumentó en 4,0 p.p. del PBI (ver gráfico N° 4A), debido a las mayores necesidades de financiamiento generadas por los continuos déficits fiscales.

**Tabla N° 4: Deuda y activos financieros del SPNF (porcentaje del PBI)**

	2017	2016	Variación en p.p.	
			2017-2012	2012-2009
<b>I. INGRESOS TOTALES DEL GG</b>	<b>18,2</b>	<b>18,6</b>	<b>-4,6</b>	<b>2,9</b>
Ingresos totales estructurales del GG	18,4	19,2	-3,1	1,8
<b>II. GASTOS NO FINANCIEROS DEL GG</b>	<b>20,1</b>	<b>19,9</b>	<b>0,5</b>	<b>-0,5</b>
<b>III. RESULTADO PRIMARIO DE EMPRESAS PÚBLICAS</b>	-0,2	-0,2	-0,4	0,0
<b>IV. INTERESES</b>	1,2	1,1	0,0	-0,3
<b>V. RESULTADO ECONÓMICO DEL SPNF</b>	<b>-3,1</b>	<b>-2,6</b>	<b>-5,4</b>	<b>3,7</b>
Resultado económico estructural 1/	-3,0	-2,0	-3,7	2,0
Impulso fiscal 2/	0,8	0,4	1,3	-2,1

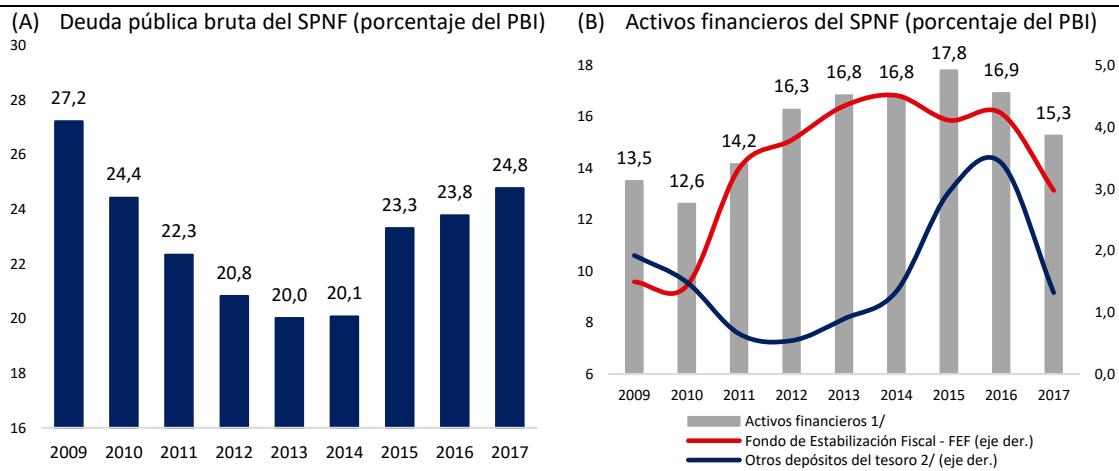
1/ Calculado como la diferencia entre deuda total y deuda neta.

2/ Excedentes temporales de caja en moneda extranjera de los recursos del Tesoro Público.

Fuente: BCRP, MEF. Elaboración DEM-STCF.

Los activos financieros descendieron a 15,3 por ciento del PBI en 2017, menor en 1,7 p.p. del PBI respecto del 2016 (ver gráfico N° 4B). Esta caída se explica principalmente por los menores depósitos del tesoro público en el BCRP y el retiro de recursos del Fondo de Estabilización Fiscal (FEF), los cuales registraron una posición menor en 2,1 y 1,2 p.p. del PBI, respectivamente. Sobre el FEF, es importante notar que, en diciembre de 2017, se dispuso de sus recursos en el marco de aplicación de la cláusula de excepción a las reglas macrofiscales del SPNF (Ley N° 30637), con el objetivo de financiar el gasto en reconstrucción para atender los daños ocasionados por la ourrencia del Fenómeno El Niño Costero.

**Gráfico N° 4: Deuda y activos financieros del SPNF**



1/ Calculado como la diferencia entre deuda total y deuda neta.

2/ Excedentes temporales de caja en moneda extranjera de los recursos del Tesoro Público.

Fuente: BCRP. Elaboración DEM-STCF.

## II. Las finanzas de los gobiernos locales y regionales

Los gobiernos subnacionales forman parte del GG y se componen de 26 gobiernos regionales (correspondientes a los 24 departamentos existentes, la Provincia Constitucional del Callao y la Municipalidad Metropolitana de Lima<sup>19</sup>) y de 1874 gobiernos locales (correspondientes a 196 provincias y 1678 distritos).

Los gobiernos regionales y locales son actores importantes en el sector público, pues el 39 por ciento del gasto no financiero del GG (aproximadamente 7,9 por ciento del PBI) es ejecutado a nivel subnacional y dicha participación se eleva a 67 por ciento cuando se trata de la inversión pública<sup>20</sup>. Sin embargo, el gasto subnacional tiende a evolucionar de forma disociada al gasto del GN<sup>21</sup>, lo cual dificulta el control sobre el gasto público agregado.

Por otro lado, los gobiernos subnacionales dependen en gran medida de las transferencias intergubernamentales provenientes del GN para financiar su gasto. Así, entre 2012 y 2017, en promedio, el 87 por ciento de los ingresos de los gobiernos subnacionales se compuso de transferencias intergubernamentales. Esta dependencia es mayor entre los gobiernos regionales pues el 97 por ciento de sus ingresos está compuesto de transferencias intergubernamentales.

Además, la deuda exigible y la deuda real, componentes del saldo de deuda total<sup>22</sup>, pasaron por regímenes de reprogramación de pagos y de sinceramiento de deuda implementados en 2017, con el fin de reducir intereses y moras, y de esta forma facilitar la cancelación del saldo de las obligaciones generadas hasta el 2015. Como resultado de la implementación de estos programas, denominados REPRO-AFP<sup>23</sup> y SIDEA<sup>24</sup>, el saldo de deuda total registrado al 2016 se redujo en 25,4 por ciento, pasando de 4,5 a 3,4 por ciento del PBI, en los gobiernos locales y regionales en conjunto.

Por último, existe un alto grado de heterogeneidad entre los gobiernos regionales, y más aún, entre los gobiernos locales<sup>25</sup>. Por ello, se analizará la evolución de las finanzas de los gobiernos regionales y locales por separado. Del mismo modo, en el anexo 2 se analizan los ingresos y resultado primario

---

<sup>19</sup> De acuerdo con el Artículo 33º de la Ley N° 27783, Ley de Bases de la Descentralización, la Municipalidad Metropolitana de Lima tiene un régimen jurídico especial por el cual asume, en forma excepcional, funciones correspondientes a los gobiernos regionales, sin constituir propiamente una región, produciéndose una integración de funciones tanto municipales como regionales en una misma entidad. Del mismo modo en la misma entidad coexisten dos pliegos presupuestarios.

<sup>20</sup> Promedio 2012-2017.

<sup>21</sup> Por ejemplo, entre los años 2009 y 2017 las correlaciones trimestrales entre la tasa de variación anual real entre el gasto no financiero del Gobierno Nacional (GN) y el gasto no financiero de los Gobiernos Regionales y Locales es -0,05 y -0,17, respectivamente.

<sup>22</sup> El saldo de deuda total se compone de la deuda exigible, la deuda real y el saldo de pasivos. La deuda exigible comprende los saldos adeudados con entidades del Estado, mientras que la deuda real corresponde a los aportes no pagados a las AFPs. El saldo de pasivos comprende el resto de pasivos de corto, mediano y largo plazo. Véase el anexo 1 para una mayor información sobre las definiciones de estos componentes.

<sup>23</sup> Régimen de Reprogramación de Pago de Aportes Previsionales al Fondo de Pensiones, dirigido a la deuda real.

<sup>24</sup> Régimen de Sinceramiento de Deudas por Aportaciones al EsSalud y a la ONP, dirigido a la deuda exigible.

<sup>25</sup> Las jurisdicciones difieren entre sí en el tamaño de su población, el grado de ruralidad y urbanismo, la conectividad, la presencia o cercanía de recursos naturales con valor comercial, el grado de institucionalidad en el municipio o gobierno local, entre otras. Una propuesta metodológica para caracterizar esta heterogeneidad para el caso peruano se puede ver en Jiménez & Montoro (2017), disponible como documento de investigación N°002-2007.

considerando la dependencia de las entidades subnacionales a las transferencias de ingresos derivados de la explotación de recursos naturales como el canon, sobre canon, regalías, entre otros (en adelante transferencias por RR.NN.). Al igual que en la sección previa, el análisis realizado en esta sección busca explicar en primer lugar el resultado obtenido en 2017<sup>26</sup>, luego se procede a comparar este resultado con la evolución observada en los últimos años.

## 1. Las finanzas de los gobiernos locales

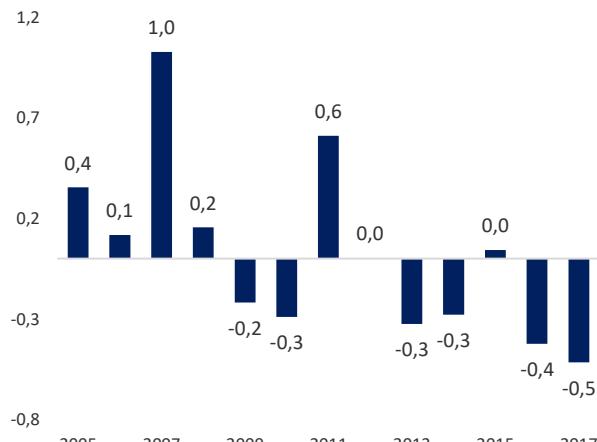
### 1.A. Resultado primario

En 2017, los gobiernos locales tuvieron, en conjunto, un resultado primario deficitario de 0,5 por ciento del PBI, debido a que obtuvieron ingresos por 3,1 por ciento del PBI, pero ejecutaron gastos no financieros por 3,6 por ciento del PBI. Dicho déficit fue mayor al obtenido en 2016 en 0,1 p.p del PBI y constituye el cuarto resultado deficitario en los últimos 6 años, periodo en el cual el déficit primario promedio fue de 0,2 por ciento del PBI (ver gráfico N° 5). Cabe resaltar que, en 2017, 90 gobiernos locales (4,8 por ciento del total) obtuvieron un ahorro en cuenta corriente negativo (es decir, ingresos corrientes menores al gasto no financiero corriente) y por lo tanto habrían incumplido la regla fiscal establecida en el artículo 6 del Decreto Legislativo N° 1275<sup>27</sup>.

---

**Gráfico N° 5: Resultado primario de los gobiernos locales: 2005 – 2017**

(porcentaje del PBI)



Fuente: MEF. Elaboración DEM-STCF.

---

Como se señaló líneas arriba, en 2017 los ingresos totales de los gobiernos locales ascendieron a 3,1 por ciento del PBI, similar al nivel de 2016. Sin embargo, en términos reales, crecieron 3,6 por ciento respecto al 2016. El incremento se debió principalmente a las mayores transferencias para gasto de capital recibidas desde el GN (mayor en 0,2 p.p. del PBI). Asimismo, en 2017 las transferencias por RR.NN. se incrementaron en 0,1 p.p. del PBI en concordancia con la recuperación de los precios de

<sup>26</sup> Las cifras para el año 2017 son preliminares.

<sup>27</sup> Con información preliminar. Además, debe considerarse que de acuerdo con la Ley N° 30637, dicha regla no será de aplicación en el año 2017 para los gobiernos subnacionales declarados en emergencia por los desastres naturales a consecuencia de intensas lluvias originadas por el Fenómeno El Niño Costero.

los *commodities*<sup>28</sup> y la mayor producción minera<sup>29</sup>. En contraste, tanto los ingresos directamente recaudados como las transferencias por FONCOMUN disminuyeron respecto al año 2016, en 0,1 p.p. del PBI en ambos casos. Por su parte, en 2017 el gasto no financiero de los gobiernos locales se ubicó en 3,6 por ciento del PBI, mayor al observado en 2016 (en 0,1 p.p.). El crecimiento se explica por el mayor gasto de capital, mientras que el gasto corriente se mantuvo en el mismo nivel.

**Tabla N° 5: Operaciones de los gobiernos locales**

	Millones de soles		Var. % real	Porcentaje del PBI		Variación en p.p.	
	2017	2016		2017	2016	2017-2013	2012-2009
<b>INGRESOS TOTALES</b>	<b>21 433</b>	<b>20 117</b>	<b>3,6</b>	<b>3,1</b>	<b>3,1</b>	<b>-0,5</b>	<b>-1,0</b>
<b>Ingresos directamente recaudados</b>	<b>5 807</b>	<b>6 095</b>	<b>-7,3</b>	<b>0,8</b>	<b>0,9</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>
Tributarios	2 850	3 038	-8,7	0,4	0,5	0,0	0,0
No tributarios	2 873	3 005	-7,0	0,4	0,5	0,0	-0,1
Otros	84	52	57,8	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Transferencias</b>	<b>15 626</b>	<b>14 021</b>	<b>8,4</b>	<b>2,2</b>	<b>2,1</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,9</b>
FONCOMUN	4 477	4 772	-8,7	0,6	0,7	-0,1	-0,2
Transf. RRNN (canon y otros)	4 128	3 544	13,3	0,6	0,5	-0,2	-0,7
Otras transf. corrientes	2 295	2 107	6,0	0,3	0,3	0,0	-0,2
Transferencias de capital	4 726	3 599	27,7	0,7	0,5	0,0	0,1
<b>GASTO NO FINANCIERO</b>	<b>25 047</b>	<b>22 903</b>	<b>6,4</b>	<b>3,6</b>	<b>3,5</b>	<b>-1,0</b>	<b>0,2</b>
<b>Gasto corriente</b>	<b>11 607</b>	<b>10 998</b>	<b>2,7</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,2</b>
Remuneraciones	2 236	2 151	1,1	0,3	0,3	0,0	-0,1
Bienes y servicios	8 370	7 701	5,7	1,2	1,2	-0,1	0,3
Transferencias corrientes	1 002	1 146	-15,0	0,1	0,2	-0,1	0,0
<b>Gasto de capital</b>	<b>13 440</b>	<b>11 906</b>	<b>9,8</b>	<b>1,9</b>	<b>1,8</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,1</b>
Formación bruta de capital	13 244	11 787	9,3	1,9	1,8	-0,8	-0,1
Otros gastos de capital	196	119	60,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>RESULTADO PRIMARIO</b>	<b>-3 614</b>	<b>-2 787</b>		<b>-0,5</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,1</b>

Fuente: MEF. Elaboración DEM-STCF.

Entre 2012 y 2017 los ingresos de los gobiernos locales promediaron 3,7 por ciento del PBI, nivel mayor al registrado en 2017. En ese periodo, las transferencias intergubernamentales<sup>30</sup> representaron aproximadamente tres cuartas partes de los ingresos totales, mientras que los ingresos directamente recaudados<sup>31</sup> fueron la cuarta parte restante (ver gráfico N° 6-A). Por su parte, en los últimos seis años, el gasto no financiero de los gobiernos locales promedió 3,9 por ciento del PBI. Dicho gasto se distribuyó entre gasto corriente y gasto de capital en 46 y 54 por ciento, respectivamente (ver gráfico N° 6-B).

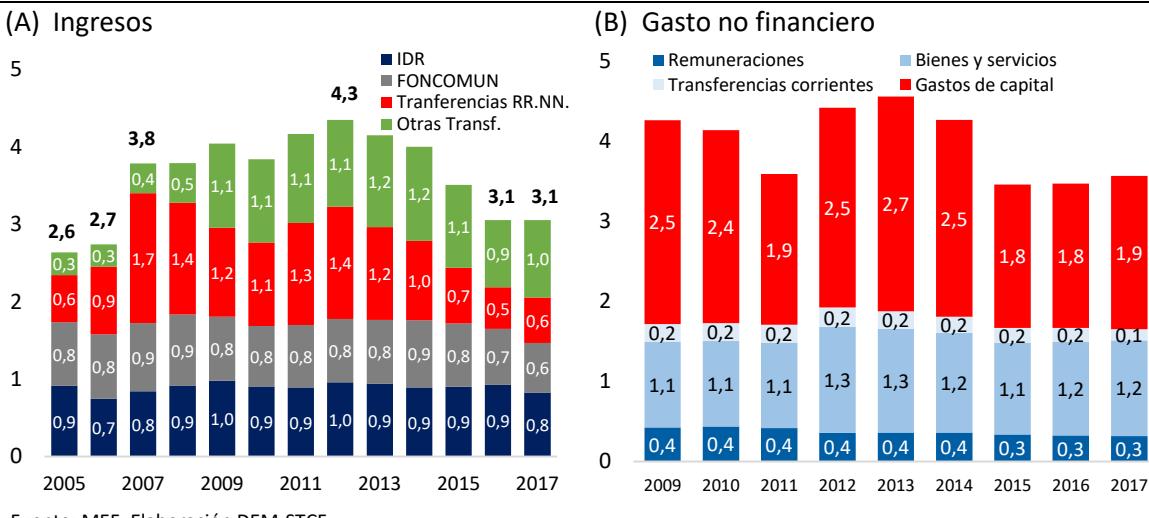
<sup>28</sup> Entre enero de 2016 y diciembre de 2017 las cotizaciones internacionales del cobre, oro, zinc y petróleo subieron 53, 15, 111 y 90 por ciento, respectivamente.

<sup>29</sup> Los proyectos mineros Tambomayo e Invicta iniciaron sus operaciones en el segundo semestre de 2017. Por su parte, Cerro Verde y Las Bambas incrementaron su producción durante 2017. Fuente: MMM 2018-2021.

<sup>30</sup> FONCOMUN, canon, regalías, transferencias para gasto de capital, entre otras.

<sup>31</sup> Provenientes de impuestos, tasas, derechos, entre otros.

**Gráfico N° 6: Ingresos y gastos de los gobiernos locales (porcentaje del PBI)**



Fuente: MEF. Elaboración DEM-STCF.

### 1.B. Deuda y otros pasivos

El saldo de deuda total<sup>32</sup> de los gobiernos locales como porcentaje del PBI pasó de 1,7 por ciento en el 2014 hasta 1,8 por ciento en el 2016. Sin embargo, tras la implementación en 2017 de los regímenes de reprogramación de pagos y sinceramiento de deuda, el saldo de deuda total al 2016 se ubicó en 1,5 por ciento del PBI (ver gráfico N° 7A).

Con respecto a los componentes del saldo de deuda total, la deuda exigible<sup>33</sup> al 2016 se redujo de 0,3 a 0,2 por ciento del PBI luego de la implementación del régimen SIDEA<sup>34</sup>. La deuda real<sup>35</sup> al 2016 se redujo de 0,5 a 0,2 por ciento del PBI con la implementación del régimen REPRO-AFP<sup>36</sup> (ver anexo 1). Por último, el saldo de pasivos<sup>37</sup> ascendió a 1,1 por ciento del PBI en 2016, fluctuando alrededor de 1,2 por ciento del PBI entre los años 2009-2012 (ver gráfico N° 7B).

Según cálculos de la Secretaría Técnica del CF, el saldo de deuda total del 2015 habría descendido de 1,8 a 1,4 por ciento del PBI como resultado de la implementación de estos regímenes<sup>38</sup>.

<sup>32</sup> El saldo de deuda total se compone de la deuda exigible, la deuda real y el saldo de pasivos.

<sup>33</sup> La deuda exigible comprende los saldos adeudados con entidades del Estado. Véase el anexo 1 para una mayor información.

<sup>34</sup> En el pie de página 24 se menciona el significado de la sigla de este régimen.

<sup>35</sup> La deuda real corresponde a los aportes no pagados a las AFPs. Véase el anexo 1 para una mayor información.

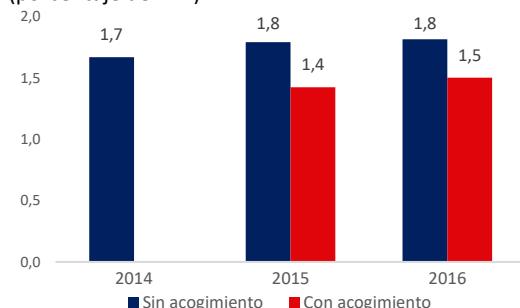
<sup>36</sup> En el pie de página 23 se menciona el significado de la sigla de este régimen.

<sup>37</sup> El saldo de pasivos agrupa a diversas obligaciones que no corresponden a la definición de deuda real ni de deuda exigible. Su definición se detalla en el anexo 1.

<sup>38</sup> Al momento de elaboración de este informe, la información del 2017 aún no ha sido publicada. Ver anexo 1 para un mayor detalle.

### Gráfico N° 7: Endeudamiento de los gobiernos locales

(A) Saldo de deuda total<sup>1/</sup> de los gobiernos locales  
(porcentaje del PBI)



(B) Saldo de pasivos de los gobiernos locales  
(porcentaje del PBI)



1/ El saldo de deuda total se compone por saldo de pasivos, deuda real y deuda exigible. El saldo de deuda total con acogimiento considera la reducción en la deuda real y la deuda exigible como resultado de la implementación de los regímenes de sinceramiento REPRO-AFP y SIDEA.

Fuente: MEF. Elaboración DEM-STCF.

## 2. Las finanzas de los gobiernos regionales

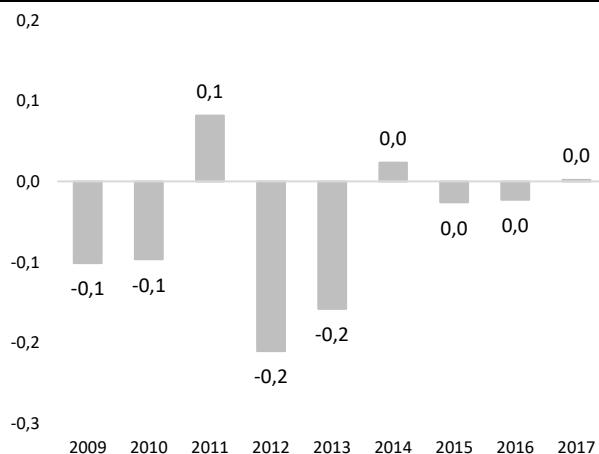
### 2.A. Resultado primario

En 2017, los gobiernos regionales, en conjunto, obtuvieron un resultado primario balanceado (ver gráfico N° 8) lo cual es consistente con su esquema de ingresos y gastos que impide significativas diferencias entre los mismos, debido a que el 97 por ciento del gasto se financia con transferencias intergubernamentales provenientes en su mayoría de la fuente de financiamiento recursos ordinarios<sup>39</sup>. Sin embargo, 9 gobiernos regionales tuvieron resultados primarios superavitarios y 17 obtuvieron déficits primarios. Cabe resaltar que únicamente los gobiernos regionales de Tumbes y de Lima Provincias obtuvieron un ahorro en cuenta corriente negativo, y por lo tanto habrían incumplido la regla fiscal establecida en el artículo 6 del Decreto Legislativo N° 1275<sup>40</sup>.

<sup>39</sup> Cuyos saldos no quedan en las cuentas de las entidades ejecutoras, sino que retornan al Tesoro Público para ser incorporados al Fondo de Estabilización Fiscal.

<sup>40</sup> Con información preliminar. Además, debe considerarse que de acuerdo con la Ley N° 30637, dicha regla no será de aplicación en el año 2017 para los gobiernos subnacionales declarados en emergencia por los desastres naturales a consecuencia de intensas lluvias originadas por el Fenómeno El Niño Costero.

**Gráfico N° 8: Resultado primario de los gobiernos regionales (porcentaje del PBI)**



Fuente: MEF. Elaboración DEM-STCF.

En 2017, los ingresos totales fueron equivalentes a 4,2 por ciento del PBI, mayor en 0,2 p.p. del PBI a lo registrado en el año 2016. El incremento se explica por las mayores transferencias recibidas para gasto corriente, que crecieron 5,9 por ciento en términos reales. De esta forma, se mantiene la tendencia creciente en las transferencias para gasto corriente, que han pasado de 2,4 por ciento del PBI en 2010 a 3,2 por ciento del PBI en 2017, en línea con el mayor gasto corriente en dicho nivel de gobierno. En 2017, el gasto no financiero de los gobiernos regionales creció 9,0 por ciento en términos reales y se elevó a 4,2 por ciento del PBI, mayor en 0,2 p.p. del PBI al efectuado en 2016. Ello se debe a mayores gastos corrientes, mientras que el gasto de capital se mantuvo inalterado.

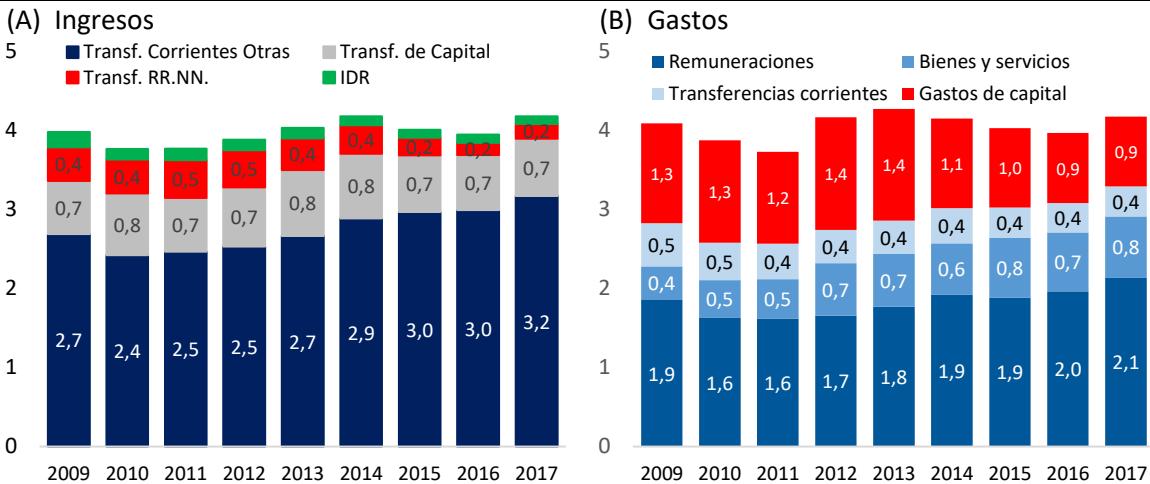
**Tabla N° 6: Operaciones de los gobiernos regionales**

	Millones de soles 2017	2016	Var. % real	Porcentaje del PBI 2017	2016	Variación en p.p. 2017-2013	2012-2009
<b>Ingresos totales</b>	<b>29 312</b>	<b>26 006</b>	<b>5,8</b>	<b>4,2</b>	<b>3,9</b>	<b>0,1</b>	<b>0,3</b>
<b>Ingresos directamente recaudados</b>	<b>669</b>	<b>690</b>	<b>-8,9</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,1</b>
<b>Transferencias</b>	<b>28 643</b>	<b>25 316</b>	<b>6,2</b>	<b>4,1</b>	<b>3,8</b>	<b>0,1</b>	<b>0,4</b>
Transferencias RRNN	1 311	1 027	19,8	0,2	0,2	-0,1	-0,3
Otras transferencias corrientes	22 230	19 700	5,9	3,2	3,0	0,2	0,6
Transferencias de capital	5 102	4 589	4,4	0,7	0,7	0,0	0,0
<b>GASTO NO FINANCIERO</b>	<b>29 299</b>	<b>26 156</b>	<b>9,0</b>	<b>4,2</b>	<b>4,0</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,1</b>
<b>Gasto corriente</b>	<b>23 105</b>	<b>20 321</b>	<b>10,6</b>	<b>3,3</b>	<b>3,1</b>	<b>0,4</b>	<b>-0,1</b>
Remuneraciones	14 969	12 962	12,3	2,1	2,0	0,4	-0,2
Bienes y servicios	5 457	4 896	8,4	0,8	0,7	0,1	0,2
Transferencias corrientes	2 679	2 462	5,8	0,4	0,4	0,0	-0,1
<b>Gasto de capital</b>	<b>6 195</b>	<b>5 835</b>	<b>3,3</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,2</b>
Formación bruta de capital	6 081	5 764	2,6	0,9	0,9	-0,5	0,2
Otros gastos de capital	114	71	56,9	0,0	0,0	-0,1	-0,1
<b>RESULTADO PRIMARIO</b>	<b>13</b>	<b>-150</b>		<b>0,00</b>	<b>-0,02</b>	<b>0,2</b>	<b>-0,1</b>

Fuente: MEF. Elaboración DEM-STCF.

Entre 2012 y 2017 los ingresos de los gobiernos regionales fueron en promedio del orden de 4,0 por ciento del PBI, los cuales se componen casi en su totalidad por transferencias. En los últimos 6 años los gastos no financieros fueron del orden del 4,1 por ciento del PBI y se componen principalmente de gasto corriente (73 por ciento), en la medida que los gobiernos regionales se encargan del funcionamiento de escuelas y centros de salud en sus jurisdicciones. En el 2017, el gasto corriente siguió la tendencia mostrada entre los años 2013 y 2017, debido a mayores remuneraciones (incremento de 0,4 p.p. del PBI). Esto se debe a que en ese periodo se dieron aumentos a los sectores salud y educación, siendo los gobiernos regionales los encargados de pagar por esos conceptos, en sus respectivas jurisdicciones.

**Gráfico N° 9: Ingresos y gastos de los gobiernos regionales (porcentaje del PBI)**



Fuente: MEF. Elaboración DEM-STCF.

## 2.B. Deuda y otros pasivos

El saldo de deuda total<sup>41</sup> de los gobiernos regionales como porcentaje del PBI, pasó de 2,2 por ciento en el 2014 hasta 2,7 por ciento en el 2016. Sin embargo, como resultado de la implementación en 2017 de los regímenes de reprogramación de pagos y sinceramiento de deuda, el saldo de deuda total al 2016 se ubicó en 1,9 por ciento del PBI (ver gráfico N° 10A).

Con respecto a los componentes del saldo de deuda total, la deuda exigible al 2016 se redujo de 0,10 a 0,05 por ciento del PBI tras la implementación del régimen SIDEA<sup>42</sup>. La deuda real al 2016 se redujo de 1,2 a 0,5 por ciento del PBI con la implementación del régimen REPRO-AFP<sup>43</sup> (ver anexo 1). Por último, el saldo de pasivos presentó una tendencia creciente en los últimos años, pasando de un nivel de 0,6 por ciento del PBI en el 2009 a 1,3 por ciento del PBI en el 2016 (véase el gráfico N°10-B).

Según cálculos de la Secretaría Técnica del CF, el saldo de deuda total registrado del 2015 habría descendido de 2,4 a 1,4 por ciento del PBI como resultado de la implementación de estos regímenes<sup>44</sup>.

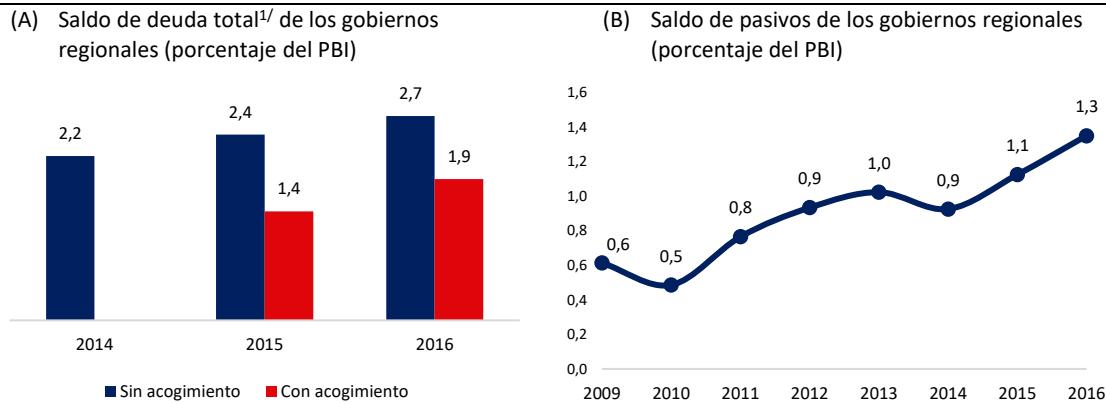
<sup>41</sup> Veáse los pies de página 32, 33, 35 y 37, para un mayor detalle sobre los componentes del saldo de deuda total y sus definiciones.

<sup>42</sup> En el pie de página 24 se menciona el significado de la sigla de este régimen.

<sup>43</sup> En el pie de página 23 se menciona el significado de la sigla de este régimen.

<sup>44</sup> Al momento de elaboración de este informe, la información del 2017 aún no ha sido publicada.

**Gráfico N° 10: Endeudamiento de los gobiernos regionales**



1/ El saldo de deuda total se compone por saldo de pasivos, deuda real y deuda exigible. El saldo de deuda total con acogimiento considera la reducción en la deuda real y la deuda exigible como resultado de la implementación de los regímenes de sinceramiento REPRO-AFP y SIDEA.

Fuente: MEF. Elaboración DEM-STCF.

### III. Elementos para el debate: la efectividad de la política fiscal y la sostenibilidad fiscal en el Perú

En esta sección el CF comparte dos reflexiones sobre temas que a su consideración tienen implicancias relevantes para la política macrofiscal en el Perú. La primera concierne a la efectividad de la política fiscal para estimular la actividad económica. La segunda aborda los riesgos para la sostenibilidad de las finanzas públicas luego de un periodo de cinco años de posición fiscal expansiva.

#### 1. La efectividad de la política fiscal

Como se mencionó en la sección I.3, una característica importante de la política fiscal en los últimos años es la posición expansiva que adoptó el gobierno para estimular la actividad económica. Debe recordarse que una posición expansiva refleja el efecto de la política del gobierno sobre el resultado económico<sup>45</sup>, ya sea por un mayor gasto, menores tasas de impuestos, o la combinación de ambos. Una posición fiscal expansiva busca estimular la economía a costa de afectar la sostenibilidad fiscal. Cabe preguntarse entonces si ha sido conveniente la adopción de esta política.

Responder esta interrogante no es una tarea sencilla. Si bien el efecto sobre la sostenibilidad puede medirse directamente por medio de la deuda pública (véase la siguiente sección), no sucede lo mismo con el efecto sobre la economía. En la literatura académica este efecto se determina a través de los multiplicadores fiscales, definidos como el cambio en la actividad económica en respuesta a un aumento del gasto público o la disminución de la tasa de impuestos (véase el anexo 3).

De esta forma, la efectividad de la política fiscal puede constatarse con el signo y magnitud de los multiplicadores fiscales. La capacidad de la política fiscal para impulsar la economía se verifica cuando los multiplicadores toman valores positivos<sup>46</sup>. Además, si el multiplicador fiscal es mayor a la unidad, la política fiscal tiene mayor efectividad, pues por cada sol que el gobierno gasta o deja de recaudar, la actividad económica aumenta en un monto superior<sup>47</sup>. De esta forma, el esfuerzo fiscal requerido para estimular la economía, así como el costo en términos de sostenibilidad, aumenta (disminuye) cuando la efectividad es baja (alta).

Los estudios realizados en Perú<sup>48</sup> sugieren que los multiplicadores son positivos; es decir, la política fiscal sí sería efectiva para estimular la economía. No obstante, su efectividad aumenta cuando se implementa a través del gasto de capital y disminuye cuando se implementa a través del gasto corriente o por medio de medidas tributarias (ver tabla N° 7).

---

<sup>45</sup> La posición fiscal expansiva del gobierno se constata por medio de un impulso fiscal positivo; es decir, una reducción (aumento) del resultado (déficit) primario estructural. Para mayor detalle véase el recuadro N° 2 del Reporte Técnico N° 001-2018-CF/ST, página 15.

<sup>46</sup> En este caso el multiplicador de impuestos es positivo debido a que se genera por una “disminución” en la tasa de impuestos. En la literatura económica es usual usar el multiplicador que resulta de un “aumento” en la tasa de impuestos, el cual tiene signo negativo. Consideraremos a estas dos definiciones como equivalentes.

<sup>47</sup> En caso contrario, si la economía aumenta en menor cuantía, la política fiscal tendría una baja o limitada efectividad. Véase Hemming & otros (2002).

<sup>48</sup> Esta revisión cubre los estudios realizados en los últimos 5 años. Los multiplicadores fiscales reportados difieren según la metodología empleada y la muestra utilizada.

**Tabla N° 7: Estimación de multiplicadores fiscales en el Perú**  
 Multiplicador fiscal: cambio en el PBI en S/, ante un incremento (reducción) de S/ 1 en el gasto (impuestos)

Estudio	Ciclo	Gasto corriente		Gasto de capital		Impuestos	
		impacto	1 año	impacto	1 año	impacto	1 año
BBVA (2014)	Lineal	0.55	0.3	0.6	1.5	0.1	0.2
MEF (2015)	Auge	0.13	0.82	0.55	1.74		
	Recesión	0.12	0.95	0.55	1.69		
BCRP (2012 - 2015)	Auge	0.24	0,28*	0.49	0,73*	0**	
	Recesión	0.24	0,93*	0.49	1,42*	025**	
STCF (2018)***	Lineal	0.47	0.96	0.52	1.08	0.26	0.23

\* Corresponde a multiplicadores de mediano plazo (4 años).

\*\* El BCRP utiliza los multiplicadores de impuestos estimados por Sánchez & Galindo (2012).

\*\*\* Corresponde a los multiplicadores fiscales estimados por la Secretaría Técnica del CF. Ver anexo 3 para mayor detalle.

Elaboración DEM-STCF.

Para evaluar el impacto de la política fiscal sobre la actividad económica, se compara el impacto registrado entre los años 2013-2017 -escenario base-, respecto al impacto fiscal que se hubiera obtenido con una postura fiscal neutra -escenario contrafactual- (ver gráfico N° A4.1-A del anexo 4). En este escenario contrafactual, el gasto no financiero del GG se ajusta a los ingresos estructurales<sup>49</sup> (ver gráfico N° A4.1-B del anexo 4), manteniendo el resultado primario estructural en equilibrio y el déficit estructural en 1 por ciento del PBI potencial<sup>50</sup> y conservando la composición de gasto corriente y gasto de capital del escenario base<sup>51</sup> para cada año. De esta forma, el impulso fiscal sería neutro (el efecto de la política fiscal sobre el resultado económico sería nulo).

Los resultados de este ejercicio, presentados en la tabla N° 8, sugieren que la postura fiscal expansiva adoptada entre los años 2013-2017 tuvo un impacto positivo sobre el PBI. Es decir, de haberse adoptado una postura neutra en esos años, el PBI hubiera sido menor en 0,7 por ciento. Este resultado es similar a los obtenidos utilizando los distintos multiplicadores fiscales estimados para la economía peruana.

<sup>49</sup> En línea con la metodología oficial del gobierno, se considera el gasto observado como estructural debido a su poca flexibilidad. Así los movimientos del gasto responden a cambios discrecionales de política fiscal.

<sup>50</sup> Los intereses equivalen a 1 por ciento del PBI potencial.

<sup>51</sup> En el escenario contrafactual, el ajuste de gasto no financiero del GG para cada año se realiza respetando la proporción de gasto corriente y gasto de capital del escenario base. Por ejemplo, para el 2016, el gasto corriente representó el 74,5 por ciento del gasto no financiero total, mientras que el gasto de capital representó el 25,5 por ciento restante. El escenario contrafactual del 2016 mantiene esta composición de gasto corriente y gasto de capital.

**Tabla N° 8: Impacto fiscal en el PBI (porcentaje del PBI)**

	2013	2014	2015	2016	2017	<b>promedio</b>
BBVA (2014)	0,7	0,6	0,7	0,1	0,8	<b>0,6</b>
BCRP (2015)	1,3	0,9	1,0	0,1	1,1	<b>0,9</b>
MEF (2015)	1,2	0,8	0,9	0,1	1,0	<b>0,8</b>
STCF (2018)	1,1	0,7	0,8	0,1	0,9	<b>0,7</b>

Nota: la tabla muestra la diferencia del impacto fiscal del escenario efectivo (con postura fiscal expansiva) respecto al escenario contrafactual (con postura fiscal neutra). En el escenario contrafactual se asume un resultado primario estructural de equilibrio y déficit estructural de 1 por ciento del PBI durante el periodo de análisis.

Elaboración DEM- STCF.

Adicionalmente, se evalúa el impacto del estímulo fiscal para distintas composiciones de gasto corriente y gasto de capital (ver gráfico N° A4.3 del anexo 4). Los resultados, presentados en la tabla N° 9, muestran que el impacto de la política fiscal sobre el PBI aumenta si el gasto público se compone en mayor medida por gasto de capital, y disminuye cuando la composición del gasto está orientada hacia gasto corriente. Por ejemplo, la contracción del gasto de capital registrada en el 2016 fue de tal magnitud<sup>52</sup> que incluso en un escenario sin impulso fiscal, manteniendo el gasto de capital en los niveles del 2013<sup>53</sup> y realizando el ajuste solo por gasto corriente, el impacto sobre la economía hubiera sido superior al registrado efectivamente<sup>54</sup>.

**Tabla N° 9: Impacto fiscal en el PBI (porcentaje del PBI, promedio 2013-2017)**

Composición del ajuste en el gasto público: gasto de capital (GK) y gasto corriente (GCTe)

Multiplicadores fiscales				
	100% GK (A)	50% GCTe 50% GK (B)	70% GCTe 30% GK (C)	100% GCTe (D)
BBVA (2014)	1.02	0.61	0.41	0.2
BCRP (2015)	1.04	0.86	0.68	0.68
MEF (2015)	1.25	0.98	0.74	0.70
STCF (2018)	0.78	0.74	0.72	0.69

Nota: la tabla muestra la diferencia del impacto fiscal del escenario efectivo (con postura fiscal expansiva) respecto al escenario contrafactual (con postura fiscal neutra). En el escenario contrafactual se asume un resultado primario estructural de equilibrio y déficit estructural de 1 por ciento del PBI durante el periodo de análisis.

50GK-50GC: el ajuste de gasto en el escenario contrafactual se realiza proporcionalmente entre gasto corriente y gasto de capital.

100GC: el ajuste se realiza en gasto corriente.

100GK: el ajuste se realiza en gasto de capital.

70GC-30GK: el ajuste se realiza 70 % en gasto corriente y 30% en gasto de capital. Elaboración DEM-STCF.

En suma, si bien es posible constatar el impacto positivo de la política fiscal sobre la actividad económica entre los años 2013-2017, su efectividad podría haber sido mayor si se hubiese evitado reducciones en el gasto de capital. No obstante, es importante considerar los posibles rezagos en la ejecución de este tipo de gasto, así como su disociación entre los niveles de gobierno (ver sección II), lo cual podría dificultar su uso como herramienta efectiva de estímulo económico en el corto

<sup>52</sup> El gasto de capital pasó de 5,4 por ciento del PBI potencial en el 2015 a 4,7 por ciento del PBI potencial en el 2016.

<sup>53</sup> Se mantiene el gasto de capital en 5,3 por ciento del PBI potencial, cifra registrada en el año 2013.

<sup>54</sup> En este escenario, el impacto de la política fiscal sobre la actividad económica hubiera sido superior hasta en 0,8 puntos porcentuales del PBI (utilizando los multiplicadores estimados por el BBVA).

plazo. Adicionalmente, es también relevante analizar los costos de esta política en términos de sostenibilidad fiscal, debido a su prolongación por cinco años, asunto que será abordado en la siguiente sección.

## 2. La sostenibilidad fiscal

Como ha sido explicado previamente, los recurrentes déficits fiscales de los últimos años están explicados tanto por factores estructurales (p.ej. la política del gobierno), como por factores cíclicos o transitorios. Estos déficits fiscales a su vez explican en gran medida el reciente incremento de la deuda pública<sup>55</sup>. Es por ello que resulta relevante analizar la sostenibilidad de las finanzas públicas en este nuevo contexto económico.

En la literatura académica se proponen diversos indicadores para analizar la sostenibilidad fiscal (véase Blanchard, 1990), pero el más sencillo y tradicional es el ratio de deuda pública en relación al PBI nominal. De esta forma, la sostenibilidad fiscal se garantiza si al menos es posible estabilizar este ratio en torno a un nivel considerado prudente en el mediano plazo, tal como lo señalan Escolano (2010) y el FMI (2013) (ver anexo 5 para un mayor detalle sobre esta definición). Para efectos prácticos, consideraremos prudente el límite de 30 por ciento del PBI dispuesto en la regla de deuda del Marco de Responsabilidad y Transparencia Fiscal (MRTF).

Sin embargo, es importante señalar que no existe un consenso respecto a la estimación del nivel de deuda pública sostenible o “prudente”. En la literatura académica se consideran diversos enfoques, como el de acceso al mercado<sup>56</sup> o el de sostenibilidad de largo plazo, ya sea mediante aproximaciones determinísticas<sup>57</sup> o estocásticas<sup>58</sup>. Para el Perú, en un documento de investigación publicado por la Secretaría Técnica del CF<sup>59</sup>, se sugiere que, bajo determinados supuestos, el límite para la deuda pública podría ser mayor que el dispuesto en la regla fiscal de deuda. Este límite se entiende como el mayor nivel de endeudamiento al cual podría llegar el gobierno sin comprometer la sostenibilidad de las finanzas públicas, es decir minimizando la probabilidad de caer en una trayectoria insostenible. Ante estas diferencias y los diferentes métodos para estimar este límite, resulta relevante insistir en un mayor análisis y debate sobre la estimación y el nivel de deuda pública sostenible para nuestra economía.

En el gráfico N° 11 se muestran los resultados de proyectar el ratio de deuda pública bajos los supuestos del MMM<sup>60</sup> (proyección base) y considerando dos escenarios de estrés, uno moderado y otro severo, sujetos a choques permanentes y temporales (ver el anexo 5 para un mayor detalle sobre las ecuaciones usadas). En la proyección del escenario base, el ratio de deuda asciende a 28 por ciento del PBI hacia el 2021 para luego adoptar una tendencia decreciente. Sin embargo, si se considera un crecimiento de mediano plazo de 3,5 por ciento (ligeramente menor al 4 por ciento

---

<sup>55</sup> Entre 2014 y 2017 el ratio de deuda pública se ha incrementado 1,6 por ciento del PBI en promedio por año, donde 1,5 p.p. se han explicado por los continuos déficits primarios.

<sup>56</sup> Véase Ghosh & otros (2013).

<sup>57</sup> Como en Blanchard & otros (1990).

<sup>58</sup> Véase a Bi (2012) y a Bi & Leeper (2013).

<sup>59</sup> Ganiko & otros (2016).

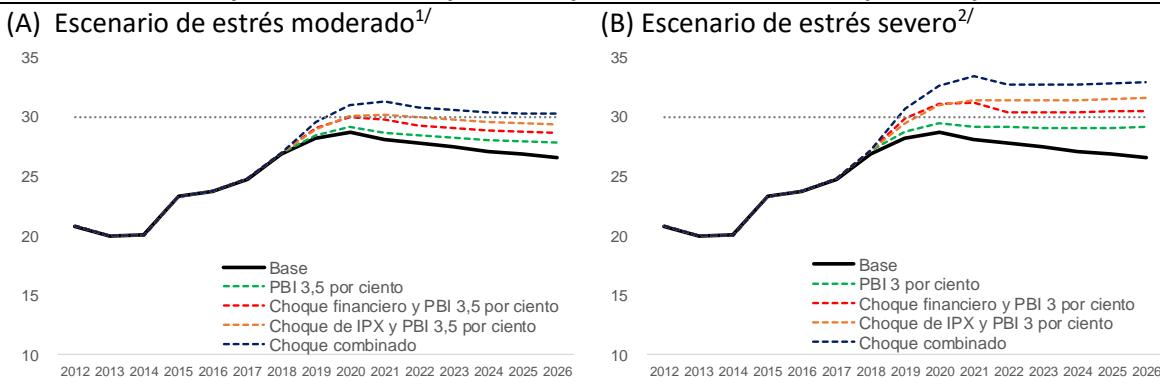
<sup>60</sup> Se mantuvo la senda proyectada del resultado primario como porcentaje del PBI del MMM.

del MMM) y choques temporales sobre el costo financiero y los precios de exportación, el ratio de deuda se estabilizaría en un nivel ligeramente superior al 30 por ciento del PBI en el mediano plazo.

Si se considera un escenario de estrés severo, con una tasa de crecimiento económico de 3,0 por ciento y choques aún temporales pero de mayor magnitud sobre el costo financiero y los precios de exportación, el ratio de deuda pública crece hasta 33,5 por ciento del PBI en 2021 y se estabiliza en torno a un 33,0 por ciento del PBI en el mediano plazo. Estos resultados difieren de los obtenidos en el escenario de estrés propuesto en el MMM, donde se simularon choques temporales sobre el costo financiero y el resultado primario del SPNF<sup>61</sup> que elevan la deuda pública hasta un máximo de 33 por ciento del PBI hacia el año 2020, para luego converger a un nivel menor al límite legal y cercano al 28 por ciento del PBI en el año 2026.

Ambos ejercicios muestran que existe un potencial riesgo de que la deuda supere el límite dispuesto en la regla fiscal del MRTF, cuando la economía enfrenta choques de naturaleza temporal y tasas de crecimiento ligeramente menores a las esperadas por el gobierno o instituciones como el BCRP<sup>62</sup> o el FMI<sup>63</sup>.

**Gráfico N° 11: Proyección de deuda pública bajo escenarios de estrés (porcentaje del PBI)**



1/ Choque financiero: tipo de cambio en S/ 3,5 por US\$ entre 2019-2021 (depreciación de 5,6 por ciento en el año 2019 y luego retorna a nivel de proyección base). Además, las tasas de interés en moneda nacional y extranjera aumentan 100 pbs en 2019-2021. Choque en precios de exportación: caída de 10 por ciento en 2019 en el índice de precios de exportación, manteniéndose en ese nivel en 2020 y 2021 para luego retornar al nivel de la proyección base. Este choque se traduce en una reducción de los ingresos fiscales en 0,5 p.p. respecto a la proyección base en los años de duración del choque.

2/ Choque financiero: tipo de cambio en S/ 3,7 por US\$ entre 2019-2021 (depreciación de 10 por ciento en el año 2019 y luego retorna a nivel de proyección base). Además, las tasas de interés en moneda nacional y extranjera aumentan 150 pbs en 2019-2021. Choque en precios de exportación: caída de 15 por ciento en 2019 en el índice de precios de exportación, manteniéndose en ese nivel en 2020 y 2021 para luego retornar al nivel de la proyección base. Este choque se traduce en una reducción de los ingresos fiscales de 0,75 p.p. respecto a la proyección base en los años de duración del choque.

Elaboración DEM-STCF.

<sup>61</sup> Depreciación cambiaria promedio de 10 por ciento para el periodo 2018-2020, incremento de 100 pbs en las tasas de interés en moneda nacional y extranjera en ese período, y reducción de 0,5 p.p. del PBI en el resultado primario del SPNF entre los años 2018-2020, lo que es equivalente a una caída temporal en la tasa de crecimiento del PBI de 4 a 2 por ciento en esos años.

<sup>62</sup> En el *Reporte de Inflación* de marzo de 2018, el BCRP espera una tasa de crecimiento del PBI de 4 por ciento en 2018 y 2019.

<sup>63</sup> En el *World Economic Outlook*, publicado en octubre de 2017, el FMI espera un crecimiento del PBI del Perú en el mediano plazo (hacia el año 2021) de 3,75 por ciento.

Vale la pena mencionar que en estas simulaciones se parte de la senda de resultado primario propuesta por el MEF, la cual asume un notable esfuerzo fiscal para su cumplimiento (reducción de gastos y/o incremento de los ingresos). No obstante, es importante incorporar los riesgos que se generarían no solo por el incumplimiento de los objetivos del gobierno, sino también por la materialización de presiones de mayor gasto por parte del Poder Legislativo<sup>64</sup>, así como medidas que impliquen un riesgo para la recuperación de los ingresos fiscales.

En el gráfico N° 12A se muestra la evolución del ratio de deuda bajo los choques de los escenarios de estrés considerados anteriormente, pero partiendo de una senda de resultado primario menor en 0,5 p.p. del PBI al previsto en el MMM en los años 2018-2026<sup>65</sup>. Así, en los escenarios de estrés moderado y severo la deuda pública llegaría a 33 y 36 por ciento del PBI en el año 2021, respectivamente, adoptando posteriormente una tendencia creciente. Es decir, el ratio de deuda sería insostenible.

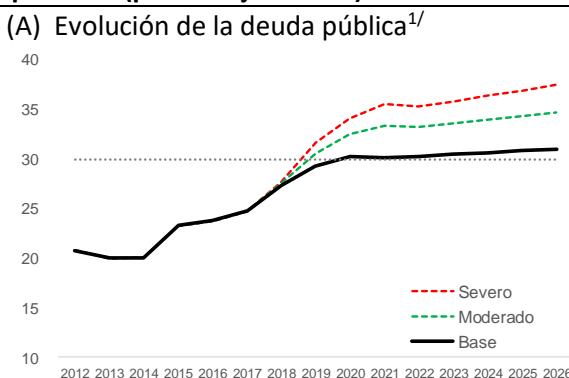
En caso se materialicen estos riesgos y no se tomen medidas correctivas en los próximos cinco años, estabilizar el ratio de deuda para hacerlo sostenible demandaría un importante esfuerzo fiscal. En el gráfico N° 12B se muestra el resultado primario necesario para estabilizar el nivel de deuda a partir del año 2021 (ver anexo 5 para un mayor detalle de las ecuaciones). En los escenarios de estrés moderado y adverso, se necesitaría generar un superávit primario de 0,35 y 0,55 por ciento del PBI para estabilizar la deuda en 33 y 36 por ciento del PBI, respectivamente. Es decir, una reducción de gastos y/o incremento de ingresos equivalente a 0,35 y 0,55 por ciento del PBI (pues se parte de un resultado primario equilibrado desde el año 2021).

---

<sup>64</sup> Por ejemplo, la Ley N° 30683 que modifica el régimen de pensiones del personal militar y policial, con un costo fiscal anual de más de S/ 1 mil millones en el año 2018 (0,1 por ciento del PBI); o el Proyecto de Ley N° 2580/2017-CR que propone eliminar el régimen de Contrato Administrativo de Servicios (CAS), con un costo fiscal anual estimado de S/ 2,2 mil millones (0,3 por ciento del PBI), según el MEF.

<sup>65</sup> Para poner esta cifra en contexto, el presupuesto público en el año 2018 incluye un incremento de S/ 3 mil millones (0,4 por ciento del PBI) en la partida de remuneraciones respecto al presupuesto 2017. Si se suma este costo a las medidas de la nota anterior, el costo fiscal ascendería a 0,9 por ciento del PBI aproximadamente.

**Gráfico N° 12: Proyección de deuda pública bajo escenarios de estrés y con un menor resultado primario (porcentaje del PBI)**



(B) Resultado primario que estabiliza el ratio de deuda a partir del año 2021<sup>2/</sup>

Crecimiento PBI real	Deuda (porcentaje del PBI)		
	30 (escenario base)	33 (estrés moderado)	36 (estrés severo)
1,0	1,07	1,19	1,26
1,5	0,92	1,02	1,08
2,0	0,77	0,85	0,90
2,5	0,61	0,68	0,72
3,0	0,47	0,51	0,55
3,5	0,32	0,35	0,37
4,0	0,17	0,19	0,20

1/ En el escenario base se asume un resultado primario menor en 0,5 p.p. del PBI al previsto en el MMM en los años 2018-2026. Para los escenarios de estrés adverso y moderado, se consideran la combinación de choques del gráfico N° 11.

2/ Las casillas sombreadas corresponden a los resultados de los escenarios simulados en el gráfico N° 12.A, considerando el 2021 como punto de partida.

Elaboración DEM-STCF.

Además, aun cuando se logre estabilizar la deuda en los escenarios planteados, el déficit fiscal supera el actual límite de 1 por ciento del PBI debido a la mayor carga financiera<sup>66</sup>, lo cual revela la incompatibilidad del cumplimiento simultáneo de la regla de deuda y de déficit económico en escenarios adversos.

Estos resultados resaltan la importancia de iniciar una fase de consolidación que permita generar mayores ingresos y controlar el crecimiento del gasto, como mencionó el CF en su informe N° 001-2018. Para ello es importante que el Poder Legislativo y el Poder Ejecutivo desistan de proponer iniciativas que incrementen, directa o indirectamente, el gasto público, y medidas que conlleven un riesgo para la recuperación de los ingresos fiscales.

Algunas consideraciones sobre las simulaciones realizadas. En primer lugar, no se consideró el uso de activos financieros públicos. Sin embargo, debe recordarse que ahorros públicos como el FEF contienen cláusulas específicas para su uso. En segundo lugar, no se consideró la activación esperada de pasivos contingentes, los cuales incrementarían la deuda en 0,6 p.p. del PBI, ni la materialización de su exposición máxima, que al año 2016 representa 10,8 por ciento del PBI, según estimaciones del MEF<sup>67</sup>. Tercero, no se consideró el efecto negativo de un mayor esfuerzo fiscal sobre el PBI (a través de los multiplicadores fiscales), lo cual reduciría el crecimiento económico y elevaría el ratio de deuda. Finalmente, no se consideró el mayor costo de financiamiento como resultado de un mayor endeudamiento<sup>68</sup>, lo cual también incrementaría el ratio de deuda pública.

<sup>66</sup> En todos los escenarios el resultado económico del SPNF se encuentra en torno al -1,7 por ciento del PBI, explicado en parte por la alta carga de intereses generados.

<sup>67</sup> Véanse las páginas 93 y 94 del MMM 2018-2021.

<sup>68</sup> Según estimaciones de la Secretaría Técnica del CF, el spread del EMBIG aumenta en 6,9 puntos básicos ante un aumento de 1 por ciento del PBI en el ratio de deuda, para un país como el Perú con un nivel de endeudamiento de 25 por ciento del PBI, aproximadamente.

#### IV. Conclusiones e implicancias para la política fiscal en el Perú

Las finanzas del Sector Público No Financiero se han deteriorado en los últimos 5 años. En ese periodo, el déficit fiscal y la deuda pública como porcentaje del PBI no han dejado de crecer. El déficit fiscal de 3,1 por ciento del PBI en 2017 es, además, mayor al estipulado por la regla fiscal vigente.

En el periodo 2013-2017, el resultado fiscal estructural no solo ha sido deficitario, sino que además fue ampliándose cada año. Estos 5 años de impulso fiscal positivo (política fiscal expansiva) se explican por mantener un nivel de gasto superior al de los ingresos estructurales, en un contexto en el que los ingresos estructurales cayeron y se modificaron los parámetros de las reglas fiscales a fin de adoptar una postura fiscal que brinde soporte a la economía. Cabe añadir que en este periodo el gasto público poco flexible creció en 1,6 puntos porcentuales del PBI.

Las finanzas de los gobiernos locales muestran también un ligero deterioro, pues el resultado primario registró un déficit de 0,5 por ciento del PBI en el 2017, mayor al registrado en los últimos años. Los gobiernos regionales por su parte muestran un resultado primario balanceado en el 2017 y en los tres años precedentes, lo que es consistente con su esquema de ingresos y gastos que impide diferencias significativas entre ambas cuentas.

Por otro lado, el análisis elaborado sobre la efectividad de la política fiscal indica que su impacto sobre el PBI aumenta si el gasto público se compone en mayor medida por gasto de capital, y disminuye cuando la composición del gasto está orientada hacia el gasto corriente o se lleva a cabo a través de medidas tributarias. Con estos resultados se verifica la importancia de la composición de los instrumentos fiscales para aumentar la efectividad del estímulo fiscal.

Por último, los ejercicios de simulación realizados muestran un potencial riesgo de que la deuda supere el límite legal de 30 por ciento del PBI y de que adopte una tendencia insostenible ante la ocurrencia de choques adversos, que no son inusuales en una economía pequeña y abierta como la peruana. Estos resultados resaltan la importancia de iniciar una fase de consolidación fiscal que permita generar mayores ingresos y controlar el crecimiento del gasto. Para ello es importante que el Poder Legislativo y el Poder Ejecutivo desistan de proponer iniciativas que incrementen, directa o indirectamente, el gasto público, y medidas que conlleven un riesgo para la recuperación de los ingresos fiscales.

## Referencias

Banco Central de Reserva del Perú. (Diciembre, 2015). Reporte de Inflación: Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2015-2017. Lima: Banco Central de Reserva del Perú.

\_\_\_\_\_. (Marzo, 2018). Reporte de Inflación: Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2018-2019. Lima: Banco Central de Reserva del Perú.

BBVA Research. (2014). Situación Perú cuarto trimestre de 2014. Lima. Obtenido de: <https://www.bbvareresearch.com/public-compuesta/situacion-peru-cuarto-trimestre-de-2014/>

Bi, H. (2012). Sovereign Default Risk Premia, Fiscal Limits and Fiscal Policy. European Economic Review, 56(3), 389-410.

Bi, H., & Leeper, E. M. (2013). Analyzing Fiscal Sustainability. Staff Working Papers, Bank of Canada(27).

Blanchard, O. (1990). Suggestions for a New Set of Fiscal Indicators. OECD Economics Department Working Papers(79).

Blanchard, O., Chouraqui, J.-C., Hagemann, R., & Sartor, N. (1990). The Sustainability of Fiscal Policy: New Answers to an Old Question. OECD Economic Studies(15), 7-36.

Dirección de Estudios Macrofiscales – Secretaría Técnica del Consejo Fiscal. (2017a). Análisis de la Declaración de Cumplimiento de la Responsabilidad Fiscal (DCRF) 2016. Reporte técnico N° 003-2017. Lima.

\_\_\_\_\_. (2017b). Análisis del Marco Macroeconómico Multianual 2018-2021. Reporte técnico N° 004-2017. Lima.

\_\_\_\_\_. (2018). Situación de las Finanzas Públicas al 2017. Reporte técnico N° 001-2018. Lima.

Escolano, J. (2010). A Practical Guide to Public Debt Dynamics, Fiscal Sustainability, and Cyclical Adjustment of Budgetary Aggregates. Technical Notes and Manuals(2010/02).

Fondo Monetario Internacional. (2013). Staff Guidance Note for Public Debt Sustainability Analysis in Market-Access Countries. IMF Policy Papers.

\_\_\_\_\_. (Octubre, 2017). World Economic Outlook, Seeking Sustainable Growth: Short-Term Recovery, Long-Term Challenges. World Economic and Financial Surveys, Washington DC.

Ganiko, G., Melgarejo, K., & Montoro, C. (2016). Estimación del espacio fiscal en economías emergentes: el caso peruano. Documentos de Investigación, Secretaría Técnica del Consejo Fiscal(1). Lima.

Ghosh, A. R., Kim, J. I., Mendoza, E. G., Ostry, J. D., & Qureshi, M. S. (2013). Fiscal Fatigue, Fiscal Space and Debt Sustainability in Advanced Economies. The Economic Journal(123), F4-F30.

Hemming, R., Kell, M., & Mahfouz, S. (2002). The Effectiveness of Fiscal Policy in Stimulating Economic Activity – A review of the Literature. IMF Working Papers(02/208).

Jiménez, A., & Montoro, C. (2017). Identificando el riesgo fiscal de los gobiernos subnacionales en el Perú. Documentos de Investigación, Secretaría Técnica del Consejo Fiscal(2). Lima.

Ministerio de Economía y Finanzas. (2016a). Marco Macroeconómico Multianual Revisado 2017-2019. Lima.

\_\_\_\_\_. (2016b). Metodología para el Cálculo de las Cuentas Estructurales. Resolución Ministerial Nº 024-2016-EF/15, Lima.

\_\_\_\_\_. (2017). Marco Macroeconómico Multianual 2018-2021. Lima.

Sánchez, W., & Galindo, H. (2013). Multiplicadores Asimétricos del Gasto Público y de los Impuestos. Documento de Trabajo, Ministerio de Economía y Finanzas.

## V. Anexos

### Anexo 1: Endeudamiento subnacional y regímenes de sinceramiento de deuda

Según el Decreto Legislativo N°1275, que aprueba el “Marco de la Responsabilidad y Transparencia Fiscal de los Gobiernos Regionales y Gobiernos Locales”, el saldo de deuda total , está compuesto por tres conceptos, saldo de pasivos, deuda exigible con entidades del Estado y deuda real con las AFP. En el artículo 3 de dicho Decreto se presentan también sus respectivas definiciones:

**Saldo de pasivos:** “*(...) comprende todos los pasivos de corto, mediano y largo plazo, externos e internos, cuyos desembolsos han sido reconocidos y formalizados en los Estados de Situación Financiera de los Gobiernos Regionales o Gobiernos Locales, excluyendo los ingresos diferidos y obligaciones previsionales. El Saldo de Pasivos comprende también los que proceden de operaciones diversas garantizadas con flujos de ingresos futuros, con y sin aval del Gobierno Nacional, como los Fideicomisos, Titulización de activos y similares.*”

**Deuda exigible:** “*(...) comprende los saldos adeudados tanto por el principal como los intereses y multas con entidades del Estado cuya administración o recaudación está a cargo de la Superintendencia Nacional de Aduanas y de Administración Tributaria (SUNAT).*”

**Deuda real:** “*(...) corresponde a los aportes previsionales no pagados a las Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones (AFP) y que fueron retenidos por los Gobiernos Regionales y Gobiernos Locales.*”

Asimismo, en el capítulo IV del Decreto Legislativo N°1275 se establecen 2 regímenes de sinceramiento, REPRO-AFP<sup>69</sup> para la deuda real con las AFP, y SIDEA<sup>70</sup> para la deuda exigible con EsSalud y ONP. En líneas generales, el objetivo de ambos regímenes es reducir el monto de ambos conceptos de deuda extinguiendo multas e intereses registrados hasta el 31 de diciembre de 2015<sup>71</sup>.

Terminado el plazo para el acogimiento a ambos regímenes al 29 de diciembre de 2017, el MEF actualizó los montos del saldo de deuda total con los que evalúa el cumplimiento de las reglas fiscales de los gobiernos regionales y locales al 2016, considerando la actualización del saldo de deuda real y exigible. Por ello, en la tabla N° A1.1 se presentan dos escenarios en el año 2016, uno sin considerar y otro considerando la aplicación del sinceramiento. Asimismo, en la tabla N° A1.2, se muestran los resultados de realizar un ejercicio similar para el 2015 con información enviada por el MEF.

Con información para el 2016, la deuda real de los gobiernos subnacionales se redujo de 1,7 a 0,7 p.p. del PBI, tras el acogimiento al régimen REPRO-AFP (473 gobiernos locales<sup>72</sup> y 341 unidades ejecutoras de 24 gobiernos regionales<sup>73</sup>). De la misma manera, la deuda exigible de los gobiernos

---

<sup>69</sup> Reglamentado por el Decreto Supremo N°168-2017-EF.

<sup>70</sup> Reglamentado por el Decreto Supremo N°167-2017-EF.

<sup>71</sup> Para mayor detalle véase el Recuadro 3 (página 19) del Reporte Técnico N°003-2017.

<sup>72</sup> De un potencial de 1314 deudores. Información preliminar al 29 de diciembre de 2017.

<sup>73</sup> De un potencial de 496 deudoras. Información preliminar al 29 de diciembre de 2017.

subnacionales se redujo de 0,4 a 0,3 por ciento del PBI tras el acogimiento al régimen SIDEA (626<sup>74</sup> gobiernos locales y 228 unidades ejecutoras de 25 gobiernos regionales<sup>75</sup>).

**Tabla N° A1.1: Composición del saldo de deuda total de los gobiernos locales y regionales 2016**

	S/ millones		var %	% del total		% del PBI	
	2016	2016 actualizado		2016 actualizado	2016	2016 actualizado	2016
<b>Gobiernos regionales</b>	<b>17 715</b>	<b>8 795</b>	<b>-30.9</b>	<b>59.7</b>	<b>55.3</b>	<b>2.7</b>	<b>1.9</b>
Saldo de pasivos	8 895	8 895	0.0	30.0	40.1	1.3	1.3
Deuda exigible	645	312	-51.7	2.2	1.4	0.10	0.05
Deuda real	8 175	3 038	-62.8	27.5	13.7	1.2	0.5
<b>Gobiernos locales</b>	<b>11 975</b>	<b>9 911</b>	<b>-17.2</b>	<b>40.3</b>	<b>44.7</b>	<b>1.8</b>	<b>1.5</b>
Saldo de pasivos	7 038	7 038	0.0	23.7	31.8	1.1	1.1
Deuda exigible	1 903	1 354	-28.9	6.4	6.1	0.3	0.2
Deuda real	3 033	1 519	-49.9	10.2	6.9	0.5	0.2

Nota: La información actualizada considera la reducción en la deuda real y exigible tras el acogimiento a los regímenes de sinceramiento REPRO-AFP y SIDEA. La información presentada en esta tabla se encuentra publicada en el portal web del MEF: [https://www.mef.gob.pe/contenidos/pol\\_econ/Reporte\\_Fiscal/Informe\\_anual\\_Reglas\\_Fiscales\\_GR\\_GL2016\\_actualizado.pdf](https://www.mef.gob.pe/contenidos/pol_econ/Reporte_Fiscal/Informe_anual_Reglas_Fiscales_GR_GL2016_actualizado.pdf)

Fuente: MEF. Elaboración DEM-STCF.

**Tabla N° A1.2: Composición del saldo de deuda total de los gobiernos locales y regionales 2015**

	S/ millones		var %	% del total		% del PBI	
	2015	2015 actualizado		2015 actualizado	2015	2015 actualizado	2015
<b>Gobiernos regionales</b>	<b>14 979</b>	<b>8 795</b>	<b>-41.3</b>	<b>57.7</b>	<b>50.2</b>	<b>2.4</b>	<b>1.4</b>
Saldo de pasivos	6 885	6 885	0.0	26.5	39.3	1.1	1.1
Deuda exigible	801	460	-42.5	3.1	2.6	0.1	0.1
Deuda real	7 293	1 449	-80.1	28.1	8.3	1.2	0.2
<b>Gobiernos locales</b>	<b>10 969</b>	<b>8 726</b>	<b>-20.4</b>	<b>42.3</b>	<b>49.8</b>	<b>1.8</b>	<b>1.4</b>
Saldo de pasivos	6 373	6 373	0.0	24.6	36.4	1.0	1.0
Deuda exigible	1 845	1 086	-41.1	7.1	6.2	0.3	0.2
Deuda real	2 751	1 266	-54.0	10.6	7.2	0.4	0.2

Nota: La información actualizada considera la reducción en la deuda real y exigible tras el acogimiento a los regímenes de sinceramiento REPRO-AFP y SIDEA. La estimación presentada en esta tabla fue hecha en base a la información enviada por el MEF.

Fuente: MEF. Elaboración DEM-STCF.

<sup>74</sup> De un potencial de 1255 deudores. Información preliminar al 29 de diciembre de 2017.

<sup>75</sup> De un potencial de 258 deudores. Información preliminar al 29 de diciembre de 2017.

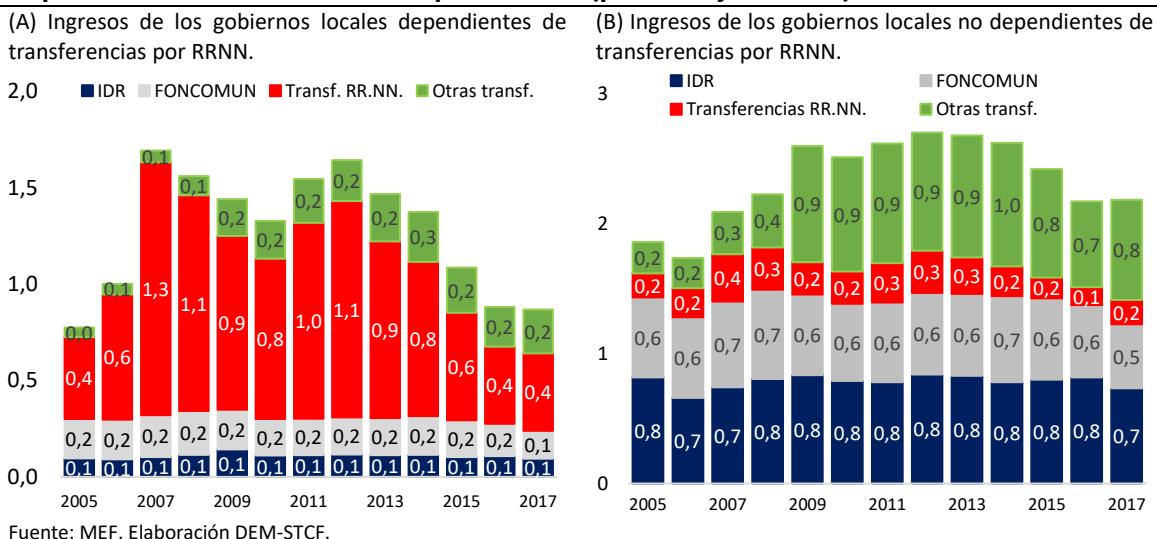
## Anexo 2: Dependencia de los gobiernos subnacionales a las transferencias por RR.NN.

En este anexo se muestra el comportamiento de los ingresos y el resultado primario de los gobiernos subnacionales considerando el grado de dependencia de estas entidades a las transferencias provenientes de recursos naturales (RR.NN.). Así, en el caso de los gobiernos locales, se considera que son altamente dependientes de transferencias por RR.NN. cuando las mismas tienen una participación mayor al 35 por ciento de sus ingresos totales. En el caso de los gobiernos regionales se consideran en el grupo de alta dependencia de RR.NN. a los de Ancash, Cajamarca, Cusco, Loreto, Moquegua, Tacna y Tumbes, que tienen transferencias por RR.NN. con una participación mayor que 12 por ciento de sus ingresos totales.

### Gobiernos locales

Como se puede observar en el gráfico N° A2.1, el comportamiento y la estructura de los ingresos de los gobiernos locales dependientes de las transferencias por RR.NN. se diferencia de forma significativa de la del resto de gobiernos locales. Los ingresos de los gobiernos locales considerados como dependientes de dichas transferencias se redujeron en 0,9 p.p. del PBI entre 2012 y 2017, debido principalmente a la reducción de las transferencias por RR.NN. Sin embargo, la reducción en el resto de gobiernos locales fue de 0,4 p.p. del PBI en el mismo período. Además, los 595 gobiernos locales considerados como dependientes de transferencias por RR.NN. (que representan al 32 por ciento del total) recaudan únicamente el 12 por ciento de los ingresos directamente recaudados de todos los gobiernos locales, lo cual muestra que su capacidad para recaudar ingresos por cuenta propia es más limitada.

**Gráfico N° A2.1: Estructura de ingresos de los gobiernos locales dependientes y no dependientes de transferencias por RR.NN. (porcentaje del PBI)**



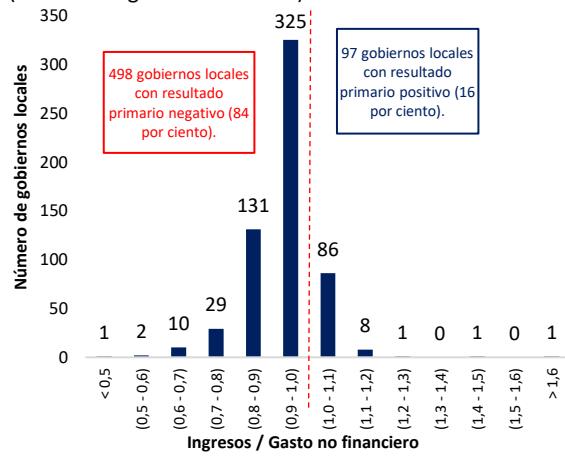
Respecto del resultado primario, si bien en el periodo 2012 - 2017 más del 50 por ciento del total de gobiernos locales ha sido deficitario (ratio ingresos entre gasto no financiero menor que 1), dicho porcentaje es mayor en los gobiernos locales dependientes de transferencias por RR.NN. (84 por

ciento), los cuales presentan en promedio una mayor incidencia de déficits primarios, debido principalmente a la reducción de sus ingresos en dicho periodo, como ha sido mencionado anteriormente (ver gráfico N° A2.2).

#### **Gráfico N° A2.2: Distribución del ratio ingresos entre gastos de los gobiernos locales dependientes y no dependientes de transferencias por RR.NN.**

(A) Histograma de distribución del ratio ingresos entre gastos promedio 2012 – 2017 de GLs dependientes de transferencias por RR.NN.

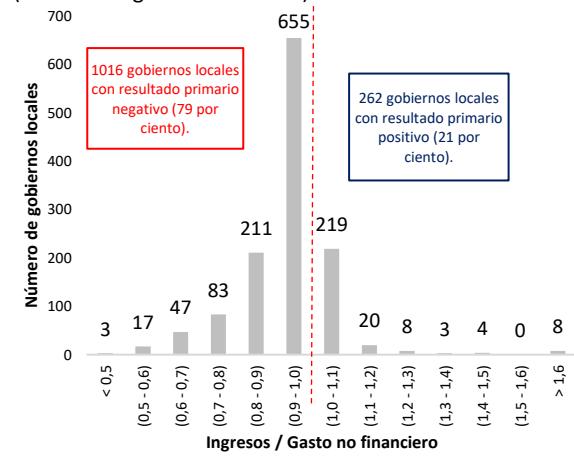
(número de gobiernos locales)



Fuente: MEF. Elaboración DEM-STCF.

(B) Histograma de distribución del ratio ingresos entre gastos promedio 2012 – 2017 de GLs no dependientes de transferencias por RR.NN.

(número de gobiernos locales)

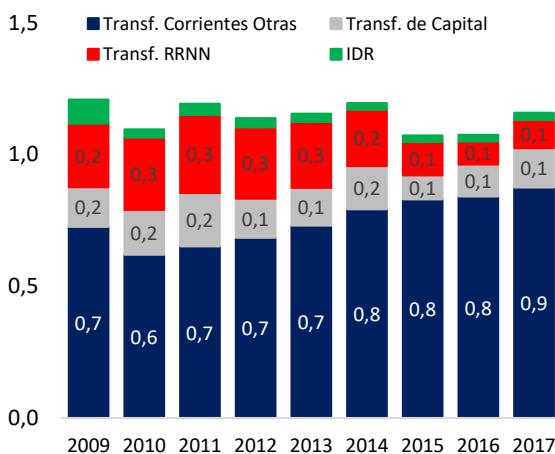


#### **Gobiernos regionales**

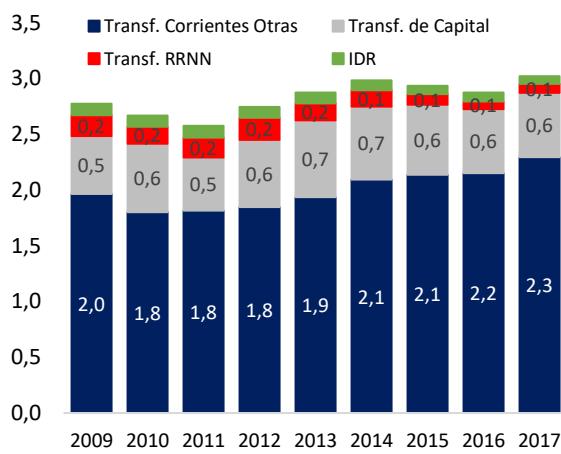
Los ingresos totales de los gobiernos regionales dependientes de transferencias por RR.NN. son más volátiles que los de los otros gobiernos regionales debido a la menor estabilidad de los ingresos por transferencias RR.NN. (ver gráfico N° A2.3).

**Gráfico N° A2.3: Estructura de ingresos de los gobiernos regionales dependientes y no dependientes de transferencias por RR.NN.**

(A) Ingresos de los Gobiernos Regionales dependientes de transferencias de RR.NN.  
(porcentaje del PBI)



(B) Ingresos de los Gobiernos Regionales no dependientes de transferencias de RR.NN.  
(porcentaje del PBI)

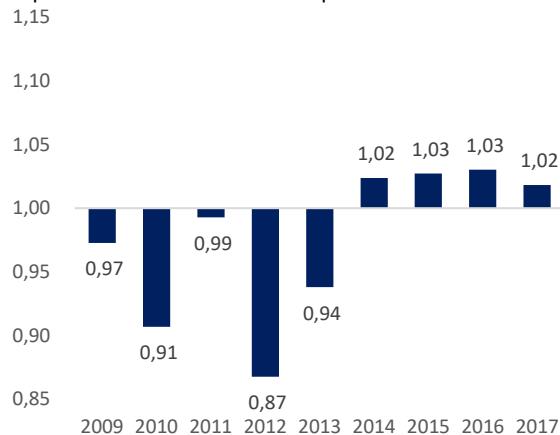


Fuente: MEF. Elaboración DEM-STCF.

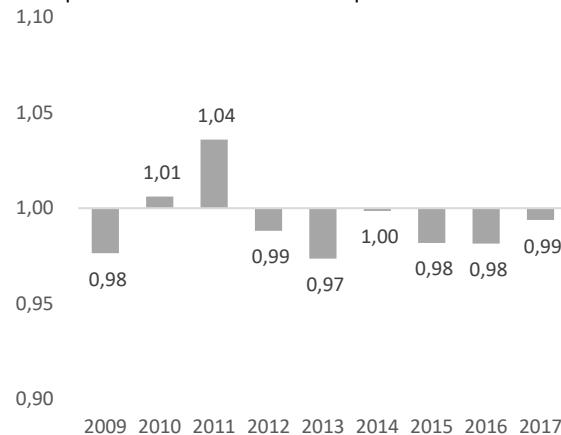
Respecto del resultado primario, en el gráfico A2.4 se aprecia que los gobiernos regionales con mayor dependencia de las transferencias por RR.NN. han obtenido ligeros superávits en los últimos años, lo cual probablemente se debe a que pueden acumular los ingresos no gastados por esos conceptos. Por el contrario, el resto de los gobiernos regionales que no pueden acumular los saldos no utilizados de ingresos<sup>76</sup>, han generado ligeros déficits primarios.

**Gráfico N° A2.4: Evolución del ratio ingresos/gastos de los gobiernos regionales dependientes y no dependientes de transferencias por RR.NN.**

(A) Ratio de ingresos/gastos de los gobiernos regionales dependientes de transferencias por RR.NN.



(B) Ratio de ingresos/gastos de los gobiernos regionales no dependientes de transferencias por RR.NN.



Fuente: MEF. Elaboración DEM-STCF.

<sup>76</sup> Debido a que las transferencias que provienen principalmente de la fuente de financiamiento recursos ordinarios cuyos saldos reversionen al tesoro público al término del año fiscal y se acumulan en el Fondo de Estabilización Fiscal.

### Anexo 3: Multiplicadores fiscales

La forma tradicional de medir la capacidad que tiene la política fiscal para estimular la actividad económica es mediante los multiplicadores fiscales, definidos como el cambio ocasionado en el PBI ( $\Delta y_t$ ), ante un cambio exógeno en el gasto público ( $\Delta g_t$ ) o los impuestos ( $\Delta t_t$ )<sup>77</sup>.

Los multiplicadores fiscales pueden calcularse de distintas formas dependiendo del horizonte temporal a analizar<sup>78</sup>, siendo los más utilizados<sup>79</sup> el multiplicador de impacto ( $\Delta y_t / \Delta g_t$ ) enfocado en el análisis de corto plazo, y el multiplicador acumulado para un horizonte de tiempo T ( $(\sum_{k=0}^T \Delta y_{t+k} / \sum_{k=0}^T \Delta g_{t+k})$ ), enfocado en el análisis de mediano y largo plazo. Ambas definiciones también se aplican para el multiplicador de impuestos, aun cuando este suele evaluarse para el caso de una disminución de ingresos tributarios ocasionado por medidas tributarias.

Definidos los multiplicadores fiscales, una primera cuestión es el tamaño de los mismos, el cual refleja la potencia de los instrumentos de política fiscal. La evidencia empírica<sup>80</sup> muestra que los multiplicadores fiscales son de menor magnitud en economías pequeñas y abiertas<sup>81</sup> o si operan con un tipo de cambio fijo<sup>82</sup>. También dependen de las restricciones crediticias por parte de los agentes económicos: son mayores cuando el sector privado enfrenta restricciones crediticias<sup>83</sup> y son menores cuando el gobierno enfrenta a restricciones crediticias<sup>84</sup> como resultado de una elevada deuda pública.

Una segunda cuestión es acerca de qué tipo de gasto tiene mayor impacto sobre el producto. Los estudios muestran<sup>85</sup> que el gasto en consumo y el gasto en inversión tienen un impacto positivo sobre el producto, pero el multiplicador del gasto en inversión tiende a ser mayor. El gasto en inversión en programas como infraestructura e investigación incrementan el crecimiento potencial de la economía directa e indirectamente al incentivar la inversión privada. Por su parte, el multiplicador de impuestos suele ser menor al multiplicador de gasto; sin embargo, algunas investigaciones sugieren que, bajo determinadas circunstancias, el multiplicador de impuestos puede ser mayor<sup>86</sup>. En este anexo se presentan los multiplicadores fiscales para la economía peruana estimados mediante un modelo estructural de vector autoregresivos (SVAR, por sus siglas en inglés) para el periodo 1995-2017.

El modelo en su forma reducida se expresa mediante la siguiente ecuación:

$$w_t = Z(L)w_t + Fx_t + \varepsilon_t \quad (1)$$

<sup>77</sup> Véase Spilimbergo & otros (2009).

<sup>78</sup> Ibit cit.

<sup>79</sup> Véase MEF (2015).

<sup>80</sup> Véase De Long & Tyson (2013).

<sup>81</sup> Véase Baum & otros (2012).

<sup>82</sup> Véase Ilzetzki & otros (2013).

<sup>83</sup> Véase Corsetti & otros (2012).

<sup>84</sup> Ibit cit.

<sup>85</sup> Véase Perotti (2004), Romer (2010) y Auerbach & Gorodnichenko (2012).

<sup>86</sup> Véase Alesina & otros (2012) y Jalil (2012).

Donde  $w_t = [g_t^k, g_t^c, t_t, y_t]$  es el vector de variables endógenas compuesto<sup>87</sup> por el gasto de capital ( $g_t^k$ ), el gasto corriente ( $g_t^c$ ), los ingresos tributarios ( $t_t$ ) y el PBI ( $y_t$ ). Por su parte,  $x_t$  es el vector de variables exógenas compuesto por el índice de precios de exportación ( $ipx_t$ ), la tasa de interés de los bonos del tesoro americano a 10 años ( $i_t^*$ ) y un conjunto de variables de control<sup>88</sup>; mientras que  $\varepsilon_t$  es el vector que contiene a los errores de la forma reducida.

La estimación del modelo se realiza con datos trimestrales para el periodo 1995-2017. El VAR se estima con dos rezagos<sup>89</sup>. Para recuperar los errores y parámetros del modelo estructural (SVAR) se imponen las siguientes restricciones al modelo:

1. Se asume que la autoridad fiscal no reacciona a los movimientos contemporáneos del PBI, debido a que el gasto público es formulado con anticipación mediante el presupuesto público.
2. El gasto público corriente y el gasto de capital no reaccionan contemporáneamente a los choques de impuestos.
3. El gasto de capital no reacciona a movimientos contemporáneos del gasto corriente.
4. Los ingresos tributarios no reaccionan a movimientos contemporáneos del gasto corriente y gasto de capital.

Luego de realizar la estimación del SVAR, se estimaron los multiplicadores acumulados de gasto corriente, gasto de capital y de ingresos tributarios, los cuales se expresaron en soles. Considerando los efectos acumulados a un año, los resultados obtenidos sugieren que:

- Un sol de mayor gasto corriente aumenta el PBI en S/ 0,98 centavos.
- Un sol de mayor gasto de capital aumenta el PBI en S/ 1,08.
- Un sol de menores ingresos tributarios aumenta el PBI en S/ 0,23 centavos.

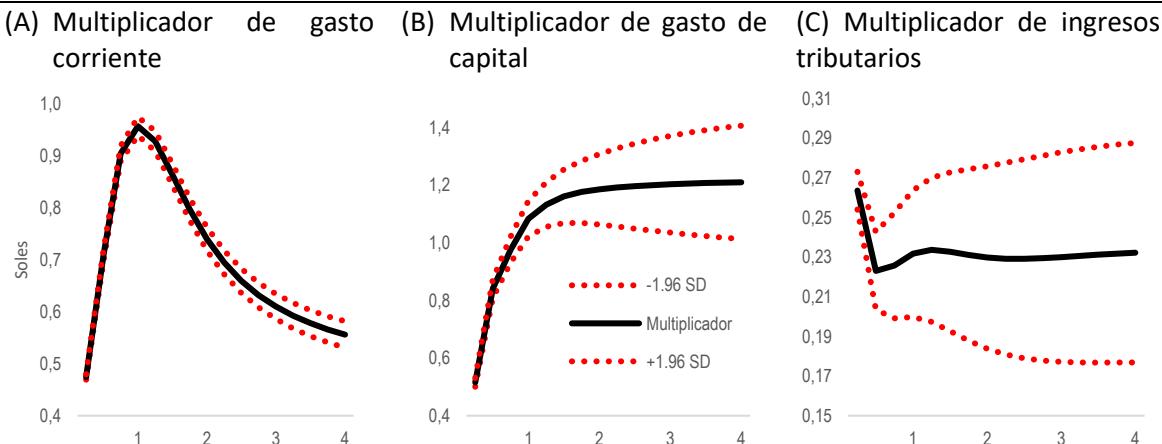
---

<sup>87</sup> La cobertura de las variables fiscales abarca al Gobierno General.

<sup>88</sup> Variable categórica para capturar estacionalidad y variable categórica para distinguir la implementación de reglas fiscales en el Perú.

<sup>89</sup> El número de rezagos se elige bajo los criterios de ratio de verosimilitud, error de predicción e información de Akaike.

**Figura N° A3.1: Multiplicadores fiscales (efecto acumulado en soles)**



Nota: el eje de las abscisas se mide en años. Los multiplicadores fiscales están expresados en soles y representan el cambio en el PBI ante el incremento en un sol del gasto público o disminución de ingresos tributarios.

La dinámica de los multiplicadores fiscales se muestra en la figura N° A3.1. Los multiplicadores estimados presentan las siguientes características:

- El gasto de capital es más potente que el gasto corriente tanto en el corto como en el mediano plazo, alcanzando su pico luego de 2 años.
- El multiplicador de gasto corriente alcanza su pico luego de un año y su efecto se diluye en el mediano plazo.
- El multiplicador de impuestos es mucho menor a los multiplicadores de gasto, alcanza su pico en el tercer trimestre y se estabiliza luego de un año.

En suma, el análisis realizado sugiere que el gasto de capital es el instrumento más potente de la política fiscal. Sin embargo, como señala el MEF (2015, pág 95) "al utilizar datos de ejecución del gasto público, la metodología no recoge los rezagos de diseño e implementación que puede conllevar un estímulo fiscal discrecional vía, principalmente, la inversión pública".

## Referencias

- Alesina, A., Favero, C., & Giavazzi, F. (2012). The Output Effect of Fiscal Consolidations. NBER Working Papers(18336).
- Auerbach, A. J., & Gorodnichenko, Y. (2012). Measuring the Output Responses to Fiscal Policy. American Economic Journal: Economic Policy, 4(2), 1-27.
- Baum, A., Poplawski-Ribeiro, M., & Weber, A. (2012). Fiscal Multipliers and the State of the Economy. IMF Working Papers(12/286).
- Corsetti, G., Meier, A., & Müller, G. J. (2012). What Determines Government Spending Multipliers? IMF Working Papers(12/150).

De Long, J. B., & Tyson, L. D. (2013). Discretionary Fiscal Policy as a Stabilization Policy Tool: What do we think now that we did not think in 2007? UC Berkeley, Draft, 1(21).

Ilzetzki, E., Mendoza, E. G., & Végh, C. A. (2013). How big (small?) are fiscal multipliers? Journal of Monetary Economics, 60(2), 239-254.

Jalil, A. (2012). Comparing Tax and Spending Multipliers: It's All About Controlling for Monetary Policy. SSRN. Obtenido de <https://ssrn.com/abstract=2139855>

Ministerio de Economía y Finanzas. (2015). Marco Macroeconómico Multianual 2016-2018. Lima.

Perotti, R. (2004). Public Investment: Another (Different) Look. IGIER Working Papers(277).

Romer, C. (Ed.). (2010). The Economic Impact of the Recovery and Reinvestment Act of 2009: Four Quarterly Report. Washington DC.

Spilimbergo, A., Schindler, M., & Symansky, S. A. (2009). Fiscal Multipliers. IMF Staff Position Notes(2009/11).

#### Anexo 4: Ejercicio contrafactual para evaluar la efectividad de la política fiscal

El impulso fiscal se define como el cambio en el resultado primario estructural originado por cambios en la política de gastos e ingresos del gobierno (Schinasi & Lutz, 1991). En términos prácticos, su interpretación implica que si el déficit primario estructural aumenta o si el superávit primario estructural disminuye respecto al año anterior (un impulso fiscal positivo), la postura fiscal es expansiva; si el déficit primario estructural disminuye (un impulso fiscal negativo), la postura fiscal es contractiva; mientras que si el déficit primario estructural no varía (un impulso fiscal igual a cero), la postura fiscal es neutra.

$$\text{Impulso Fiscal}_t = \text{RP Estructural}_{t-1} - \text{RP Estructural}_t$$

$$\text{Impulso Fiscal} = (\text{Gasto}_t - \text{Gasto}_{t-1}) - (\text{Ingreso Estructural}_t - \text{Ingreso Estructural}_{t-1})$$

$$\text{Impulso Fiscal} = \text{Impulso de Gastos} + \text{Impulso de Ingresos}$$

donde RP denota al resultado primario como porcentaje del PBI potencial.

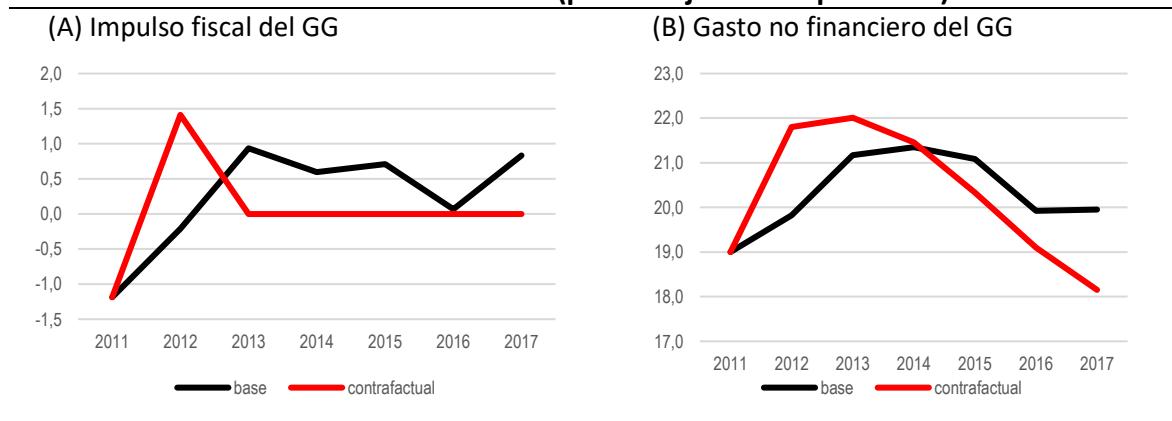
Para evaluar el impacto que la política fiscal ha tenido sobre la actividad económica, se pondrá los componentes del impulso fiscal (ingresos y gastos) por su respectivo multiplicador fiscal.

$$\text{Impacto Fiscal} = M_G \times \text{Impulso de Gastos} + M_I \times \text{Impulso de Ingresos}$$

Donde:  $M_G$  = Multiplicador de Gastos y  $M_I$  = Multiplicador de Ingresos.

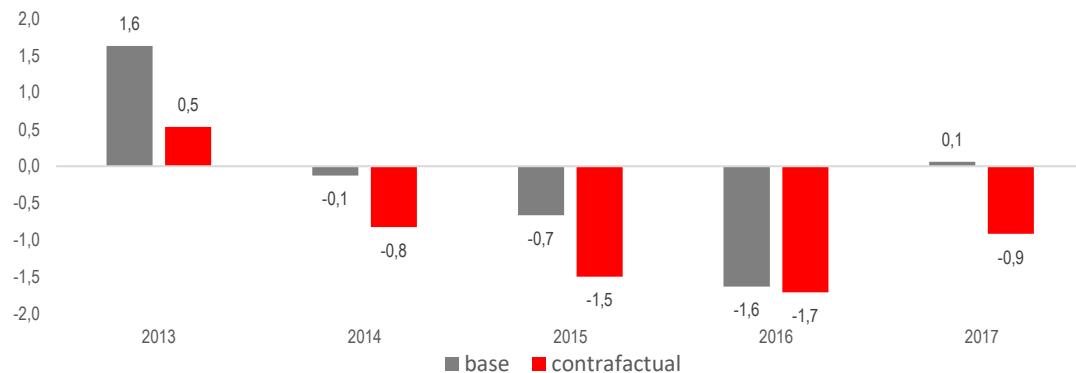
La evaluación de impacto se realiza para un escenario base (factual) que utiliza los datos ejecutados y se comparan respecto a un escenario alterno (contrafactual). El gráfico N° A4.1 muestra los supuestos realizados en el escenario contrafactual, en el cual se asume una postura fiscal neutra (panel A), donde el gasto no financiero del GG se ajusta a los ingresos estructurales (panel B).

**Gráfico N° A4.1: Escenario contrafactual (porcentaje del PBI potencial)**



El gráfico N° A4.2 muestra el impacto de la postura fiscal sobre el PBI para el periodo 2013-2017, obtenidos con una postura fiscal expansiva (escenario base o factual) y con una postura fiscal neutra (escenario contrafactual), utilizando los multiplicadores fiscales estimados por la Secretaría Técnica del CF.

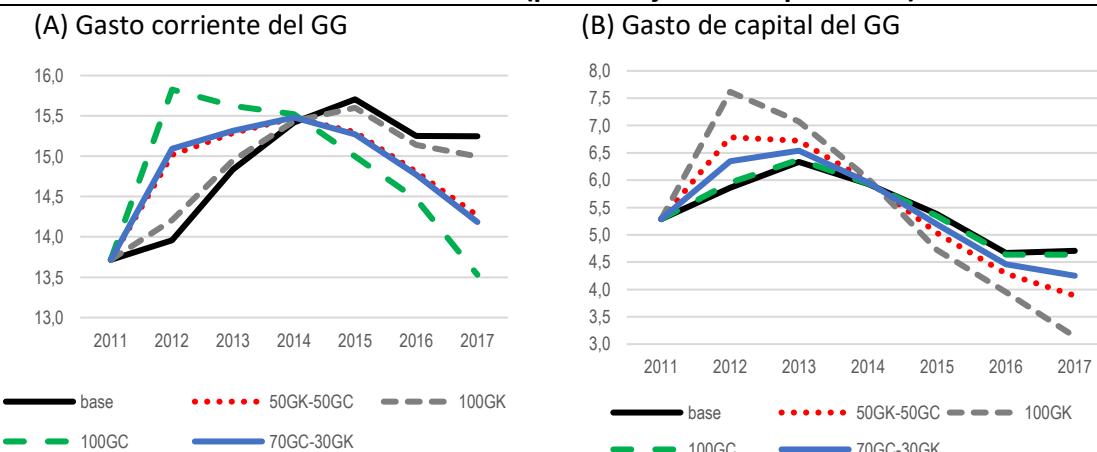
**Gráfico A4.2: Impacto fiscal sobre el PBI (porcentaje del PBI potencial)**



Nota: el cálculo solo considera el efecto del gasto corriente y el gasto de capital.

Por su parte, el grafico N° A4.3 muestra las distintas composiciones en el ajuste de gasto de capital y gasto corriente para evaluar el impacto del estímulo fiscal utilizados en la tabla N° 9.

**Gráfico N° A4.3: Escenario contrafactual (porcentaje del PBI potencial)**



NOTA: 50GK-50GC: el ajuste de gasto en el escenario contrafactual se realiza proporcionalmente entre gasto corriente y gasto de capital. 100GC: el ajuste se realiza en gasto corriente. 100GK: el ajuste se realiza en gasto de capital. 70GC-30GK: el ajuste se realiza 70 % en gasto corriente y 30 % en gasto de capital.

## Referencia

Schinasi, G., & Lutz, M. (1991). Fiscal Impulse. IMF Working Papers(91/91).

## Anexo 5: Sostenibilidad fiscal y dinámica de la deuda pública

En este anexo se presentan las ecuaciones utilizadas en la sección III para proyectar el ratio de deuda pública como porcentaje del PBI y se define el concepto de sostenibilidad fiscal utilizado en este documento.

De acuerdo con Jiménez (2008), la ecuación que define la dinámica de la deuda pública, para una economía pequeña y abierta como la peruana, es:

$$D_t = \left( \frac{1+r_t}{1+g_t} \right) D_{t-1} + d_{t-1}^* \frac{[(1+r_t^*)(1+e_t)-(1+r_t)]}{1+g_t} - rp_t \quad (2)$$

Donde  $D_t$  es el ratio de deuda pública total como porcentaje del PBI,  $d_t^*$  es el ratio de deuda pública externa como porcentaje del PBI y  $rp_t$  es el resultado primario del SPNF como porcentaje del PBI. Además,  $r_t$  y  $r_t^*$  son las tasas de interés real doméstica e internacional, respectivamente;  $e_t$  es la tasa de depreciación del tipo de cambio nominal y  $g_t$  es la tasa de crecimiento del PBI real. Las tasas de interés real se definen siguiendo la ecuación de Fisher:

$$1 + r_t = \frac{1+i_t}{1+\pi_t} \quad (3)$$

$$1 + r_t^* = \frac{1+i_t^*}{1+\pi_t} \quad (4)$$

Donde  $i_t$  e  $i_t^*$  son las tasas de interés nominal en moneda nacional y extranjera, respectivamente. Las ecuaciones 2, 3 y 4 se utilizaron para simular los escenarios de estrés moderado y severo mostrados en el grafico N° 11 y en el gráfico N° 12-A.

La ecuación 2 puede modificarse para definir la variación de la deuda pública:

$$D_t - D_{t-1} = \left( \frac{r_t - g_t}{1+g_t} \right) D_{t-1} + d_{t-1}^* \frac{[(1+r_t^*)(1+e_t)-(1+r_t)]}{1+g_t} - rp_t \quad (5)$$

Para obtener el resultado primario estabilizador de la deuda pública en el mediano plazo, asumimos que la variación de la deuda es cero, por lo que  $D_{t-1} = D_t = D$ . Las demás variables también se mantienen constantes. Trabajando en la ecuación 5, se llega a la siguiente expresión:

$$rp = \left( \frac{r-g}{1+g} \right) D + d^* \frac{[(1+r^*)(1+e)-(1+r)]}{1+g} \quad (6)$$

Que es el mínimo resultado primario necesario para absorber la carga financiera sin riesgo de refinanciamiento y evitando un comportamiento explosivo del ratio de deuda pública total. La ecuación 6 se utilizó para calcular los diversos escenarios mostrados en el gráfico N° 12-B.

En cuanto a la definición de sostenibilidad fiscal, es importante señalar que no existe un consenso académico sobre el tema. En este documento se sigue la propuesta del FMI (2013), donde se considera que la posición fiscal es sostenible cuando el resultado primario necesario para estabilizar la deuda, bajo escenarios base y de estrés, es económica y políticamente factible, de tal forma que el nivel de deuda es consistente con un riesgo bajo y aceptable de refinanciamiento y con un crecimiento potencial satisfactorio.

Para cumplir con esta definición, Eichengreen y otros (2018) mencionan que el ratio de deuda pública debe: (i) ser estabilizado, es decir no debe crecer indefinidamente, y (ii) el nivel en el que se estabiliza debe ser tal que el servicio de la deuda pueda cumplirse sin generar problemas económicos o políticos y sin riesgo de ser excluido de los mercados financieros.

Si bien la definición propuesta por el FMI no logra ser concreta en algunos puntos, tiene la virtud de ser intuitiva y calzar con otras definiciones, como la de Blanchard y otros (1990)<sup>90</sup>. En ese sentido, la definición de sostenibilidad fiscal utilizada en este documento considera una senda no creciente (o no explosiva) del ratio de deuda pública como porcentaje del PBI.

### Referencias

- Blanchard, O., Chouraqui, J.-C., Hagemann, R., & Sartor, N. (1990). The Sustainability of Fiscal Policy: New Answers to an Old Question. *OECD Economic Studies*(15), 7-36.
- Eichengreen, B., Avgouleas, E., Poiares Maduro, M., Panizza, U., Portes, R., Weder di Mauro, B., Zettelmeyer, J. (2018). Independent Report on the Greek Official Debt. *CEPR Policy Insight*(92).
- Fondo Monetario Internacional. (2013). Staff Guidance Note for Public Debt Sustainability Analysis in Market-Access Countries. *IMF Policy Papers*.
- Jiménez, F. (2008). Reglas y sostenibilidad de la política fiscal, lecciones de la experiencia peruana. Fondo Editorial de la Pontificia Universidad Católica del Perú.

---

<sup>90</sup> De acuerdo a estos autores, la sostenibilidad fiscal se define si, ante la aplicación de una política (ya sea de ingresos o gastos), el ratio de deuda pública converge hacia su nivel inicial o hacia un nivel mayor pero estable.

