

UNIVERSIDAD NACIONAL DE INGENIERÍA

Facultad de Ingeniería Económica, Estadística y Ciencias Sociales

Escuela Profesional de Ingeniería Económica



Trabajo de Suficiencia Profesional


“Suspensión de las reglas fiscales para 2020 y 2021: Elemento esencial de la respuesta de política fiscal de Perú frente a la COVID-19”

Para obtener el título profesional de

Ingeniero Economista


Elaborado por:

IAN CARRASCO TUFINO

 [0009-0009-3309-6938](https://orcid.org/0009-0009-3309-6938)

Asesor:

Dr. RAYMUNDO ILDEFONZO ARNAO RONDAN

 [0000-0003-2420-430X](https://orcid.org/0000-0003-2420-430X)

LIMA – PERÚ

2023

Dedicatoria

A mis abuelos Alejandro y Olga, por brindarme enseñanzas y consejos que me sirven para toda la vida.

A Tatiana, Leonid, Ary, Boris, Andrei, Nguyen, Kim y mi madre Tania, por siempre protegerme, guiarme y enseñarme lo relevante que es la resiliencia para vencer cualquier obstáculo.

Por último, este documento está dedicado a todos los servidores públicos comprometidos con el país que, en un contexto muy complejo, dieron sus aportes para mitigar los efectos negativos de la pandemia. Asimismo, está dedicado a la memoria de todas las personas que perdieron la vida luchando frente a la COVID-19, hecho que nos recuerda la importancia de realizar políticas públicas efectivas para estar mejor preparados ante futuros eventos adversos.

Agradecimiento

Agradezco a mis profesores y compañeros de la Facultad de Ingeniería Económica, Estadística y Ciencias Sociales de la Universidad Nacional de Ingeniería, por brindarme toda la base académica que me ha permitido destacar satisfactoriamente en el ámbito profesional.

Asimismo, expreso mis agradecimientos a mis compañeros del Ministerio de Economía y Finanzas por el continuo perfeccionamiento de mis conocimientos sobre política fiscal, por el excelente trabajo en equipo y por la firme convicción de servir al país mediante el diseño de políticas públicas adecuadas para un mayor bienestar de los ciudadanos. En específico, a mis mentores Wilder Ramírez, Luigi Butrón y Roy Huarca.

Además, expreso mi especial agradecimiento al profesor Raymundo Arnao Rondán, por sus enseñanzas; así como por su paciencia y significativo apoyo durante todo el proceso de la elaboración de este documento. Asimismo, agradezco al profesor Alfonso Landeo De La Torre por sus valiosos aportes como revisor de este documento.

Resumen

La COVID-19 afectó a la economía peruana a través de diferentes canales: menores precios de materias primas, alta volatilidad de los mercados financieros internacionales, menor dinamismo de algunas actividades claves en la economía local, entre otros. En este contexto, las perspectivas de los ingresos fiscales eran hacia la baja (debido a la menor actividad económica) y la del gasto público eran al alza (debido al Plan Económico frente a la COVID-19 que implementaba el Estado). En ese sentido, existían presiones a un mayor déficit fiscal y una mayor deuda pública, por lo que se tuvo la necesidad de ampliar los límites de las reglas fiscales dada la magnitud del choque asociado a la pandemia.

Así, el Ministerio de Economía y Finanzas realizó diversos análisis de sostenibilidad fiscal para determinar hasta qué magnitud ampliar los límites de las reglas fiscales. Dichos análisis fueron basados principalmente en escenarios y proyecciones de la deuda pública. Se concluyó que la política óptima era establecer una suspensión temporal y excepcional de las reglas fiscales para 2020 y 2021. Esta decisión se fundamentó en dos aspectos: (i) las fortalezas fiscales del país y la confianza de los mercados financieros en ellas, y (ii) el alto grado de incertidumbre acerca de los efectos de la COVID-19 sobre el país, lo cual potencialmente podía requerir un mayor impulso fiscal para mitigar los efectos adversos de la pandemia sobre la actividad económica del país y sobre el bienestar de los ciudadanos.

Palabras Clave: Política fiscal, reglas fiscales, sostenibilidad fiscal, deuda pública, déficit fiscal, COVID-19.

Abstract

COVID-19 affected the Peruvian economy through different channels: lower prices of commodities, high volatility in international financial markets, less dynamism in some key activities in the local economy, among others. In this context, the outlook for fiscal revenue was downward (due to lower economic activity) and for the public expenditure was upward (due to the Economic Plan against COVID-19 implemented by the government). In this sense, it was necessary an expansion of the fiscal rules limits due to pressures for a higher fiscal deficit and a higher public debt, given the magnitude of the shock associated with the pandemic.

Thus, the Ministry of Economy and Finance carried out many analyzes of fiscal sustainability to determine new limits for the fiscal rules. These analyses were based mainly on public debt scenarios and forecasts. It was concluded that the optimal policy was to establish a temporary and exceptional suspension of the fiscal rules for 2020 and 2021. This decision was based on two aspects: (i) the fiscal strengths of the country and the trust of the financial markets in them, and (ii) the high degree of uncertainty about the effects of COVID-19 on the country, which could require a greater fiscal impulse to mitigate the adverse effects of the pandemic on the country's economic activity and on the well-being of citizens.

Keywords: Fiscal policy, fiscal rules, fiscal sustainability, public debt, fiscal deficit, COVID-19.

Prólogo

El presente documento resume el análisis que realicé en el Ministerio de Economía y Finanzas acerca de la necesidad de flexibilizar las reglas fiscales para mitigar los efectos negativos de la COVID-19 sobre el dinamismo de la actividad económica del país y sobre el bienestar de los ciudadanos. Además, este documento contiene definiciones relevantes asociadas a la política fiscal y sostenibilidad fiscal, las cuales fueron plasmadas en diversos Marcos Macroeconómicos Multianuales publicados por el Ministerio. Cabe destacar que los contenidos de dichos Marcos Macroeconómicos Multianuales referidos a sostenibilidad fiscal y riesgos fiscales están bajo mi responsabilidad desde el año 2017 hasta la fecha de elaboración del presente documento. Por ello, muchos de los conceptos establecidos en el segundo capítulo del presente documento fueron extraídos de dichos Marcos Macroeconómicos Multianuales.

La COVID-19 fue un evento negativo de muy baja probabilidad de ocurrencia, pero con un elevadísimo impacto económico y sanitario a nivel mundial. Ello conllevó a medidas extraordinarias de aislamiento social, como las cuarentenas, para tratar de controlar la velocidad de su propagación y a la vez disponer de mayor tiempo para fortalecer los servicios de salud. Asimismo, ello conllevó a la necesidad de medidas extraordinarias y de gran magnitud en el ámbito de la política macroeconómica (fiscal y monetaria) a nivel mundial. No obstante, la elevadísima incertidumbre acerca de cómo y cuánto tiempo sería necesario para controlar la pandemia implicaba un reto inédito para el apropiado diseño de las acciones de política fiscal frente a la COVID-19.

En ese sentido, era necesario realizar diversos escenarios para dimensionar los impactos que iba a tener la COVID-19 sobre las finanzas públicas del país, tanto por el efecto negativo que la pandemia tendría en la actividad económica (con efectos directos sobre los ingresos fiscales), así como por la necesidad de desplegar medidas tributarias y de gasto público para mitigar los impactos del coronavirus.

Los análisis realizados consideraron la favorable situación fiscal con la cual Perú contaba previo a la COVID-19, pues se ubicó como uno de los países con mayor fortaleza fiscal entre economías emergentes al cierre del año 2019, producto de una larga y continua gestión fiscal

prudente. Asimismo, consideraron las perspectivas iniciales que se tuvo sobre los probables impactos de la pandemia en la economía mundial, así como la necesidad de un manejo fiscal prudente que brinde la flexibilidad necesaria ante la pandemia, pero sin perder la sostenibilidad fiscal.

Es relevante destacar que, desde hace más de dos décadas, la estabilidad macroeconómica es uno de los principales pilares que sostienen al país; basado en una inflación baja y estable, y en niveles bajos y sostenibles de deuda pública. En contraste, aún existe un amplio margen para mejorar en otros ámbitos como institucionalidad, capacidad de innovación, infraestructura de calidad, elevar los niveles de capital humano, entre otros. Así, la estabilidad macroeconómica es la base y condición necesaria sobre la cual el país debe fortalecer los otros ámbitos mencionados para lograr un crecimiento y desarrollo económico sostenido. Perder esa base implicaría comprometer el bienestar no solo de los actuales ciudadanos, sino también de futuras generaciones.

Además, es relevante destacar que los análisis presentados en el presente trabajo fueron materia de una amplia discusión y consenso en el Ministerio de Economía y Finanzas, en un contexto en el que se requerían tomar medidas responsables y con prontitud ante la emergencia sanitaria. Así, como en el caso de muchos servidores públicos comprometidos con brindar soluciones efectivas frente a la pandemia, fueron intensos días y semanas continuas en los que trabajé realizando estos análisis. Ello bajo la supervisión de Roy Huarca (Director de Política Fiscal) y Alex Contreras (Director General de Política Macroeconómica y Descentralización Fiscal), y comentarios de Jesús Rodríguez (Especialista de Política Fiscal).

Así, las decisiones tomadas por el Ministerio de Economía y Finanzas respecto del contenido de este informe fueron consistentes con una amplia respuesta fiscal frente a la pandemia, pero manteniendo la sostenibilidad de las finanzas públicas y, por ende, la estabilidad macroeconómica del país.

Índice

INTRODUCCIÓN.....	1
CAPÍTULO I: Planteamiento del Problema.....	3
1.1. Situación fiscal de Perú y de países emergentes previo a la COVID-19	3
1.2. Efectos de la COVID-19 sobre la economía y la sostenibilidad fiscal	7
CAPÍTULO II: MARCO DE REFERENCIA Y NORMATIVO.....	14
2.1. Roles de la política fiscal en la economía.....	14
2.2. Sostenibilidad fiscal	21
2.3. Sesgos de la política fiscal	29
2.4. Reglas fiscales.....	33
2.5. Indicadores financieros relacionados a la sostenibilidad fiscal	38
2.6. Riesgos fiscales	44
2.7. Métodos de estimación de la sostenibilidad fiscal	54
2.8. Marco legal de las reglas fiscales en Perú	60
CAPÍTULO III: METODOLOGÍA.....	67
3.1. Proyección determinística de la deuda pública y desagregación de la dinámica de la deuda pública en función a sus determinantes macroeconómicos y fiscales	67
3.2. Proyección estocástica de la deuda pública	70
3.3. Proyección determinística de los activos financieros y desagregación de la dinámica de los activos financieros en función a sus determinantes macroeconómicos y fiscales	70
CAPÍTULO IV: ANÁLISIS Y RESULTADOS	72
4.1. Evolución histórica del resultado económico del SPNF de Perú. Comparativo con otros países y grupos de países relevantes	72
4.2. Evolución histórica del stock de deuda pública del SPNF de Perú, y desagregación de su dinámica según sus determinantes macroeconómicos y fiscales. Comparativo con otros países y grupos de países relevantes	78

4.3.	Evolución histórica de los activos financieros del SPNF de Perú, y desagregación de su dinámica según sus determinantes macroeconómicos y fiscales. Comparativo con otros países y grupos de países relevantes	87
4.4.	Errores de proyecciones fiscales	92
4.5.	Cumplimiento histórico de las reglas fiscales del país	100
4.6.	Evolución de los indicadores financieros relacionados a la sostenibilidad fiscal	108
4.7.	Situación fiscal de Perú, y de otros países y grupos de países relevantes al cierre de 2019	112
4.8.	Efectos de la COVID-19 sobre la economía mundial y local durante el primer semestre de 2020.....	114
4.9.	Indicadores financieros relacionados a la sostenibilidad fiscal entre enero y abril de 2020	123
4.10.	Implementación del Plan Económico de Perú frente a la COVID-19	125
4.11.	Modificación y suspensión de reglas fiscales de otros países ante la ocurrencia de la COVID-19.....	128
4.12.	Proyecciones determinísticas y estocásticas de la deuda pública bajo distintos escenarios frente a la COVID-19	129
4.13.	Suspensión temporal y excepcional de las reglas fiscales del SPNF para 2020 y 2021: Decreto Legislativo N° 1457	138
4.14.	Situación de las cuentas fiscales de Perú y el mundo en 2020 y 2021	145
4.15.	Reglas fiscales para 2022: Decreto de Urgencia N° 079-2021.....	160
4.16.	Perspectivas de las cuentas fiscales de 2022 en adelante	164
	CONCLUSIONES.....	182
	RECOMENDACIONES	184
	REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	186
	FUENTES DE BASES DE DATOS	203
	ANEXOS.....	204

Índice de figuras

Figura 1. Resultado económico de países emergentes y de países de América Latina entre 2000 y 2019 por quinquenios (% del PBI)	4
Figura 2. Deuda pública de países emergentes y de países de América Latina entre 2000 y 2019 (% del PBI)	4
Figura 3. Perú: Resultado económico del SPNF entre 2001 y 2019 (% del PBI)	5
Figura 4. FEF y activos financieros del SPNF entre 2001 y 2019 (% del PBI)	6
Figura 5. Riesgo país de países emergentes y países de América Latina en 2019 (puntos porcentuales).....	6
Figura 6. Cantidad de contagios con COVID-19 a nivel mundial entre enero y abril de 2020 (número de personas).....	7
Figura 7. Canales de transmisión del impacto de la COVID-19 sobre la economía global.	8
Figura 8. Precio del cobre y del petróleo WTI entre enero de 2017 y abril de 2020 (cUS\$ por libra y US\$ por barril)	9
Figura 9. América Latina: tipo de cambio respecto al dólar entre enero de 2019 y abril de 2020 (2009=100)	9
Figura 10. Tasa de interés de los principales bancos centrales (%)	10
Figura 11. Paquetes de estímulo económico a nivel mundial (% del PBI)	11
Figura 12. Proyección del crecimiento real del PBI de Perú para 2020 (%).....	12
Figura 13. Esquema de la influencia de la política fiscal en la actividad económica	14
Figura 14. Interacción entre los principales agregados fiscales	17
Figura 15. Sostenibilidad fiscal y roles de la política fiscal	21
Figura 16. Determinantes macrofiscales de la deuda pública	22
Figura 17. Trayectorias sostenible e insostenible de la deuda pública (% del PBI).....	23
Figura 18. Deuda pública y activos financieros: elementos de la sostenibilidad fiscal	24
Figura 19. Beneficios de la sostenibilidad fiscal	25
Figura 20. Pérdida de eficiencia en el gasto en inversión pública (desviación porcentual de la eficiencia plena).....	27
Figura 21. Sostenibilidad fiscal y crecimiento económico sostenido.....	29
Figura 22. Sesgos de la política fiscal y su impacto en las cuentas fiscales.....	31
Figura 23. Ciclo negativo de altos niveles de deuda pública.	32
Figura 24. Efectos negativos del default de deuda pública sobre la actividad económica.	33
Figura 25. Países que utilizan reglas fiscales entre 1985 y 2021 (número de países).....	37

Figura 26. Tipos de reglas fiscales utilizadas por los países al cierre de 2021 (número de países).....	38
Figura 27. Principales factores que explican la tasa de rendimiento de un bono.....	39
Figura 28. Deudas públicas y riesgo país de economías emergentes en 2020 (% del PBI y puntos básicos)	40
Figura 29. Deudas públicas y calificación crediticia de países emergentes en 2021 según S&P (% del PBI y calificación crediticia).....	44
Figura 30. Clasificación de Riesgos Fiscales	44
Figura 31. Clasificación de los pasivos contingentes.....	46
Figura 32. Resultado económico del gobierno general promedio de economías emergentes – datos observados y proyectados para el periodo 2015-2020 (% del PBI).....	48
Figura 33. Deuda pública del gobierno general promedio de economías emergentes – datos observados y proyectados para el periodo 2015-2020 (% del PBI).	48
Figura 34. Stock de bonos soberanos de economías emergentes emitidos en mercados internacionales desde 1990 hasta 2021 (Miles de millones de US\$).	49
Figura 35. Costos fiscales y probabilidades de materialización de riesgos fiscales (% del PBI y %).	52
Figura 36. Materializaciones de pasivos contingentes (Número de veces).....	52
Figura 37. Crecimiento del PBI, términos de intercambio y resultado económico del gobierno general de economías emergentes entre 2000 y 2020 (Variación % y % del PBI).	54
Figura 38. Interacción entre la deuda pública y sus determinantes macrofiscales.....	55
Figura 39. Reglas macrofiscales determinadas en el Decreto Legislativo N° 1276.....	62
Figura 40. Vinculación entre proyecciones macroeconómicas y fiscales.....	64
Figura 41. Cobertura institucional de las reglas fiscales	64
Figura 42. Proceso de fortalecimiento del Marco Macrofiscal del país.....	65
Figura 43. Perú: Resultado primario y resultado económico del SPNF entre 1970 y 2015 (% del PBI).....	73
Figura 44. Crecimiento real del PBI del mundo, China y Perú entre 2000 y 2019 (%).....	75
Figura 45. Precio del cobre y petróleo WTI entre 2000 y 2019 (cUS\$ por libra y US\$ por barril)	75
Figura 46. Ingresos y Gasto no Financiero del Gobierno General de Perú entre 2000 y 2019 (% del PBI).....	76

Figura 47. Perú: Resultado primario del SPNF, resultado económico del SPNF y crecimiento real del PBI entre 2000 y 2019 (% del PBI y %)	77
Figura 48. Resultado económico del GG de países emergentes y de América Latina entre 2000 y 2019 (% del PBI)	78
Figura 49. Perú: Deuda pública y pago de intereses entre 1980 y 2019 (% del PBI)	79
Figura 50. Deuda pública del SPNF de Perú entre 1999 y 2019 (% del PBI)	79
Figura 51. Desagregación de la variación de la deuda pública del SPNF de Perú entre 2000 y 2019 (% del PBI)	80
Figura 52. Desagregación de la variación de la deuda pública del SPNF de Perú entre 2000 y 2019 considerando la dinámica automática de la deuda (% del PBI)	81
Figura 53. Deuda pública del GG de países emergentes y de América Latina entre 2000 y 2019 (% del PBI)	83
Figura 54. Perfil de la deuda pública de Perú entre 1999 y 2019 (% de la deuda pública y años)	84
Figura 55. Impacto de un incremento de 10% en el tipo de cambio sobre la deuda pública de 2019 (% del PBI)	84
Figura 56. OADs realizadas entre 2005 y 2020 (Millones de USD)	86
Figura 57. Deuda pública en moneda extranjera de Chile, Colombia, México y Perú entre 2002 y 2019 (% de la deuda pública)	87
Figura 58. Perú: Activos financieros del SPNF y FEF (% del PBI)	88
Figura 59. Desagregación de la variación de los activos financieros del SPNF de Perú entre 2000 y 2019 (% del PBI)	89
Figura 60. Activos financieros del SPNF a junio de 2019 (% del PBI)	91
Figura 61. Perú: Deuda bruta, deuda neta y activos financieros del SPNF entre 1999 y 2019 (% del PBI)	92
Figura 62. Perú: Proyecciones y datos observados del resultado económico del SPNF entre 2004 y 2019 (% del PBI)	94
Figura 63. Perú: Desviaciones del resultado económico respecto de la proyección a un año entre 2004 y 2019 (puntos porcentuales del PBI)	95
Figura 64. Desviaciones del resultado económico respecto de la proyección a un año para países emergentes, países de América Latina y Perú entre 2011 y 2019 (puntos porcentuales del PBI)	96
Figura 65. Perú: Proyecciones y datos observados de la deuda pública del SPNF entre 2004 y 2019 (% del PBI)	97

Figura 66. Perú: Desviaciones de la deuda pública respecto de la proyección a un año entre 2004 y 2019 (puntos porcentuales del PBI).....	98
Figura 67. Desviaciones de la deuda pública respecto de la proyección a un año para países emergentes, países de América Latina y Perú entre 2011 y 2019 (puntos porcentuales del PBI).....	99
Figura 68. Proyecciones multianuales y datos observados de la deuda pública de Perú entre 2004 y 2019 (% del PBI)	100
Figura 69. Cumplimiento de las reglas fiscales de Perú entre 2000 y 2019 (número de años y % del total de años)	105
Figura 70. Déficit fiscal ejecutado y regla de déficit fiscal entre 2000 y 2019 (% del PBI)	107
Figura 71. Modificaciones de reglas fiscales en el mundo entre 2000 y 2019 (número de modificaciones)	108
Figura 72. Riesgo país de países emergentes, países de América Latina y Perú entre 1999 y 2019 (puntos básicos).....	109
Figura 73. Tasa de interés de mercado de bono soberanos a 10 años en USD de países de América Latina entre 2010 y 2019 (%)	109
Figura 74. Perú: Calificaciones crediticias históricas.....	110
Figura 75. EMBIG y revisiones negativas de panoramas crediticios de países de América Latina (puntos básicos).....	111
Figura 76. Calificaciones y perspectivas crediticias de países de América Latina.	111
Figura 77. Deuda pública de Perú, países emergentes y países de América Latina al cierre de 2019 (% del PBI)	113
Figura 78. Déficit fiscal de Perú, países emergentes y países de América Latina al cierre promedio 2010-2019 (% del PBI)	113
Figura 79. Riesgo país de Perú, países emergentes y países de América Latina en 2019 (puntos básicos).....	113
Figura 80. Canales de transmisión de los impactos de la COVID-19 sobre la economía global	115
Figura 81. Cantidad de contagios con COVID-19 a nivel mundial (número de personas)	115
Figura 82. Proyecciones del crecimiento real del PBI mundial para 2020 (%)	116
Figura 83. Principales mercados bursátiles de países afectados por la COVID-19 (Variación porcentual desde 01 de enero de 2020)	117

Figura 84. Precio del cobre y petróleo WTI entre enero de 2017 y abril de 2020 (cUS\$ por libra y US\$ por barril)	117
Figura 85. América Latina: tipo de cambio respecto al dólar entre enero de 2019 y abril de 2020 (2009=100)	118
Figura 86. Tasa de interés de los principales bancos centrales (%)	119
Figura 87. Paquetes de estímulo económico a nivel mundial (% del PBI)	119
Figura 88. Índice de respuesta gubernamental frente a la COVID-19 en 2020 (100=más estricto)	120
Figura 89. Perú: Choques de oferta y demanda debido a la COVID-19	121
Figura 90. Expectativas de la economía a 12 meses entre marzo de 2018 y marzo de 2020 (puntos).....	121
Figura 91. BCRP: expectativas de analistas económicos sobre el crecimiento real del PBI de Perú para el año 2020 (%).....	122
Figura 92. Proyección del crecimiento real del PBI de Perú para 2020 (%).....	122
Figura 93. Riesgo país de economías emergentes y países de América Latina entre enero de 2020 y abril de 2020 (puntos básicos)	123
Figura 94. Situación de las calificaciones y perspectivas crediticias soberanas en moneda extranjera a agosto de 2020 ¹	124
Figura 95. Tenencia de bonos soberanos en moneda local en manos de no residentes para países de América Latina entre enero de 2020 y julio de 2020 (enero de 2020 = 100)	125
Figura 96. Medidas de política fiscal en el mundo frente a la COVID-19.....	126
Figura 97. Regla de deuda pública vigente al cierre de 2019 (% del PBI).....	130
Figura 98. Regla de déficit fiscal vigente al cierre de 2019 (% del PBI).....	130
Figura 99. Perú: Proyecciones de deuda pública del SPNF para 2020 (% del PBI)	132
Figura 100. Proyecciones de Goldman Sachs de resultados primarios y deudas públicas para 2020 de países de América Latina (% del PBI).....	132
Figura 101. Perú: Proyecciones del déficit fiscal del SPNF para 2020-2030 (% del PBI)	133
Figura 102. Perú: Proyecciones de la deuda pública del SPNF para 2020-2030 (% del PBI)	133
Figura 103. Escenario 1: Proyecciones determinísticas de la deuda pública del SPNF ante choques en sus determinantes macrofiscales para el periodo 2020-2030 (% del PBI)	134
Figura 104. Escenario 2: Proyecciones determinísticas de la deuda pública del SPNF ante choques en sus determinantes macrofiscales para el periodo 2020-2030 (% del PBI)	135

Figura 105. Escenario 3: Proyecciones determinísticas de la deuda pública del SPNF ante choques en sus determinantes macrofiscales para el periodo 2020-2030 (% del PBI)	135
Figura 106. Escenario 4: Proyecciones determinísticas de la deuda pública del SPNF ante choques en sus determinantes macrofiscales para el periodo 2020-2030 (% del PBI)	135
Figura 107. Escenario 1: Proyección estocástica de la deuda pública del SPNF para el periodo 2020-2029 (% del PBI).....	136
Figura 108. Escenario 2: Proyección estocástica de la deuda pública del SPNF para el periodo 2020-2029 (% del PBI).....	136
Figura 109. Escenario 3: Proyección estocástica de la deuda pública del SPNF para el periodo 2020-2029 (% del PBI).....	137
Figura 110. Escenario 4: Proyección estocástica de la deuda pública del SPNF para el periodo 2020-2029 (% del PBI).....	137
Figura 111. Proyecciones de deuda pública del SPNF para 2020 de países emergentes y países de América Latina (% del PBI)	138
Figura 112. Esquema general de los factores que determinaron la decisión para la suspensión temporal y excepcional de las reglas fiscales para 2020 y 2021.....	142
Figura 113. Medidas de transparencia para la gestión de las cuentas fiscales ante la suspensión temporal y excepcional de las reglas fiscales para 2020 y 2021.....	143
Figura 114. Población con al menos una dosis de vacuna en varios países (% de la población).....	145
Figura 115. Mundo: Tasas de interés de política monetaria de los principales bancos centrales (%).....	146
Figura 116. Mundo: Hojas de balance de los principales bancos centrales (% del PBI) .	146
Figura 117. Flexibilización de reglas fiscales a nivel mundial (cantidad de países).....	147
Figura 118. Medidas de política fiscal en el mundo frente a la COVID-19 entre 2020 y 2021 (% del PBI).....	147
Figura 119. Crecimiento real del PBI a nivel mundial entre 2019 y 2021 (%).....	149
Figura 120. Precio del cobre entre enero de 2016 y diciembre de 2021 (cUS\$ por libra)	149
Figura 121. Déficit fiscal a nivel mundial entre 2019 y 2021 (% del PBI).....	150
Figura 122. Deuda pública de economías avanzadas y economías emergentes entre 1880 y 2021 (% del PBI).....	150
Figura 123. Deuda pública a nivel mundial entre 2019 y 2021 (% del PBI)	151
Figura 124. América Latina y el Caribe: nivel del PIB de 2021 y 2022 en comparación con 2019 (2009=100)	152

Figura 125. Deuda pública 2019 y planes de respuestas de política fiscal frente a la COVID-19 (% del PBI)	153
Figura 126. Déficit fiscal 2020 y 2021: observado vs. proyectado (% del PBI).....	154
Figura 127. Deuda pública 2020 y 2021: observado vs. proyectado (% del PBI)	154
Figura 128. Variación de la deuda pública del SPNF por componentes macrofiscales entre 2019 y 2021 (% del PBI)	156
Figura 129. Variación de los activos financieros del SPNF por componentes macrofiscales entre 2019 y 2021 (% del PBI)	157
Figura 130. América Latina y el Caribe: crecimiento económico y variación del déficit fiscal, 2021 (Variación % real y puntos porcentuales del PBI).....	157
Figura 131. Reducción del déficit fiscal en el mundo entre 2020 y 2021 (% del PBI)....	158
Figura 132. Deuda pública bruta y neta de países emergentes y países de América Latina en 2021 (% del PBI)	158
Figura 133. Riesgo país de países emergentes y de países de América Latina entre enero de 2019 y febrero de 2022 (puntos porcentuales)	159
Figura 134. Proyección estocástica de la deuda pública del SPNF realizada en el MMM de agosto de 2019 (% del PBI).....	160
Figura 135. Desviación del crecimiento del PBI en el mundo respecto a las proyecciones antes de la pandemia (puntos porcentuales)	166
Figura 136. Pobreza extrema a nivel mundial entre 2015 y 2021 (millones de personas)	167
Figura 137. Pérdidas de aprendizaje escolar en economías avanzadas y economías emergentes durante 2020 (% del año escolar).....	169
Figura 138. Países emergentes: Deuda pública y pilares de competitividad según el WEF en 2019 (% del PBI y ranking dentro del total de 141 países)	170
Figura 139. Déficit fiscal en el mundo entre 2019 y 2026 (% del PBI).....	171
Figura 140. Deuda pública de países emergentes y países de América latina entre 2019 y 2026 (% del PBI)	172
Figura 141. América Latina y el Caribe: Presión tributaria en 2018 ¹ (% del PBI)	174
Figura 142. Ranking de incumplimiento del IGV e IR de 3ra categoría (% de la recaudación potencial)	175
Figura 143. América Latina y OCDE: relación entre ingresos y gasto no financiero del gobierno general en 2019 (% del PBI)	176
Figura 144. Impactos sobre PBI y deuda pública de gestiones de la inversión pública con alta y baja eficiencia (Índice 100 = gestión de la inversión pública con baja eficiencia) .	177

Figura 145. Efecto sobre la deuda pública de un choque de inversión pública con “buena” y “mala” gestión (% del PBI)	178
Figura 146. Ineficiencias del gasto público de países de la Alianza del Pacífico (% del PBI)	179
Figura 147. Emisiones de bonos soberanos en moneda extranjera en 2020 y 2021 ¹	180
Figura 148. Deuda pública en moneda extranjera 2021 (% de la deuda pública)	181
Figura 149. Retos de la política fiscal post COVID-19 y riesgos	184
Figura 150. Perú: Plan Económico frente a la COVID-19 por magnitudes de sus instrumentos (% del PBI)	240
Figura 151. Perú: Plan Económico frente a la COVID-19 por ejes	241
Figura 152. Perú: Componentes principales del Plan Económico frente a la COVID-19	242
Figura 153. Principales medidas del Plan Económico frente a la COVID-19 y sus canales de transmisión en el PBI.....	243

Índice de tablas

Tabla 1. Principales propiedades de los diferentes tipos de reglas fiscales.....	36
Tabla 2. América Latina: año de implementación de primeras reglas fiscales.	37
Tabla 3. Escalas de calificación crediticia de deuda soberana	42
Tabla 4. Factores considerados para la asignación de calificaciones crediticias.....	43
Tabla 5. Desagregación de la variación deuda pública del SPNF de Perú por periodos entre 1999 y 2019 (% del PBI)	82
Tabla 6. Medidas para optimizar la gestión de la deuda pública.....	85
Tabla 7. Desagregación de la variación de los activos financieros del SPNF de Perú por periodos entre 1999 y 2019 (% del PBI)	89
Tabla 8. Normas de rango ley respecto de las reglas fiscales de Perú entre 2000 y 2019	101
Tabla 9. Cumplimiento de reglas fiscales de Perú entre 2000 y 2019.....	106
Tabla 10. Probabilidades de que la deuda pública supere determinados umbrales en el horizonte 2020-2029 (%).....	137
Tabla 11. Cuentas fiscales del SPNF de Perú en 2020 y 2021 (Millones de S/, variación % real y % del PBI)	155
Tabla 12. Prefinanciamientos realizados entre 2009 y 2021 (Millones de S/, millones de USD y millones de EUR)	204
Tabla 13. OADs realizadas entre 2005 y 2007 (Millones de USD)	228
Tabla 14. OADs realizadas entre 2008 y 2010 (Millones de USD)	229
Tabla 15. OADs realizadas entre 2011 y 2015 (Millones de USD)	230
Tabla 16. OADs realizadas entre 2016 y 2018 (Millones de USD)	231
Tabla 17. OADs realizadas entre 2019 y 2020 (Millones de USD)	232
Tabla 18. Fondo de Estabilización Fiscal (Millones de USD)	233
Tabla 19. Países que suspendieron sus reglas fiscales entre 2020 y 2021.....	244
Tabla 20. Multiplicadores fiscales para Perú.....	245

Índice de anexos

Anexo 1. Prefinanciamientos	204
Anexo 2. Determinación de ecuaciones para las proyecciones determinísticas de la deuda pública	205
Anexo 3. Determinación de ecuaciones para la desagregación de la variación de la deuda pública	215
Anexo 4. Determinación de ecuaciones para la proyección estocástica de la deuda pública	216
Anexo 5. Determinación de ecuaciones para las proyecciones de los activos financieros (ahorros fiscales).....	221
Anexo 6. Determinación de ecuaciones para la desagregación de la variación de los activos financieros	226
Anexo 7. Operaciones de Administración de Deuda realizadas desde 2005 hasta 2020 ..	228
Anexo 8. Flujos anuales del FEF desde 2001 hasta 2022	233
Anexo 9. Metodología para el cálculo de errores de proyección del resultado económico y de la deuda pública	234
Anexo 10. Plan económico frente a la COVID-19.....	239
Anexo 11. Países que suspendieron sus reglas fiscales frente a la COVID-19 entre los años 2020 y 2021	244
Anexo 12. Multiplicadores fiscales estimados para Perú.....	245

Siglas y abreviaturas

AFP	Administrador de Fondo de Pensiones
BCE	Banco Central Europeo
BCRP	Banco Central de Reserva del Perú
BID	Banco Interamericano de Desarrollo
BIS	<i>Bank for International Settlements</i>
CDS	<i>Credit Default Swap</i>
CTS	Compensación por Tiempo de Servicio
CUT	Cuenta Única del Tesoro
Egiap	Estrategia de Gestión Integral de Activos y Pasivos
EMBI+	<i>Emerging Markets Bonds Index +</i>
EMBIG	<i>Emerging Markets Bonds Index Global</i>
FEN	Fenómeno El Niño
FED	<i>Federal Reserve of the United States</i>
FEF	Fondo de Estabilización Fiscal
FMI	Fondo Monetario Internacional
GC	Gobierno Central
GG	Gobierno General
GN	Gobierno Nacional
ICG	Índice de Competitividad Global
IGV	Impuesto General a las Ventas
IPC	Índice de Precios al Consumidor
IR	Impuesto a la Renta
MEF	Ministerio de Economía y Finanzas del Perú
MMM	Marco Macroeconómico Multianual
MSCI	<i>Morgan Stanley Capital International</i>
OAD	Operación de Administración de Deuda
OCDE	Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos
OMS	Organización Mundial de la Salud
OPEP	Organización de Países Exportadores de Petróleo
p.p.	Puntos porcentuales
PBI	Producto Bruto Interno

SPIJ	Sistema Peruano de Información Jurídica
S&P	Standard & Poor's
SPC	Sector Público Consolidado
SPNF	Sector Público No Financiero
Sunat	Superintendencia Nacional de Aduanas y de Administración Tributaria
USD	<i>United States Dolar</i>
WEF	<i>World Economic Forum</i>
WEO	<i>World Economic Outlook</i>

INTRODUCCIÓN

La sostenibilidad fiscal, reflejada principalmente en niveles relativamente bajos de deuda pública, es uno de los principales elementos de la estabilidad macroeconómica. De este modo, la sostenibilidad fiscal brinda resiliencia macroeconómica a un país frente a eventos adversos. Además, la sostenibilidad fiscal es una base y condición necesaria para llevar a cabo reformas que impliquen el uso de recursos públicos y que necesitan tener continuidad a través de los ciclos económicos (por ejemplo, elevar sostenidamente el capital humano, mayor infraestructura pública de calidad, entre otros).

Uno de los principales hitos de la política fiscal del país fue la promulgación del primer Marco Macrofiscal a través de la Ley N° 27245 en 1999. Dicho Marco Macrofiscal estableció, entre otros aspectos, que la política fiscal es guiada en base a reglas fiscales. Dichas reglas establecen límites a ciertos agregados fiscales como el déficit fiscal y la deuda pública, con el objetivo de asegurar permanentemente la sostenibilidad fiscal del país.

Así, el Marco Macrofiscal del país se fue perfeccionando durante los siguientes años, en función a las mejores prácticas internacionales, y al estado de la economía mundial y local. Sobre la base de dicho Marco Macrofiscal, Perú tuvo una gestión prudente de sus finanzas públicas, lo que permitió reducir sostenidamente su deuda pública desde cerca de 50% del PBI en 1999 a 26,8% del PBI en 2019. En contraste, el promedio de países emergentes y de América Latina tuvo deterioros en sus balances fiscales, concentrados principalmente a partir de 2009, lo que conllevó a incrementos continuos de sus deudas públicas. De esta manera, al cierre de 2019, Perú se consolidó como uno de los países más sólidos fiscalmente entre economías emergentes, así como la economía con el menor riesgo país en América Latina. Dicha solidez fiscal le brindaba fortalezas al país frente a choques negativos que eventualmente podrían ocurrir.

En 2020, se tuvo el inicio de la pandemia relacionada a la COVID-19, la cual desencadenó una crisis sanitaria y económica a nivel mundial. Dicha pandemia implicó, entre otros aspectos, choques de oferta, choques de demanda y una alta volatilidad en los mercados financieros, caracterizándose como un evento extraordinario de baja probabilidad de ocurrencia, pero de elevadísimo impacto.

Frente a ello, era necesario llevar a cabo medidas de gran magnitud tanto de la política monetaria como de la política fiscal a nivel mundial. En particular, la política fiscal de Perú necesitaba tener la flexibilidad necesaria para mitigar los impactos negativos de la COVID-19 sobre la actividad económica y el bienestar de los ciudadanos.

En ese sentido, se requería determinar cuáles debían ser las nuevas reglas fiscales que permitían el margen de acción fiscal necesario ante la pandemia, pero sin perder la sostenibilidad fiscal. Así, en el presente documento se muestra el análisis efectuado para determinar las nuevas reglas fiscales en el contexto de la COVID-19. Para ello, se realizaron diversos escenarios del déficit fiscal y de la deuda pública para 2020 y años siguientes, y se evaluó la sostenibilidad de la deuda pública en dichos escenarios utilizando metodologías de proyecciones determinísticas y proyecciones estocásticas. Además, se realizó un monitoreo de la percepción de los mercados financieros acerca de la solidez fiscal de Perú frente a la COVID-19.

De esta manera, el presente documento cuenta con cuatro capítulos. En el primer capítulo se realiza el planteamiento del problema y de los objetivos. En el segundo capítulo se aborda el marco de referencia y normativo, el cual contiene conceptos relevantes de la política fiscal y el marco legal de las reglas fiscales en Perú. En el tercer capítulo se muestra la metodología que se utilizó para la evaluación de la sostenibilidad de la deuda pública en el contexto de la COVID-19. En el cuarto capítulo se presentan, entre otros detalles, los análisis y resultados para determinar las nuevas reglas fiscales para 2020 y demás años ante la ocurrencia de la pandemia. Finalmente, luego de los cuatro capítulos, se presentan las conclusiones y recomendaciones. Cabe destacar que los contenidos de los Marcos Macroeconómicos Multianuales referidos a sostenibilidad fiscal y riesgos fiscales están bajo mi responsabilidad desde el año 2017 hasta la fecha de elaboración del presente documento. Por ello, muchos de los conceptos establecidos en el segundo capítulo del presente documento fueron extraídos de dichos Marcos Macroeconómicos Multianuales.

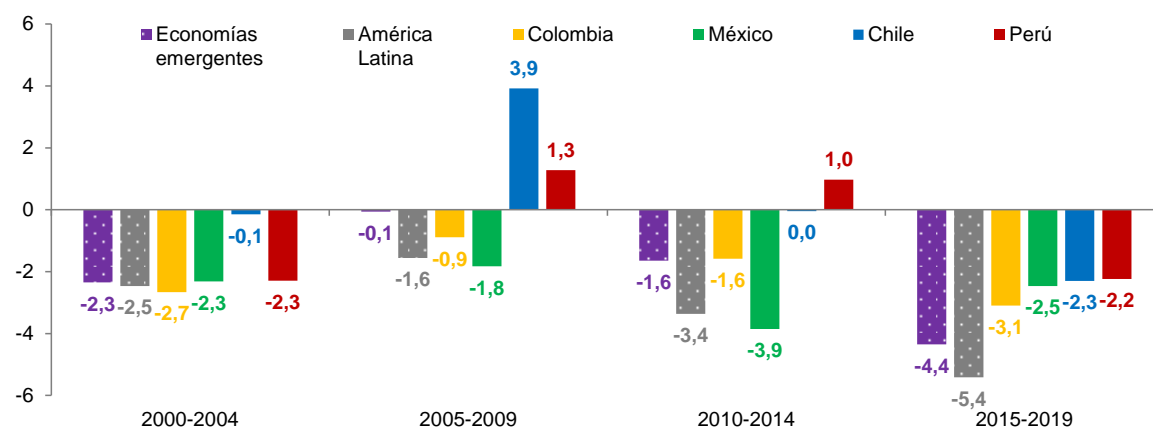
CAPÍTULO I: Planteamiento del Problema.

1.1. Situación fiscal de Perú y de países emergentes previo a la COVID-19

Tal como se muestra en las figuras 1 y 2, los países emergentes tuvieron una reducción de sus déficits fiscales y deudas públicas desde 2000 hasta 2008, periodo que estuvo caracterizado por altos niveles de crecimiento de PBI mundial y precios de *commodities* que estuvieron en sus máximos históricos. No obstante, en los años posteriores a 2008, estos países comenzaron a tener altos déficits fiscales y una tendencia creciente de sus deudas públicas. Ello debido a que enfrentaron escenarios adversos como la crisis financiera de 2008-2009, incrementos de tipos de cambio desde 2013 ante el retiro del estímulo monetario (*tapering*) que realizó la FED para hacer frente a la crisis financiera, la caída significativa de precios de *commodities* en 2014 y el menor crecimiento potencial de China desde 2015. Así:

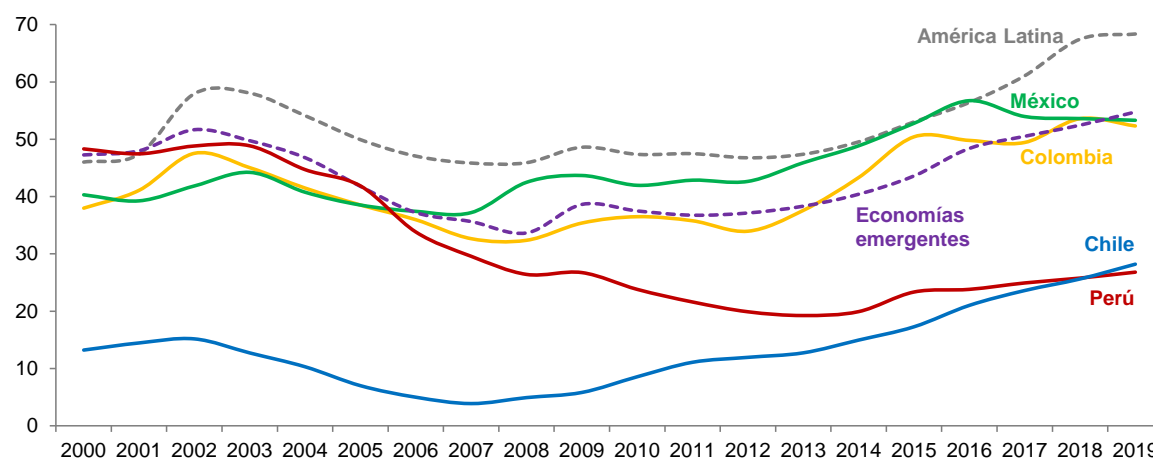
- El déficit fiscal promedio de países emergentes se redujo de 2,3% del PBI (promedio del quinquenio 2000-2005) a 0,1% del PBI (promedio del quinquenio 2006-2010). Con ello, la deuda pública promedio de dichos países pasó de 47,3% del PBI en 2000 a 33,7% del PBI en 2008.
- No obstante, en los siguientes quinquenios se incrementaron los déficits fiscales de dichos países (1,6% del PBI promedio en 2010-2014 y 4,4% del PBI promedio en 2015-2019). Ello conllevó a un aumento continuo de la deuda pública promedio de dichos países, la cual pasó de 33,7% del PBI en 2008 a 54,7% del PBI en 2019.

Figura 1. Resultado económico de países emergentes y de países de América Latina entre 2000 y 2019 por quinquenios (% del PBI)



Nota: Considera el promedio por cada uno de los periodos indicados. Valores positivos corresponden a superávits fiscales; mientras que, valores negativos corresponden a déficits fiscales. Elaborado con datos del FMI, BCRP y MEF.

Figura 2. Deuda pública de países emergentes y de países de América Latina entre 2000 y 2019 (% del PBI)



Nota: Elaborado con datos del FMI, BCRP y MEF.

En dicho contexto, Perú destacó por mantener una política fiscal prudente, la cual le permitió reducir significativamente su deuda pública e incrementar sus ahorros fiscales. En particular, Perú fue uno de los pocos países que registró superávits fiscales durante los periodos 2006-2008 y 2011-2013. De esta manera, al cierre de 2019, el país acumuló importantes fortalezas fiscales reflejadas en bajos niveles de déficit fiscal y de deuda pública, y en la disposición

de ahorros fiscales¹. Dichas fortalezas le brindaban un amplio margen de acción para una política fiscal contracíclica frente a escenarios adversos y sin comprometer la sostenibilidad de las finanzas públicas. De esta manera:

- Entre 2000 y 2019, Perú mantuvo bajos déficits fiscales (promedio: 1,8% del PBI²) y generó superávits fiscales en periodos favorables como en 2006-2008 y en 2011-2013 (superávit fiscal promedio de dichos periodos favorables: 2,2% del PBI), tal como se muestra en la figura 3.
- La deuda pública del SPNF pasó de 48,3% del PBI en 2000 a 19,2% del PBI en 2014. Luego, mostró una moderada tendencia creciente hasta llegar a 26,8% del PBI en 2019.

Figura 3. Perú: Resultado económico del SPNF entre 2001 y 2019 (% del PBI)



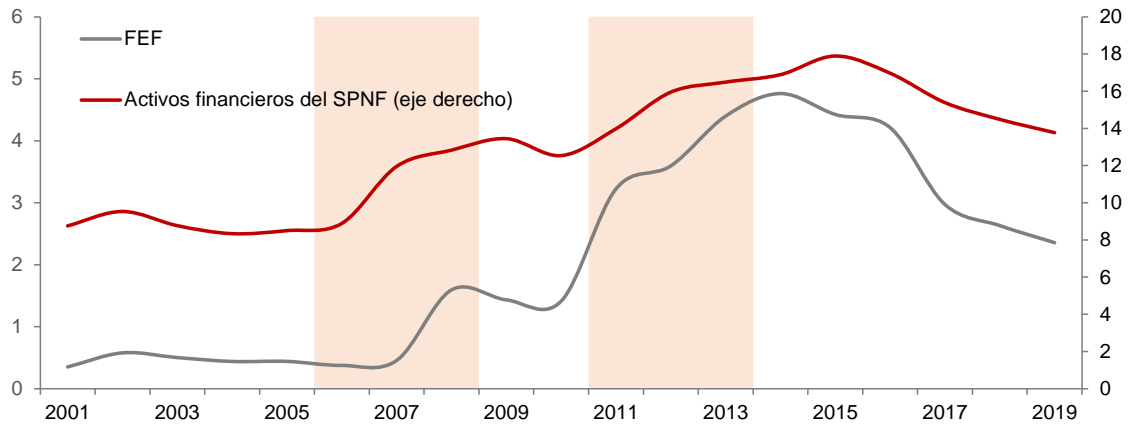
Nota: Los periodos sombreados corresponden a episodios de superávit fiscal. Elaborado con datos del BCRP.

- En los periodos de superávits fiscales, se tuvo los principales incrementos de los ahorros fiscales, como el FEF. Así, el FEF pasó de 0,4% del PBI en 2006 a 4,8% del PBI en 2014 (su máximo valor histórico). Por su parte, los activos financieros del SPNF pasaron de 8,9% del PBI en 2006 a 17,9% del PBI en 2015 (su valor máximo histórico). Estas dinámicas se muestran en la figura 4.

¹ La disposición de estos recursos permitió diseñar estrategias de financiamiento balanceadas entre endeudamiento y ahorros fiscales, para limitar el impacto de los déficits fiscales en la deuda pública y mantener la sostenibilidad fiscal frente a los eventos adversos descritos previamente.

² Promedio correspondiente a los periodos en los que registró déficits fiscales entre 2000 y 2019. Dichos periodos son: 2000-2005; 2009-2010 y 2014-2019.

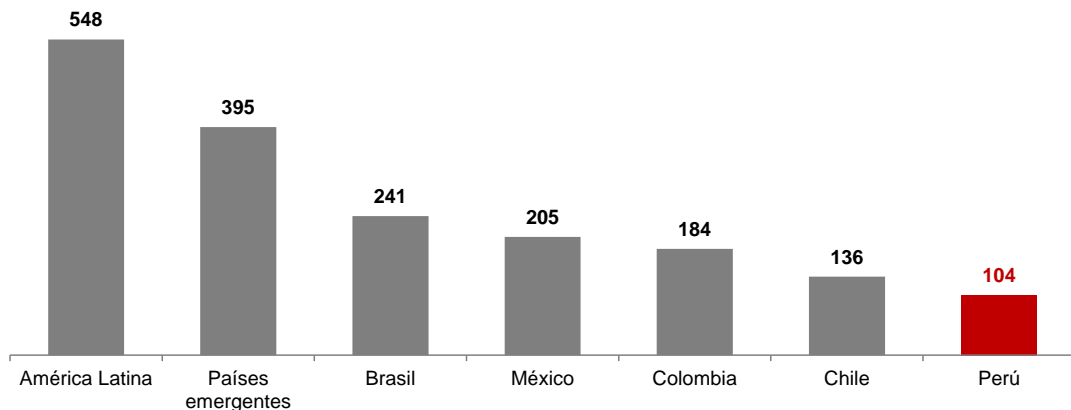
Figura 4. FEF y activos financieros del SPNF entre 2001 y 2019 (% del PBI)



Nota: Los periodos sombreados corresponden a episodios de superávit fiscal. Elaborado con datos del BCRP.

El manejo fiscal prudente permitió consolidar la confianza de los mercados financieros en el país. Con ello, al cierre de 2019 y como se observa en la figura 5, Perú se consolidó como la economía con el menor riesgo país en América Latina. Adicionalmente, Perú fue uno de los pocos países de la región que mantuvo su calificación y perspectiva crediticia, hecho destacable considerando las continuas revisiones negativas de calificaciones crediticias que dieron en la región y en países emergentes desde 2013 hasta 2019. Así, Perú se ubicó como el país con la segunda mejor calificación crediticia de América Latina, después de Chile.

Figura 5. Riesgo país de países emergentes y países de América Latina en 2019 (puntos porcentuales)



Nota: Riesgo país medido a través del EMBI+. Se considera el promedio diario de 2019. Elaborado con datos de Bloomberg.

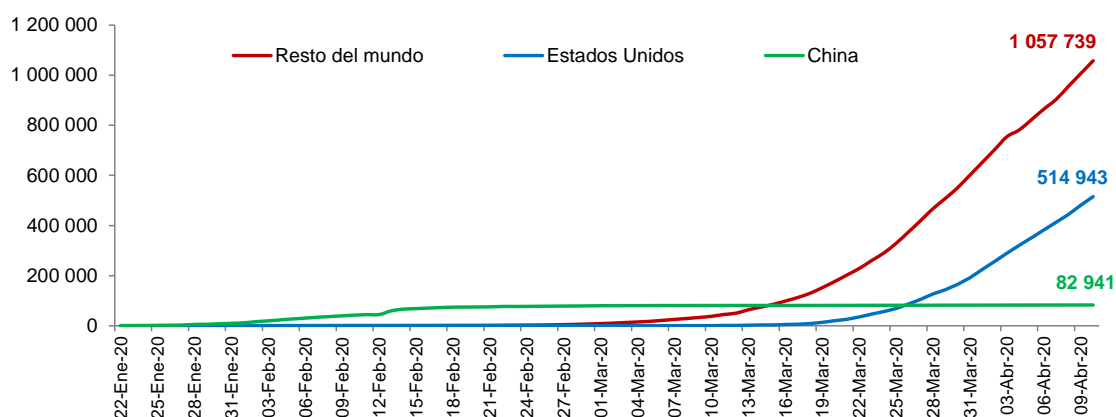
1.2. Efectos de la COVID-19 sobre la economía y la sostenibilidad fiscal

Los contenidos de esta subsección fueron extraídos de la exposición de motivos del Decreto Legislativo N° 1457, la cual se muestra en SPIJ (2020) y cuya compilación estuvo bajo mi responsabilidad, y de MEF (2020).

a) Escenario internacional

La propagación de la COVID-19 a diferentes regiones del mundo se convirtió en un problema sanitario internacional y generó efectos significativamente negativos en la economía global. Así, el 30 de enero de 2020, la OMS declaró el brote del COVID-19 como una Emergencia de Salud Pública de Importancia Internacional debido al potencial riesgo de propagación, tal como se indicó en OMS (2020a). Luego, el 11 de marzo de 2020, la OMS (2020b) la caracterizó como una pandemia por su rápida expansión a nivel global. En este contexto, el número de contagios registrados a nivel mundial superaron el millón de personas en abril de 2020, tal como se muestra en la figura 6.

Figura 6. Cantidad de contagios con COVID-19 a nivel mundial entre enero y abril de 2020 (número de personas)



Nota: La serie “Resto del Mundo” corresponde a la cantidad de contagios con COVID a nivel mundial restando los contagios de Estados Unidos y de China. Elaborado con datos de *John Hopkins University*.

El 27 de marzo de 2020, el FMI (2020a) afirmó que la economía global estaba próxima a entrar en recesión y, el 03 de abril, el FMI (2020b) mencionó que la contracción de la actividad económica sería mayor que la observada en la crisis financiera de 2008-2009. Dichos comunicados fueron realizados a través de su presidenta, Kristalina Georgieva.

Tal como se señala en MEF (2020), la COVID-19 comenzaba a generar una severa crisis sanitaria y económica internacional. En dicho documento, también se señala que las deficiencias en los sistemas de salud, la rápida expansión del virus y la ausencia de una vacuna impulsaron a los gobiernos a adoptar medidas de autoaislamiento, cuarentena y distanciamiento social. Con ello, la COVID-19 provocó un choque de oferta significativo, pues las cuarentenas paralizaron la producción de varios sectores económicos, especialmente en servicios (como el comercio, turismo, transporte y educación). Sumado a ello, se ajustaron las cadenas de suministro globales y se presentaron recortes en el nivel de empleo. Además, también se tuvo choques de demanda ya que, entre febrero y marzo de 2020, se produjo una abrupta contracción de la demanda agregada debido, entre otros aspectos, al menor poder adquisitivo de las familias. Adicionalmente se registraron ajustes en las expectativas de los agentes económicos y una alta volatilidad en los mercados financieros. En la figura 7, tomada de Moody's (2020a), se muestra un esquema resumen de los choques de demanda, choques de oferta y la volatilidad en los mercados financieros en el contexto de la pandemia.

Figura 7. *Canales de transmisión del impacto de la COVID-19 sobre la economía global*



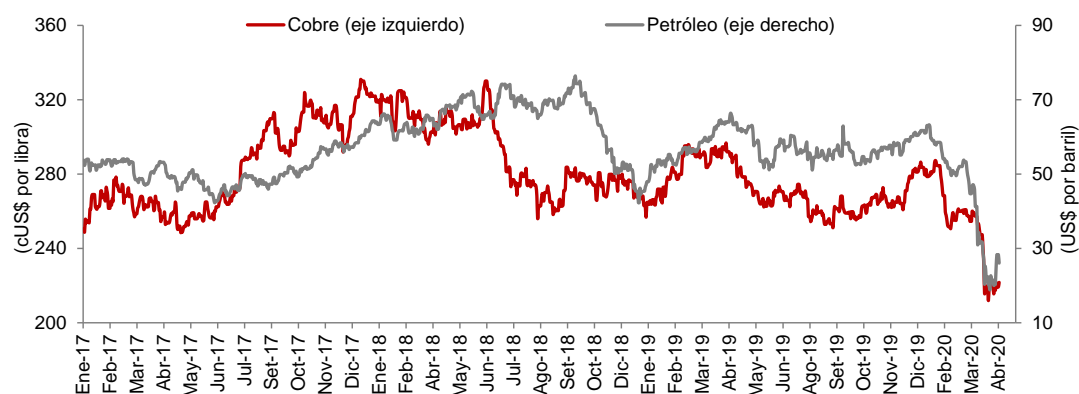
Nota: Elaborado en base a Moody's (2020a).

En efecto, la preocupación por la rápida expansión de la COVID-19 y la incertidumbre de cuan severa podría ser para el crecimiento global afectaron a los mercados financieros, superando las caídas observadas en la crisis financiera internacional.

- Así, en el mercado de renta variable, el MSCI cayó 24,7% entre enero y la primera semana de abril de 2020. Además, los índices S&P 500 y Dow Jones registraron caídas de 17,6% y 20,5%, respectivamente, en dicho periodo; mientras que, el índice Euro Stoxx 600 cayó 22,9%.

- Sumado a ello, los precios de *commodities* también registraron caídas significativas. Tal como se muestra en la figura 8, el precio del cobre disminuyó hasta en 20,7% y alcanzó cUS\$ 212 por libra entre enero y la primera semana de abril de 2020. Asimismo, el precio del petróleo WTI cayó en 57,3% y se ubicó en US\$ 19 por barril.

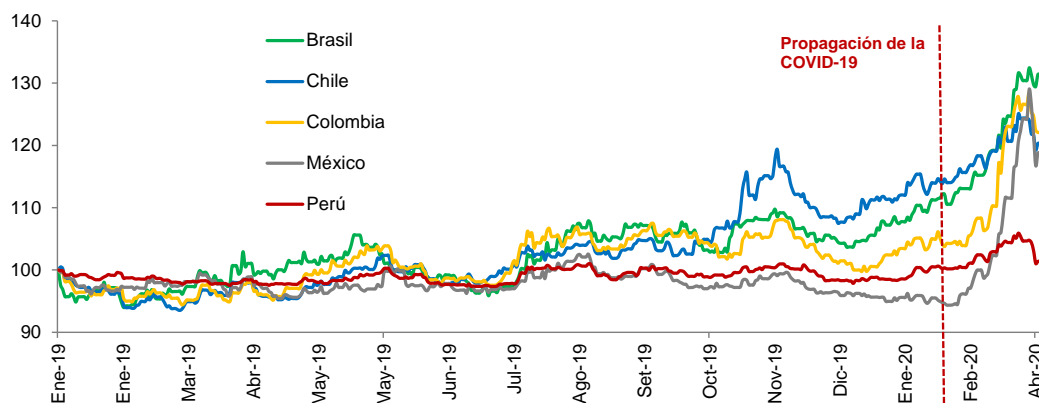
Figura 8. Precio del cobre y del petróleo WTI entre enero de 2017 y abril de 2020 (cUS\$ por libra y US\$ por barril)



Nota: Elaborado en base a datos de Bloomberg.

- Además, se tuvo un incremento significativo de los tipos de cambio en países de la región, superando el 30% entre enero y la primera semana de abril de 2020, tal como se muestra en la figura 9. Adicionalmente, según FMI (2020c), se observó una salida de capitales de las economías emergentes de alrededor US\$ 83 mil millones al 23 de marzo de 2020, superando la registrada en la crisis financiera internacional.

Figura 9. América Latina: tipo de cambio respecto al dólar entre enero de 2019 y abril de 2020 (2009=100)

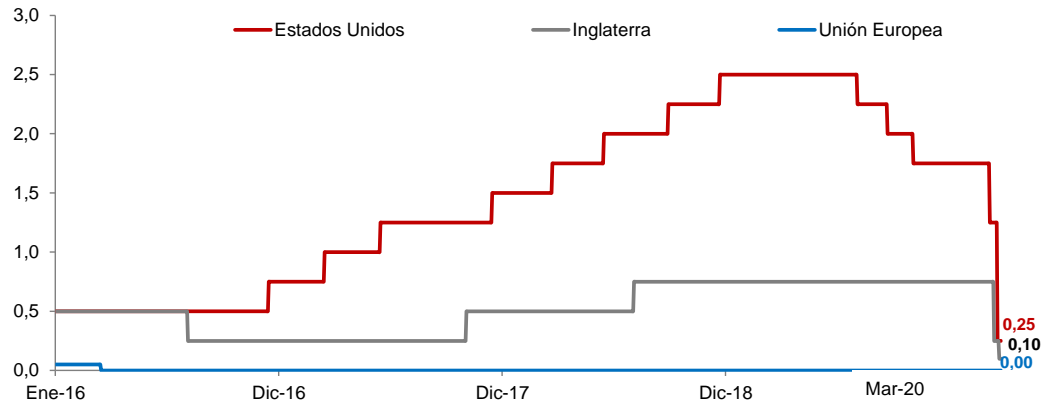


Nota: Elaborado en base a datos de Bloomberg.

Frente a este escenario adverso, las principales economías del mundo anunciaron diversas medidas de política económica (monetaria y fiscal):

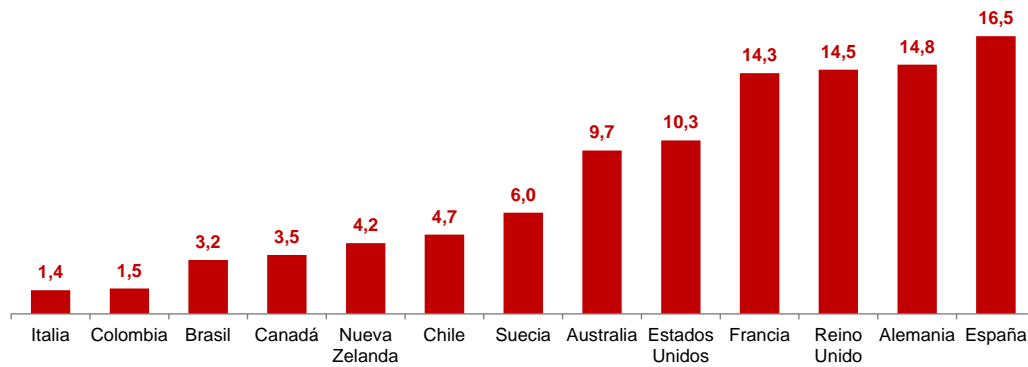
- Por el lado monetario, se destaca: la reducción de la tasa de interés por parte de la FED hasta ubicarla en el rango [0,00%-0,25%] en marzo de 2020; el reinicio del programa de adquisición de activos de la FED por los montos que sean necesarios; y la creación de un fondo de financiamiento directo orientado a apoyar el flujo de crédito a hogares y empresas por US\$ 300 mil millones, y facilidad de préstamos a las municipalidades. Además, bancos centrales de Europa, Japón, Inglaterra y de economías emergentes flexibilizaron sus herramientas de política monetaria, como una reducción significativa de sus tasas de interés, tal como se muestra en la figura 10.
- Por el lado fiscal, la mayoría de los gobiernos anunciaban medidas orientadas, principalmente, a prevenir y contener la propagación del COVID-19 y a mitigar los efectos negativos sobre las familias y empresas, lo que se observa en la figura 11. Por ejemplo, el Senado de Estados Unidos aprobó un paquete fiscal por US\$ 2 trillones (cerca de 10,3% del PBI).

Figura 10. Tasa de interés de los principales bancos centrales (%)



Nota: Elaborado en base a datos de los bancos centrales de Estados Unidos, Inglaterra y de la Unión Europea.

Figura 11. Paquetes de estímulo económico a nivel mundial (% del PBI)



Nota: Elaborado en base a datos del FMI y Bloomberg.

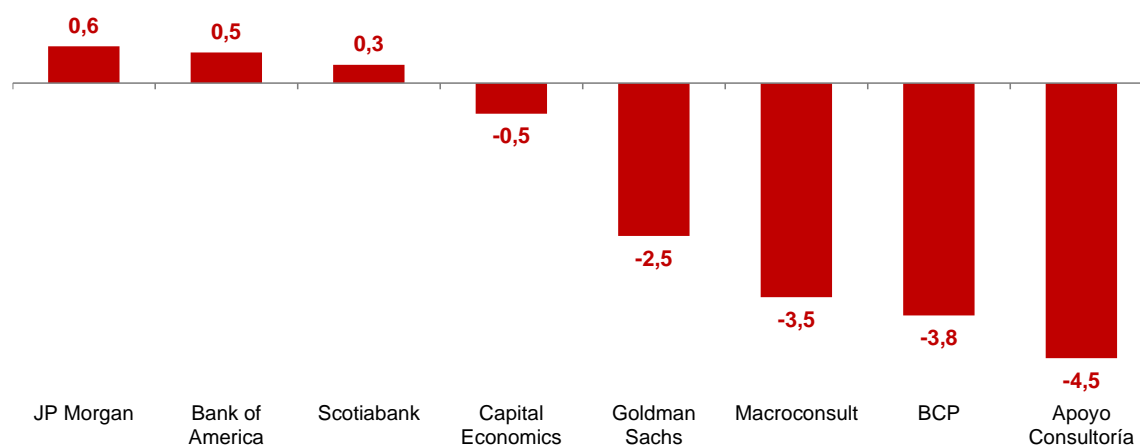
Así, las medidas de política fiscal frente a la COVID-19 y el impacto negativo de la caída de la actividad económica sobre los ingresos fiscales generaban una presión a un mayor déficit fiscal y a una mayor deuda pública a nivel mundial.

b) Escenario local

En el caso de Perú, el deterioro marcado de la economía en marzo de 2020 (debido al inicio de la cuarentena³) y las perspectivas para los meses siguientes afectaron significativamente las expectativas de los agentes económicos. Los indicadores de expectativas se contrajeron en marzo de 2020 y en su mayoría se situaron en niveles mínimos históricos, lo cual llevó a que las perspectivas de crecimiento de la economía peruana para 2020 se ajusten rápidamente a la baja. Por ejemplo, según el reporte de expectativas del BCRP de marzo de 2020, las expectativas de los analistas económicos sobre el desempeño del PBI para 2020 pasaron de +3,0% a -2,2%. En esa misma línea, bancos y analistas económicos preveían que la economía peruana crecería por debajo del 1% en 2020 (o que tuviese una caída en dicho año), lo que se observa en la figura 12.

³ El 11 de marzo de 2020, mediante Decreto Supremo N° 008-2020-SA, el gobierno declaró Emergencia Sanitaria a nivel nacional por el plazo de noventa (90) días calendario, y dictó medidas prevención y control de la COVID-19. El 15 de marzo de 2020, mediante Decreto Supremo N° 044-2020-PCM, el gobierno declaró el Estado de Emergencia Nacional por el plazo de quince días calendario, y dispuso el aislamiento social obligatorio (cuarentena), por las graves circunstancias que afectan la vida de la Nación a consecuencia del brote de la COVID-19. Cabe señalar que el Decreto Supremo N° 051-2020-PCM prorrogó el estado de emergencia por trece días calendario, hasta el 12 de abril de 2020.

Figura 12. Proyección del crecimiento real del PBI de Perú para 2020 (%)



Nota: Elaborado en base a datos de las consultoras y bancos.

Considerando lo expuesto en los párrafos previos, era necesario establecer medidas de política fiscal para responder oportunamente ante los efectos económicos y sanitarios de la COVID-19. No obstante, es importante señalar que existía una alta incertidumbre sobre el impacto del contexto macroeconómico mundial y local en los ingresos fiscales. Además, también existía una alta incertidumbre acerca de los requerimientos de gasto público necesarios para afrontar adecuadamente los efectos de la COVID-19 sobre el bienestar de los ciudadanos y la economía nacional. Así, frente al escenario adverso por la COVID-19, el Estado peruano ponía en marcha las primeras acciones de política fiscal del “Plan Económico frente al COVID-19” durante las últimas semanas de marzo y la primera semana de abril de 2020. Dicho plan estuvo enfocado en mitigar los impactos de la pandemia sobre el empleo y la salud de los ciudadanos, evitar la paralización de la cadena de pagos y producción de bienes esenciales, entre otros. Para ello, se diseñaron herramientas tributarias y de gasto público, así como otras medidas de liquidez como garantías del Tesoro Público para créditos a empresas destinados a cubrir capital de trabajo.

En específico; de acuerdo a la exposición de motivos del Decreto Legislativo N° 1457, la cual se muestra en SPIJ (2020) y cuya compilación estuvo bajo mi responsabilidad; hasta el 06 de abril de 2020, se aprobó un conjunto de medidas por S/ 54 898 millones (equivalente a 7,2% del PBI) compuestas por lo siguiente: (i) medidas de gasto público por S/ 3,9 mil millones; (ii) medidas tributarias por S/ 11 mil millones; y (iii) medidas de liquidez por S/ 40 mil millones. Vale señalar que dentro de las medidas de liquidez se encontraba el Programa “Reactiva Perú” por S/ 30 mil millones (4% del PBI). De esta manera, la ocurrencia de la COVID-19 requería que la política fiscal sea ampliamente expansiva para

mitigar los efectos de la pandemia sobre el bienestar de los ciudadanos y la actividad económica del país. Ante ello, las reglas fiscales vigentes para 2020 imponían una restricción para dicha política fiscal expansiva. Cabe señalar que estas reglas vigentes determinaban que la deuda pública no debía ser mayor a 30% del PBI y que el déficit fiscal no debía ser mayor a 2,1% del PBI⁴.

Formulación del problema. Así, de acuerdo con lo presentado en los párrafos previos, se tienen la siguientes pregunta general y preguntas específicas:

General:

- ¿Cuáles deben ser las reglas fiscales para 2020 que permitan que la política fiscal tenga flexibilidad necesaria para responder ante la COVID-19 y que, a la vez, permitan mantener la sostenibilidad fiscal?

Específicos:

- ¿Cuál es la percepción de los mercados financieros acerca de la solidez fiscal de Perú frente a la COVID-19?
- ¿Cuáles son las proyecciones de déficit fiscal y de deuda pública para 2020 y años siguientes?

Objetivos: De acuerdo con las preguntas formuladas previamente, se tienen el objetivo general y objetivos específicos:

General:

- Determinar las reglas fiscales para 2020 que permitan que la política fiscal tenga flexibilidad necesaria para responder ante la COVID-19 y que, a la vez, permitan mantener la sostenibilidad fiscal.

Específicos:

- Analizar la percepción de los mercados financieros acerca de la solidez fiscal de Perú frente a la COVID-19.
- Realizar proyecciones de déficit fiscal y de deuda pública para 2020 y años siguientes.

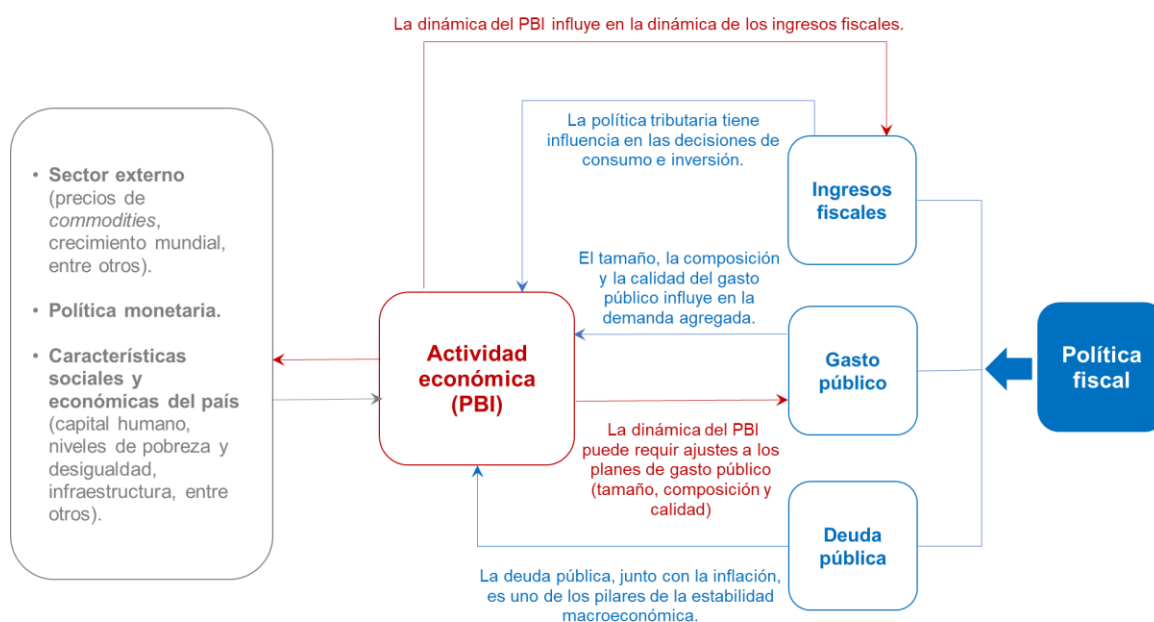
⁴ Dichas reglas fiscales estaban determinadas en el numeral 6.1 del artículo 6 del Decreto Legislativo N° 1276 (Decreto Legislativo que aprueba el Marco de la Responsabilidad y Transparencia Fiscal del Sector Público No Financiero) y en el numeral 2.2 del artículo 2 de la Ley N° 30637 (Ley que dispone la aplicación de la cláusula de excepción a las reglas macrofiscales del Sector Público No Financiero).

CAPÍTULO II: MARCO DE REFERENCIA Y NORMATIVO

2.1. Roles de la política fiscal en la economía

Según el FMI (2020d), la política fiscal influye en la estabilidad macroeconómica, en el crecimiento económico y en la distribución del ingreso. Así, los gobiernos suelen utilizar a la política fiscal para promover un crecimiento sólido y sostenible, y reducir la pobreza. En específico, tal como se observa en la figura 13, la política fiscal influye en la economía a través de los impuestos, del gasto público y de la deuda pública:

Figura 13. Esquema de la influencia de la política fiscal en la actividad económica



Nota: Elaboración propia.

- Según OCDE (2021), los ingresos fiscales se definen como los ingresos recaudados por impuestos sobre la renta y las ganancias, contribuciones a la seguridad social, impuestos sobre bienes y servicios, impuestos sobre la propiedad, entre otros. Además, de acuerdo con FMI (2017a), los ingresos fiscales tienen una relación directa con el PBI; ya que, si

cae el producto, la recaudación del gobierno también lo hace; y si sube el producto, la recaudación también lo hace.

Los impuestos están definidos en la política tributaria del país. Con ello, el Estado obtiene recursos (ingresos fiscales) para financiar el presupuesto público. No obstante, es importante señalar que la efectividad de la política tributaria para obtener los ingresos fiscales está en función de las características de la estructura económica e institucional del país. Así, los ingresos fiscales no solo dependen del crecimiento del PBI, sino también del grado de informalidad del país, del grado de evasión y elusión, de la concentración de la producción del país en determinadas actividades económicas, entre otros.

En particular, según FMI (2021a), tener tasas de impuestos elevadas podría ser perjudicial para el crecimiento, porque tendría un impacto negativo en la inversión. No obstante, incrementar los ingresos fiscales es necesario para destinar mayores recursos para financiar parte del gasto público, el cual podría estar orientado a reducir la desigualdad (mediante, por ejemplo, inversión en capital humano). Para ello es relevante ampliar la base imponible, optimizar el sistema tributario y no solo tratar de generar mayores ingresos fiscales a través de una elevación de tasas impositivas.

- De acuerdo con BID (2021a), en general, mediante el gasto público se proporciona dos tipos de bienes y servicios: los que pueden ser consumidos o usados directamente por la población en forma individual o colectiva (como el transporte público masivo, seguridad, entre otros) y los que incrementan la productividad de los factores de producción como la educación, los cuales permiten mejorar el capital humano y reducir la inequidad en un país. Además, señala que, a nivel macroeconómico, es deseable que el gasto público aumente cuando hay una desaceleración temporal de la actividad económica, ya que de esta forma puede ayudar a estabilizar la demanda agregada y a suavizar los ciclos económicos.

El gasto público puede dividirse principalmente entre gasto corriente (cuyos principales componentes son los salarios, mantenimiento de la infraestructura pública, entre otros) y gasto de capital (cuyo principal componente es la inversión pública). Es importante señalar que el grado de influencia del gasto público en la economía está en función a

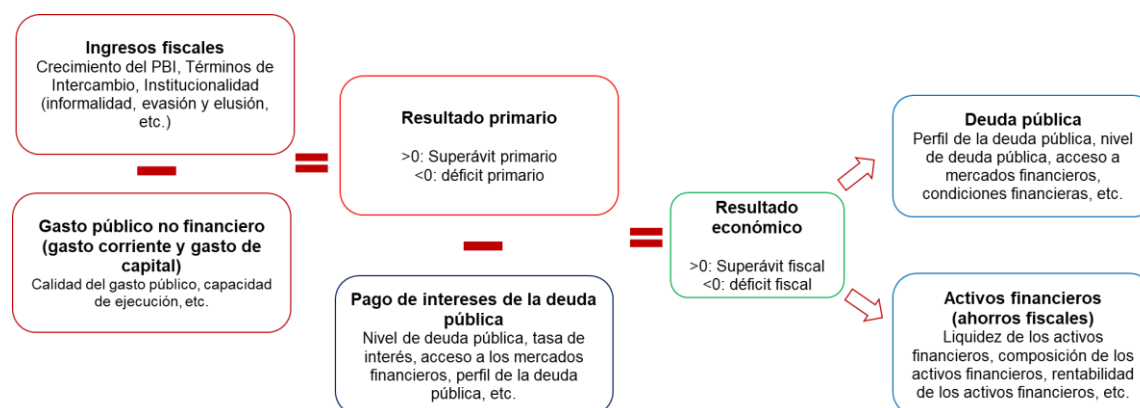
características importantes como la calidad de gasto público, niveles de corrupción, capacidad de ejecución, entre otras.

- Según WEF (2019), la deuda pública es uno de los principales indicadores de estabilidad macroeconómica de un país. Al respecto, vale señalar que países con alta deuda pública tienden a enfrentar problemas de inestabilidad macroeconómica. No obstante, es importante destacar que la deuda pública no es en sí misma perjudicial, pues, bajo un contexto de responsabilidad fiscal, puede ayudar a los países a obtener capital adicional para respaldar el crecimiento y el empleo a través de inversiones públicas productivas. Ello, tal como lo señala FMI (2019a), requiere generar en el país prestatario un entorno de confianza para los inversionistas mediante políticas macroeconómicas sólidas y creíbles.

Por otra parte, la deuda pública también contribuye con el desarrollo de los mercados de capitales, pues los bonos soberanos de países sólidos se configuran como activos de alta calidad que permiten administrar el riesgo de portafolios de inversión y, también, ayuda al *pricing* de instrumentos financieros de entidades privadas a través de la curva de rendimiento.

La interacción de los principales agregados fiscales determina la dinámica de la deuda pública y de los ahorros fiscales. Así, con la resta entre los ingresos fiscales y el gasto público no financiero se obtiene el resultado primario. Adicionalmente, con la resta entre el resultado primario y el pago de intereses de la deuda pública se obtiene el resultado económico. Si el resultado económico es mayor a 0, se hace referencia a un superávit fiscal: mientras que, si el resultado económico es menor a 0, se hace referencia a un déficit fiscal. Un superávit fiscal permite acumular ahorros fiscales y/o reducir la deuda pública mediante prepagos. Por otra parte, el déficit fiscal conlleva a reducir ahorros fiscales y/o a incrementar la deuda pública para financiarlo, tal como se muestra en la figura 14.

Figura 14. *Interacción entre los principales agregados fiscales*



Nota: Elaboración propia.

Considerando los agregados fiscales y su interacción con el dinamismo de la economía, el FMI (2015a) señala que la política fiscal puede desempeñar un papel clave para impulsar un crecimiento sólido, duradero y equitativo; puesto que, su incidencia abarca tanto al corto plazo como al largo plazo. Así, de acuerdo con FMI (2017a), la política fiscal tiene tres roles importantes:

a) *En el corto plazo y junto con la política monetaria, uno de sus principales objetivos es contribuir a estabilizar los ciclos económicos (política fiscal contracíclica), considerando que la estabilidad macroeconómica es un requisito esencial para el desarrollo de un país.*

De acuerdo con FMI (2015a), la estabilidad macroeconómica es un requisito previo y esencial para un crecimiento sólido y duradero. De hecho, la inestabilidad macroeconómica podría afectar el crecimiento a través de la volatilidad de los rendimientos de la inversión y la mala asignación de los recursos. En ese sentido, la política fiscal puede contribuir a estabilizar la demanda interna y suavizar las fluctuaciones económicas. Sobre ello, Fatás y Mihov (2013) señalan que una política fiscal discrecional y expansiva, y que no establece acciones de acuerdo con el estado de la economía, genera un efecto negativo en la estabilidad macroeconómica con una mayor volatilidad del PBI y menor crecimiento de largo plazo.

DeLong y Summers (2012) señalan que, en condiciones normales, el enfoque óptimo para la estabilización macroeconómica es una combinación de política monetaria con libre

funcionamiento de estabilizadores automáticos de la política fiscal. Al respecto; según Lee y Sheiner (2019), y BCE (2020a); dichos estabilizadores automáticos se refieren a mecanismos, que forman parte de la operatividad de los ingresos fiscales y del gasto público, que permiten reducir las fluctuaciones económicas sin la necesidad de una acción discrecional de la política fiscal. Por ejemplo, ante un contexto de recesión económica que implique un aumento del desempleo, se pueden activar automáticamente transferencias a familias elegibles mediante subsidios por desempleo.

Así, como indica FMI (2017a), la política monetaria normalmente era el instrumento más utilizado para mitigar las fluctuaciones de los ciclos económico debido a diversos problemas de la política fiscal para responder ante dichos ciclos⁵. No obstante, dicho documento enfatiza que la política fiscal debería reaccionar más activamente a las condiciones cíclicas en tiempos de recesiones profundas y prolongadas, y/o cuando la política monetaria tiene poco margen de acción⁶. De esta manera, en tiempos normales, la política fiscal debe utilizar estabilizadores automáticos para suavizar las fluctuaciones económicas, siempre que ello no genere desequilibrios fiscales significativos. Además, la política fiscal debe responder de manera simétrica al ciclo económico (política fiscal expansiva en situaciones adversas y política fiscal prudente para generar ahorros fiscales en situaciones favorables).

Asimismo, en recesiones profundas y prolongadas, la política fiscal debería actuar activamente para mitigar posibles efectos negativos permanentes sobre la actividad económica y el bienestar de los ciudadanos, efectos negativos que podrían generar “histéresis” en la actividad económica. Al respecto, Kenton (2021) indica que la “histéresis” se refiere a un evento en la economía cuyos efectos persisten incluso después de que los factores que llevaron a ese evento hayan sido eliminados o hayan seguido su curso. Asimismo, dicho autor señala que la histéresis a menudo ocurre después de eventos económicos extremos o prolongados, como una crisis económica o una recesión. En ese entorno, los países se vuelven muy vulnerables a las espirales descendentes de

⁵ Como, por ejemplo, el tiempo relativamente largo que toma para que las medidas fiscales se implementen y tengan un impacto en la economía; la dificultad de revertir un estímulo fiscal; la tendencia de los gobiernos a gastar las ganancias inesperadas en los buenos tiempos, dejando reservas insuficientes para financiar políticas expansivas en los malos tiempos; y la creencia de que los mercados pueden recompensar la disciplina fiscal y que, en algunos casos, la consolidación fiscal podría ser expansiva.

⁶ Por ejemplo, cuando las tasas de interés nominales están cerca de cero y las expectativas de inflación son bajas, ya que las tasas de interés reales no pueden caer lo suficiente para restaurar la demanda agregada.

estancamiento económico. Además, en una recesión profunda, es probable que la inversión se mantenga baja durante un período prolongado, reduciendo aún más el crecimiento de corto plazo y de largo plazo.

Unos elementos relevantes para determinar el impacto de la política fiscal en el dinamismo de la economía son los multiplicadores fiscales. Según Batini et al. (2014), estos miden el impacto del cambio de una de las variables fiscales (gasto o impuestos) sobre el PBI. Así, una variable fiscal con un mayor multiplicador tendrá un mayor impacto en la actividad económica. No obstante, es importante indicar que el valor de los multiplicadores depende, entre otros aspectos, de la variable fiscal⁷, del ciclo económico⁸, de las características propias del país⁹. Cabe señalar que, en el anexo 12, se muestran estimaciones de multiplicadores fiscales para el país.

b) En el largo plazo, la política fiscal puede contribuir a incrementar el crecimiento potencial de la economía mediante mayores capacidades productivas de los ciudadanos y mayor stock de capital físico.

De acuerdo con FMI (2015a) y FMI (2017a), las medidas de gasto público pueden apoyar el crecimiento económico a largo plazo estimulando un mayor stock de capital físico y humano, y una mayor productividad. De hecho, las medidas de gasto que fomenten la innovación, como las asociadas a la investigación y desarrollo, tendrían un impacto positivo en la productividad del país. Respecto a las medidas de ingresos fiscales, se pueden realizar, por ejemplo, incentivos fiscales a la investigación y desarrollo adecuadamente diseñados para contribuir a un crecimiento duradero. Todo ello bajo una administración tributaria en continua optimización de su eficiencia y una política tributaria que evite generar distorsiones significativas en la actividad económica.

Es importante mencionar que un mayor crecimiento potencial del PBI brindaría mayores ingresos fiscales, lo cual permitiría continuar emprendiendo planes de gasto para incrementar la productividad del país o incluso reducir los niveles de deuda pública

⁷ Normalmente, los multiplicadores de gasto tienden a ser mayores que los multiplicadores de ingresos.

⁸ Los multiplicadores fiscales tienden a tener mayores valores en épocas de recesión que en épocas de auge económico.

⁹ Tales como la apertura comercial, la rigidez del mercado laboral, el tamaño de los estabilizadores automáticos, el régimen cambiario, el nivel de deuda pública, y la gestión del gasto público y administración tributaria.

(considerando que dichos niveles pudieron incrementarse para financiar planes de gasto público orientados al crecimiento de largo plazo).

Además, de acuerdo con OCDE (2019), un mayor crecimiento potencial de la economía podría generar un mayor bienestar en los ciudadanos, debido al dinamismo de dicha economía y a su mayor riqueza. Incluso, de acuerdo con dicho estudio, existe un círculo virtuoso en el que el bienestar de los ciudadanos y el crecimiento potencial de la económica se refuerzan mutuamente. Cabe señalar que esta relación estará en función al grado de desarrollo socioeconómico del país, al grado de desigualdad, a políticas redistributivas eficientes y que sean consistentes con la estabilidad macroeconómica, entre otros factores.

c) Adicionalmente, la política fiscal puede contribuir con la equidad mediante políticas redistributivas, las cuales deben estar en armonía con la estabilidad macroeconómica y el incremento del crecimiento potencial de la economía.

En FMI (2017a) se señala que, en los últimos años, la desigualdad en los países y la incertidumbre es perjudicial para el bienestar y crecimiento. Por ello, la política fiscal tiene un papel importante para garantizar que los beneficios del crecimiento incidan en los ciudadanos. Al respecto, para desarrollar una política fiscal inclusiva, es necesario realizar una combinación de instrumentos tributarios eficientes y de transferencia de recursos que logren el nivel deseado de redistribución del ingreso. Además, es necesario la promoción de la igualdad de oportunidades, que implica brindar soporte a las personas a adquirir y mantener las habilidades adecuadas para participar plenamente en una economía cambiante mediante una educación y salud de calidad.

Asimismo, es importante mencionar que una mayor equidad es un factor positivo para la estabilidad macroeconómica, para el crecimiento económico sostenido y para el bienestar de los ciudadanos. Así, según Ostry et al. (2014), mayores niveles de equidad están asociados con un crecimiento mayor y más duradero. En ese sentido, una mayor equidad (mejorando las condiciones de vida y las habilidades técnicas de los ciudadanos) tendrá

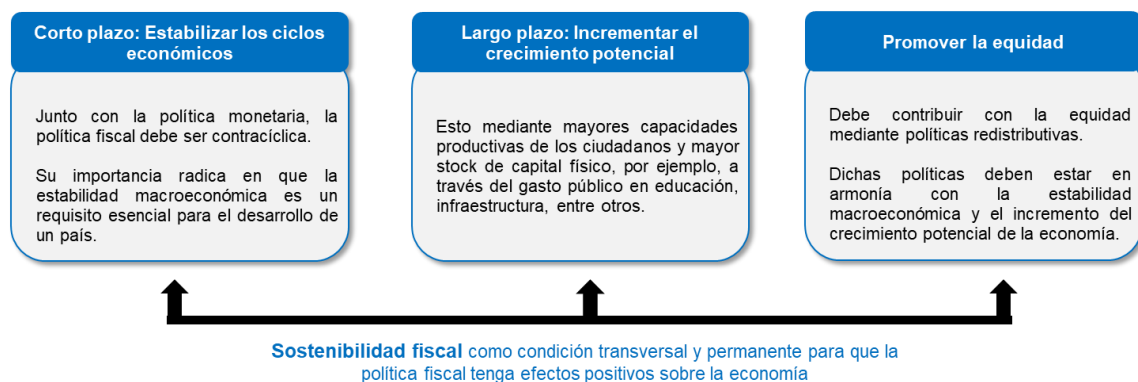
un impacto positivo en la productividad¹⁰ del país, lo cual es consistente con un crecimiento económico sostenible.

No obstante, las medidas de política fiscal orientadas a la equidad deben ser realizadas bajo una gestión responsable de las finanzas públicas. Ello debido a que un excesivo gasto público e ineficiente orientado a la equidad podría generar desequilibrios fiscales significativos que comprometan el crecimiento potencial de la economía y la estabilidad macroeconómica, y no se lograría un incremento sostenido del bienestar de los ciudadanos (sino que, por el contrario, llevaría a una reducción sistemática del bienestar).

2.2. Sostenibilidad fiscal

Para que la política fiscal tenga efectos positivos sobre el dinamismo de la economía y el bienestar de los ciudadanos, es importante que esta sea realizada sobre una condición permanente de sostenibilidad fiscal, tal como se muestra en la figura 15. La sostenibilidad fiscal, de acuerdo con Balassone y Franco (2000), se refiere a la capacidad de un Estado para sostener sus gastos, impuestos y otras políticas de largo plazo sin caer en la insolvencia o el *default* de su deuda pública.

Figura 15. *Sostenibilidad fiscal y roles de la política fiscal*



Nota: Elaboración propia.

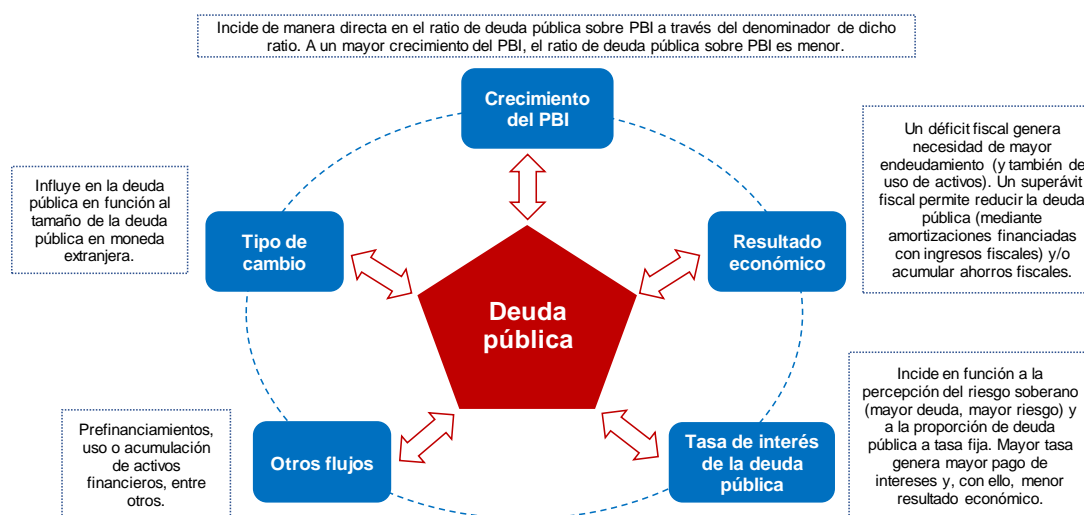
¹⁰ De acuerdo con los autores, la incertidumbre y la inestabilidad económica de los países pueden conducir a las empresas a reducir sus contrataciones, lo cual significa la caída de la demanda del mercado laboral, pérdida de habilidades y por consecuencia una menor productividad.

Cabe señalar que un país que entra en *default* de su deuda pública usualmente enfrenta, según Moody's (2020b), un significativo deterioro en su crecimiento del PBI (tanto a corto como a largo plazo), altos incrementos de su tipo de cambio, aumento de la aversión al riesgo y endurecimiento de las condiciones del mercado financiero, corridas bancarias, alto grado de malestar social, entre otros.

La sostenibilidad fiscal se puede analizar a través de la dinámica de la deuda pública y de los activos financieros (ahorros fiscales):

- a) La dinámica de la deuda pública, de acuerdo con FMI (2013a), tiene como principales determinantes macroeconómicos y fiscales al crecimiento del PBI, al resultado económico, al tipo de cambio y a la tasa de interés de la deuda pública, tal como se muestra en la figura 16. Además, al analizar la dinámica de la deuda pública no solo importa su nivel, sino también su composición, por ejemplo, por moneda y por tipo de tasa. Al respecto, según Das et al. (2010), una deuda pública con una desfavorable composición¹¹ es una fuente de riesgos para las finanzas públicas y para la economía.

Figura 16. *Determinantes macrofiscales de la deuda pública*



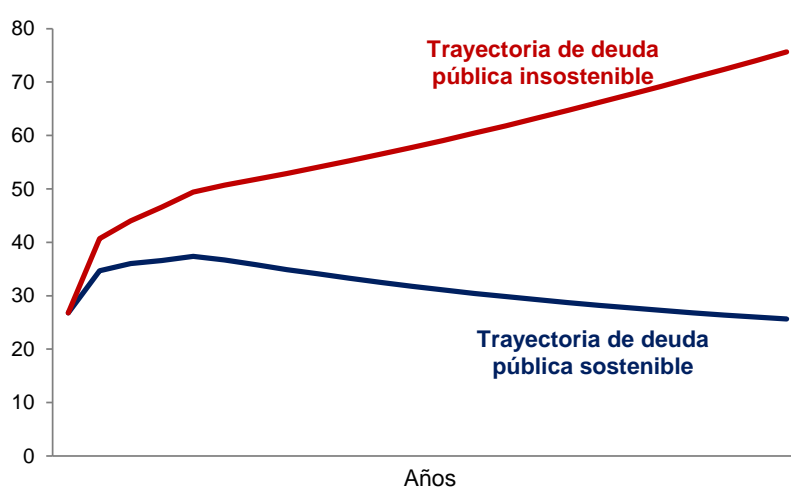
Nota: Elaboración propia.

¹¹ La estructura de deuda pública de una economía es más débil cuando se compone en una elevada proporción en monedas extranjeras, con tasas de interés variables y/o por instrumentos con vencimientos en el corto plazo; esto debido a que generan mayor exposición a riesgos cambiarios, de tasa de interés y de refinanciamiento, respectivamente.

Diversos estudios como los de Koh et al. (2020) y Burriel et al. (2020) señalan que una mayor deuda pública está asociada a una mayor probabilidad de *default* de esta, por lo que niveles elevados de deuda pública implicarían que un país se ubique en una situación de insostenibilidad fiscal con alta probabilidad.

En relación con la dinámica de la deuda pública, en MEF (2020) y FMI (2013a) se señala que la deuda pública puede considerarse sostenible si el resultado primario necesario para estabilizarla, bajo escenarios base y alternativos realistas, es económica y políticamente factible. Esta definición también implica que el nivel de deuda pública sea consistente con un bajo riesgo de refinanciamiento y preservando un nivel apropiado de crecimiento potencial de la economía. Así, en términos prácticos y como lo muestra la figura 17, una deuda pública insostenible tendría una trayectoria continuamente creciente; mientras que, una deuda pública sostenible tendría una trayectoria estable o decreciente.

Figura 17. Trayectorias sostenible e insostenible de la deuda pública (% del PBI)



Nota: Elaboración propia.

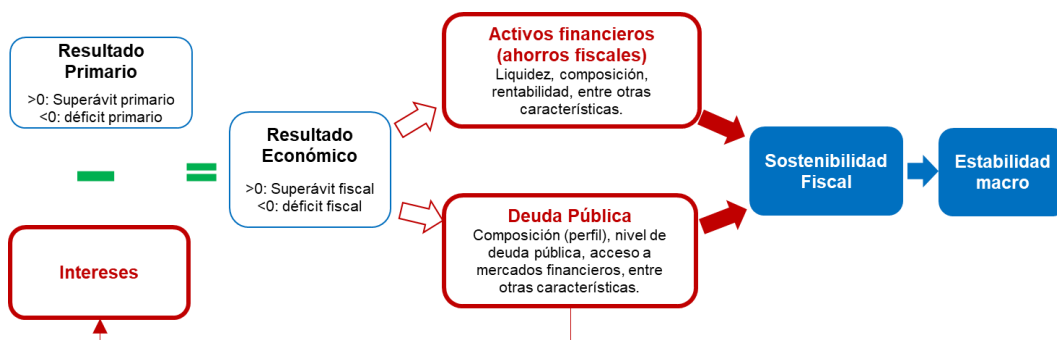
- b) Los activos financieros del Sector Público, de acuerdo con FMI (2014a), comprenden instrumentos financieros cuyos acreedores son entidades del Estado. Estos activos financieros normalmente están compuestos en mayor proporción por depósitos de entidades del Estado en el sistema financieros, fondos soberanos, entre otros¹².

¹² Tales como participaciones de capital y en fondos de inversión; seguros, pensiones y sistemas de garantías estandarizadas; y derivados financieros.

Tal como se señala en Sánchez y Carrasco (2023), la disponibilidad de activos financieros brinda mayor sostenibilidad fiscal, dado que se constituye como una fuente de financiamiento complementaria para las acciones de la política fiscal y mitiga un uso intensivo de endeudamiento. Así, un adecuado nivel y composición de activos financieros facilita la implementación de políticas contra cíclicas durante eventos adversos, principalmente en países expuestos a la volatilidad de precios de *commodities*, tal como lo señala FMI (2018a)¹³. Con ello, la disponibilidad de activos financieros alivia las necesidades futuras de liquidez y reduce la necesidad de otros tipos de estrategias, como la desviación de recursos previamente destinados hacia fines productivos o la emisión significativa de nueva deuda. Además; según diversos estudios como los de Henao y Sobrinho (2017), Hadzi-Vaskov y Ricci (2016), y Gruber y Kamin (2012); un alto nivel de activos financieros permite reducir el costo de financiamiento público y la probabilidad de afrontar aumentos significativos de la deuda pública. Esto es debido a que los activos financieros sirven como señales sobre la reputación y la responsabilidad de la política fiscal. Cabe indicar que dicho efecto varía entre activos financieros según su grado de liquidez¹⁴.

Tal como se muestra en la figura 18, la deuda pública y los activos financieros; cuyas dinámicas están determinadas por el resultado económico (superávits y déficits fiscales); influyen en la sostenibilidad fiscal, la cual es uno de los principales elementos de la estabilidad macroeconómica.

Figura 18. Deuda pública y activos financieros: elementos de la sostenibilidad fiscal



Nota: Elaboración propia.

¹³ Asimismo, dicho documento señala que, si una economía con un alto nivel de activos financieros afronta una recesión, dicha recesión será menos profunda y durará menos tiempo que si hubiera ocurrido en una economía con un bajo nivel de activos financieros.

¹⁴ Así, mientras más líquido sea el activo financiero, mayor será su impacto en la disminución de los spreads soberanos y de la probabilidad de que la deuda pública sea reestructurada, debido a que es más probable que se encuentre disponible para atender las necesidades de financiamiento.

La sostenibilidad fiscal brinda diversos beneficios a un país, tal como se muestra en la figura 19 y en los siguientes párrafos que fueron extraídos de MEF (2020) y MEF (2021d). Cabe señalar que estos contenidos referentes a MEF (2020) y MEF (2021d) estuvieron bajo mi responsabilidad.

Figura 19. Beneficios de la sostenibilidad fiscal

<p>Contribuye con la competitividad del país a través de la estabilidad macroeconómica. La estabilidad macroeconómica es uno de los 12 pilares de competitividad del <i>World Economic Forum</i> (WEF). La deuda pública y la inflación son los 2 componentes de dicho pilar.</p>	<p>Brinda espacio fiscal para llevar a cabo reformas o planes que incrementen el crecimiento potencial de la economía y el bienestar de los ciudadanos. Una baja deuda pública brinda espacio para realizar reformas o planes razonables que requieran gasto público sin comprometer el equilibrio macroeconómico.</p>
<p>Beneficios de la sostenibilidad fiscal</p>	
<p>Brinda espacio fiscal para responder con una política fiscal contracíclica ante choques adversos. Bajos niveles de deuda pública permiten un mayor margen de acción fiscal de los países para responder a choques adversos, lo cual permite limitar su profundidad y duración.</p>	<p>Brinda resiliencia a la economía ante choques adversos a través de los canales financieros por primas de riesgo. Bajos niveles de deuda pública permiten acotar la percepción de riesgo del país ante eventos adversos, lo cual mitiga incrementos de tasas de interés.</p>

Nota: Además, una baja deuda pública está asociado a bajos pagos de intereses, lo que brinda espacio para un mayor gasto público (educación, salud, infraestructura, entre otros). Figura extraída de MEF (2021d).

- *La sostenibilidad fiscal contribuye con la competitividad del país mediante la estabilidad macroeconómica.*

Es importante destacar que uno de los pilares del ICG del WEF es la estabilidad macroeconómica. El ICG mide la capacidad que tiene un país para generar oportunidades de desarrollo económico a sus ciudadanos. Este índice consta de 12 pilares y uno de ellos es la estabilidad macroeconómica, la cual se mide a través de la inflación y de la deuda pública. En cuanto a la deuda pública, su medición está en función a su nivel como porcentaje de PBI¹⁵ y a la calificación crediticia¹⁶.

De acuerdo con el WEF, una deuda pública sostenible, junto con una inflación baja, reduce la incertidumbre respecto de la gestión macroeconómica, establece mejores expectativas del rendimiento de las inversiones e incrementa la confianza empresarial, todo lo cual aumenta la productividad. Así, en un mundo cada vez más interconectado donde los flujos de capital pueden moverse rápidamente, la pérdida de confianza en la

¹⁵ Por ejemplo, el WEF otorga los más altos puntajes en este indicador si la deuda pública de un país emergente es inferior a 60% del PBI.

¹⁶ En función a las calificaciones crediticias otorgadas por S&P, Moody's y Fitch.

estabilidad macroeconómica puede desencadenar la fuga de capitales con efectos económicos desestabilizadores.

- *Una deuda pública baja y sostenible brinda espacio fiscal para emprender reformas o planes de inversión pública que incrementen el crecimiento potencial de la economía.*

De acuerdo con FMI (2019b), el espacio fiscal se puede definir como la diferencia entre un límite sostenible de deuda pública y la deuda pública actual. En general, existe un amplio consenso sobre la necesidad de una mayor inversión pública de alto rendimiento para fomentar el crecimiento a mediano y largo plazo y, con ello, el bienestar de los ciudadanos. Sin embargo, para asegurar que la inversión pública estimule el crecimiento económico es central, a su vez, asegurar su eficiencia. Por ejemplo, en FMI (2020e) se señala que alrededor de un tercio de los fondos de infraestructura en países emergentes se pierden debido a ineficiencias en su gestión, tal como se muestra en la figura 20. Por otra parte, si un país decide emprender planes de inversión pública financiado con endeudamiento público, FMI (2020f) estima que, bajo una gestión con alta eficiencia, el impacto en el crecimiento económico será de casi el doble respecto de una gestión de la inversión pública con baja eficiencia. Asimismo, bajo una gestión de la inversión pública con alta eficiencia, el impacto de dicho plan sobre el incremento de la deuda sería aproximadamente 40% menor que bajo una gestión con baja eficiencia.

Estas consideraciones son aún más importantes bajo un contexto de alta deuda pública en un país emergente, pues dicho país tendría un limitado espacio fiscal para emprender planes de inversión pública que mejoren el crecimiento potencial de su economía. Por ello, es importante que el espacio fiscal disponible sea adecuada y eficientemente utilizado; puesto que, de lo contrario, inversiones significativas en infraestructura no tendrían el efecto positivo deseado en la economía, sino incluso podrían comprometer la sostenibilidad fiscal y la estabilidad macroeconómica.

Figura 20. Pérdida de eficiencia en el gasto en inversión pública (desviación porcentual de la eficiencia plena)



Nota: Figura extraída de FMI (2020e).

- *La deuda pública baja y sostenible brinda mayor espacio fiscal para responder con una política fiscal contracíclica ante shocks adversos. Ello permite una recuperación económica más rápida y mitigar los impactos negativos en el bienestar social.*

Según FMI (2018a), altos niveles de deuda pública limitan significativamente la capacidad de los gobiernos para implementar respuestas de política fiscal en casos de crisis económicas o desastres naturales, lo cual agrava su profundidad y duración, particularmente en economías emergentes. En contraste, la política fiscal contracíclica permite a los gobiernos construir espacio fiscal en condiciones favorables que puede ser usado ante situaciones adversas para mitigar sus impactos.

Asimismo, Bi et al. (2016) señalan que cuando la deuda pública es alta, los efectos multiplicadores de las políticas fiscales discrecionales, como un aumento del gasto público, son menores. En el corto plazo, a través del canal de expectativas, una deuda pública alta implicaría impuestos futuros más altos, con lo cual se daría un efecto riqueza negativo sobre el consumo, lo que desalienta el consumo actual y debilita el efecto expansivo a corto plazo de un aumento del gasto público sobre la actividad económica. A largo plazo, los niveles impositivos más altos y una mayor magnitud de ajustes fiscales, en una situación de alta deuda pública, hacen que un aumento del gasto público sea más contractivo en la actividad económica que en un escenario de baja deuda pública.

- *La deuda pública en niveles sostenibles permite controlar y reducir vulnerabilidades fiscales, logrando que las economías sean más resilientes ante choques adversos, y mitigar sus impactos a través de los canales financieros por primas de riesgo.*

Altos niveles de deuda pública, además de limitar respuestas de política fiscal, también exacerbaban la profundidad de crisis económicas o financieras a través del canal financiero. Un país con alta deuda pública genera una mayor percepción de riesgo, lo cual genera incrementos en los costos de financiamiento para los sectores público y privado. Ello genera mayores presiones a la deuda pública y una reducción de la inversión, lo cual puede agudizar más el dinamismo negativo de la economía en un contexto adverso.

Este escenario puede incluso ser más adverso si la deuda pública alta está acompañada por una composición desfavorable, tales como una alta proporción de deuda pública en moneda extranjera, a tasas variables y/o con alta concentración de vencimientos en el corto plazo, lo que genera una mayor exposición del país a riesgos de tipo de cambio, tasas de interés y de refinanciamiento, respectivamente.

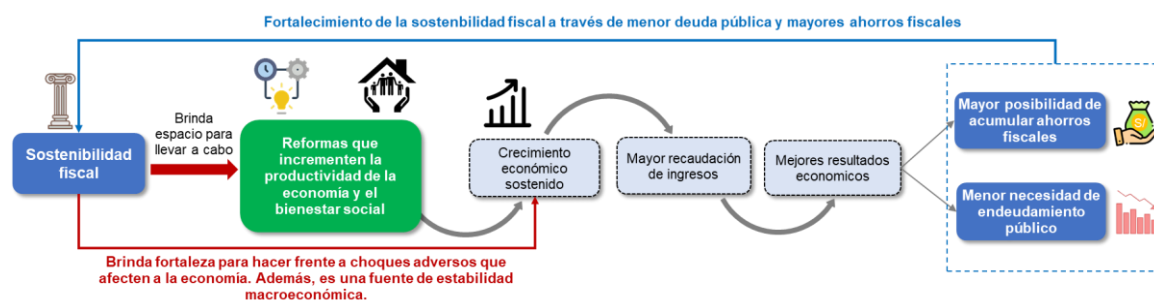
- *Mantener una deuda pública sostenible permite obtener una baja carga del pago del servicio de la deuda (intereses y amortizaciones) lo que brinda mayor espacio y flexibilidad al presupuesto público para gasto público productivo.*

Si un país tiene un nivel elevado de deuda pública, ello implicará una alta carga de pagos de intereses y amortizaciones, tanto por el stock de la deuda pública como por una mayor tasa de interés debido a la mayor percepción del riesgo de dicho país. En ese sentido, la alta carga de pagos de intereses y amortizaciones implica mayores rigideces al gasto público, lo cual puede limitar significativamente respuestas de política fiscal para enfrentar escenarios adversos o para orientar recursos hacia prioridades como educación, salud, infraestructura, entre otros.

En síntesis, como se muestra en la figura 21 y se señala en MEF (2021d), la sostenibilidad fiscal es un elemento importante para lograr un crecimiento económico sostenido. La sostenibilidad fiscal brinda mayor margen de maniobra para responder ante futuros escenarios adversos y financiar reformas estructurales relevantes que tengan continuidad a través de los ciclos económicos. Así, dichas reformas estructurales relevantes permitirían

potenciar otros pilares de la competitividad de un país, además del pilar macroeconómico asociado directamente a una deuda pública baja, con el objetivo de tener un crecimiento económico sostenible y mejorar el bienestar de los ciudadanos. De esta manera, un crecimiento económico sostenido permite también consolidar la sostenibilidad fiscal, pues se tendrían mayores niveles de crecimiento del PBI, mayores ingresos fiscales, y mayores resultados económicos que pueden conllevar a reducir la deuda pública y/o acumular ahorros fiscales. Cabe señalar que este contenido referido a MEF (2021d) estuvo bajo mi responsabilidad.

Figura 21. Sostenibilidad fiscal y crecimiento económico sostenido



Nota: Figura extraída de MEF (2021d).

2.3. Sesgos de la política fiscal

De acuerdo con Banco Mundial (2008) y FMI (2018b), y lo sintetizado en MEF (2020), la política fiscal tiene sesgos importantes que pueden llevar a que un Estado tenga altos niveles de déficit fiscal y de deuda pública, lo cual reduce los impactos positivos que puede tener la política fiscal sobre la economía e incluso podría deteriorar la estabilidad macroeconómica. Cabe señalar que la síntesis realizada a estos contenidos en MEF (2020) estuvo bajo mi responsabilidad.

- *El sesgo hacia el déficit fiscal:* cuando los ingresos fiscales se incrementan, se tiende a gastar todos los recursos disponibles. Así, no se acumulan recursos en épocas temporales de alto crecimiento económico, los cuales pueden servir de financiamiento al gasto público en épocas temporales de bajo crecimiento económico (en los que se tienen menores ingresos fiscales).

- *El sesgo a la prociclicidad*: la tendencia a incrementar significativamente el gasto público en épocas temporales de alto crecimiento y a reducirlo en épocas temporales de menor crecimiento, amplificando así los ciclos económicos¹⁷.
- *El sesgo en contra de la inversión pública*: en épocas de reducción del déficit fiscal, se tiende a realizar ajustes en el gasto mediante recortes en la inversión pública. Cabe recordar que el gasto público se divide en gasto corriente (cuyo principal componente son los salarios de servidores públicos) y gasto de capital (cuyo principal componente es la inversión pública). Considerando que el gasto corriente es más inflexible, se tiende a realizar recortes en la inversión pública, debido a las implicancias políticas y sociales de reducciones de salarios o despidos a trabajadores públicos. Los recortes en la inversión pública implicarían un deterioro del stock de capital de la economía, lo cual impactaría negativamente en el crecimiento potencial del país y, por ende, en los ingresos fiscales, generando así una mayor presión al déficit fiscal y a la deuda pública.

Estos sesgos son generalmente explicados por el alto manejo discrecional y la baja institucionalidad de la política fiscal en un determinado país, la cual tiende a enfocarse excesivamente en el corto plazo sin internalizar los efectos en el largo plazo de determinadas decisiones. Además, ante una inadecuada gestión de la política fiscal, estos sesgos suelen reforzarse entre sí, de acuerdo con estudios como los de Comisión Europea (2010) y Kopits (2009). Dichos sesgos conllevan a que los países, principalmente emergentes, mantengan altos niveles de déficit fiscal y, consecuentemente, de deuda pública, tal como se muestra en la figura 22. Asimismo, estos sesgos reducen los impactos positivos que puede tener la política fiscal sobre la economía y puede llegar a amplificar los ciclos económicos, lo cual afecta el crecimiento potencial de la economía y el bienestar de la población; tal como lo señalan Cottarelli y Keen (2012), y Fatás y Mihov (2013).

¹⁷ Épocas de menor crecimiento económico normalmente están asociados a altos déficits fiscales, por lo que los países tienden a disminuir su gasto público para controlar dichos déficits y así evitar que su deuda pública llegue a niveles insostenibles.

Figura 22. *Sesgos de la política fiscal y su impacto en las cuentas fiscales*



Nota: Elaboración propia.

Niveles altos y en continuo crecimiento de deuda pública impactan negativamente sobre las cuentas fiscales y el dinamismo de la economía. Como se mencionó previamente, la sostenibilidad fiscal está asociada a la capacidad del Estado de generar resultados primarios que permitan estabilizar la deuda pública. Si la deuda pública tiene una tendencia marcadamente creciente, ello implicará la necesidad de generar cada vez mayores resultados primarios para estabilizarla. No obstante, el Estado no tiene la capacidad indefinida de generar resultados primarios, ya sea por razones estructurales¹⁸ o sociales¹⁹. Por ello, cada vez le será más difícil generar mayores resultados primarios, generando una “fatiga fiscal”, tal como lo señalan Ghosh et al. (2013).

Así, como se muestra en la figura 23 y en MEF (2020), niveles crecientes de deuda pública conllevan a una mayor percepción de riesgo del Estado para cumplir con sus obligaciones financieras, por lo que se incrementa la prima por riesgo. Este incremento de la prima por riesgo genera mayores costos de financiamiento para los sectores público y privado. Cabe señalar que este contenido relacionado a MEF (2020) estuvo bajo mi responsabilidad.

¹⁸ Por ejemplo, altos niveles de informalidad en la economía que limiten la capacidad de generar mayores ingresos fiscales.

¹⁹ Por ejemplo, si un país tiene un alto gasto en transferencias sociales, le puede ser políticamente complicado reducir dichas transferencias.

Figura 23. Ciclo negativo de altos niveles de deuda pública.

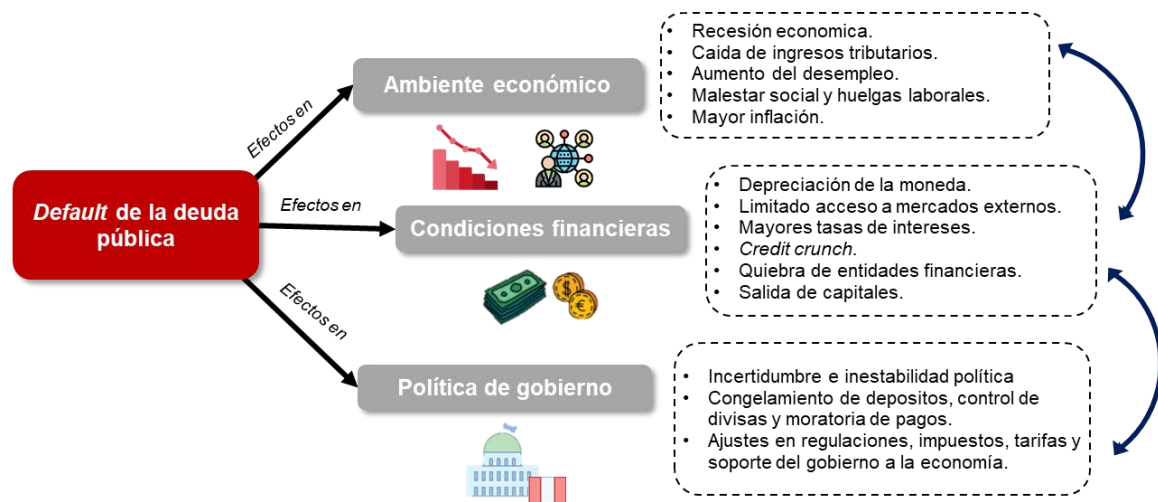


Nota: Figura extraída de MEF (2020).

- Por un lado, el mayor costo de financiamiento para el Estado implica mayores pagos de intereses, por lo cual se generan mayores déficits fiscales y nueva deuda para financiar dichos déficits. Con ello, la deuda pública continúa incrementándose y, en consecuencia, se refuerza este ciclo adverso.
- Por otro lado, el mayor costo de financiamiento para el sector privado conlleva una caída de la inversión, lo cual genera un menor dinamismo de la economía (a corto y largo plazo). Este efecto impacta en las cuentas fiscales a través de menores ingresos fiscales, con lo que se tiene presiones a un mayor déficit fiscal y nuevo endeudamiento público que continúa reforzando este ciclo adverso.

De esta manera, este ciclo negativo de incremento de la deuda pública puede sobrepasar la capacidad del Estado para generar el resultado primario necesario para estabilizarla, con lo cual dicho país podría caer en *default*, con las consecuencias negativas que eso implica para la economía, tal como se muestra en la figura 24 y en consistencia con estudios como el de Ostry et al. (2015) y Moody's (2020b).

Figura 24. Efectos negativos del default de deuda pública sobre la actividad económica



Nota: Elaborado en base a Moody's (2020b).

2.4. Reglas fiscales

Los párrafos de esta subsección 2.4 que cuentan con referencias previas al año 2017 fueron extraídos de la Exposición de Motivos del Decreto Legislativo N° 1276, la cual se muestra en SPIJ (2016). Cabe señalar que dichos contenidos contaron con mi colaboración en la síntesis y elaboración.

Las reglas fiscales son parte de la institucionalidad de la gestión de las finanzas públicas de muchos países alrededor del mundo. Dicha institucionalidad se agrupa dentro de un marco macrofiscal, el cual se define como un conjunto de elementos que forman la gobernanza fiscal de un país; es decir, el sistema de reglas, procedimientos e instituciones que determinan y rigen la conducta de la política fiscal, tal como lo indica Comisión Europea (2010). Así, de acuerdo con Kopits (2009), un buen diseño del marco macrofiscal permitirá fortalecer el desempeño de las finanzas públicas, así como corregir los sesgos y reducir la excesiva discrecionalidad en la gestión de la política fiscal. En Comisión Europea (2010) se señala que los principales elementos del marco macrofiscal son: (i) reglas fiscales numéricas, (ii) instituciones fiscales independientes, (iii) cláusulas de excepción a las reglas fiscales ante eventos adversos, (iv) herramientas o documentos de transparencia fiscal, y (v) marcos presupuestarios de mediano plazo para la planificación presupuestaria multianual que rigen la preparación, aprobación y ejecución del presupuesto.

Las reglas fiscales, de acuerdo con el FMI (2020g), son limitaciones a largo plazo sobre la política fiscal para garantizar la credibilidad del compromiso con la disciplina fiscal. Establecen límites numéricos sobre agregados fiscales (deuda pública, déficit fiscal, crecimiento del gasto público, entre otros), los cuales normalmente son expresados en proporción al PBI. Estas restricciones son relevantes para la gestión de una política fiscal responsable, ya que limita los sesgos de la política fiscal. Además, a menudo son acompañados de mecanismos oportunos de supervisión y procedimientos correctivos para asegurar su eficacia.

Tal como lo señalan Kopits y Symansky (1998), la racionalidad tradicional de las reglas de política fiscal es la estabilidad macroeconómica. Asimismo, una regla de política fiscal puede ayudar a otras políticas financieras, especialmente a la utilización de instrumentos monetarios, en la consecución del objetivo de estabilización. En general, las reglas fiscales deben apoyar, o al menos no obstaculizar, la capacidad de la política fiscal para cumplir con sus tres funciones principales: suavizar el ciclo económico, fomentar el crecimiento a largo plazo y promover la inclusión.

Por otra parte, las reglas fiscales deben ser adecuadamente diseñadas siguiendo criterios para corregir los sesgos de la política fiscal (asegurando la sostenibilidad y la estabilización económica) y realizar esta tarea de manera eficiente (a través de la simplicidad, la orientación operativa, la resiliencia y la facilidad de seguimiento y aplicación). Las principales características deseadas de las reglas fiscales, de acuerdo con FMI (2018b), son las siguientes:

- *Sostenibilidad*: el cumplimiento de la regla debe garantizar la sostenibilidad de la deuda pública a largo plazo.
- *Estabilización*: Seguir la regla no debería aumentar (e incluso podría disminuir) la volatilidad económica. La estabilización económica requiere que la regla permita que los estabilizadores automáticos operen y/o permita cambios anticíclicos discretionales en impuestos o gastos.
- *Sencillez*: la regla debe ser fácilmente entendida por los tomadores de decisiones y el público.
- *Orientación operativa*: debería ser posible traducir la regla en una orientación clara en el proceso presupuestario anual. Los agregados presupuestarios a los que se dirige la regla deben estar en gran medida bajo el control del responsable de la formulación de políticas.

- *Resiliencia*: debe existir una regla durante un período prolongado para generar credibilidad, y no debe abandonarse fácilmente después de un choque.
- *Facilidad de seguimiento y aplicación*: el cumplimiento de la regla debe ser fácil de verificar y debe haber costos asociados con las desviaciones de los objetivos.

Vale destacar que, de acuerdo con FMI (2020g), las reglas fiscales deben ser lo suficientemente flexibles en el caso de eventos excepcionales que pueden tener profundos efectos fiscales y económicos. Así, en términos generales, las cláusulas de excepción proporcionan flexibilidad a las reglas fiscales para manejar eventos adversos inesperados. Según FMI (2009a), estas deben incluir: (i) un rango muy limitado de factores que permitan que tales cláusulas sean gatilladas; (ii) directrices claras sobre la interpretación y determinación de los hechos; y, (iii) especificación sobre el camino de regreso a la regla y el tratamiento de las desviaciones acumuladas.

Cabe señalar que se tienen al menos cuatro tipos de reglas fiscales basadas en el tipo de agregado fiscal que se desea restringir: (i) reglas de deuda pública, (ii) reglas de déficit fiscal convencional, (iii) reglas de déficit fiscal estructural, y (iv) reglas de gasto público. Tal como se observa en la tabla 1, el FMI (2012a) señala que cada una de las reglas fiscales posee diferentes propiedades con respecto a los objetivos, orientación operativa y transparencia.

Tabla 1. Principales propiedades de los diferentes tipos de reglas fiscales.

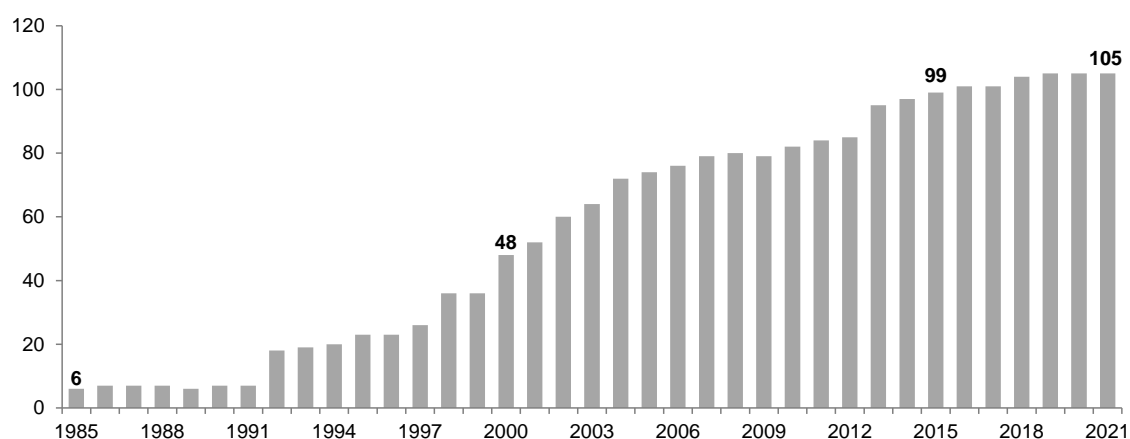
Tipo de regla fiscal	Fortalezas	Debilidades
Regla de deuda pública	<ul style="list-style-type: none"> - Vinculo directo a la sostenibilidad de la deuda pública. - Fácil de comunicar y monitorear. 	<ul style="list-style-type: none"> - No es una clara guía operativa a corto plazo, ya que el impacto de la política sobre el ratio de deuda no es inmediato y es limitado. - Carece de la característica de estabilización económica (puede ser pro cíclica).
Regla de déficit fiscal convencional	<ul style="list-style-type: none"> - Guía operativa clara. - Vinculo estrecho con la sostenibilidad de la deuda pública. - Fácil de comunicar y monitorear. 	<ul style="list-style-type: none"> - No posee la característica de estabilización económica (puede ser pro cíclica).
Regla de déficit fiscal estructural	<ul style="list-style-type: none"> - Guía operativa relativamente clara - Vinculo con La sostenibilidad de La deuda en el largo plazo. - Función de estabilización económica y predictibilidad al gasto público. - Permite tener en cuenta otros factores puntuales y temporales. 	<ul style="list-style-type: none"> - Su complejidad hace que sea más difícil de comunicar y monitorear. - La corrección del ciclo económico es costosa, especialmente en los países que experimentan cambios estructurales y son exportadores de materias primas.
Regla de gasto público	<ul style="list-style-type: none"> - Guía operativa clara, fácil de comunicar y monitorear. - Permite la estabilización económica. 	<ul style="list-style-type: none"> - No está directamente vinculada a la sostenibilidad de la deuda pública. - Reduce incentivos a ampliar la base permanente de ingresos fiscales.

Nota: Elaborado en base a FMI (2012b) y SPIJ (2016).

Considerando que cada regla fiscal tiene fortalezas y debilidades, en FMI (2010a) se señala que ninguna regla domina a otra, sino que cada una implica un dilema en términos de sostenibilidad, ciclicidad, volatilidad de las principales variables fiscales, así como en la dificultad de su implementación.

De acuerdo con la información del FMI (2022a), las primeras reglas fiscales a nivel mundial fueron implementadas durante la década de los años 80, tal como se muestra en la figura 25. Por su parte, en América Latina, se comenzó a implementar reglas fiscales durante los últimos años de la década de los 90s, según lo que se muestra en la tabla 2. Así, cabe destacar que Perú fue uno de los primeros países en América Latina en implementar reglas fiscales para la gestión de la política fiscal.

Figura 25. Países que utilizan reglas fiscales entre 1985 y 2021 (número de países).



Nota: Elaborado con datos de FMI (2022a).

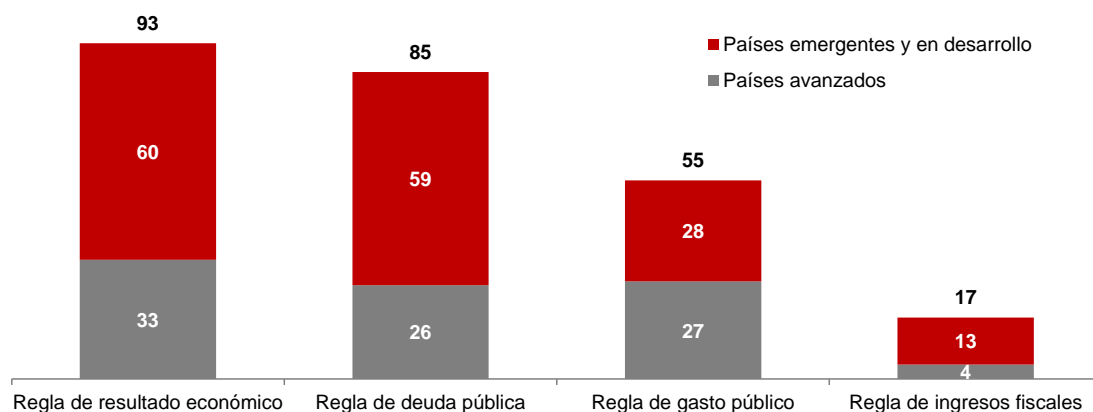
Tabla 2. América Latina: año de implementación de primeras reglas fiscales.

País	Año de implementación
Uruguay	1998
Perú	2000
Argentina	2000
Brasil	2000
Colombia	2000
Chile	2001
Costa Rica	2001
Panamá	2002
Ecuador	2003
México	2006
Jamaica	2010
Paraguay	2015

Nota: Cabe señalar que algunos países del Caribe implementaron reglas fiscales en el año 1998: Antigua y Barbuda, Dominica, Granada, San Cristóbal y Nieves, Santa Lucía, y San Vicente y las Granadinas. Por otra parte, Perú implementó sus primeras reglas fiscales mediante la Ley de Prudencia y Transparencia Fiscal (Ley N° 27245). Cabe señalar que esta Ley fue publicada en diciembre de 1999 y entró en vigencia el 1 de enero de 2000. Elaborado con datos de FMI (2022a).

Asimismo, con información del FMI (2022a), se muestra que las reglas fiscales más utilizadas a nivel mundial al cierre de 2021 son las reglas de resultado económico (93 países) y las reglas de deuda pública (85 países), seguidas de las reglas de gasto público (55 países) y de las reglas de ingresos fiscales (17 países), tal como se señala en la figura 26.

Figura 26. Tipos de reglas fiscales utilizadas por los países al cierre de 2021 (número de países).



Nota: Elaborado con datos de FMI (2022a).

2.5. Indicadores financieros relacionados a la sostenibilidad fiscal

Los principales indicadores financieros asociados a la sostenibilidad fiscal son los siguientes:

a) Tasa de interés de bonos soberanos

Según el BCRP (2021a), existen factores macroeconómicos y riesgos asociados a las diferentes clases de bonos (soberanos o corporativos) y la importancia varía de acuerdo con el tipo de bono (soberano o corporativo). En la figura 27 se muestran los principales factores que inciden en la tasa de interés de un bono. Así, como ejemplo, la inversión en un bono de mercado emergente suele tener mayores riesgos de crédito y liquidez, así como otros riesgos específicos relacionados a estos mercados como aspectos políticos o del tipo de cambio.

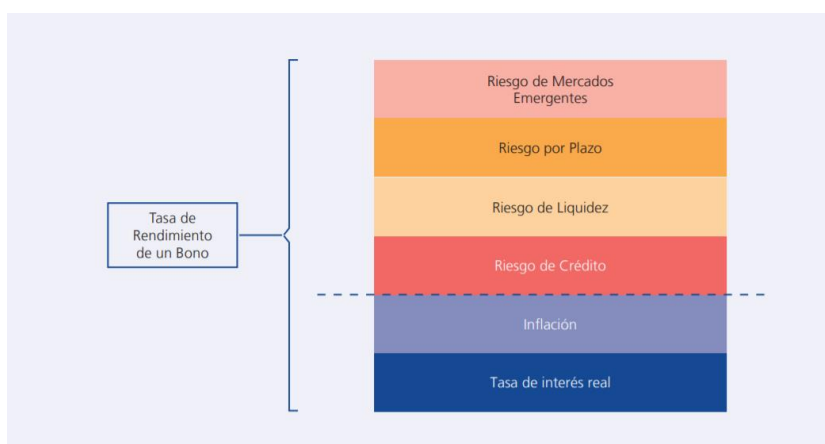
De acuerdo con Chen (2021), las tasas de interés de mercado de bonos soberanos son las tasas de interés a la cual un Estado puede prestarse para financiar su gasto público. Asimismo, los bonos soberanos son la principal fuente de financiamiento de los Estados para cubrir sus necesidades de financiamiento. Cabe señalar que las necesidades de financiamiento corresponden a la suma del déficit fiscal más las amortizaciones de la deuda pública.

Además, según Perry (2021), los bonos soberanos emitidos por países desarrollados; tales como Estados Unidos y Alemania; son considerados como instrumentos financieros seguros

o de muy bajo riesgo, por lo que tienen tasas de interés relativamente bajas. Por su parte, los bonos soberanos emitidos por países emergentes tienen mayores tasas de interés, ya que son percibidos como más riesgosos. Al respecto, existen diversos factores que determinan el riesgo soberano, como por ejemplo la solvencia del Estado emisor, la depreciación de la moneda local o la estabilidad política del país, tal como se mencionó previamente.

Diversos estudios como el de Kumar y Baldacci (2010) y el de Afonso, Arghyrou y Kontonikas (2015) señalan que, para economías de similar desarrollo económico, países con altos niveles de déficit fiscal y de deuda pública son percibidos como más riesgosos por los mercados financieros, por lo que sus bonos soberanos tendrán una tasa de interés más alta en comparación con países de que tiene menores niveles de déficit fiscal y de deuda pública. En ese sentido, la tasa de bonos soberanos es un indicador financiero que brinda información acerca de la percepción de riesgo que tienen los mercados financieros sobre la sostenibilidad fiscal de un determinado país.

Figura 27. Principales factores que explican la tasa de rendimiento de un bono



Nota: Figura extraída de BCRP (2021a).

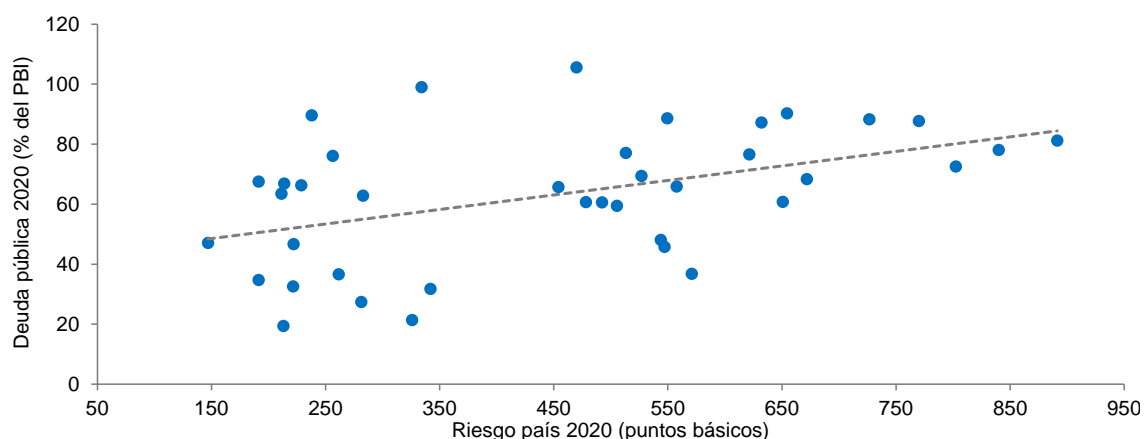
b) Riesgo país

El riesgo país, según BCRP (2011), es una medida de la probabilidad de que un país (principalmente emergente) incumpla las obligaciones financieras correspondientes a su deuda externa. Cuanto más crece el nivel del riesgo país de una nación determinada, ello implica que es mayor la probabilidad de que la misma ingrese en cesación de pagos o *default*. La incapacidad de pago puede originarse por diversas causas como: caída de la

disponibilidad de divisas, inestabilidad social, inestabilidad política, desconocimiento de deuda, declaración de moratoria, renegociación unilateral de los pagos, entre otras.

Uno de los principales indicadores de riesgo es el EMBI, el cual es calculado por J.P. Morgan. Este indicador, en términos sencillos, es la diferencia entre la tasa ponderada de una cesta de bonos soberanos en dólares de un país emergentes y la tasa ponderada de la cesta de bonos soberanos de Estados Unidos (la cual es considerada como libre de riesgo). Una de las versiones más utilizadas de este indicador es el EMBIG, el cual, según J.P. Morgan (1999), introduce criterios para añadir más países al cálculo de este indicador y con una mayor precisión²⁰, y fue creado en respuesta a la demanda de los inversores de un índice de referencia de deuda de mercados emergentes más amplio. Así, mientras mayor es el indicador de EMBIG de una economía, entonces mayor es su riesgo país. Por ello, tal como lo muestra la figura 28, los países emergentes que tienen mayores niveles de EMBIG son países que tienen mayores niveles de deuda pública.

Figura 28. *Deudas públicas y riesgo país de economías emergentes en 2020 (% del PBI y puntos básicos)*



Nota: Considera una muestra de 39 países emergentes. Elaborado con datos del FMI y del BCRP.

²⁰ El motivo de creación del EMBIG se debe a que desde la introducción del EMBI + en julio de 1995, la cantidad de emisores soberanos y cuasosoberanos de los mercados emergentes se ha expandido significativamente. Aunque las emisiones de estos países históricamente han cumplido con el requisito de tamaño mínimo de emisión de EMBI+, de US\$ 500 millones, no cumplieron con sus estrictos criterios de liquidez y, por lo tanto, fueron excluidas. El EMBIG, que utiliza criterios de selección de instrumentos más flexibles, incorpora la cobertura de esta porción creciente del universo de deuda de los mercados emergentes. Cabe precisar que en el EMBIG se incluyen los bonos Brady denominados en dólares estadounidenses, los eurobonos, los préstamos negociados y los instrumentos de deuda del mercado local emitidos por entidades soberanas y cuasosoberanas.

c) Credit Default Swaps

De acuerdo con Humala (2011), los CDS también son un indicador sobre la probabilidad de incumplimiento de pago de un bono soberano. Así, estos instrumentos son un derivado que tiene como subyacente a un instrumento financiero (puede ser un bono soberano, una acción, entre otros instrumentos financieros). El CDS actúa como un seguro para el instrumento financiero subyacente: el comprador del CDS lo adquiere como seguro, de tal manera que, si el emisor del instrumento financiero subyacente incumple con sus pagos, el vendedor del CDS paga al comprador del CDS lo correspondiente a este incumplimiento.

Así, si el emisor del instrumento financiero subyacente tiene un bajo riesgo crediticio, entonces el valor del CDS será menor. No obstante, si la probabilidad de incumplimiento es mayor, el valor del CDS aumenta. En la práctica, el valor del CDS de un bono soberano se puede calcular como la diferencia entre la tasa de interés de dicho bono y la tasa de interés del bono libre de riesgo (Estados Unidos, normalmente) para el mismo periodo de maduración. Mientras mayor sea el spread del CDS, mayor la percepción que el país emisor incumplirá sus condiciones.

d) Calificaciones crediticias

De acuerdo con lo indicado por S&P (2021a), las calificaciones crediticias son opiniones prospectivas sobre la calidad crediticia relativa de un emisor. Así, las calificaciones crediticias proporcionan un lenguaje global común y transparente para que los inversores se formen una opinión y comparen la probabilidad relativa de que un emisor pueda pagar sus deudas a tiempo y en su totalidad. Las calificaciones crediticias son solo uno de los muchos datos que los inversores y otros participantes del mercado pueden considerar como parte de sus procesos de toma de decisiones. Las principales calificadoras crediticia del mundo son S&P, Moody's y Fitch Ratings. En la tabla 3 se muestra las escalas de calificación de dichas agencias:

Tabla 3. Escalas de calificación crediticia de deuda soberana

CATEGORÍA	COMENTARIOS	MOODY'S	S&P	FITCH	DBRS	NICE
Grado de Inversión	Extrema capacidad para cumplir sus obligaciones financieras. La más alta calificación crediticia.	Aaa	AAA	AAA	AAA	AAA
		Aa1	AA+	AA+	AA(H)	AA+
		Aa2	AA	AA	AA	AA
	Muy fuerte capacidad para enfrentar sus obligaciones financieras.	Aa3	AA-	AA-	AA(L)	AA-
		A1	A+	A+	A(H)	A+
		A2	A	A	A	A
	Gran capacidad para cumplir con sus obligaciones financieras pero es más susceptible a cambios en las condiciones económicas que enfrenta.	A3	A-	A-	A(L)	A-
		Baa1	BBB+	BBB+	BBB(H)	BBB+
		Baa2	BBB	BBB	BBB	BBB
		Baa3	BBB-	BBB-	BBB(L)	BBB-
Grado Especulativo	Enfrenta inestabilidad debido a incertidumbre y su exposición a condiciones adversas.	Ba1	BB+	BB+	BB(H)	BB+
		Ba2	BB	BB	BB	BB
		Ba3	BB-	BB-	BB(L)	BB-
	Más vulnerable que la categoría 'BB', tiene la capacidad de cumplir sus obligaciones financieras pero condiciones adversas pueden limitar su capacidad de pago.	B1	B+	B+	B(H)	B+
		B2	B	B	B	B
		B3	B-	B-	B(L)	B-
	Actualmente vulnerable a condiciones adversas y depende de condiciones favorables para cumplir sus obligaciones financieras.	Caa1	CCC+			CCC+
		Caa2	CCC	CCC	CCC	CCC
		Caa3	CCC-			CCC-
	Actualmente muy vulnerable a condiciones adversas. El impago es esperado.		CC	CC	CC	CC
	El impago de una o más obligaciones financieras es inevitable o inminente. Bajo supervisión debido a su situación financiera.	Ca	R	C	C(H)	C
					C	
	Impago restringido. El emisor no ha pagado una o varias de sus obligaciones pero no se encuentra en proceso formal de impago. Pago selectivo de algunas obligaciones.	C	SD/D	RD	D	D
D						
No calificado.			NR			

Nora: Tabla extraída de MEF (2021a).

Además, las calificaciones crediticias son acompañadas de perspectivas crediticias. De acuerdo con S&P (2021b), una perspectiva crediticia evalúa la dirección potencial de una calificación crediticia en un plazo intermedio, que generalmente es de hasta dos años para el grado de inversión y generalmente hasta un año para el grado especulativo. Al determinar una perspectiva de calificación, se considera cualquier cambio en las condiciones económicas y/o fundamentales del negocio. Una perspectiva puede ser una de las siguientes:

- Positivo: se puede subir una calificación.
- Negativo: se puede bajar una calificación.
- Estable: no es probable que cambie una calificación.

Así, en términos generales, la calificación soberana es la calificación que se le asigna a un país acerca de su capacidad y compromiso de pago de la deuda pública. La capacidad de pago está en función a factores macroeconómicos que determinan los flujos de recursos fiscales (ingresos fiscales, ahorros fiscales, entre otros) que permiten pagar el servicio de la

deuda pública. El compromiso de pago está en función al historial crediticio del país, y a la credibilidad y consistencia de sus políticas fiscales.

De esta manera, las agencias calificadoras utilizan diversos criterios como la situación de las finanzas públicas, fortalezas institucionales, cuentas macroeconómicas externas, entre otros. La tabla 4 muestra con mayor detalle cada uno de estos componentes:

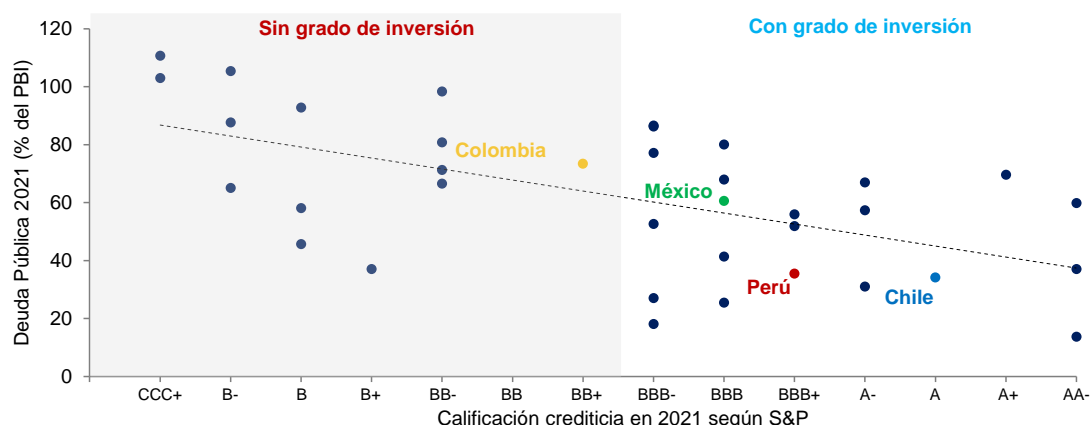
Tabla 4. Factores considerados para la asignación de calificaciones crediticias

S&P	Moody's	Fitch
Evaluación económica: Considera: (i) los niveles de ingresos del país medidos por su PBI per cápita, (ii) las perspectivas de crecimiento, y (iii) su diversidad y volatilidad económica.	Fortaleza económica: Considera el crecimiento potencial, la diversificación, la competitividad, el ingreso nacional y la resiliencia de la economía frente a choques.	Características estructurales: Los cuales harían a la economía más o menos vulnerable a los choques, incluidos los riesgos del sector financiero, riesgo político y los factores de gobernanza.
Evaluación institucional: Refleja cómo las instituciones y la formulación de políticas afectan los fundamentos crediticios de un país al brindar finanzas públicas sostenibles, promover un crecimiento económico equilibrado y brindar respuesta a los choques económicos o políticos.	Fortaleza Institucional: Considera si las características institucionales del país son propicias para respaldar su capacidad para pagar su deuda, así como la capacidad del gobierno para llevar a cabo políticas económicas que fomenten el crecimiento económico.	Desempeño, políticas y perspectivas macroeconómicas: Considera las perspectivas de crecimiento, la estabilidad económica y la coherencia y credibilidad de las políticas públicas.
Evaluación fiscal: Refleja opinión sobre la sostenibilidad de los déficits fiscales y deuda pública de un país.	Fortaleza fiscal: Captura la situación general de las finanzas públicas mediante el análisis de la carga de la deuda pública, del servicio de deuda y de la estructura de la deuda pública.	Finanzas públicas: Considera los balances presupuestarios, la estructura y sostenibilidad de la deuda pública y la probabilidad de la materialización de pasivos contingentes.
Evaluación externa: Corresponde a las transacciones y posiciones de todos las entidades del sector público y privado respecto al resto del mundo. Considera: (i) el estado de la moneda de un país en transacciones internacionales, (ii) la liquidez externa del país, y (iii) la posición externa del país.	Susceptibilidad a eventos de riesgo: Considera la capacidad del gobierno frente a riesgos producidos por eventos extremos repentinos (como, por ejemplo, crisis bancarias, cambiarias y políticas), donde estos puedan afectar severamente las finanzas públicas y aumentar la probabilidad de <i>default</i> .	Finanzas externas: Considera la sostenibilidad de los saldos en cuenta corriente y los flujos de capital, y el nivel y estructura de la deuda externa (pública y privada).
Evaluación monetaria: Refleja opinión sobre la capacidad de la autoridad monetaria de mantener una economía equilibrada y atenuar cualquier choque económico o financiero importante.		
Evaluación cualitativa: Que puede llevar a ajustar el nivel de calificación si existen factores que no se capturan completamente en la metodología de calificación y que tienen un impacto positivo o negativo en la opinión sobre la calidad crediticia.	Factor de expectativa al desempeño futuro del país: Es un factor de ajuste suplementario que permite capturar factores idiosincrásicos específicos de cada país que pueden no estar disponibles o no ser relevantes universalmente.	Pilar cualitativo: Que permite ajustar los factores que no se reflejan o no se reflejan completamente en la evaluación de los 04 pilares anteriores.

Nota: Elaborado en base a S&P (2017), Moody's (2019) y Fitch (2021).

Considerando que las calificaciones crediticias soberanas evalúan el grado de riesgo de que un país incumpla con su deuda pública, países que tienen una mejor calificación crediticia tienden a tener una menor deuda pública y países que tienen una peor calificación crediticia tienen a tener una mayor deuda pública. Esto se evidencia haciendo una comparación de las calificaciones crediticias y deudas públicas de países que tienen similar grado de desarrollo económico, tal como se muestra en la figura 29.

Figura 29. Deudas públicas y calificación crediticia de países emergentes en 2021 según S&P (% del PBI y calificación crediticia)

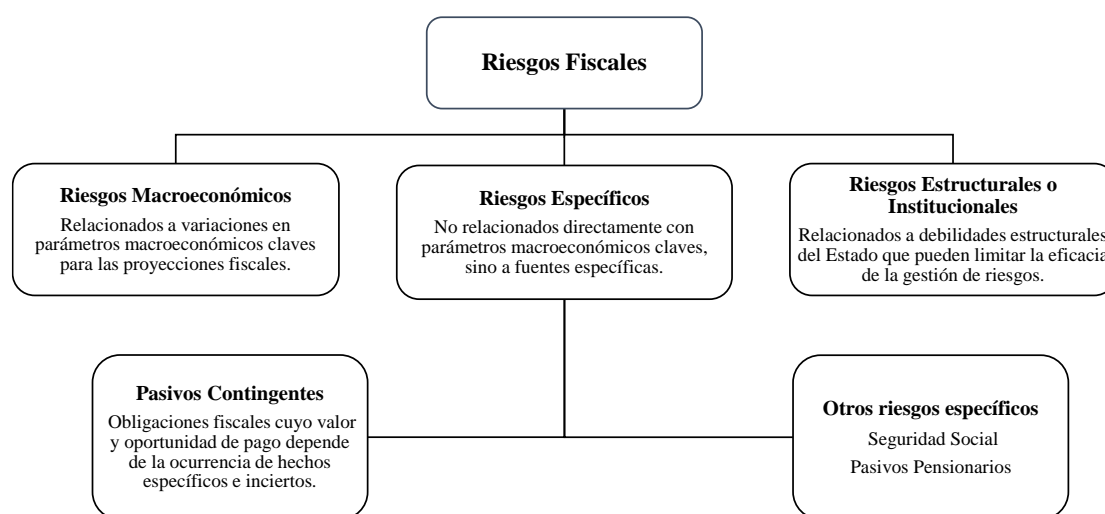


Nota: Considera una muestra de 36 países emergentes. Elaborado con datos del FMI y de S&P.

2.6. Riesgos fiscales

Las definiciones y el contenido general de este subcapítulo de riesgos fiscales corresponden a una compilación de las secciones de riesgos macrofiscales presentes en el Marco Macroeconómico Multianual de agosto de 2019 (MEF (2019)), de agosto de 2020 (MEF (2020)) y de agosto de 2021 (MEF (2021b)). Cabe señalar que los contenidos de dichos Marcos Macroeconómicos Multianuales asociados a riesgos fiscales estuvieron bajo mi responsabilidad.

Figura 30. Clasificación de Riesgos Fiscales



Nota: Figura extraída de MEF (2021b).

En general, los riesgos fiscales se definen como desviaciones no esperadas de las variables fiscales utilizadas para la elaboración del presupuesto público o para proyecciones fiscales de mayor horizonte. Esta definición; basada en el FMI (2016a) y FMI (2009b); considera que los riesgos fiscales están asociados usualmente a choques macroeconómicos o a la materialización de pasivos contingentes. Asimismo, también comprende riesgos fiscales asociados a cambios demográficos, a rigideces en la gestión de la política fiscal, entre otros.

Así, los riesgos fiscales pueden clasificarse en 3 grupos:

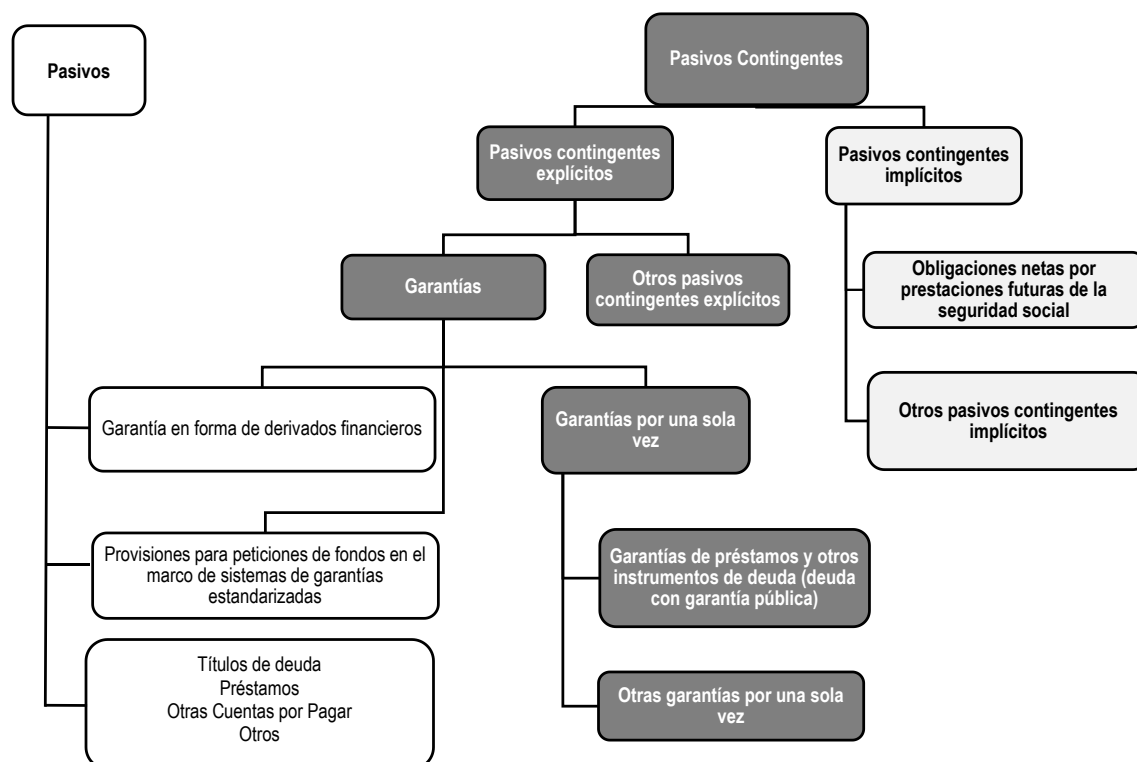
- *Los riesgos macroeconómicos* se refieren a la exposición de las finanzas públicas a variaciones en los parámetros macroeconómicos relevantes utilizados en las proyecciones (crecimiento del PBI, precios de bienes transables relevantes para la economía doméstica, tasas de interés, depreciación de la moneda local, entre otros). La evaluación de estos riesgos considera el análisis de distintos escenarios macroeconómicos, y sus consecuentes impactos en las cuentas fiscales y en la sostenibilidad fiscal.
- *Los riesgos fiscales específicos*, en contraste, no están relacionados directamente con los parámetros macroeconómicos o supuestos de proyección, sino que son más restringidos y surgen de pasivos contingentes y otras fuentes específicas. Así, por ejemplo, se tienen costos fiscales potenciales derivados de la ejecución de garantías gubernamentales; la posible necesidad de brindar apoyo fiscal a una empresa estatal, gobierno subnacional o sector financiero; o los gastos no programados que se destinan a programas de transferencia de asistencia social y previsional, entre otros.

El FMI (2013b) define como pasivos contingentes a las obligaciones cuyo momento y magnitud dependerá de la ocurrencia de un evento futuro incierto fuera del control del Estado. Esta definición pone en relieve la incertidumbre con respecto al tiempo y la magnitud del pago, e incluye la posibilidad de que el pago no se realice en absoluto, tal como lo indica Cebotari (2008). Es importante resaltar que la incertidumbre acerca del valor de los pasivos no los convierte en pasivos contingentes.

Asimismo, el FMI distingue y define dos tipos de pasivos contingentes: (i) explícitos, definidos como “mecanismos financieros jurídicos o contractuales que dan lugar a una exigencia condicional de efectuar pagos de valor económico”; e, (ii) implícitos, los cuales

“no tienen un origen jurídico ni contractual, sino que se reconocen después de cumplirse cierta condición o producirse determinado hecho”. La figura 31 muestra la clasificación de los pasivos contingentes que presenta FMI (2014a).

Figura 31. Clasificación de los pasivos contingentes.



Nota: Figura extraída de FMI (2014a).

- *Los riesgos estructurales o institucionales* están relacionados a las debilidades estructurales o institucionales del Estado, que pueden limitar la eficacia de la gestión del riesgo fiscal o aumentar la probabilidad de que ocurra un evento negativo. Por ejemplo, son más vulnerables las economías cuyos ingresos fiscales están muy concentrados en recursos naturales; o cuando existe un alto grado de rigidez en el gasto público, pues limita la optimización de su eficiencia.

Otras debilidades estructurales incluyen asignaciones excesivas de los ingresos fiscales a los programas de gastos específicos o dificultades en la coordinación de la política fiscal entre los diferentes niveles de gobierno. Estos limitan la capacidad para realizar medidas de política fiscal en respuesta a un choque, lo que puede amplificar el impacto de la materialización de algún riesgo fiscal. Asimismo, las limitaciones para identificar y

gestionar los riesgos fiscales constituyen, por sí mismas, una fuente de riesgo, pues dificultan la posibilidad de evaluar los impactos de los riesgos sobre las cuentas fiscales.

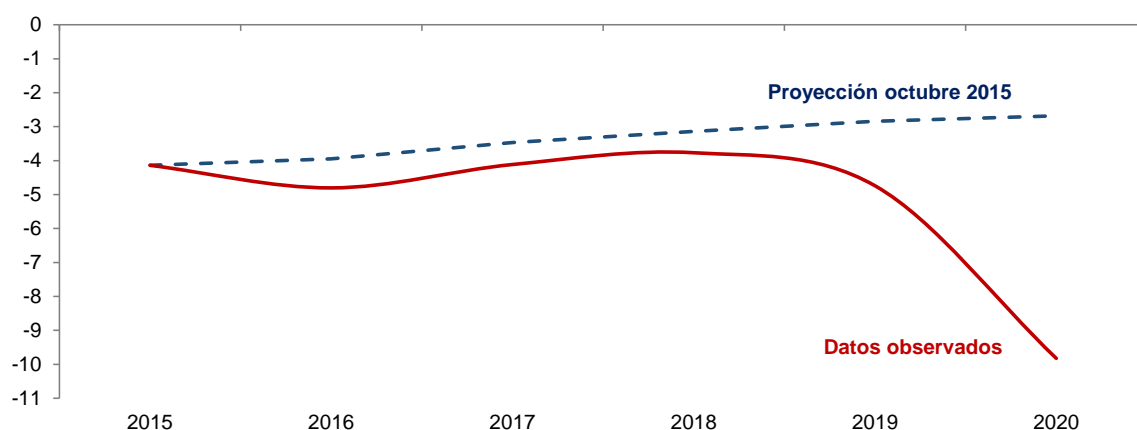
La importancia de identificar, cuantificar y gestionar los riesgos fiscales, de acuerdo con la experiencia internacional y el desarrollo de la economía global, se resume en los siguientes puntos:

- *Transparencia y rendición de cuentas.* Un aspecto relevante es la transparencia y rendición de cuentas a la población sobre la base de una sociedad democrática, según Kopits (2014). Además, la transparencia en la publicación de los riesgos fiscales permite una retroalimentación para su evaluación, cuantificación y gestión con agentes económicos relevantes como la academia, sector privado, entre otros. De esta manera, la mayor transparencia conlleva a una mayor credibilidad de la política fiscal.
- *Fortalecimiento de la gestión fiscal.* Provee a los hacedores de política un panorama más amplio de los impactos y riesgos de las decisiones de política fiscal, dado que brinda un mejor entendimiento de cómo se interrelacionan los riesgos fiscales con las demás variables macroeconómicas relevantes ante su materialización. De esta manera, configura una guía para la estrategia de gestión y transferencia de riesgos ante la ocurrencia de eventos adversos, identificando su naturaleza, con lo que se refuerza la sostenibilidad fiscal ante dichos eventos.
- *Altos costos fiscales generados por la materialización de riesgos fiscales.* Los resultados fiscales pueden diferir sustancialmente de las proyecciones del presupuesto u otras de mayor horizonte, debido a desviaciones en las expectativas de crecimiento económico, choques en los términos de intercambio, desastres naturales, necesidad de honrar las garantías dadas por el gobierno o demandas legales inesperadas, entre otros eventos. En muchos casos, las limitaciones para identificar y reaccionar oportunamente ante esos riesgos generaron costos adicionales para el Estado, crecimientos significativos de la deuda pública, dificultades de financiamiento e, incluso, crisis fiscales.

Por ejemplo, en 2015, en FMI (2015b) se proyectaba que la deuda pública de países emergentes sería de 48,7% del PBI en 2020. No obstante, durante el periodo 2016-2019, dichos países tuvieron un menor dinamismo del PBI y mayores déficits fiscales respecto

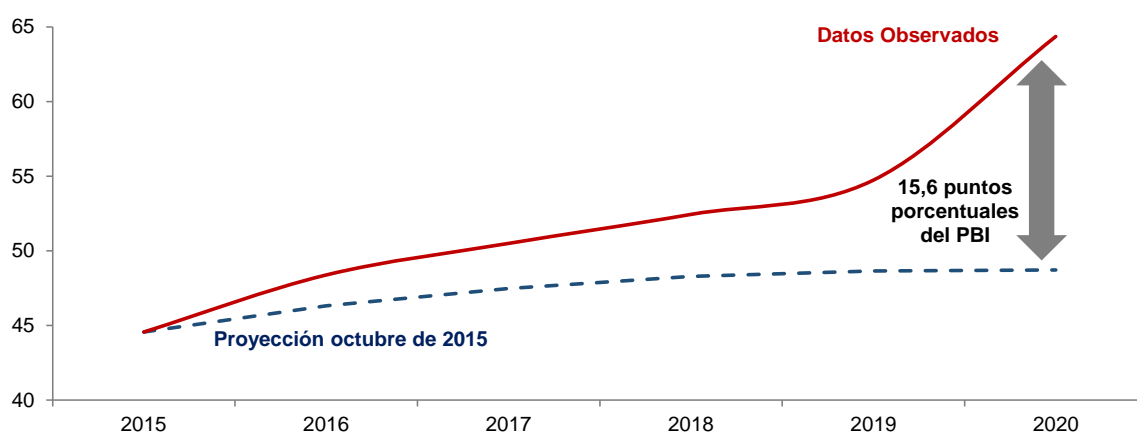
de lo esperado. Además, la ocurrencia de la COVID-19 en 2020 generó un significativo impacto negativo en el dinamismo de dichas economías y en sus cuentas fiscales. Así, la deuda pública promedio de dichos países fue equivalente a 64,4% del PBI en 2020 (15,6 p.p. del PBI mayor a lo que se proyectó en 2015), tal como se muestra en la figura 32 y la figura 33. Ello muestra que la materialización de riesgos fiscales puede tener impactos significativos sobre la sostenibilidad fiscal y escenarios base de proyecciones.

Figura 32. Resultado económico del gobierno general promedio de economías emergentes – datos observados y proyectados para el periodo 2015-2020 (% del PBI).



Nota: Elaborado con datos del FMI.

Figura 33. Deuda pública del gobierno general promedio de economías emergentes – datos observados y proyectados para el periodo 2015-2020 (% del PBI).

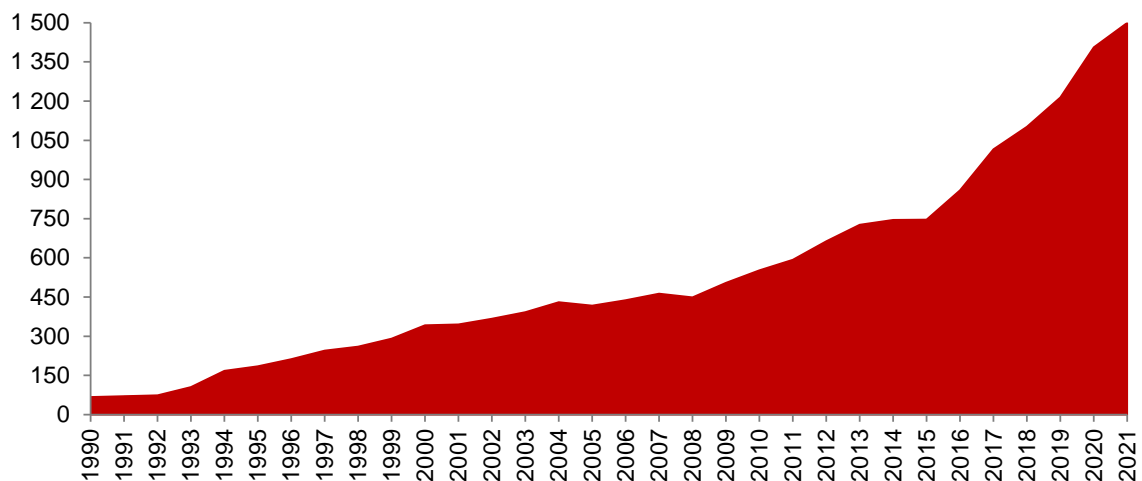


Nota: Elaborado con datos del FMI.

- Dado el mayor acceso de los países emergentes a los mercados financieros internacionales, las agencias calificadoras e inversionistas realizan evaluaciones más

frecuentes y exhaustivas de sus cuentas fiscales. El mayor dinamismo en la negociación de los títulos soberanos emergentes en los mercados secundarios ha generado evaluaciones con mayor frecuencia por parte de dichos agentes. Sumado a esto, la mayor sensibilidad de los mercados financieros, a raíz de la crisis financiera de 2009, conlleva a realizar una mejor identificación, cuantificación y gestión de los riesgos fiscales para acceder a mejores condiciones de financiamiento en los mercados de capitales internacionales. Así, la figura 34 muestra el incremento del stock de los bonos soberanos emitidos por economías emergentes.

Figura 34. Stock trimestral de bonos soberanos de economías emergentes emitidos en mercados internacionales desde 1990 hasta 2021 (Miles de millones de US\$).



Nota: Elaborado con datos del BIS.

Por otra parte, considerando la naturaleza de los riesgos fiscales y la experiencia internacional respecto a sus materializaciones, Kopits (2014) propone los siguientes enfoques para cuantificar sus impactos:

- *Estimaciones directas:* Consiste en la identificación y la cuantificación de la materialización de riesgos fiscales sobre el presupuesto público o sobre otras variables macroeconómicas como el PBI, empleo, entre otros. Si bien es ideal realizar este tipo de estimaciones para determinar su impacto directo en el presupuesto público, normalmente existe dificultad para realizarlas debido a, por ejemplo, disponibilidad de información, y comportamientos asimétricos y no lineales de la materialización de riesgos fiscales.

- *Análisis de sensibilidad:* Considerando las posibles complicaciones inherentes de las estimaciones directas, el análisis de sensibilidad surge como una alternativa práctica. Este análisis implica estimar desviaciones de proyecciones fiscales ante cambios discretos en variables macroeconómicas relevantes. El análisis de sensibilidad tiene como principal ventaja su simplicidad de cálculo y facilidad de comunicación. No obstante, su principal inconveniente es no considerar las interrelaciones entre las variables macroeconómicas y las correlaciones en la materialización de riesgos fiscales.
- *Estimaciones estocásticas:* Las estimaciones mediante metodologías estocásticas, además de incorporar incertidumbre, capturan las interacciones existentes entre las variables macroeconómicas relevantes y permite calcular probabilidades de ocurrencia en base a información histórica. No obstante, usualmente sus resultados no son sencillos de explicar y, en ocasiones, dicho enfoque puede llegar a ser costoso en términos de la complejidad del análisis y requerimientos de información.

Además, para la identificación, cuantificación y gestión de riesgos fiscales es importante determinar la naturaleza de estos. Así, según FMI (2009b) y FMI (2016a), la naturaleza de los riesgos fiscales puede determinarse en términos de endogeneidad, persistencia y frecuencia de ocurrencia:

- *Riesgos fiscales endógenos o exógenos.* Los riesgos fiscales endógenos son los generados por las acciones de política fiscal o con una significativa probabilidad que el evento fuese influenciado por acciones del Estado. En este caso, de manera correspondiente, estos riesgos pueden ser mitigados por un mayor control o mejor gestión pública. Respecto de los riesgos fiscales exógenos, estos están asociados a eventos fuera del control del Estado como crisis financieras internacionales, desastres naturales, entre otros. Las estrategias para mitigar el efecto de estos riesgos usualmente están asociadas a instrumentos que permitan transferir el riesgo a otros agentes, como los seguros, y a mantener un espacio fiscal prudente que permita implementar acciones rápidas y oportunas del Estado.
- *Riesgos fiscales transitorios o permanentes:* La persistencia del impacto de los riesgos fiscales tiene implicaciones relevantes para las decisiones de política fiscal. Por ejemplo, el incremento del déficit fiscal por factores macroeconómicos coyunturales no tiene un impacto significativo sobre la sostenibilidad fiscal, ya que los estabilizadores automáticos

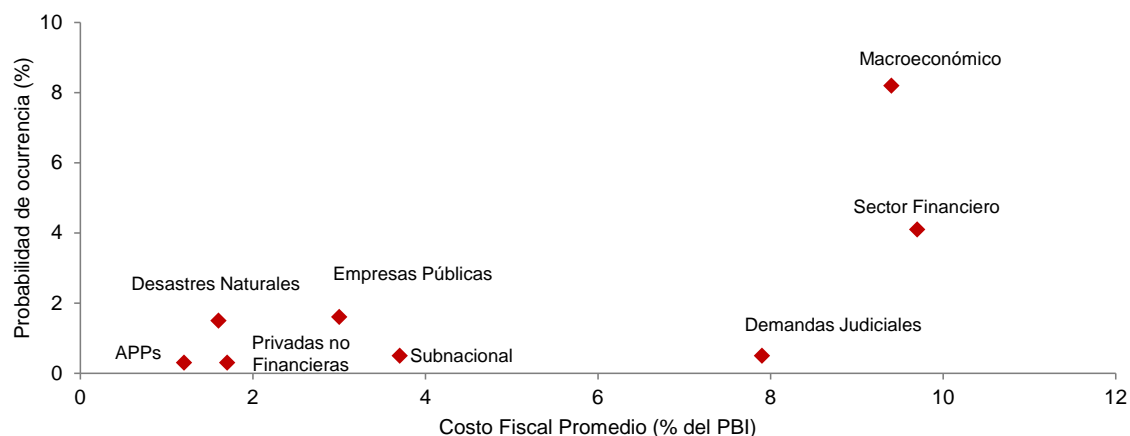
tienden a corregirlos. No obstante, choques permanentes que afectan la sostenibilidad fiscal de manera significativa requieren medidas de política fiscal más agresivas y/o estructurales.

- *Riesgos fiscales frecuentes o discretos.* Los riesgos fiscales frecuentes se refieren a eventos regulares que generan desvíos de las estimaciones fiscales respecto de los escenarios base. Estos pueden ser incorporados dentro del set de proyecciones fiscales de manera sencilla, por ejemplo, adoptando supuestos conservadores. Por su parte, los riesgos fiscales discretos se refieren a eventos que ocurren de manera irregular o que se tiene previsión que pueden ocurrir sin tener antecedentes, como por ejemplo desastres naturales asociadas al cambio climático.

Asimismo, es importante considerar la experiencia internacional respecto a la materialización de los riesgos fiscales para una adecuada gestión y respuesta de política fiscal ante estos eventos. Así, la materialización de los riesgos fiscales usualmente ha tenido las siguientes características:

- *Materializaciones de riesgos fiscales tienden a conllevar costos fiscales significativos:* A pesar de que la volatilidad de variables macrofiscales suele ser pequeña en un horizonte de un año, existen ocasiones en las que se da un deterioro significativo del entorno macroeconómico y financiero que conlleva a importantes incrementos de los déficits fiscales y de la deuda pública. Así, según FMI (2016), en promedio, la materialización de riesgos fiscales ha generado costos fiscales de 6% del PBI y 9% del PBI cada 12 y 18 años, respectivamente. Por otra parte, según Bova et al. (2016), los costos fiscales promedio de pasivos contingentes relacionados al sector financiero, sentencias judiciales, gobiernos subnacionales y empresas públicas son de 9,7%; 7,9%; 3,7% y 3,0% del PBI, respectivamente, tal como se muestra en la figura 35.

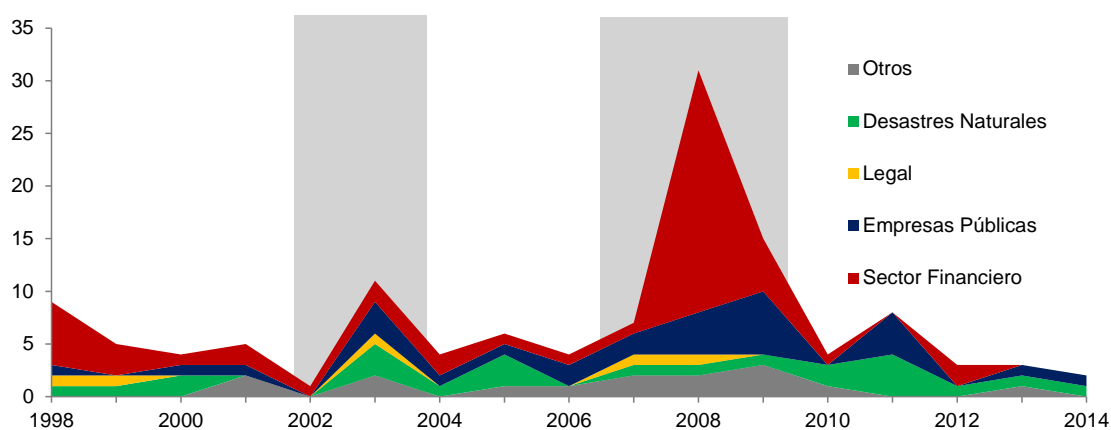
Figura 35. Costos fiscales y probabilidades de materialización de riesgos fiscales (% del PBI y %).



Nota: Elaborado con datos de Bova et al. (2016).

- *Materializaciones de riesgos fiscales tienden a ser correlacionados.* Normalmente periodos de bajo crecimiento económico o recesión tienden a gatillar la materialización de otros choques negativos, como crisis en el sector financiero, quiebra de empresas públicas, insostenibilidad de las finanzas públicas de gobiernos subnacionales, entre otros. Así, según información de Bova et al. (2016), en los años 2003 y 2009, años en los que registraron crisis financieras, también se materializaron riesgos fiscales asociados a empresas públicas, sentencias judiciales, entre otros, en un mayor número de eventos que en otros años, tal como se muestra en la figura 36. Además, según FMI (2016a), el costo directo promedio de la materialización de un pasivo contingente es 6% del PBI; no obstante, el incremento promedio del ratio de deuda pública sobre PBI es mayor al 15% del PBI.

Figura 36. Materializaciones de pasivos contingentes (Número de veces).

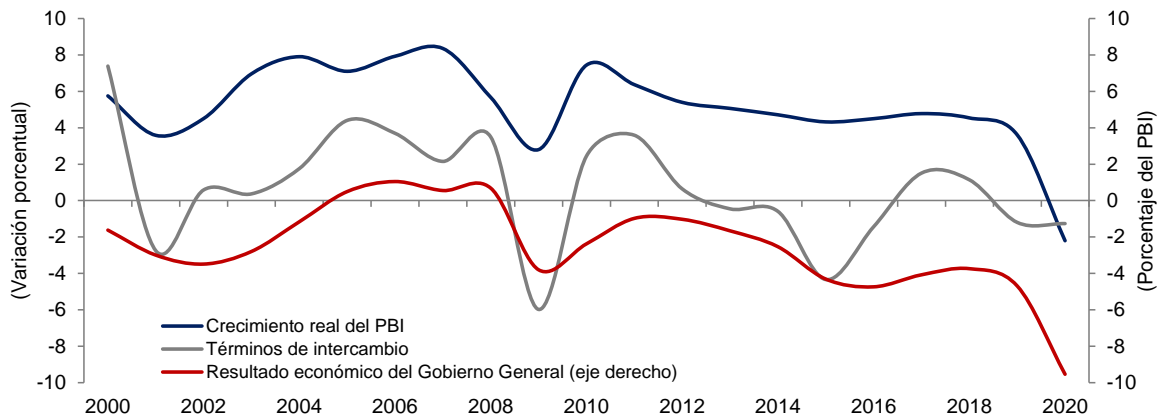


Nota: Elaborado con datos de Bova et al. (2016).

- *Impactos de la materialización de riesgos fiscales son asimétricos y no lineales:* Si bien existen choques fiscales positivos, normalmente los choques fiscales negativos tienen mayores impactos (asimetría). Además, los gobiernos usualmente tienden a incorporar más rápidamente en sus proyecciones los choques positivos que los choques negativos. Por otra parte, mientras que los análisis de escenarios macrofiscales usualmente asumen que los impactos de choques macroeconómicos son lineales en función del tamaño del choque, los choques de gran tamaño tienden a tener efectos más que proporcionales en las cuentas fiscales respecto de choques pequeños (no linealidad).

Según FMI (2016a), estos impactos no lineales y asimétricos se deben por particularidades en el gasto público y en los ingresos fiscales. Respecto del gasto público, sus rigideces conllevan a que sea difícil reducir, en años posteriores al choque, el incremento del gasto público realizado en épocas de choques negativos significativos. Por el lado de los ingresos fiscales, los choques pueden tener efectos grandes a medida que las utilidades de las empresas caen y las pérdidas son percibidas por varios años, lo que, sumado al incremento de la evasión y elusión tributaria, conlleva a una reducción de los ingresos como proporción del PBI. Así, por ejemplo y como se muestra en la figura 37, las economías emergentes tuvieron superávits fiscales durante el periodo 2005-2008, luego de tener déficits fiscales sistemáticamente. Estos resultados positivos se basaron en las altas tasas de crecimiento del PBI y en términos de intercambio favorables durante dicho periodo. No obstante, ante la ocurrencia de la crisis financiera de 2009 y el choque significativo que tuvieron los términos de intercambio en el periodo 2013-2015, las economías emergentes volvieron a tener déficits fiscales significativos, los cuales se mantuvieron en alrededor de 4% del PBI hasta 2019. En 2020, la ocurrencia de la COVID-19 deterioró aún el déficit fiscal promedio de las economías emergentes (ubicándose en cerca de 10% del PBI), debido a la caída del PBI que tuvieron en dicho año (lo que impactó negativamente en los ingresos fiscales) y a la necesidad de un mayor gasto fiscal para hacer frente a la emergencia sanitaria.

Figura 37. Crecimiento del PBI, términos de intercambio y resultado económico del gobierno general de economías emergentes entre 2000 y 2020 (Variación % y % del PBI).



Nota: Elaborado con datos del FMI y BCRP.

Por último, otro elemento importante de la evaluación de los riesgos fiscales es elaborar un análisis de errores de proyecciones fiscales realizadas por el ministerio de Hacienda del país. Ello permite determinar si tiene o no sesgos sistemáticos sobre proyecciones de los agregados fiscales relevantes. Al respecto, *Minister for Finance of the Commonwealth of Australia* (2016) indica que una evaluación de los errores de proyecciones fiscales permite brindar mayor transparencia, es consistente con la práctica de muchas otras agencias fiscales internacionales para mejorar la precisión de las proyecciones y permite mostrar la incertidumbre inherente a las proyecciones.

2.7. Métodos de estimación de la sostenibilidad fiscal

Vale destacar que, como señala Center for International Governance Innovation (2018), las evaluaciones de la sostenibilidad fiscal son ejercicios prospectivos y existen múltiples trayectorias de posibles resultados primarios que estarán no solo en función a las decisiones de política fiscal, sino también a eventos exógenos que inciden, por ejemplo, sobre el crecimiento del PBI y el tipo de cambio.

En ese sentido, antes de presentar algunos métodos de estimación de la sostenibilidad fiscal, es importante que se muestren cuáles son los determinantes de la deuda pública y su interacción entre ellos.

de gasto público, respectivamente) influyen en el crecimiento del PBI en el corto y largo plazo. Para ello, es importante considerar características estructurales como niveles de evasión y elusión tributaria, la eficiencia del gasto público y la gestión de las finanzas públicas que permitan controlar los sesgos de la política fiscal.

- C. El resultado económico incide en la dinámica de la deuda pública y de los ahorros fiscales. Un resultado económico negativo corresponde a un déficit fiscal, el cual puede ser financiado mediante endeudamiento (generando una acumulación de deuda pública) y/o ahorros fiscales (generando una desacumulación de ahorros fiscales). Un resultado económico positivo corresponde a un superávit fiscal, el cual permite reducir la deuda pública (mediante amortizaciones financiadas con ingresos fiscales) y/o acumular ahorros fiscales.

- D. El nivel de deuda pública es una medida de percepción de riesgo soberano, por lo cual es un factor que determina las tasas de interés de endeudamiento público. Por ejemplo, una mayor deuda pública puede conllevar a mayores tasas de interés y, por lo tanto, a mayores pagos de intereses, generando así un menor resultado económico. Cabe señalar que las variaciones de las tasas de interés tendrán impacto en las cuentas fiscales en función a la proporción que tiene la deuda pública a tasa fija, y a su vida media (debido a los plazos promedio a los cuales la deuda pública está expuesta al riesgo de refinanciamiento).

- E. El tipo de cambio influye en la deuda pública en función a la proporción que tiene denominada en moneda extranjera. A una mayor proporción de deuda pública en moneda extranjera, mayor es su exposición a las fluctuaciones del tipo de cambio. Por otra parte, un nivel elevado de deuda pública y que tenga una alta proporción de acreedores externos puede tener una influencia relevante en la dinámica del tipo de cambio. Ello debido a que el Estado pagará periódicamente un servicio de deuda (intereses y amortizaciones) principalmente en moneda extranjera y en un monto no poco significativo, el cual implicaría una salida de divisas del país con un consecuente impacto en el tipo de cambio.

F. La gestión de la política monetaria contribuye a la estabilidad macroeconómica mediante una inflación baja y estable. Asimismo, la política cambiaria influye en el dinamismo del tipo de cambio.

G. El sector externo influye en la dinámica del crecimiento del PBI y del tipo de cambio a través de, por ejemplo, los términos de intercambio, y el dinamismo de las exportaciones e importaciones.

Uno de los primeros enfoques estándar para evaluar la sostenibilidad fiscal fue propuesto en Buitier (1985) y Blanchard (1990). La metodología propuesta por estos autores fue una de las más utilizadas por su sencillez. La lógica es encontrar el resultado primario que estabiliza la deuda pública en un nivel deseado y evaluar si dicho resultado primario es factible de conseguir. Para ello, consideran la siguiente expresión:

$$\bar{d} \frac{(\bar{r} - \bar{g})}{(1 + \bar{g})} = \bar{r}\bar{p}$$

Donde:

- \bar{d} : Deuda pública en el largo plazo (en porcentaje del PBI).
- $\bar{r}\bar{p}$: Resultado primario en el largo plazo (en porcentaje del PBI).
- \bar{r} : Tasa de interés real de largo plazo de la deuda pública (en porcentaje).
- \bar{g} : Crecimiento real del PBI en el largo plazo (en porcentaje).

Por otra parte, Bohn (1998) propuso un concepto alternativo de sostenibilidad fiscal frente a uno basado en series de tiempo²¹. El autor señala que el ratio de deuda pública sobre PBI puede ser influenciado por otros factores más allá de una decisión de política fiscal (por ejemplo, por un alto crecimiento del PBI); sin embargo, lo relevante es determinar cómo responde la autoridad fiscal ante variaciones de la deuda pública para garantizar su sostenibilidad. En ese sentido formula la siguiente expresión:

²¹ Dicho criterio de series de tiempo establece un análisis de la ecuación de la dinámica de la deuda pública, buscando rechazar la hipótesis de raíz unitaria, es decir que el parámetro conocido como diferencial de tasa de interés y crecimiento (*interest rate-growth diferencial*) sea menor a uno, garantizando la sostenibilidad de la deuda. Sin embargo, como señala Bohn (1998), no es suficiente con rechazar la hipótesis de raíz unitaria para asegurar sostenibilidad fiscal, ya que el ratio de deuda pública puede verse afectado por diversos choques, más allá de las decisiones de política fiscal.

$$rp_t = \gamma d_t + z_t$$

Donde:

- d_t : Deuda pública en el año “t” (en porcentaje del PBI).
- rp_t : Resultado primario en el año “t” (en porcentaje del PBI).
- z_t : Contiene otros determinantes del resultado primario, expresados en porcentaje del PBI, tales como niveles de gasto o indicadores del ciclo económico.

De esta manera, el autor señala que un valor positivo del parámetro γ garantiza la sostenibilidad fiscal.

Actualmente, una de las metodologías más utilizadas para evaluar la sostenibilidad fiscal es a través del análisis de la sostenibilidad de la deuda pública propuesta por el FMI (2013a). En dicho documento, se señala que la deuda pública puede considerarse sostenible si el resultado primario necesario para estabilizarla, bajo escenarios base y alternativos realistas, es económica y políticamente factible²². Así, se realizan diversos escenarios de la deuda pública en función a sus determinantes macrofiscales utilizando la siguiente expresión:

$$d_t = \frac{(1 + i_t)d_{t-1}}{(1 + g_t)(1 + \pi_t)} + \frac{\varepsilon_t(1 + i_t^e)d_{t-1}^e}{(1 + g_t)(1 + \pi_t)} - rp_t + otros_t$$

Donde:

- d_t : Deuda pública en el año “t” (en porcentaje del PBI).
- d_{t-1}^e : Deuda pública denominada en moneda extranjera en el año “t” (en porcentaje del PBI).
- rp_t : Resultado primario en el año “t” (en porcentaje del PBI).
- g_t : Crecimiento real del PBI en el año “t” (en porcentaje).
- π_t : Inflación o deflactor del PBI en el año “t” (en porcentaje).
- ε_t : Depreciación de la moneda local en el año “t” (en porcentaje).
- i_t : Tasa de interés implícita de la deuda pública en el año “t” (en porcentaje).

²² Esta definición también implica que el nivel de deuda pública sea consistente con un bajo riesgo de refinanciamiento y preservando un nivel apropiado de crecimiento potencial de la economía.

- i_t^e : Tasa de interés implícita de la deuda pública en moneda extranjera en el año “t” (en porcentaje).
- $otros_t$: Tales como prefinanciamientos, uso o acumulación de activos financieros, entre otros, en el año “t” (en porcentaje del PBI).

Asimismo, en dicho documento se muestra la siguiente expresión para la desagregación de la dinámica pasada y futura de la deuda pública en función a sus determinantes macrofiscales:

$$\Delta d_t = \frac{1}{(1 + g_t)(1 + \pi_t)} [d_{t-1}(i_t - \pi_t(1 + g_t)) + \varepsilon_t(1 + i_t^f)d_{t-1}^f - d_{t-1}g_t] - rp_t + otros_t$$

Contribución de la tasa de interés efectiva
Contribución del tipo de cambio
Contribución del crecimiento real del PBI
Contribución del resultado primario

Por otra parte, en BID (2013) se muestra una metodología de proyección estocástica la deuda pública, con la cual se estiman probabilidades de que la deuda pública pueda superar determinados umbrales, ello reconociendo que existe incertidumbre en el horizonte de proyección. Esta metodología consiste en determinar simulaciones de las trayectorias de la deuda pública, utilizando la ecuación de la dinámica de la deuda pública mostrada previamente y considerando co-movimientos entre sus determinantes macrofiscales mediante un modelo VAR. Así, se puede construir una distribución de probabilidad del ratio de deuda pública sobre PBI, la cual se puede representar mediante un gráfico de abanico (*fan chart*) que muestre la proyección estocástica de la deuda pública.

Esta metodología permite superar algunas debilidades de la metodología del FMI (2013a), ya que sí se considera co-movimientos de los determinantes de la dinámica de la deuda pública: mientras que la del FMI (2013a) considera un análisis estático (es decir, si una variable cambia su valor, las demás variables no se ajustan automáticamente). Además, la metodología del FMI (2013a) no considera incertidumbre para el horizonte de proyección, aspecto que sí es abarcado por la metodología del BID (2013a). No obstante, es importante señalar que la metodología del BID (2013a) podría tener ciertas dificultades relacionadas a una adecuada comunicación de sus resultados, por su complejidad, y al esfuerzo computacional requerido para hacer los cálculos. En ese sentido, usualmente se suelen presentar ambos enfoques para encontrar un equilibrio entre simplicidad y rigurosidad.

Adicionalmente, se tiene la metodología de sostenibilidad fiscal considerando fatiga fiscal, la cual fue propuesta en Ghosh et al. (2013). Esta metodología considera que la deuda pública es sostenible si se encuentra por debajo de umbral a partir del cual la deuda pública tiene una tendencia creciente y explosiva.

Para determinar este umbral, los autores consideran una función de reacción fiscal y el concepto de “fatiga fiscal”, la cual se refiere al hecho de que no se puede mejorar el resultado primario (ya sea mediante incrementos en los impuestos o reducciones del gasto público) de manera indefinida. Ello debido a que cada vez es más difícil mejorar el resultado primario para estabilizar mayores niveles de deuda, considerando que existen niveles mínimos de gasto público para la operatividad del estado y que existe un “nivel máximo” de ingresos fiscales. En ese sentido, la deuda pública será sostenible mientras esté más alejada de dicho umbral.

2.8. Marco legal de las reglas fiscales en Perú

Las reglas fiscales de mediano plazo vigentes al cierre de 2019 (año previo a la COVID-19) se encuentran determinadas en el Marco Macrofiscal aprobado por el Decreto Legislativo N° 1276, Decreto Legislativo que aprueba el Marco de la Responsabilidad y Transparencia Fiscal. Los principales elementos de dicho Marco Macrofiscal son:

- *Reglas fiscales*: Las cuales establecen límites a la deuda pública, al déficit fiscal y al gasto público para guiar el manejo prudente de las finanzas públicas para asegurar la sostenibilidad fiscal y, así, contribuir con la estabilidad macroeconómica.
- *Marco Macroeconómico Multianual*: Es el documento más relevante que el Estado peruano emite en materia económica. Contiene las proyecciones macroeconómicas y sus supuestos por un periodo de cinco años. Además, constituye el soporte técnico macroeconómico del presupuesto público del siguiente año fiscal. Asimismo, es un medio de comunicación acerca de los objetivos de política macroeconómica y fiscal en competencia del MEF
- *Fondo de Estabilización Fiscal*: El cual se constituye como uno de los principales elementos de la política fiscal contracíclica, ya que principalmente acumula recursos en épocas favorables (como altos niveles de crecimiento económico mundial y local, y/o altos precios de *commodities* relevantes para el país), para luego ser utilizados como

fuerza de financiamiento complementaria de acciones de política fiscal frente a eventos adversos como crisis económicas, desastres naturales, entre otros.

- *Consejo Fiscal*: Entidad autónoma que brinda opinión no vinculante sobre las finanzas públicas. Fortalece la transparencia e institucionalidad fiscal.
- *Documentos de transparencia*: Se tienen el Reporte Fiscal Trimestral, el cual informa sobre el avance del cumplimiento de las reglas fiscales y el estado de las finanzas públicas al cierre de cada trimestre. Asimismo, también se tiene la Declaración de Cumplimiento de Responsabilidad Fiscal, en el cual se evalúa el cumplimiento de las reglas fiscales del año previo.

De acuerdo a la exposición de motivos del Decreto de Urgencia N° 079-2021, mostrada en SPIJ (2021) y que estuvo bajo mi responsabilidad, las cuatro reglas fiscales determinadas en dicho Marco Macrofiscal son las siguientes: (i) la deuda pública del SPNF no debe superar el 30% del PBI²³; (ii) el déficit fiscal del SPNF no debe ser mayor a 1% del PBI; (iii) el gasto no financiero del GG no debe crecer más que el crecimiento promedio de 20 años del PBI²⁴; y (iv) el gasto corriente excluyendo mantenimiento, del GG no debe crecer por encima del crecimiento del gasto no financiero total²⁵. Así, tal como se muestra en la figura 39, dichas reglas operan entre sí para asegurar el manejo sostenible de las finanzas públicas. Al respecto:

- Para tener un mejor control de la deuda pública (el cual es un stock), es relevante controlar al déficit fiscal, ya que es uno de los principales flujos que incide en el stock de la deuda pública.
- Además, para tener un mejor control del déficit fiscal, es importante gestionar el flujo que está bajo un mayor control del Estado, el cual es el gasto público (ello considerando que los ingresos fiscales son más exógenos que el gasto público, dado que están más en función a la dinámica del crecimiento del PBI). Además, tener un límite al gasto público no financiero permite que, en épocas de auge económico, estos gastos no crezcan al

²³ Excepcionalmente y siempre que se cumpla la regla de resultado económico y la regla del gasto no financiero de Gobierno General, la deuda pública puede tener un desvío temporal no mayor a 4 p.p. del PBI.

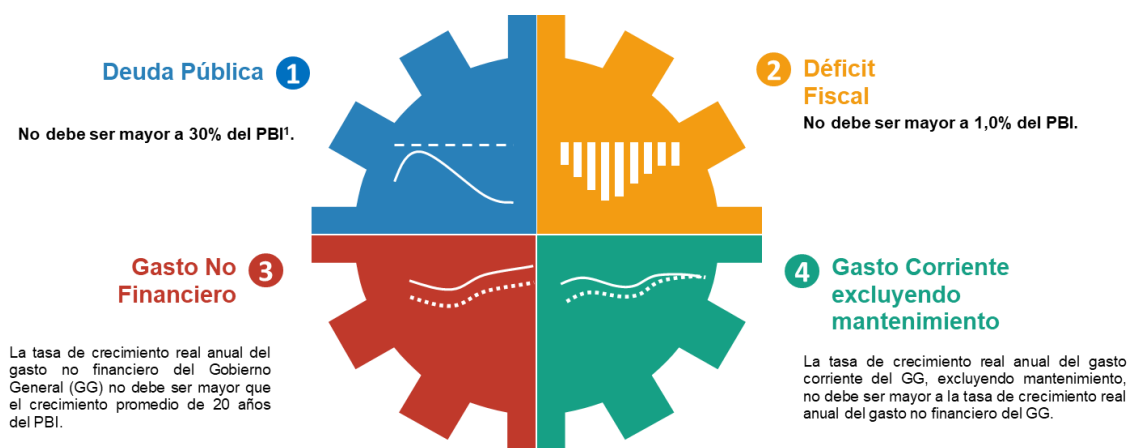
²⁴ En específico, la tasa de crecimiento real anual del gasto público no financiero del GG no debe ser mayor al límite superior del rango de más y menos un punto porcentual (+/- 1 p.p.) de la resultante del promedio de veinte años del crecimiento real anual del PBI. Para calcular dicho promedio se utilizan las tasas del crecimiento real del PBI de quince años previos a la elaboración del MMM, el estimado del año fiscal en que se elabora el referido MMM y las proyecciones de los cuatro años posteriores contemplados en el citado documento.

²⁵ En específico, la tasa del crecimiento real anual del Gasto Corriente del GG, excluyendo el gasto de mantenimiento, no puede ser mayor al límite inferior del rango señalado en la regla fiscal referida al Gasto No Financiero del GG y en ningún caso mayor al crecimiento real del Gasto No Financiero del GG.

mismo nivel de los ingresos fiscales. Ello debido a que se puede cumplir con la regla de déficit fiscal de 1% del PBI teniendo ingresos fiscales equivalentes a 20% del PBI y gasto público no financiero equivalente a 21% del PBI²⁶, como también teniendo ingresos fiscales equivalentes a 28% del PBI (asociados, por ejemplo, a un incremento extraordinario y temporal de los ingresos fiscales) y gasto público no financiero equivalente a 29% del PBI. Así, en el escenario de mayores ingresos fiscales temporales, tener dicho nivel de gasto implicaría caer en el sesgo hacia el déficit fiscal (gastar todos los ingresos fiscales disponibles y no ahorrar recursos en tiempos favorables para utilizarlos frente a eventos adversos).

- Por otra parte, la regla de gasto corriente permite que se limite el crecimiento de este tipo de gasto y así la inversión pública pueda tener espacio para dinamizar a la economía tanto al corto como al largo plazo. Ello considerando que normalmente la inversión pública tiene un mayor multiplicador fiscal. Así, este tipo de regla busca limitar el sesgo en contra de la inversión pública.

Figura 39. Reglas macrofiscales determinadas en el Decreto Legislativo N° 1276.



Nota: 1/ Excepcionalmente y siempre que se cumpla la regla de resultado económico y la regla del gasto no financiero de Gobierno General, la deuda pública puede tener un desvío temporal no mayor a 4 p.p. del PBI. Elaboración propia.

El marco macrofiscal también incluye una regla para años de elecciones y cláusulas de excepción que permitirá incrementar o reducir la meta de déficit fiscal en caso de desastre o choque externo significativo, o cuando las condiciones de la economía así lo demanden²⁷.

²⁶ Asumiendo, solo por sencillez del ejercicio, que los intereses son iguales a 0.

²⁷ En específico, en los numerales 7.1 y 7.2 del artículo 7 del Decreto Legislativo N° 1276 se señala que, entre otros aspectos, las reglas macrofiscales señaladas son de obligatorio cumplimiento y pueden ser modificadas de manera excepcional en los casos de desastre o de choque externo significativos, que afecten los ingresos, o

Es de resaltar que el diseño de las reglas macrofiscales del país tiene en cuenta la composición del gasto público, en línea con las recomendaciones del BID (2018). En particular, dicha entidad destaca la importancia de complementar las reglas fiscales agregadas con reglas fiscales de doble condición, es decir, aquellas que evitan el sesgo negativo en contra de la inversión pública. De esta manera, las reglas de crecimiento para el gasto total y el gasto corriente buscan limitar el crecimiento del gasto poco flexible y, a la vez, preservar los niveles de inversión pública, sobre todo en un contexto de consolidación fiscal. Además, según dicho documento, la evidencia sugiere que estas reglas son deseables ya que los países que las han aplicado registraron un mayor crecimiento y redujeron la volatilidad de sus fluctuaciones económicas.

Otro de los elementos importantes del Marco Macrofiscal es el MMM, el cual, como se mencionó previamente, contiene las proyecciones oficiales de variables macroeconómicas y fiscales del país, es el sustento técnico macroeconómico del presupuesto público del siguiente año fiscal, y comunica los objetivos en materia macroeconómica y fiscal en el ámbito de competencia del MEF. Este documento se publica a fines de agosto de cada año en la página web del MEF y en el diario oficial El Peruano, previa aprobación del Consejo de Ministros y con opinión del Consejo Fiscal. Es preciso señalar que el MMM contiene los siguientes ítems: (i) lineamientos de la política económica, (ii) declaración de política fiscal, (iii) lineamientos de política tributaria, (iv) proyecciones macroeconómicas y fiscales, (v) determinación de las reglas fiscales, y (vi) análisis de riesgos fiscales.

Las proyecciones publicadas en el MMM son consistentes entre sí. Ello implica las proyecciones fiscales se realizan de acuerdo con las estimaciones económicas del escenario internacional y actividad económica local. En esa línea, las proyecciones del panorama internacional consisten en cifras del PBI mundial y de precios de *commodities*; mientras que las estimaciones del panorama local consideran la proyección del PBI del país y los balances macroeconómicos. Estas cifras sustentan las proyecciones de las finanzas públicas, las cuales se observan de forma desagregada en: ingresos públicos, gasto no financiero, resultado económico y deuda pública. También es importante mencionar que, las proyecciones fiscales

cuando la actividad económica por factores exógenos requiera modificar el resultado económico. Cabe señalar que esta modificación temporal debe establecer explícitamente el retorno gradual al conjunto de reglas establecidas en el artículo 6 de dicho Decreto Legislativo.

están sujetas al cumplimiento de las reglas fiscales vigentes en dicho periodo. Así, la figura 40 resume lo expresado en este párrafo.

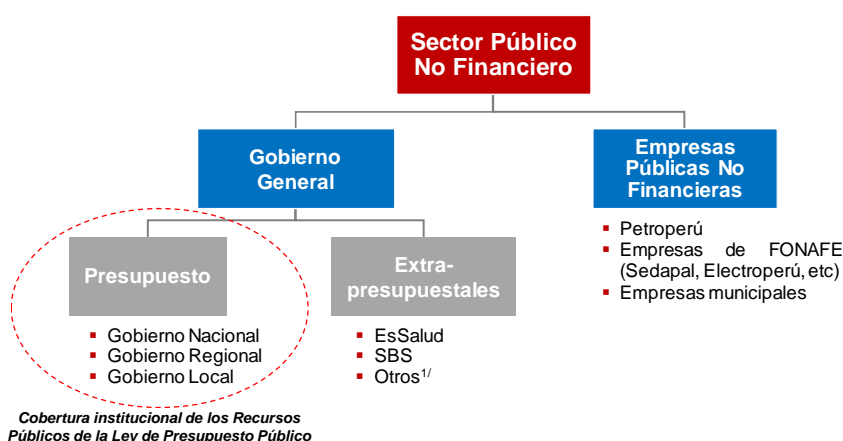
Figura 40. Vinculación entre proyecciones macroeconómicas y fiscales.



Nota: Elaboración propia.

Así, la elaboración del presupuesto público se realiza en base a las reglas fiscales vigentes y las proyecciones del MMM. Por ejemplo, el financiamiento de los recursos del presupuesto público está en línea con las proyecciones de ingresos fiscales (mediante las proyecciones macroeconómicas y la política tributaria actual) y resultado económico (el cual determina la necesidad de nuevo endeudamiento y/o variación de ahorros fiscales). Vale mencionar que las proyecciones fiscales se realizan para la cobertura del SPNF, el cual incluye el gobierno general (entidades presupuestales y extrapresupuestales) y las empresas públicas no financieras, tal como se muestra en la figura 41.

Figura 41. Cobertura institucional de las reglas fiscales



Nota: 1/ Sociedades de beneficencia, FONAHPU, entre otros. Elaboración propia.

Es importante señalar que el primer Marco Macrofiscal de Perú fue instaurado a fines de 1999 y desde entonces se ha perfeccionado, acorde a las mejores prácticas internacionales,

para optimizar la gestión de la política fiscal. Así, tal como lo muestran Butrón y Céspedes (2018) en la figura 42, este proceso de continua optimización llevó a la promulgación del último Marco Macrofiscal mediante el Decreto Legislativo N° 1276.

Figura 42. *Proceso de fortalecimiento del Marco Macrofiscal del país.*

	Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal ¹	Ley de Fortalecimiento de la Responsabilidad y Transparencia Fiscal	Marco de Responsabilidad y Transparencia Fiscal
Norma Legal	Leyes 27245 y 27958	Ley 30099	Decretos Legislativos 1276 y 1275
Año de promulgación	1999 y 2003	2013	2016
Principio general	Asegurar el equilibrio o superávit fiscal en el mediano plazo	Asegurar permanentemente la sostenibilidad fiscal, otorgar predictibilidad al financiamiento del gasto público y gestionar riesgos fiscales	Asegurar permanentemente la sostenibilidad fiscal, la predictibilidad del gasto público y el manejo transparente de las finanzas públicas
Reglas fiscales	<ul style="list-style-type: none"> - Regla de gasto no financiero² - Regla de déficit - Regla de variación de la deuda - Reglas para gobiernos regionales y gobiernos locales - Reglas para años electorales 	<ul style="list-style-type: none"> - Regla de gasto no financiero basada en una guía de balance estructural - Regla de gasto en materia de personal y pensiones - Reglas para gobiernos regionales y gobiernos locales - Reglas para años electorales 	<ul style="list-style-type: none"> - Regla de gasto no financiero - Regla de gasto corriente - Regla de déficit - Regla de deuda - Reglas para gobiernos regionales y gobiernos locales - Reglas para años electorales
Gestión macroeconómica	<ul style="list-style-type: none"> - Cláusulas de excepción - Fondo de Estabilización Fiscal 	<ul style="list-style-type: none"> - Cláusulas de excepción - Fondo de Estabilización Fiscal 	<ul style="list-style-type: none"> - Cláusulas de excepción - Fondo de Estabilización Fiscal - Fondo de Infraestructura Pública y Servicios Públicos
Fortalecimiento institucional, transparencia y rendición de cuentas	<ul style="list-style-type: none"> - Marco Macroeconómico Multianual - Declaración de cumplimiento - Informes de seguimiento 	<ul style="list-style-type: none"> - Declaración de Política Macrofiscal³ - Marco Macroeconómico Multianual que incluye un análisis de riesgos fiscales - Declaración de cumplimiento - Informe de contingencias explícitas - Informes de seguimiento - Consejo Fiscal 	<ul style="list-style-type: none"> - Marco Macroeconómico Multianual⁴ que incluye una evaluación de contingencias explícitas y un análisis de riesgos fiscales - Declaración de cumplimiento - Informes de seguimiento - Consejo Fiscal

Nota: Al considerarse únicamente las principales características y modificaciones al Marco Macrofiscal, se excluyen normas reglamentarias, Modificatorias y complementarias. Asimismo, no se explicitan los cambios en los criterios de cobertura para las reglas fiscales. 1/ La Ley de Prudencia y Transparencia Fiscal (Ley N° 27245) fue fortalecida y renombrada como Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal (Ley N° 27958) en mayo de 2003. 2/ La regla de crecimiento del gasto fue restringida para una cobertura de gasto corriente (gasto de consumo) a partir del año 2007. 3/ La declaración de política macro fiscal explicita la guía de balance estructural correspondiente al período del mandato presidencial. 4/ Se incrementa el horizonte considerado para las proyecciones de uno no menor a 3 años a uno no menor a 4 años. Figura extraída de Butrón y Céspedes (2020).

El Decreto Legislativo N° 1276 fue promulgado a fines del año 2016, considerando la alta incertidumbre por el cual atravesaba el dinamismo de la economía mundial. Uno de los principales ajustes fue modificar la aplicación de reglas fiscales estructurales a reglas fiscales

observadas. Ello respondió a la identificación de dificultades en la aplicación de las reglas del Marco Macrofiscal de 2013, el cual fue aprobado por la Ley de Fortalecimiento de la Responsabilidad y Transparencia Fiscal²⁸. Esta Ley apuntaba a dotar de mayor predictibilidad y estabilidad al gasto público aplicando reglas fiscales estructurales. Dichas reglas establecieron el cálculo de ingresos fiscales estructurales, los cuales aíslan el efecto temporal del contexto macroeconómico sobre los ingresos fiscales, considerando variables no observables como el PBI potencial y precios de exportación de largo plazo²⁹.

Al respecto, de acuerdo con el FMI (2018b), el seguimiento y cumplimiento de las reglas fiscales estructurales representa un desafío técnico. Monitorear el cumplimiento requiere estimaciones oportunas y confiables de la brecha del producto³⁰, el cual a menudo es complejo de realizar³¹, especialmente en contextos de alta incertidumbre. Ante ello, las variables estructurales son propensas a frecuentes y significativas revisiones ex post resultantes de errores de medición³². Asimismo, Eyraud y Wu (2015) señalan que, para el caso de la Unión Europea, las revisiones *ex post* de los déficits fiscales estructurales son de alrededor de 0,5% del PBI por año (más déficit fiscal estimado en la revisión respecto de lo estimado en el momento de su elaboración).

²⁸ Promulgada en 2013 mediante la Ley N° 30099.

²⁹ Así, se determina un límite al déficit fiscal estructural, el cual es resultante de la diferencia del gasto público (que incluye el gasto corriente, gasto de capital y pago de intereses) y los ingresos fiscales estructurales.

³⁰ La brecha producto es calculada como la diferencia entre el crecimiento observado del PBI y el crecimiento potencial del PBI.

³¹ De esta forma, la ventaja teórica de una regla estructural en términos de estabilidad del gasto y contraciclicidad se reduce ante problemas de implementación. Existe una amplia literatura que señala que economías emergentes están más expuestas a choques permanentes (sobre la tasa de crecimiento tendencial) que, a choques transitorios o cíclicos, a diferencia de lo que ocurre en las economías avanzadas, tal como lo señalan Aguiar y Gopinath (2007). Además, también existe amplia evidencia empírica que demuestra que los precios de materias primas siguen un patrón de movimiento de “paseo aleatorio”, como por ejemplo la de Hamilton (2009), con lo cual es complejo extraer el componente cíclico de dichos precios. Así, con todas estas restricciones de implementación, una regla estructural puede conllevar costos de transparencia, coherencia y credibilidad para asegurar permanentemente la sostenibilidad fiscal.

³² Por ejemplo, en noviembre de 2008, la OCDE proyectaba para el cierre de ese año déficits estructurales de 0,9% y 1,6% del PBI para España y Portugal, respectivamente. No obstante, en la revisión realizada en noviembre de 2011 señaló que dichos déficits estructurales para el 2008 habían sido mayores (5,5% del PBI y 4,0% del PBI, respectivamente).

CAPÍTULO III: METODOLOGÍA

3.1. Proyección determinística de la deuda pública y desagregación de la dinámica de la deuda pública en función a sus determinantes macroeconómicos y fiscales

La metodología empleada en este documento para la proyección determinística de la deuda pública toma como base la metodología empleada por el FMI (2013a), la cual fue presentada en el capítulo anterior, y se añaden algunas ecuaciones complementarias para las tasas de interés implícitas de la deuda pública. Es importante mencionar que la tasa de interés implícita de la deuda pública está en función no solo al tamaño de la deuda pública, sino también a su estructura:

- *Proporción de deuda pública en moneda extranjera*: una mayor proporción implicaría que el pago de intereses es más sensible a movimientos en el tipo de cambio.
- *Proporción de deuda pública a tasa variable*: una mayor proporción implicaría que el pago de intereses es más sensible a movimientos de las tasas de interés.
- *Vida media de la deuda pública*: una vida media de 1 año significa que, en promedio, toda la deuda pública actual vence a un año. Asimismo, una vida media de 15 años significa que, en promedio, toda la deuda pública actual vence en 15 años. En ese sentido, una mayor vida media implicaría que cada año se vence una “baja” proporción de la deuda pública, la cual normalmente es pagada con nuevo endeudamiento que será pactado a la tasa de interés vigente (que puede ser mayor o menor que la deuda pública que vence).

Ante ello, la metodología del FMI (2013a) solo incorpora que la tasa de interés implícita de la deuda pública está influenciada por la proporción de la deuda pública en moneda extranjera, mas no por la proporción de la deuda pública a tasa variable ni a la vida media de la deuda pública. Además, la metodología del FMI (2013a) no presenta explícitamente una ecuación que relacione que a mayor deuda pública se tiene una mayor tasa de interés, tal como lo señala la metodología de fatiga fiscal de Ghosh et al. (2013).

Adicionalmente, la metodología del FMI (2013a) no establece explícitamente variables relevantes para la dinámica de la deuda pública de Perú, tales como:

- *Prefinanciamientos*: De acuerdo a la exposición de motivos del Decreto de Urgencia N° 079-2021, la cual se muestra en SPIJ (2021) y que estuvo bajo mi responsabilidad, los prefinanciamientos se refieren a nuevos endeudamientos tomados en un determinado año fiscal (año “t”), pero que corresponden a los requerimientos del siguiente año fiscal (año “t+1”), cuando las condiciones financieras sean favorables³³. Cabe señalar que los prefinanciamientos no alteran los déficits fiscales de los años “t” y “t+1”, sino que solo adelantan la obtención de recursos por endeudamiento en el año “t” para el financiamiento del año “t+1”, tomando en consideración las condiciones favorables en los mercados financieros (como por ejemplo bajas tasas de interés) y bajo la Egiap. En ese sentido, la deuda pública en el año “t” sería mayor en el escenario en el que se realicen prefinanciamientos respecto de un escenario en el que no se realicen prefinanciamientos; no obstante, la deuda pública en el año “t+1” sería la misma para ambos escenarios. Así, los prefinanciamientos solo generan un movimiento intertemporal de la deuda pública para tomar ventaja de condiciones financieras favorables, pero no altera la previsión de deuda pública para años posteriores al año “t”. En el anexo 1 se presenta la serie histórica de prefinanciamientos que realizó el país.
- *Uso o acumulación de activos financieros*: hubo años en que los superávits fiscales no fueron íntegramente a reducir la deuda pública, sino que también fueron a acumular activos financieros. Asimismo, hubo años en los que los déficits fiscales no fueron financiados íntegramente con endeudamiento, sino que también con uso de activos financieros.

En ese sentido, considerando lo señalado en los párrafos previos, la metodología para realizar las proyecciones determinísticas de la deuda pública considera la siguiente ecuación

³³ El numeral 27.5 del artículo 27 del Decreto Legislativo N° 1437, Decreto Legislativo del Sistema Nacional de Endeudamiento Público, señala lo siguiente:

“27.5 Cuando las condiciones financieras sean favorables, el Ministerio de Economía y Finanzas puede acordar Operaciones de Endeudamiento por montos superiores al monto máximo autorizado por la Ley de Endeudamiento del Sector Público que se aprueba anualmente, con el objeto de prefinanciar los requerimientos financieros del siguiente ejercicio fiscal contemplado en el Marco Macroeconómico Multianual aplicable. Tales operaciones deben ser informadas al Congreso de la República dentro de los cuarenta y cinco días hábiles siguientes a la celebración de estas.

principal (el proceso de obtención de esta ecuación, y las ecuaciones complementarias que explican el comportamiento de la tasa de interés implícita se presenta en el anexo 2):

$$d_t = \frac{d_{t-1}}{1+\varphi_t} + \frac{\varepsilon_t d_{t-1}^e}{1+\varphi_t} + dp_t + \frac{i_t d_{t-1}}{1+\varphi_t} + otros_t^{d_t}$$

Donde:

- d_t : Deuda pública en el año “t” (en porcentaje del PBI).
- dp_t : Déficit primario en el año “t” (en porcentaje del PBI).
- d_{t-1}^e : Deuda pública en moneda extranjera en el año “t-1” (en porcentaje del PBI).
- φ_t : Crecimiento nominal del PBI en el año “t” (en porcentaje).
- ε_t : Depreciación de la moneda local en el año “t” (en porcentaje).
- i_t : Tasa de interés implícita de la deuda pública en el año “t” (en porcentaje).
- $otros_t^{d_t}$: Tales como prefinanciamientos, uso o acumulación de activos financieros, entre otros, en el año “t” (en porcentaje del PBI).

Por otra parte, la metodología empleada en este documento para la desagregación de la variación de la deuda pública en base a sus determinantes macrofiscales toma como base la metodología empleada por el FMI (2013a), la cual fue presentada en el capítulo anterior, y se añaden algunas variables como los prefinanciamientos, y el uso o acumulación de activos financieros. Así, se considera la siguiente ecuación (el proceso de obtención de esta ecuación se presenta en el anexo 3):

$$\Delta d_t = \frac{-\varphi_t}{1+\varphi_t} d_{t-1} + \frac{\varepsilon_t d_{t-1}^e}{1+\varphi_t} + dp_t + \frac{i_t d_{t-1}}{1+\varphi_t} + otros_t^{d_t}$$

Contribución del crecimiento del PBI

Contribución del tipo de cambio

Contribución del déficit primario

Contribución del pago de intereses

3.2. Proyección estocástica de la deuda pública

Para la proyección estocástica de la deuda pública se utilizará la metodología del BID (2013), la cual fue presentada en el capítulo anterior. Así, la principal ecuación de esta metodología es la siguiente (cuyo detalle se presenta en el anexo 4):

$$d_t = \left\{ (1 - \alpha) \frac{(1 + i_t^e)(1 + \varepsilon_t)}{(1 + g_t)(1 + \pi_t)} + \alpha \frac{(1 + i_t^d)}{(1 + g_t)(1 + \pi_t)} \right\} d_{t-1} + dp_t + otros_t$$

Donde:

- d_t : Deuda pública en el año “t” (en porcentaje del PBI).
- dp_t : Déficit primario en el año “t” (en porcentaje del PBI).
- α : Proporción de deuda pública en moneda doméstica (en porcentaje).
- g_t : Crecimiento real del PBI en el año “t” (en porcentaje).
- π_t : Deflactor del PBI en el año “t” (en porcentaje).
- ε_t : Depreciación de la moneda local en el año “t” (en porcentaje).
- i_t^e : Tasa de interés implícita de la deuda pública en moneda extranjera en el año “t” (en porcentaje).
- i_t^d : Tasa de interés implícita de la deuda pública en moneda doméstica en el año “t” (en porcentaje).
- $otros_t$: Tales como prefinanciamientos, uso o acumulación de activos financieros, entre otros, en el año “t” (en porcentaje del PBI).

Para la metodología, se considera una proyección central de los determinantes de la deuda pública y se generan 1000 simulaciones de las trayectorias de la deuda pública con choques a la proyección central de sus determinantes. Cabe señalar que se consideran comovimientos entre estas variables a través de una matriz de varianzas y covarianzas.

3.3. Proyección determinística de los activos financieros y desagregación de la dinámica de los activos financieros en función a sus determinantes macroeconómicos y fiscales

Considerando que los activos financieros también son un elemento relevante de la sostenibilidad fiscal, tal como se mencionó en el capítulo previo, es importante determinar

ecuaciones que permitan realizar su proyección determinística, así como la desagregación de su variación de acuerdo con sus principales determinantes macroeconómicos y fiscales. Para ello, se utilizan las siguientes ecuaciones:

$$a_t = \frac{a_{t-1}}{1+\varphi_t} + \frac{\varepsilon_t a_{t-1}^e}{1+\varphi_t} + \text{flujosdeact}_t$$

Donde:

- a_t : Activos financieros en el año “t” (en porcentaje del PBI).
- a_{t-1}^e : Activos financieros en moneda extranjera en el año “t-1” (en porcentaje del PBI).
- φ_t : Crecimiento nominal del PBI en el año “t” (en porcentaje).
- ε_t : Depreciación de la moneda local en el año “t” (en porcentaje).
- flujosdeact_t : Tales como prefinanciamientos, uso o acumulación de activos financieros como el FEF y otros activos, en el año “t” (en porcentaje del PBI).

$$\Delta a_t = \frac{-\varphi_t}{1+\varphi_t} a_{t-1} + \frac{\varepsilon_t a_{t-1}^e}{1+\varphi_t} + \text{flujosdeact}_t$$

The diagram shows the equation $\Delta a_t = \frac{-\varphi_t}{1+\varphi_t} a_{t-1} + \frac{\varepsilon_t a_{t-1}^e}{1+\varphi_t} + \text{flujosdeact}_t$ with three terms enclosed in dashed red boxes. Red arrows point from each box to a label below:

- The first term $\frac{-\varphi_t}{1+\varphi_t} a_{t-1}$ is labeled "Contribución del crecimiento del PBI".
- The second term $\frac{\varepsilon_t a_{t-1}^e}{1+\varphi_t}$ is labeled "Contribución del tipo de cambio".
- The third term flujosdeact_t is labeled "Contribución de flujos identificados de activos".

Para obtener estas ecuaciones se utilizó el procedimiento similar que utiliza el FMI (2013a) para la obtención de las ecuaciones relacionadas a la deuda pública. Así, el procedimiento para hallar estas dos ecuaciones de los activos financieros está detallado en los anexos 5 y 6.

CAPÍTULO IV: ANÁLISIS Y RESULTADOS

4.1. Evolución histórica del resultado económico del SPNF de Perú. Comparativo con otros países y grupos de países relevantes

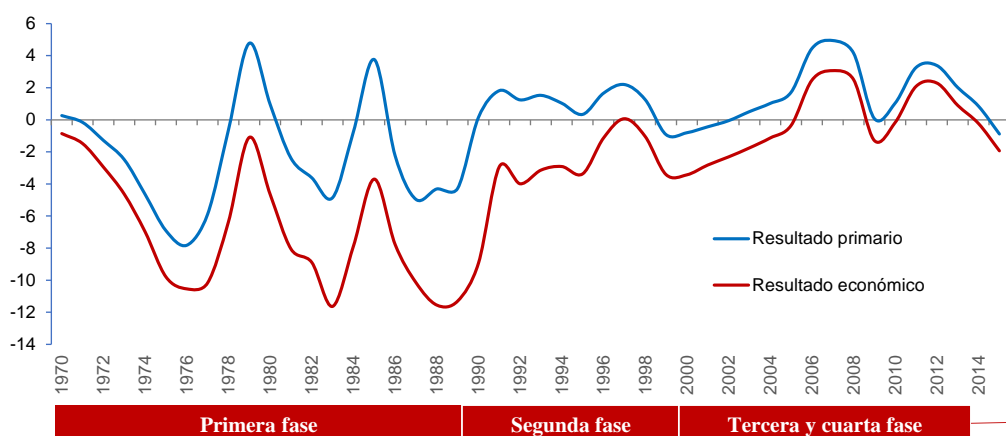
Se dispone de estadísticas oficiales del resultado económico del SPNF desde 1970 hasta la actualidad en la página web del BCRP. El presente informe se centra en las cuentas fiscales a partir de 2000, año en el que la gestión de la política fiscal de Perú comenzó a realizarse en función a un Marco Macrofiscal basado en reglas fiscales. No obstante, previo al análisis más detallado a partir de 2000, es importante mencionar que en FMI (2015c) se realiza una división de la serie del resultado económico del SPNF en función a la gestión de la política fiscal que se tuvo desde 1970 hasta 2015. Así, como se observa en la figura 43, considera las siguientes fases:

- *Primera fase (décadas de los 70's y 80's). Autarquía fiscal, con altos déficits recurrentes y su escasa credibilidad.* Tal como señala FMI (2015c), en esta fase se tuvo una alta intervención del Estado para dinamizar a la economía, la cual fue financiada gracias a facilidades financieras internacionales que se dieron en la década de los 70's. No obstante, luego se presentó un contexto desfavorable a inicios de la década de los 80's (debido al fin del boom de precios de exportación y la ocurrencia del Fenómeno El Niño en 1983), el cual llevó a una significativa desaceleración del crecimiento de la economía del país y un incremento de los déficits fiscales. La acumulación de significativos déficits fiscales durante la década de los 80's comprometió la sostenibilidad fiscal del país, e incluso contribuyó a acelerar el proceso inflacionario en dichos años, por lo que a fines de dicha década la situación fiscal era delicada y, como lo indica FMI (2015c), se requerían reformas estructurales para un proceso de estabilización económica.
- *Segunda fase (década de los 90's). Estabilización y búsqueda de credibilidad.* Según FMI (2015c), se iniciaron diversas reformas para la estabilización macroeconómica del país, como por ejemplo la reforma tributaria en 1991 y el inicio del repago de la deuda pública para recuperar la confianza de los mercados financieros internacionales, así como otras orientadas a fortalecer las finanzas públicas del país. Con ello, los déficits fiscales se

redujeron respecto de años previos, pues el promedio del déficit fiscal de la década de los 90's fue de 3,1% del PBI; mientras que, el déficit fiscal promedio de las décadas de los 70's y 80's fue de 7,0% del PBI.

- *Tercera y cuarta fase (de 2000 en adelante). Institucionalidad fiscal y su fortalecimiento.* Esta fase se caracteriza por una gestión de la política fiscal basada en un Marco Macrofiscal, la cual fue promulgada a fines de 1999 y comenzó a operar en 2000, cuyos elementos principales fueron las reglas fiscales, el MMM, el FEF y otros elementos de transparencia fiscal. Así, tal como lo señala FMI (2015c), el principio de la gestión de la política fiscal a partir de estos años era establecer un manejo prudente de las finanzas públicas, acumulando superávits fiscales en periodos favorables y permitiendo únicamente déficits fiscales moderados y no recurrentes en periodos de menor crecimiento. Con ello, se registraron superávits fiscales durante el periodo 2007-2013 (excluyendo 2009 y 2010, por la ocurrencia de la crisis financiera mundial), hecho no observado durante las décadas previas. Así, durante el periodo 2000-2015, se tuvo un déficit fiscal promedio de 0,1% del PBI, el cual contrasta con el déficit fiscal promedio de la década de los 90's (3,1% del PBI) y el déficit fiscal promedio de las décadas de los 70's y 80's (7,0% del PBI).

Figura 43. Perú: Resultado primario y resultado económico del SPNF entre 1970 y 2015 (% del PBI)



Nota: Resultados económicos negativos hacen referencia a déficits fiscales y resultados económicos positivos hacen referencia a superávits fiscales. Análogamente, resultados primarios positivos o negativos se refieren a superávits primarios o déficits primarios, respectivamente. Elaborado en base a FMI (2015c).

Además, es importante señalar que la diferencia entre los valores anuales del resultado primario y del resultado económico son los intereses. Al respecto, los intereses han seguido

la tendencia de la deuda pública. Con ello, como se mostrará más adelante, los intereses tuvieron un crecimiento significativo y llegaron a ubicarse en 9,1% del PBI en 1999, para luego tener una reducción pasando de 5,2% del PBI en 1992 a 1,0% del PBI en 2015, y luego incrementarse ligeramente a 1,6% del PBI en 2019.

Así, en los párrafos previos se mostró una mejora de la gestión fiscal del país desde 1970, el cual tomó décadas en consolidarse, lo que dimensiona la importancia de la gestión prudente y continua de las finanzas públicas. Sin perjuicio de ello, el presente informe se centra en las cuentas fiscales a partir de 2000, año a partir del cual se cuenta con un Marco Macrofiscal.

La primera década de los 2000's se caracterizó por un alto crecimiento económico mundial y de China (ver figura 44) que conllevaron a altos precios de *commodities* como el petróleo y cobre (ver figura 45). Así, esto incidió en un alto crecimiento económico de Perú. No obstante, en el segundo semestre de 2008 se inició la crisis financiera, lo cual desencadenó reducciones en el crecimiento económico a nivel mundial y de los precios de *commodities*. Por otra parte, la segunda década de los 2000's inició con una rápida recuperación del crecimiento económico mundial y de los precios de *commodities*. No obstante, tal como se señala en MEF (2021c), el crecimiento del comercio internacional empezó a desacelerarse a partir de 2015 debido a una baja inversión, la disminución del ritmo de liberalización del comercio y el repunte del proteccionismo³⁴. A ello se sumó un menor un menor crecimiento de China, debido a su búsqueda de mantener un crecimiento más balanceado y sostenido en base al dinamismo del consumo (y en menor medida de la inversión y las exportaciones)³⁵. Adicionalmente, se tuvo el efecto de la normalización gradual de la política monetaria de la FED, luego de las medidas extraordinarias que aplicó frente a la crisis financiera internacional del 2008-2009³⁶. Dicha normalización generó incrementos significativos del

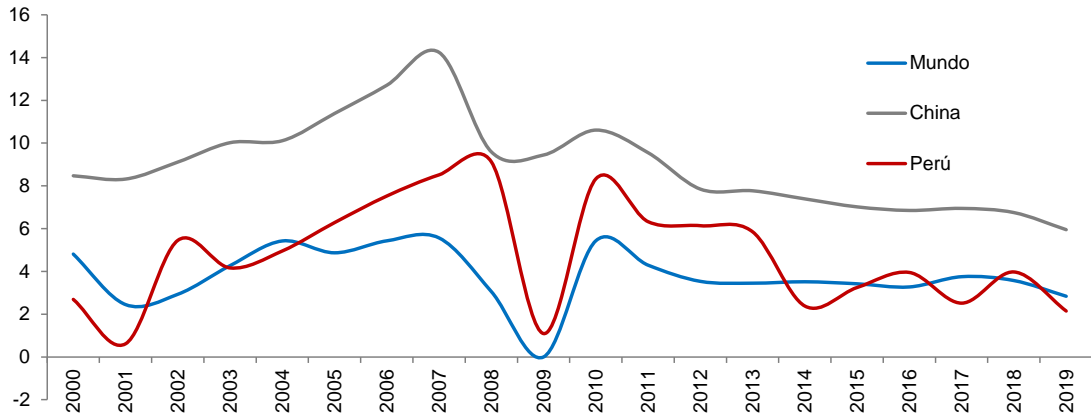
³⁴ De acuerdo con MEF (2021c), esta moderación del comercio global se debió, principalmente, a las tensiones comerciales entre China y Estados Unidos, incertidumbre en torno a la relación comercial generada por el Brexit e iniciativas similares en otros países del mundo (India, Corea del Sur, Japón, entre otros), los cuales afectaron de forma significativa a las cadenas de suministro internacionales.

³⁵ Según MEF (2016b), el rápido crecimiento económico de China en la primera década del presente siglo estuvo basado en una estructura económica desequilibrada, caracterizada por una alta dependencia en las exportaciones e inversiones y el bajo consumo. Sin embargo, desde inicios de la segunda década de los 2000's, las autoridades chinas han buscado orientar el dinamismo de su economía hacia el mercado interno, enfocado en el consumo de las familias. En ese sentido, se espera que el crecimiento de China se ubique en menores niveles.

³⁶ Tal como se señala en MEF (2016b) y MEF (2021c), luego de la crisis financiera internacional se aplicó una política monetaria expansiva mediante fuertes inyecciones de liquidez y reducción de tasas de política monetaria a niveles nunca vistos, con el objetivo de promover el crecimiento económico y brindar liquidez a sus mercados financieros. Así, por ejemplo, Estados Unidos llegó a inyectar en una fase de su estrategia

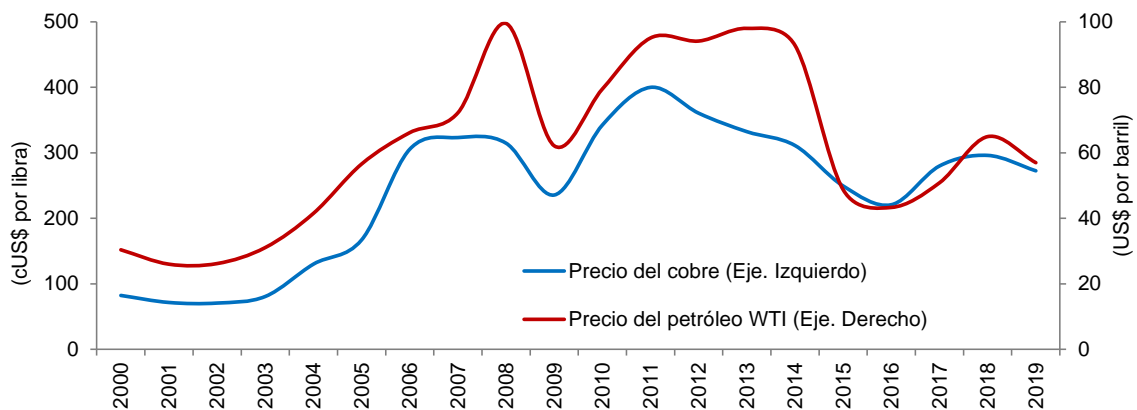
tipo de cambio en países emergentes y salidas de capitales, especialmente en países que ya tenían grandes desbalances macroeconómicos como Turquía y Argentina.

Figura 44. Crecimiento real del PBI del mundo, China y Perú entre 2000 y 2019 (%)



Nota: Elaborado en base a información del FMI.

Figura 45. Precio del cobre y petróleo WTI entre 2000 y 2019 (cUS\$ por libra y US\$ por barril)



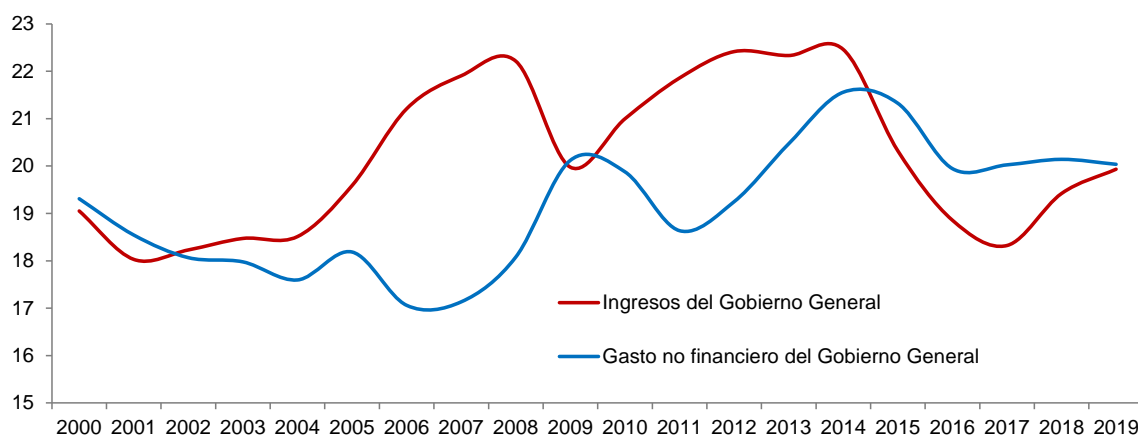
Nota: Elaborado en base a información del BCRP.

De esta manera, de acuerdo con el contexto macroeconómico indicado en el párrafo previo, los ingresos fiscales del país tuvieron una tendencia creciente durante el periodo 2001-2008, pasando de 18,0% del PBI a 22,2% del PBI. No obstante, luego de un contexto macroeconómico menos favorable a partir de 2015, los ingresos fiscales se redujeron hasta

US\$ 1 360 mil millones mensuales, lo cual representa 7 veces la producción de la economía peruana en un año. En este mismo sentido, el Banco Central Europeo y la Fed mantuvieron tasas de interés reales negativas, un fenómeno nunca visto. Luego, en la medida que estas economías registraron una recuperación sostenida, se inició el retiro del estímulo monetario. En 2015, la FED inició su proceso de normalización gradual de la tasa de interés de política monetaria en un contexto donde la inflación se ubicaba dentro del rango meta y mejora del mercado laboral. De esta manera, la FED aumentó la tasa de interés nueve veces de [0,00%-0,25%] a [2,25%-2,50%] desde diciembre de 2015 y hasta diciembre de 2018.

18,3% del PBI en 2017. Cabe señalar que esta dinámica de ingresos también estuvo influenciada por cambios normativos de la política tributaria. Así, por ejemplo, en 2015 se llevó a cabo un paquete tributario que, entre otros aspectos, redujo la tasa de impuesto a la renta empresarial de 30% a 28%, la cual fue revertida en 2017 con un aumento a 29,5%, tal como se indica en Lahura y Castillo (2018). Por su parte, el gasto público tuvo incrementos importantes principalmente en respuesta a la crisis financiera de 2009 (en el marco de una política fiscal contracíclica) y frente a reformas de políticas salariales para el fortalecimiento del capital humano del sector público entre 2011 y 2015, tal como lo señala MEF (2016a). A partir de 2016, el gasto público tuvo una modulación en un contexto de caída de los ingresos fiscales y acorde a una política fiscal prudente. En la figura 46 se muestra la dinámica de ingresos del Gobierno General y del gasto no financiero del Gobierno General durante 2000 a 2019.

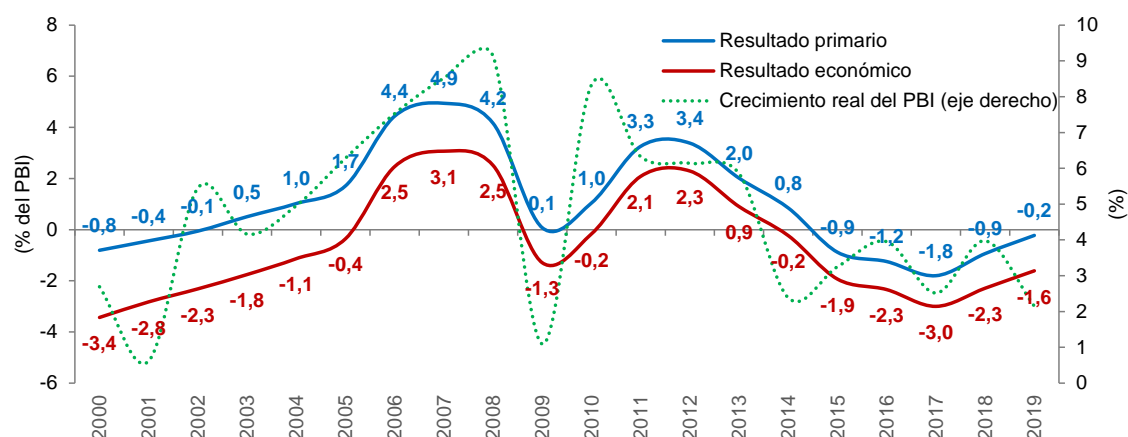
Figura 46. *Ingresos y Gasto no Financiero del Gobierno General de Perú entre 2000 y 2019 (% del PBI)*



Nota: Elaborado en base a información del BCRP.

Asimismo, de acuerdo con la dinámica de ingresos y gasto no financiero del GG, se registraron superávits primarios (resultados primarios positivos) en los periodos 2003-2008 y 2010-2014, así como superávits fiscales (resultados económicos positivos) en los periodos 2006-2008 y 2011-2013, lo cual se muestra en la figura 47. Como se verá en las siguientes subsecciones, estos favorables resultados económicos permitieron acumular activos financieros y generar una dinámica favorable de la deuda pública (reducción o estabilidad de la deuda), los cuales permitieron fortalecer la sostenibilidad fiscal del país

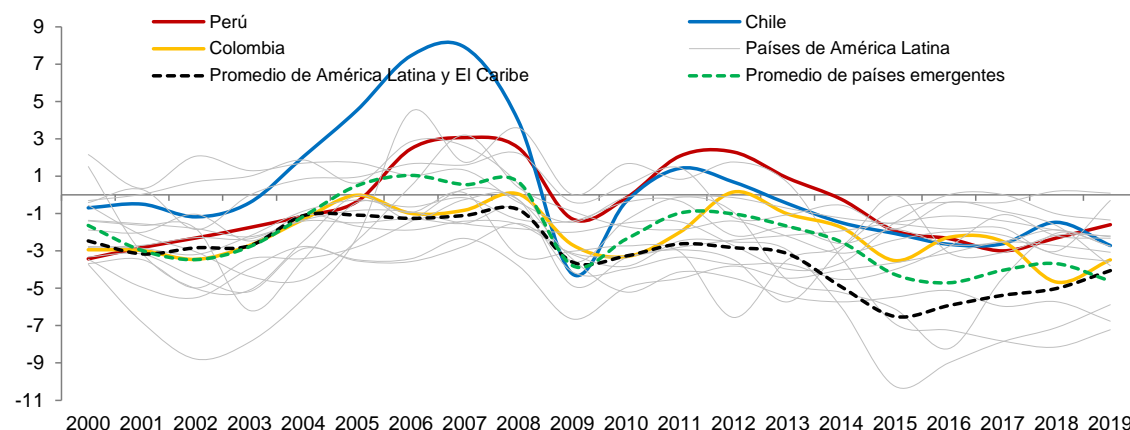
Figura 47. Perú: Resultado primario del SPNF, resultado económico del SPNF y crecimiento real del PBI entre 2000 y 2019 (% del PBI y %)



Nota: Elaborado en base a información del BCRP.

Desde una perspectiva comparativa, Perú fue uno de los países que registró mejores resultados económicos en América Latina durante el periodo 2000-2019. Ello es relevante, pues muestra el manejo prudente de la política fiscal que mitigó el sesgo al déficit fiscal (tendencia a gastar los mayores ingresos percibidos) en las épocas de altos crecimientos económicos mundiales que, en principio, fueron favorables para toda la región. Así, como se observa en la figura 48, Perú fue uno de los pocos países que tuvo superávits fiscales en los periodos de alto crecimiento mundial, mientras que la mayoría de los países, si bien redujeron sus déficits fiscales en dichos periodos, continuaron con resultados económicos negativos. Además, Perú fue de los pocos países que mantuvo déficits fiscales relativamente bajos y controlados en épocas menos favorables. Incluso, como se mostrará más adelante, los superávits fiscales que obtuvo Perú le permitieron reducir su deuda pública y acumular ahorros fiscales que luego sirvieron como fuente de financiamiento complementaria en contextos adversos. Cabe señalar que el promedio de países de América Latina mantuvo déficits fiscales durante el periodo 2000-2020 (especialmente luego de la crisis financiera) y el promedio de países emergentes tuvo ligeros superávits fiscales durante 2005-2008, para luego mantener déficits fiscales durante los siguientes años.

Figura 48. Resultado económico del GG de países emergentes y de América Latina entre 2000 y 2019 (% del PBI)

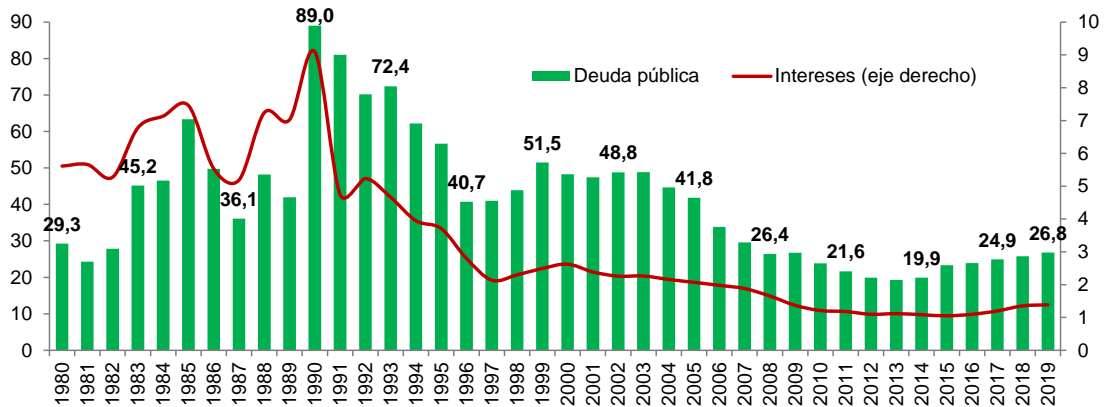


Nota: No se incluye a Argentina y Venezuela por tener elevados déficits fiscales. Para Perú, se considera al SPNF. Elaborado en base a información del FMI y del BCRP.

4.2. Evolución histórica del stock de deuda pública del SPNF de Perú, y desagregación de su dinámica según sus determinantes macroeconómicos y fiscales. Comparativo con otros países y grupos de países relevantes

Considerando la data disponible de la deuda pública de Perú con información de Reinhart y Rogoff (2011) y del BCRP, en la figura 49 se muestra la deuda pública y el pago de intereses entre 1980 a 2019. Así, se observa que la deuda pública tuvo un incremento significativo entre 1980 y 1990, en concordancia con los altos déficits fiscales registrados en dichos años (los cuales se mostraron en la figura 43). En la década de los 90's, en la medida que se tuvieron menores déficits fiscales y se comenzaron a registrar superávits fiscales a partir del año 2005, la deuda pública comenzó a reducirse significativamente, especialmente en años de altos crecimientos económicos como el periodo 2003-2008, y a registrar ligeros incrementos en años de menor crecimiento económico (como el periodo 2014-2019). Además, se observa que la dinámica de los intereses ha estado en función al tamaño de la deuda pública. Cabe señalar que el pago más alto de intereses se registró en 1990 con un monto equivalente a 9,1% del PBI. En adelante, el pago de intereses comenzó a reducirse, pasando de 5,2% del PBI en 1992 a 1,0% del PBI en 2015, para luego incrementarse ligeramente a 1,6% del PBI en 2019. Esta significativa reducción permitió que el presupuesto público tenga mayor espacio disponible para gasto productivo como el relacionado a educación, salud e infraestructura.

Figura 49. Perú: Deuda pública y pago de intereses entre 1980 y 2019 (% del PBI)

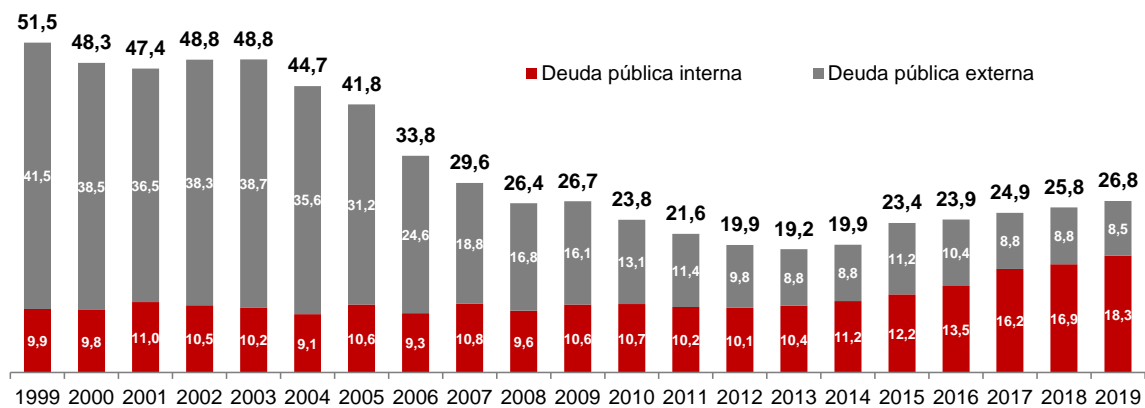


Nota: Elaborado en base a información del Reinhart y Rogoff (2011) y del BCRP.

Como se señaló previamente, el análisis más detallado del presente informe se centra en las cuentas fiscales a partir de 2000, año en el que la gestión de la política fiscal de Perú comenzó a realizarse en función a un Marco Macrofiscal basado en reglas fiscales.

De esta manera, tal como se muestra en la figura 50, la deuda pública pasó de 51,5% del PBI en 1999 a 26,8% del PBI en 2019. Asimismo, la deuda pública externa se redujo de 80,7% en 2000 a 31,8% en 2019 de la deuda pública, lo que significó que la deuda pública interna pase de 19,3% en 2000 a 68,2% en 2019 de la deuda pública.

Figura 50. Deuda pública del SPNF de Perú entre 1999 y 2019 (% del PBI)

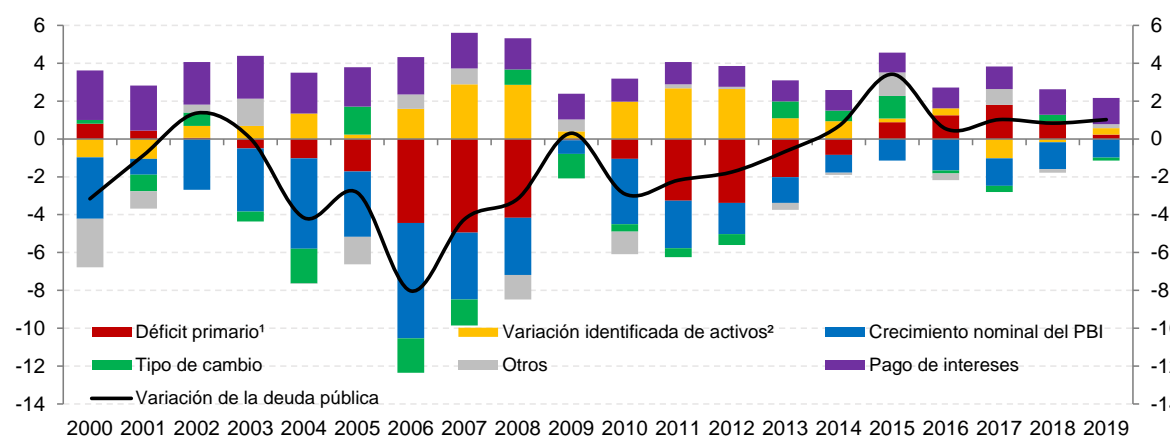


Nota: Elaborado en base a información del BCRP.

En la figura 51 se muestra la desagregación de la variación anual de la deuda pública por sus componentes macrofiscales, de acuerdo con la metodología descrita en el anexo 3. Así, se observa la importancia del crecimiento del PBI y de los resultados primarios favorables en contextos de auge económico, los cuales llevaron a reducir la deuda pública e incrementar

activos financieros. Por otra parte, a partir del año 2014, los resultados primarios negativos contrarrestaron el efecto del crecimiento del PBI, por lo cual se comenzó con un ligero incremento anual de la deuda pública.

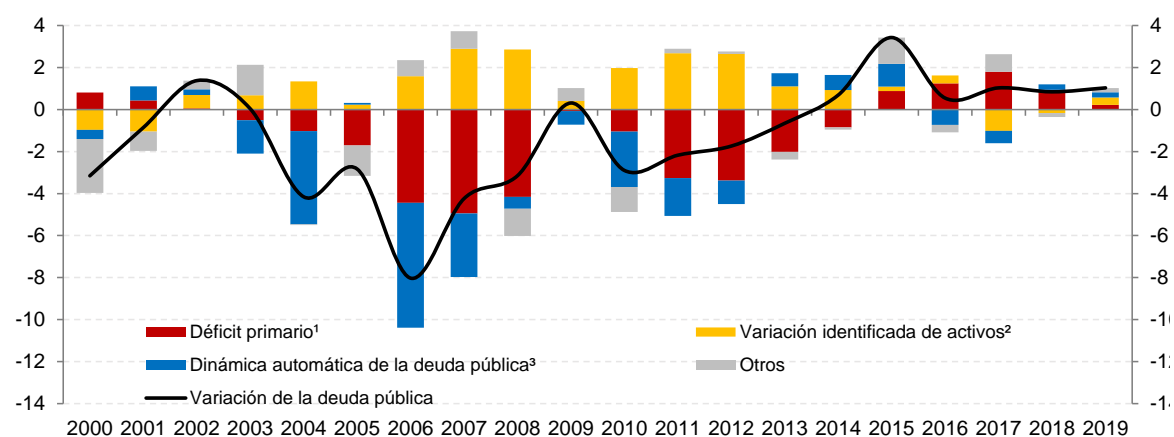
Figura 51. Desagregación de la variación de la deuda pública del SPNF de Perú entre 2000 y 2019 (% del PBI)



Nota: 1/ Valores positivos se refieren a años en los que se tuvo déficit primario. Valores negativos se refieren a años en los que se tuvo superávit primario. 2/ Considera variaciones del FEF, variaciones de prefinanciamientos, y variaciones de otros saldos de balance. Valores positivos se refieren a años en los que se acumularon activos; mientras que, valores negativos se refieren a años en los que se desacumularon activos. Elaborado en base a información del BCRP y del MEF.

Cabe señalar que la dinámica automática de la deuda pública está referida a los efectos del crecimiento del PBI, del tipo de cambio y del pago de intereses, ya que dichos factores son en gran parte exógenos para la política fiscal. Además, los factores asociados a la decisión del MEF están asociados al déficit primario y a la acumulación o desacumulación de activos financieros. Así, como se observa en la figura 52, la dinámica automática de la deuda pública tuvo un importante efecto para reducir la deuda pública en el periodo 2004-2013, debido principalmente al crecimiento del PBI. En los siguientes años, el efecto de dicha dinámica automática ha sido principalmente a incrementar la deuda pública, pero en una magnitud no muy significativa.

Figura 52. Desagregación de la variación de la deuda pública del SPNF de Perú entre 2000 y 2019 considerando la dinámica automática de la deuda (% del PBI)



Nota: 1/ Valores positivos se refieren a años en los que se tuvo déficit primario. Valores negativos se refieren a años en los que se tuvo superávit primario. 2/ Considera variaciones del FEF, variaciones de prefinanciamientos, y variaciones de otros saldos de balance. Valores positivos se refieren a años en los que se acumularon activos; mientras que, valores negativos se refieren a años en los que se desacumularon activos. 3/ Considera el efecto del crecimiento nominal del PBI, del tipo de cambio y del pago de intereses de la deuda pública. Elaborado en base a información del BCRP y del MEF.

Agrupando por periodos, como se muestra en la tabla 5, se obtiene que:

- Entre 1999 y 2003 la deuda pública del SPNF disminuyó en 2,6 p.p. del PBI explicado, entre otros aspectos, por factores automáticos (1,1 p.p., dado el crecimiento del PBI y la apreciación del sol, factores que fueron contrarrestados en parte por el efecto del pago de intereses). Los factores asociados al fisco tienen un efecto de aumentar la deuda pública en dicho periodo solo en 0,1 p.p., debido a que los déficits primarios fueron financiados también con activos financieros.
- Entre 2004 y 2013, la deuda disminuyó en 29,6 p.p. del PBI, debido a las altas tasas de crecimiento del PBI y superávits primarios, a lo que suma el efecto de la apreciación del sol. Cabe indicar que los superávits primarios permitieron una acumulación de activos del SPNF.
- Entre 2014 y 2019 la deuda aumentó en 7,5 p.p. del PBI como resultado de déficits fiscales (observados a través de los componentes del déficit primario y tasa de interés), a lo que se suma el efecto de la depreciación del sol, así como por prefinanciamientos que implicaron acumulación de activos. Asimismo, se utilizaron recursos del FEF por 1,7% del PBI, lo cual permitió mitigar el incremento de la deuda pública. Cabe señalar que este periodo estuvo caracterizado por menores niveles de crecimiento del PBI, como fue

mostrado en párrafos anteriores, por lo cual el componente de crecimiento del PBI tuvo un menor impacto que en el periodo previo.

Tabla 5. Desagregación de la variación deuda pública del SPNF de Perú por periodos entre 1999 y 2019 (% del PBI)

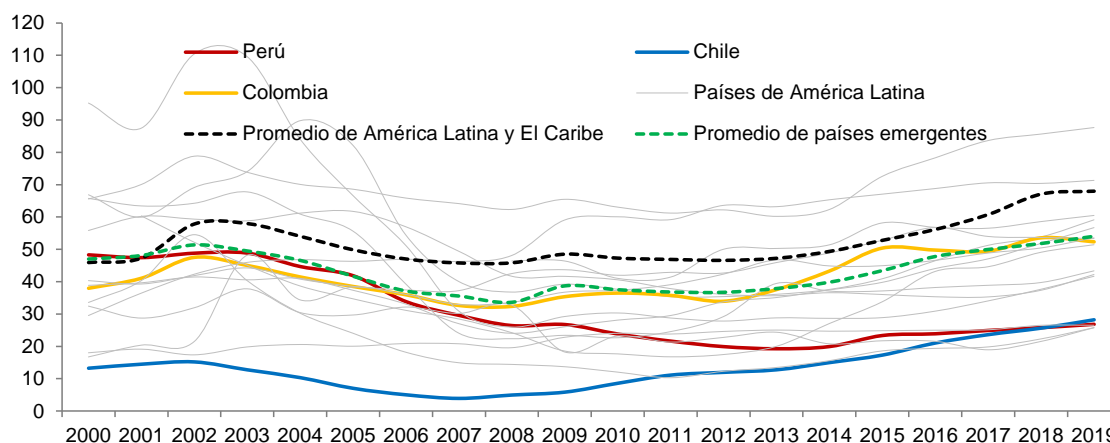
	1999	2000- 2003	2004- 2013	2014- 2019
1. Deuda pública (fin de periodo)	51,5	48,8	19,2	26,8
2. Variación de la deuda pública		-2,6	-29,6	7,5
a. Factores asociados a decisiones del MEF		0,1	-8,3	4,9
i. Déficit Primario		0,8	-26,1	4,2
ii. Variación identificada de activos		-0,7	17,7	0,7
Del cual:				
<i>Fondo de Estabilización Fiscal</i>		0,4	5,9	-1,7
<i>Prefinanciamientos netos</i>		0,0	0,2	1,0
b. Flujos automáticos de deuda pública		-1,1	-19,5	1,0
i. Tasa de interés		9,5	15,7	7,2
ii. Tasa de crecimiento del PBI nominal		-10,1	-30,6	-7,6
iii. Variación del tipo de cambio		-0,5	-4,6	1,4
c. Otros flujos		-1,6	-1,8	1,6
Nota:				
Diferencial tasa de interés y crecimiento de PBI (bi + bii)		-0,6	-14,9	-0,5
Déficit fiscal (ai + bi)		10,3	-10,4	11,4

Nota: Los prefinanciamientos netos se refieren a la diferencia entre nuevos prefinanciamientos para el año t+1 (realizados en t) y el uso de prefinanciamientos en t (realizados en t-1). Elaborado en base a información del BCRP y del MEF.

Desde una perspectiva regional, como se muestra en la figura 53, Perú destacó por reducir significativamente su deuda pública desde 2000 hasta 2014 y por tener una tendencia ligera creciente desde 2015 hasta 2019. En contraste, el promedio de países de América Latina y el promedio de países emergentes tuvieron una reducción de su deuda pública hasta 2007, para tener un incremento continuo en adelante. Con ello, la deuda pública promedio de países de América Latina y el promedio de países emergentes se ubicó en 68% del PBI y 54% del PBI, respectivamente, al cierre de 2019. Uno de los principales factores que explica esta diferencia en las dinámicas de Perú y el promedio de países de la región es que, como se mostró en la figura 48, Perú mantuvo déficits fiscales bajos y controlados, e incluso generó superávits fiscales en épocas de auge; mientras que, el promedio de países de la región no generó superávits fiscales en épocas de auge y mantuvo niveles relativamente altos de

déficits fiscales en los demás periodos. Así, se muestra que una política fiscal prudente favorece la sostenibilidad de las finanzas públicas al tener como resultado una dinámica favorable de la deuda pública.

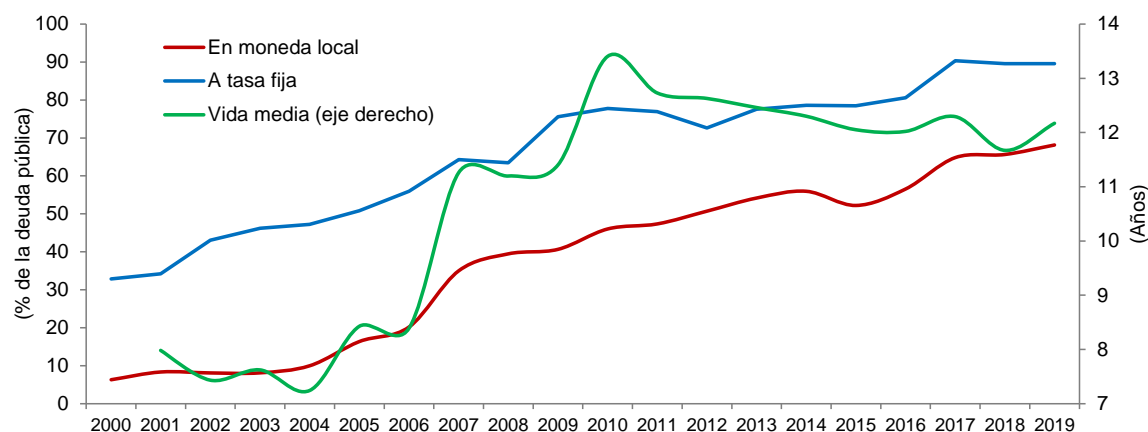
Figura 53. Deuda pública del GG de países emergentes y de América Latina entre 2000 y 2019 (% del PBI)



Nota: No se incluye a Argentina y Venezuela por tener elevados niveles de deuda pública. Para Perú, se considera al SPNF. Elaborado en base a información del FMI y del BCRP.

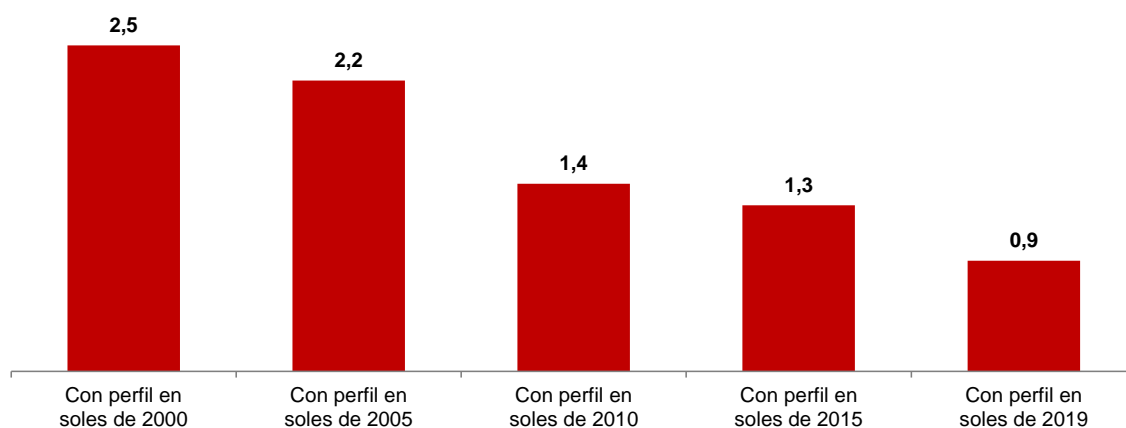
Por otra parte, como se señaló en la subsección 2.2 del presente informe, no solo es importante evaluar la dinámica de la deuda pública para la sostenibilidad fiscal, sino que también es importante evaluar la estructura de la deuda pública. En ese sentido, se tuvo una optimización sistemática de la estructura de la deuda pública desde el año 2000 debido a una gestión activa de la deuda. Así, como se muestra en la figura 54, la deuda pública en moneda local pasó de 6,3% de la deuda pública en 2000 a 68,2% en 2019; además, la deuda pública a tasa fija se incrementó de 32,9% de la deuda pública en 2000 a 89,6% en 2019; por su parte, la vida media de la deuda pública se elevó de 8 años en 2001 a 12,2 años en 2019.

Figura 54. Perfil de la deuda pública de Perú entre 1999 y 2019 (% de la deuda pública y años)



Nota: Elaborado en base a datos del MEF.

Figura 55. Impacto de un incremento de 10% en el tipo de cambio sobre la deuda pública de 2019 (% del PBI)



Nota: Considera un incremento del tipo de cambio de 10% ante diferentes proporciones de deuda pública en soles en el año 2019. Por ejemplo, si la proporción de deuda en pública en soles en 2019 fuese igual a la que se tuvo en el año 2000 (6,3% del total de la deuda pública), un incremento de 10% del tipo de cambio generaría que la deuda pública en 2019 aumente en 2,5% del PBI. No obstante, dado que la deuda pública en soles en 2019 fue de 68,2% del total de la deuda pública, un incremento del tipo de cambio de 10% generaría que la deuda pública en 2019 se incremente en 0,9% del PBI. Ello muestra la importancia de tener una mayor deuda pública en moneda local para minimizar la exposición a incrementos importantes del tipo de cambio, tal como se mencionó en MEF (2020). Elaboración propia.

De esta manera, se mitigó la exposición de la deuda pública a riesgos de tipo de cambio (incrementando la proporción de deuda pública en moneda local), de tasas de interés (incrementando la participación de deuda pública a tasa fija) y de refinanciamiento

(incrementando la vida media), respectivamente³⁷. Por ejemplo, una subida del tipo de cambio en 10% generaría un incremento de la deuda pública en 0,9 p.p. del PBI en 2019. No obstante, este impacto sería de 2,4 p.p. y 2,2 p.p. del PBI si se tuviese la proporción de deuda pública en soles de 2000 y 2005, respectivamente, tal como se muestra en la figura 55.

Estos favorables resultados se dieron a través de diversas mejoras en la gestión de la deuda pública, los cuales se muestran en la tabla 6. Asimismo, la mejora de la gestión de la deuda pública permitió desarrollar el mercado de deuda pública doméstico a través de la emisión de bonos soberanos en soles, a tasa fija y a vencimientos que no generan presiones a las necesidades de financiamiento en el corto plazo.

Tabla 6. Medidas para optimizar la gestión de la deuda pública

Norma	Descripción
Estrategia de Colocaciones y de Operaciones del Manejo de Deuda Pública (2003)	Primer reglamento del Programa de Creadores de Mercado con el fin de fomentar el desarrollo del mercado de deuda pública doméstico, fundamentalmente a tasa fija y en moneda nacional.
Ley N° 28563 - Ley General del Sistema Nacional de Endeudamiento (2005)	Esta fue perfeccionándose con normal complementarias para adaptar la gestión de deuda pública a la mayor integración del país con los mercados financieros internacionales.
Estrategia de Gestión Integral de Activos y Pasivos (2013)	Establece los lineamientos sobre la estrategia financiera del Estado para profundizar el desarrollo del mercado de valores de deuda pública, contribuyendo a asegurar la sostenibilidad fiscal, y ser un instrumento de planeamiento multianual de la gestión del balance financiero del Estado.
Suscripción del convenio con la plataforma Euroclear (2015)	Tuvo como objetivo el contribuir con la mayor liquidez y profundidad del mercado de deuda pública, así como para continuar diversificando la base de inversionistas y facilitando a los inversionistas no residentes el acceso a instrumentos de deuda en moneda local.
Decreto Legislativo N° 1437 - Decreto Legislativo del Sistema Nacional de Endeudamiento Público (2018)	Adapta la gestión de la deuda pública con un enfoque más completo de gestión de riesgos fiscales contemplando un manejo integral del balance financiero del Estado.

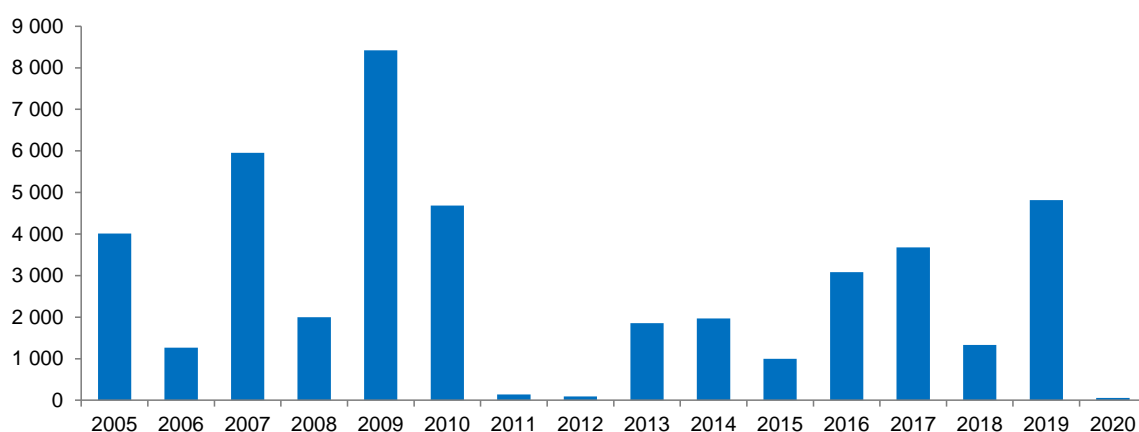
Nota: Elaborado en base a información del MEF.

En particular, una de las principales acciones fue la realización de continuas OADs para optimizar la estructura de la deuda pública, las cuales se muestran en la figura 56 y, con más detalle, en el anexo 7. Al respecto, una OAD se refiere a una operación en la que se modifican

³⁷ El riesgo del tipo de cambio se refiere al incremento que puede tener la deuda pública (y el pago del servicio de deuda) frente a incrementos del tipo de cambio. Existe un mayor riesgo de refinanciamiento cuando se tiene una alta proporción de deuda pública en moneda extranjera. El riesgo de tasa de interés se refiere al incremento del pago de intereses frente a una subida de la tasa de interés de la deuda pública. Existe un mayor riesgo de tasa de interés cuando se tiene una mayor proporción de deuda pública en tasa variable. El riesgo de tasa de refinanciamiento se refiere a la posibilidad de refinanciar los vencimientos de la deuda a una tasa de interés más elevada o, en el extremo, que no se pueda realizar tal renovación. Existe un mayor riesgo de refinanciamiento cuando se tiene una alta concentración de vencimientos de la deuda pública en el corto plazo.

las condiciones de la deuda pública vigente mediante refinanciaciones, reestructuraciones, prepagos, entre otras. Por ejemplo, se tiene a una OAD mediante una emisión de bonos en soles, cuyos recursos sirven para prepagar una deuda en dólares; luego de la OAD, la deuda pública tiene una mayor proporción en moneda local. Así, como se muestra en la figura 56, se realizó OADs anuales entre USD 50 y 8 500 millones durante el periodo 2005-2020, con un promedio de USD 2 700 millones por año.

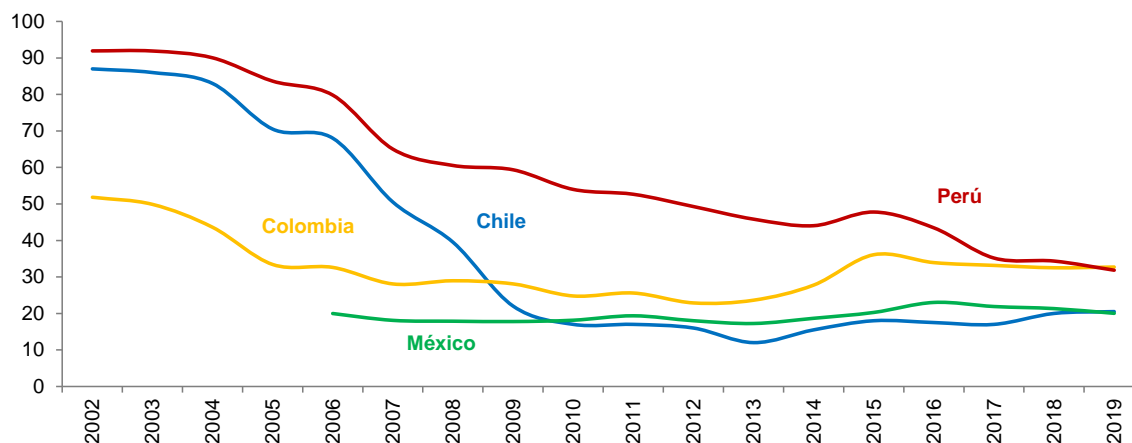
Figura 56. OADs realizadas entre 2005 y 2020 (Millones de USD)



Nota: Elaborado con datos del MEF.

Desde una perspectiva regional, Perú y diversos países de la región mejoraron su estructura de la deuda pública. Así, las deudas públicas en moneda local de países de la Alianza del Pacífico tuvieron un incremento importante entre 2000 y 2019, tal como se muestra en la figura 57. Por ejemplo, la deuda pública de Chile en moneda extranjera pasó de 87% de la deuda pública en 2002 a 20,5% en 2019; mientras que, la de Colombia pasó de 51,8% en 2002 a 32,7% en 2019; y la de México se mantuvo estable en alrededor de 20% entre 2006 y 2019. En este contexto, si bien la deuda pública de Perú en moneda extranjera como porcentaje de la deuda pública se redujo significativamente hasta 2019, aún se ubicaba por encima de la de Chile y México, y en niveles similares a la de Colombia. Por ello, existía espacio para continuar reduciéndolo y colocarlo en niveles favorables respecto de otros países similares, con el objetivo de mitigar aún más la exposición de la deuda pública al riesgo del tipo de cambio.

Figura 57. Deuda pública en moneda extranjera de Chile, Colombia, México y Perú entre 2002 y 2019 (% de la deuda pública)



Nota: Elaborado en base a datos de MEF, y de los ministerios de Hacienda de Chile, Colombia y México.

4.3. Evolución histórica de los activos financieros del SPNF de Perú, y desagregación de su dinámica según sus determinantes macroeconómicos y fiscales. Comparativo con otros países y grupos de países relevantes

Considerando la data disponible de los activos financieros del SPNF de Perú con información del BCRP, en la figura 58 se muestra el stock de activos financieros del SPNF entre 1999 a 2019. Así, según MEF (2021d), se acumularon activos financieros (entre ellos, el FEF) principalmente en periodos de superávits fiscales asociados a contextos económicos favorables, en el marco de una política fiscal prudente, para que luego puedan ser utilizados como fuente de financiamiento complementaria en escenarios adversos. De esta manera, durante los periodos 2006-2008 y 2011-2013 se tuvieron los principales incrementos de activos financieros:

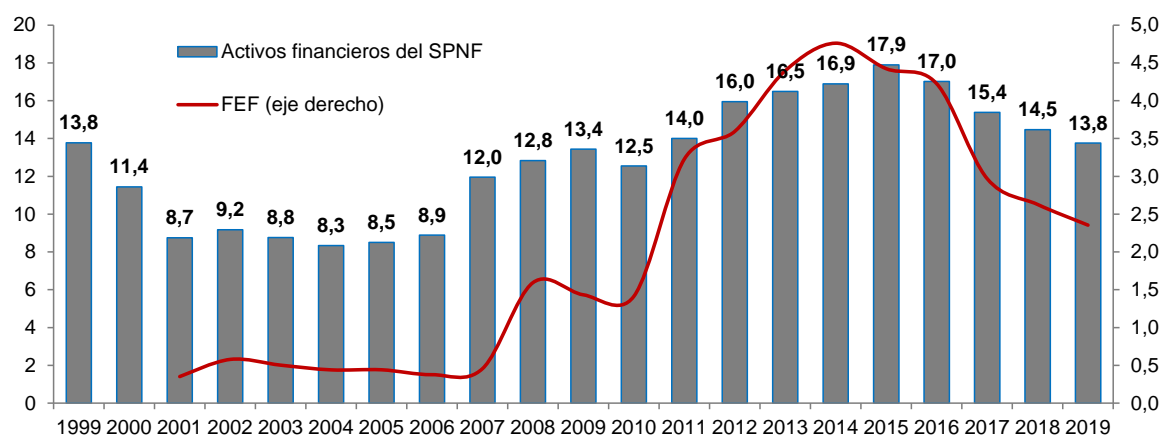
- Los activos financieros del SPNF pasaron de 8,9% del PBI en 2006 a 17,9% del PBI en 2015 (su valor máximo histórico). Cabe señalar que, neteando prefinanciamientos³⁸, los activos financieros del SPNF llegaron a su valor máximo en 2013 (16,5% del PBI).
- Por su parte, el FEF pasó de 0,4% del PBI en 2006 a 4,8% del PBI en 2014 (su máximo valor histórico). Cabe señalar que el FEF es uno de los principales elementos de política fiscal contracíclica, ya que acumula recursos principalmente en escenarios de

³⁸ En el marco de la Egiap, se realizaron prefinanciamientos (emisión de deuda en el año “t” para financiar requerimientos de financiamiento del año “t+1”) principalmente entre 2014 y 2020. Ello considerando los episodios de alta incertidumbre y volatilidad financiera, por lo que se priorizó obtener liquidez a menores costos de financiamiento ante la expectativa de mayores tasas de interés en el futuro. Así, en dicho periodo, se realizaron prefinanciamientos equivalentes a 1,0% del PBI promedio por cada año.

incrementos de ingresos fiscales asociados a altos niveles de crecimiento y/o favorables precios de *commodities*, para que luego puedan ser utilizados como fuente de financiamiento complementaria de respuestas de política fiscal frente a eventos adversos como crisis económicas o desastres naturales. En el anexo 8, se presentan los flujos anuales del FEF.

Estos activos financieros acumulados en épocas favorables se constituyeron como una fortaleza fiscal del país, adicionalmente a los bajos niveles de déficit fiscal y de deuda pública. Con ello, se financiaron acciones de política fiscal frente a escenarios adversos como la reducción significativa de precios de *commodities* entre 2014-2016, el FEN Costero ocurrido en 2017 y la pandemia mundial de la COVID-19 iniciado en 2020. Esta disposición de activos financieros permitió establecer estrategias de financiamiento balanceadas entre endeudamiento y ahorros fiscales, para limitar el impacto de los déficits fiscales en la deuda pública y mantener la sostenibilidad de las finanzas públicas.

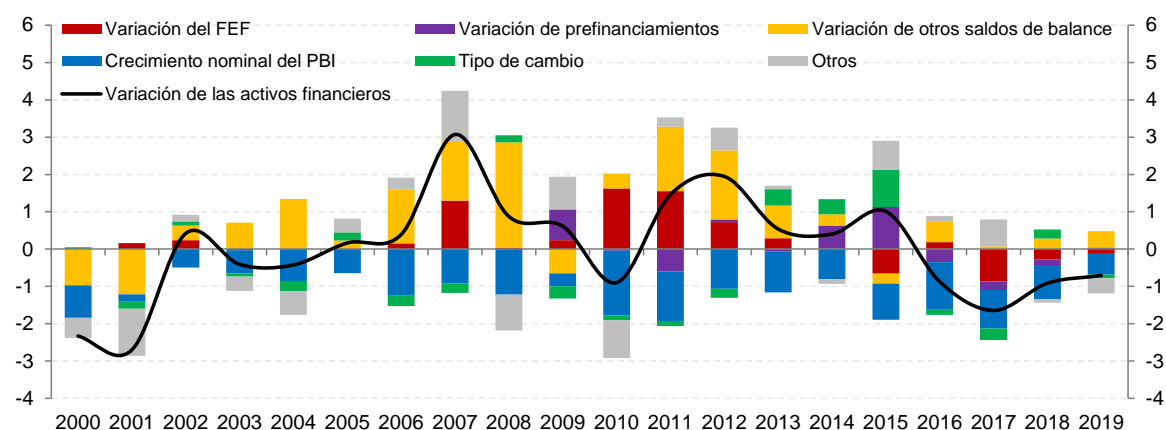
Figura 58. Perú: Activos financieros del SPNF y FEF (% del PBI)



Nota: Elaborado en base a datos del BCRP.

En la figura 59 se muestra la desagregación de la variación anual de los activos financieros del SPNF por sus componentes macrofiscales, de acuerdo con la metodología descrita en el anexo 6. Así, y como también se muestra en la tabla 7:

Figura 59. Desagregación de la variación de los activos financieros del SPNF de Perú entre 2000 y 2019 (% del PBI)



Nota: Elaborado en base a información del BCRP y del MEF.

Tabla 7. Desagregación de la variación de los activos financieros del SPNF de Perú por periodos entre 1999 y 2019 (% del PBI)

	1999	2000-2003	2004-2013	2014-2019
1. Activos financieros (fin de periodo)	13,8	8,8	16,5	13,8
2. Variación de los activos financieros		-5,0	7,7	-2,7
a. Factores asociados a decisiones del MEF		-0,7	17,7	0,7
<i>i. Fondo de Estabilización Fiscal</i>		0,4	5,9	-1,7
<i>ii. Prefinanciamientos netos</i>		0,0	0,2	1,0
<i>iii. Variación de otros saldos de balance</i>		-1,1	11,6	1,4
b. Flujos automáticos de activos		-2,3	-11,2	-4,4
<i>i. Tasa de crecimiento del PBI nominal</i>		-2,2	-10,5	-5,5
<i>ii. Variación del tipo de cambio</i>		-0,1	-0,8	1,1
c. Otros flujos		-2,0	1,3	1,0

Nota: Los prefinanciamientos netos se refieren a la diferencia entre nuevos prefinanciamientos para el año t+1 (realizados en t) y el uso de prefinanciamientos en t (realizados en t-1). Elaborado en base a información del BCRP y del MEF.

- Entre 1999 y 2003 el nivel de activos del SPNF cayó 5,0 p.p. del PBI, principalmente por el crecimiento del PBI (que reduce el ratio de activos sobre PBI) y por el uso de saldos de balance, parcialmente compensado por la acumulación de activos depósitos en el FEF.
- En el periodo 2004-2013, dado los superávits fiscales registrados, los activos financieros se incrementaron de 8,8 a 16,5% del PBI. Este aumento fue explicado por factores asociados a decisiones del MEF, tanto como la acumulación de activos por saldos de

balance, así como por la acumulación de recursos en el FEF; lo cual fue contrarrestado por el crecimiento del PBI y la apreciación del sol en el periodo.

- Entre 2014 y 2019 el nivel de activos cayó en 2.7 p.p. del PBI reflejando los déficits registrados. Dicha caída fue explicada por el crecimiento del PBI y el uso de depósitos del FEF asociado a recursos destinados para contener los efectos del FEN Costero. Ello fue parcialmente compensado por la acumulación de activos por prefinanciamientos y por saldos de balance, así como el aumento del nivel de activos por el incremento del tipo de cambio.

Cabe mencionar que; de acuerdo con MEF (2019) y MEF (2021d), cuyos contenidos de activos financieros estuvieron bajo mi responsabilidad; los activos financieros cuentan con restricciones legales para su disponibilidad por parte del Tesoro Público por las siguientes razones: (i) algunos son utilizados para financiar la operatividad regular del sector público en el presupuesto vigente; (ii) otros tienen un fin predeterminado en base a un marco legal vigente o corresponden a entidades como Gobiernos Subnacionales; y, (iii) su utilización es contingente a situaciones establecidas por ley, como es el caso del FEF. Así, en junio de 2019 y de acuerdo con la información de MEF (2019) presentada en la figura 60:

- Los recursos propios del Tesoro Público (alrededor del 30% del total de activos) están destinados a cubrir principalmente gastos presupuestarios.
- Los fondos (alrededor del 20% del total de activos) están destinados hacia fondos de inversión pública, innovación tecnológica, contingencias, entre otros fines específicos según normatividad. En esta categoría se encuentra, por ejemplo, el FEF.
- Los recursos de otras entidades públicas, como los gobiernos subnacionales, que se encuentran en el Tesoro Público (alrededor del 20% del total de activos) están destinados regularmente a los planes de inversión y a gasto corriente de las propias entidades; o fines para los cuales, según normatividad, fueron recaudados.
- Los recursos de entidades públicas depositadas en el sistema financiero privado (alrededor del 30% del total de activos) en su mayoría son intangibles como el Fondo Consolidado de Reservas (que forman parte de la reserva actuarial y, en su mayoría, se encuentran bajo la forma de acciones, bonos y otros instrumentos financieros similares).

Adicionalmente, en el marco de la Egiap, se optimizó la gestión de los activos financieros durante los últimos años para mejorar la disposición de recursos ante las necesidades de liquidez del Tesoro Público. Un aspecto importante ha sido la ampliación de la cobertura de

la Cuenta Única del Tesoro³⁹ con el objetivo de consolidar los depósitos del Estado, conocer la disponibilidad de excedentes de liquidez, supervisar los flujos de caja, y mejorar el control y el seguimiento presupuestario. Así, tanto la disponibilidad de activos financieros como su mejor gestión reduce la necesidad de otros tipos de estrategias para financiar el gasto público, como la desviación de recursos previamente destinados hacia fines productivos o la emisión significativa de nueva deuda en contextos de alta volatilidad financiera.

Figura 60. Activos financieros del SPNF a junio de 2019 (% del PBI)

	Millones de S/	% del PBI	Descripción
Activos Financieros del SPNF (1+2+3+4)	116 559	15,5	
1. Recursos Propios del Tesoro Público	35 423	4,7	Recursos que mantiene el Tesoro Público en el BCR y BN destinados a cubrir principalmente gastos presupuestados. Incluye a los pre-financiamientos y los recursos procedentes de endeudamiento orientados a gastos en proyectos de inversión. Se encuentran en depósitos a corto plazo (menor a un año).
1.1 Depósitos en el Banco Central de Reserva (BCR)	31 127	4,1	
1.2 Depósitos en el Banco de la Nación (BN)	196	0,0	
1.3 Depósitos en la Banca Privada	4 100	0,5	
2. Fondos y Reserva Secundaria de Liquidez (RSL)	23 696	3,2	Fondos Públicos con fines específicos según normatividad. Además, incluye a la RSL, cuyo objetivo es cubrir necesidades temporales de liquidez por las fuentes de Recursos Ordinarios o Recursos por Operaciones Oficiales de Crédito que financian gastos presupuestados.
2.1 Fondo de Estabilización Fiscal (FEF)	18 652	2,5	
2.2 Reserva Secundaria de Liquidez (RSL)	222	0,0	
2.2 Otros Fondos	4 822	0,6	
3. Recursos de entidades públicas en el Tesoro Público	22 897	3,0	Recursos que se encuentran en el Tesoro Público, pero que pertenecen a los pliegos presupuestarios. Proviene principalmente de RDR generado por las entidades y RD transferidos a los gobiernos subnacionales (canon, sobrecanon, entre otros). Gran parte de estos recursos están en la Cuenta Única del Tesoro.
3.1 Recursos Directamente Recaudados (RDR)	5 895	0,8	
3.2 Recursos Determinados (RD)	11 517	1,5	
3.3 Donaciones y Transferencias	706	0,1	
3.4 Otros recursos	4 779	0,6	
4. Recursos de entidades públicas en el Sistema Financiero y No Financiero Privado	34 542	4,6	Activos del Estado depositados en la banca privada y que, en su mayoría, son intangibles. Por ejemplo, los recursos del FCR tienen como fin respaldar las obligaciones de los regímenes pensionarios a cargo de la ONP. En el caso de ESSALUD, los recursos tienen como finalidad constituir ingresos para apoyar los gastos de prestaciones de salud.
4.1 Recursos Directamente Recaudados	3 461	0,5	
4.2 Resto de recursos en el sistema financiero y no financiero privado	31 081	4,1	
Empresas - FONAFE	5 133	0,7	
ONP	531	0,1	
Fondo Consolidado de Reservas (FCR)	18 467	2,5	
ESSALUD	4 483	0,6	
Otros	2 467	0,3	
Nota:			
		% del total de activos financieros	
1. Clasificación según moneda			
Activos Financieros del SPNF (I+II)	116 559	15,5	100,0
I. Moneda Nacional	77 203	10,3	66,2
II. Moneda Extranjera	39 356	5,2	33,8
2. Clasificación según entidad de depósito			
Activos Financieros del SPNF (I+II+III)	116 559	15,5	100,0
I. Banco Central de Reserva	72 205	9,6	61,9
II. Banco de la Nación	5 712	0,8	4,9
III. Sector Financiero y No Financiero Privado	38 642	5,1	33,2

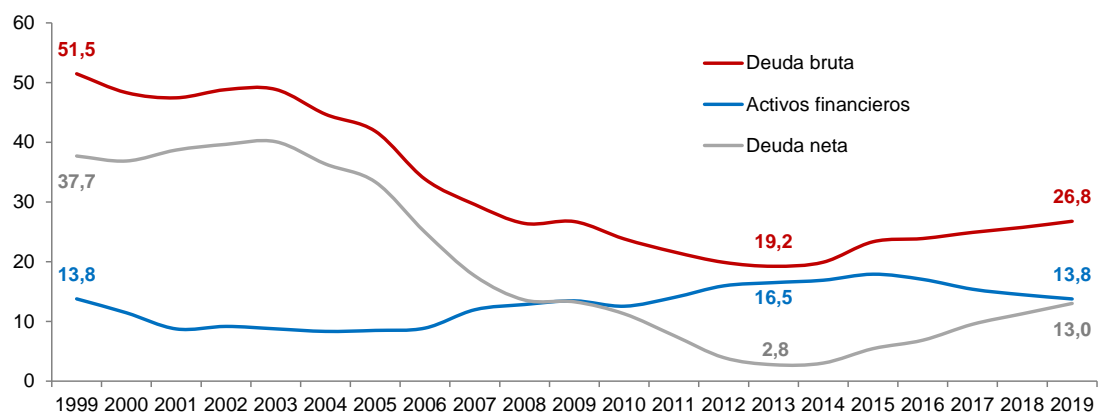
Nota: Figura extraída de MEF (2019).

En conclusión, durante las dos últimas décadas, Perú fortaleció su sostenibilidad fiscal, ya que tuvo una reducción significativa de la deuda pública y un incremento de los activos financieros. Dicho resultado fue principalmente mediante la generación de superávits fiscales en periodos favorables y de mantener déficits relativamente bajos en los demás años. Ello se logró bajo una política fiscal prudente, ya que, como es mostró en los subcapítulos previos, Perú fue uno de los pocos países que generó superávits fiscales. Así, de manera

³⁹ La CUT puede definirse como una estructura unificada de las cuentas bancarias del gobierno que facilita la consolidación y la utilización óptima de los recursos de efectivo del gobierno, según FMI (2011). Cabe señalar que el establecimiento de una CUT eficiente reduce considerablemente los costos del servicio de la deuda pública y las necesidades de reservas líquidas, y ayuda a maximizar el rendimiento de las inversiones del excedente de efectivo. La ausencia de una CUT eficiente genera, entre otros, que: (i) los saldos inactivos de caja en las cuentas bancarias a menudo no reciban una remuneración vinculada a las tasas de interés de mercado, y (ii) el gobierno, que desconoce la disponibilidad de estos recursos, incurra en costos de endeudamiento innecesarios al captar fondos para cubrir lo que percibe como una escasez de efectivo.

relativa, Perú gestionó mejor el sesgo al déficit fiscal en comparación con el promedio de países emergentes y países de la región. Adicionalmente, como se muestra en la figura 61, la deuda neta (calculada como la diferencia entre la deuda pública bruta y los activos financieros) también tuvo una tendencia decreciente.

Figura 61. Perú: Deuda bruta, deuda neta y activos financieros del SPNF entre 1999 y 2019 (% del PBI)



Nota: Elaborado con datos del BCRP.

4.4. Errores de proyecciones fiscales

Como se mostró en el capítulo 2, la evaluación de errores en las proyecciones fiscales es un elemento del análisis de riesgos fiscales de un país. Al respecto, las proyecciones fiscales que ha realizado el MEF para el resultado económico y para la deuda pública son conservadoras para el periodo 2004-2019, dado que, en promedio, el error ha sido pequeño y, en términos relativos, ha sido menor que los errores de proyección relacionados a países emergentes y países de América Latina, tal como se muestra en el presente subcapítulo. Para esta evaluación, se ha utilizado la metodología del anexo 9.

Así; en consistencia con lo que señala MEF (2019), MEF (2020) y MEF (2021b), y que los contenidos relacionados a errores de proyecciones fiscales estuvieron bajo mi responsabilidad; el análisis de las desviaciones de las proyecciones del resultado económico del SPNF consiste en la descomposición de su error de proyección a un año en función de los errores de proyección de los ingresos y gastos no financieros del GG, así como de otros

factores⁴⁰. Para determinar el error de proyección del año “t”, se consideran las estimaciones para el año “t” realizadas en el MMM de agosto del año “t-1”.

Así, durante el periodo 2004-2019 (16 años), la proyección del resultado fiscal a 1 año tuvo un sesgo conservador, puesto que en 11 años se registraron resultados fiscales mayores que sus pronósticos, tal como se muestra en la figura 62. Durante 2004-2019, el resultado económico fue, en promedio, superior a su proyección en 0,9 p.p. del PBI. Esto, mediante su identidad contable, se explica porque los ingresos fiscales se registraron, en promedio, 1,0 p.p. del PBI por encima de sus valores esperados; mientras que, el gasto público no financiero observado fue, en promedio, 0,4 p.p. del PBI superior a su pronóstico. Asimismo, en relación con el componente de otros factores⁴¹, se observa que fueron, en promedio, 0,2 p.p. del PBI mayor a lo esperado. Todo ello tal como se muestra en la figura 63.

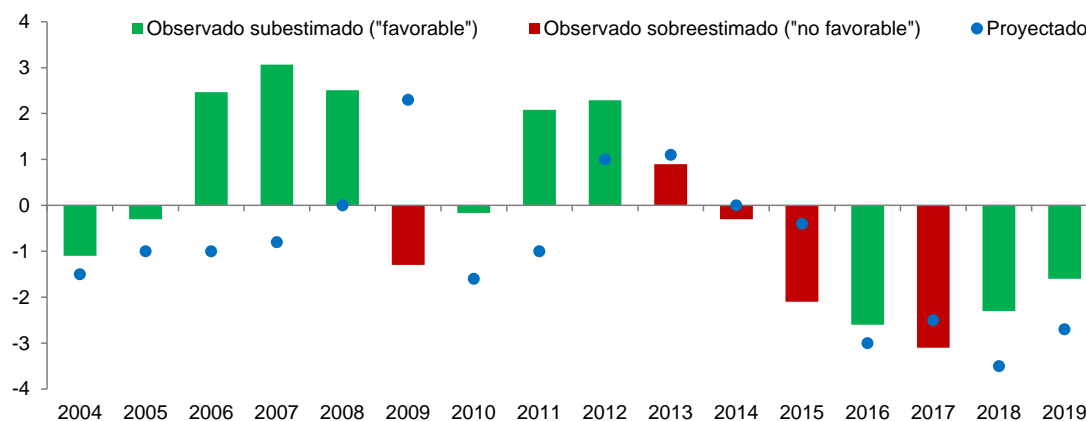
En particular, de los 11 años en los que se registró un mayor resultado fiscal que el pronosticado (diferencia promedio anual de 1,8 p.p. del PBI), varios fueron explicados por ingresos fiscales superiores a sus proyecciones (diferencia promedio anual de 1,5 p.p. del PBI).

- La subestimación del resultado económico en los periodos 2004-2008 y 2010-2011 corresponde a una posición conservadora y prudente de la política fiscal respecto al efecto de favorables precios de *commodities* sobre los ingresos fiscales.
- Además, en el periodo 2011-2012, se tuvo un mayor resultado económico debido al retiro del Plan de Estímulo Económico, realizado para afrontar la crisis de 2009, y la subejecución por parte de gobiernos subnacionales, que fue una característica recurrente en periodos post electorales.
- En 2016, se registró un resultado fiscal mayor al esperado, debido a las medidas de racionalización del gasto público, en un contexto en el que los ingresos fiscales estaban cayendo debido a un entorno internacional no favorable.
- Finalmente, en 2018 y 2019 también se subestimó el resultado económico, debido a la recuperación de la actividad económica y al impacto de las medidas tributarias implementadas, cuyos impactos generaron un incremento de los ingresos fiscales.

⁴⁰ Que comprenden al resultado primario de las empresas públicas no financieras y a los intereses del SPNF.

⁴¹ Que comprenden al resultado primario de las empresas públicas no financieras y a los intereses del SPNF.

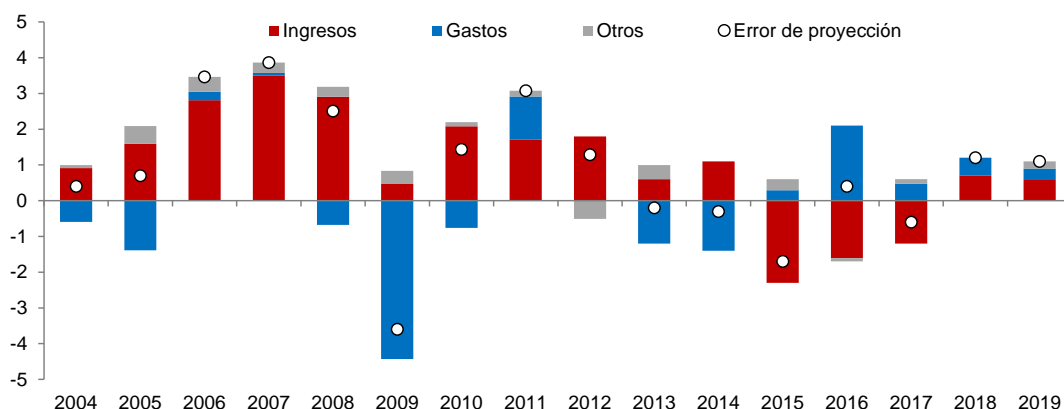
Figura 62. Perú: Proyecciones y datos observados del resultado económico del SPNF entre 2004 y 2019 (% del PBI)



Nota: La categoría “Observado subestimado (“favorable”)” se refiere a años en los que el resultado económico observado fue mayor al resultado económico proyectado. Por su parte, la categoría “Observado sobreestimado (“no favorable”)” se refiere a años en los que el resultado económico observado fue menor al resultado económico proyectado. Elaborado con datos de MEF (2021b).

En contraparte, los 5 años en los que se obtuvo un menor resultado fiscal que el proyectado (promedio de -1,2 p.p. del PBI) se caracterizan por corresponder a eventos extraordinarios, que generaron menores ingresos fiscales que los previstos (diferencia promedio anual de 0,2 p.p. del PBI) y/o mayor gasto público respecto del proyectado (diferencia promedio anual de 1,2 p.p. del PBI). Estos eventos refieren a la crisis financiera de 2009, año en el que se implementó el Plan de Estímulo Económico y que implicó, entre otros, el incremento del gasto público no financiero; la alta volatilidad en los mercados emergentes entre 2013-2015 y la caída de los precios de *commodities* entre 2014-2016, que limitaron significativamente el crecimiento de los ingresos fiscales; y el FEN Costero de 2017.

Figura 63. Perú: Desviaciones del resultado económico respecto de la proyección a un año entre 2004 y 2019 (puntos porcentuales del PBI)

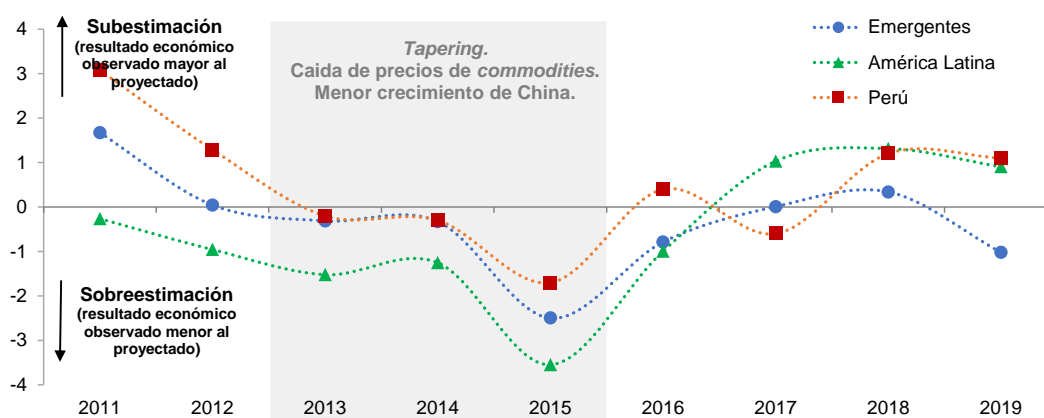


Nota: El error de proyección es calculado como la diferencia entre el resultado económico realizado y el resultado económico proyectado. Si la diferencia es positiva, significa que se subestimó el resultado económico (hecho “favorable”); mientras que, si es negativa, se sobreestimó el resultado económico (hecho “no favorable”). En el caso de los ingresos fiscales, un valor positivo indica que se subestimaron dichos ingresos; mientras que, si es negativo, se sobreestimaron dichos ingresos. En el caso del gasto público no financiero, un valor positivo indica que se sobreestimaron dichos gastos; mientras que, si es negativo, se subestimaron dichos gastos. Elaborado con datos de MEF (2021b).

Cabe resaltar que las desviaciones de las proyecciones de resultado económico de Perú a un año fueron menores y más conservadoras que las desviaciones de proyecciones para países emergentes y países de América Latina, tal como se indica en MEF (2021b) y se muestra en la figura 64. Para calcular las desviaciones para Emergentes y América Latina se consideró las proyecciones para el año “t” realizadas en el WEO del FMI de octubre del año “t-1”. Así, entre el periodo 2011-2019⁴², el resultado económico observado de países emergentes y de países América Latina fue, en promedio, inferior en 0,3 p.p. del PBI y en 0,6 p.p. del PBI, respectivamente, respecto del resultado económico proyectado para dichos países. En contraste, en dicho periodo, el resultado económico de Perú fue mayor en 0,5 p.p. del PBI, en promedio, que lo proyectado.

⁴² Años para los que dispone proyecciones del WEO para dichas variables y para estos grupos de países.

Figura 64. *Desviaciones del resultado económico respecto de la proyección a un año para países emergentes, países de América Latina y Perú entre 2011 y 2019 (puntos porcentuales del PBI)*



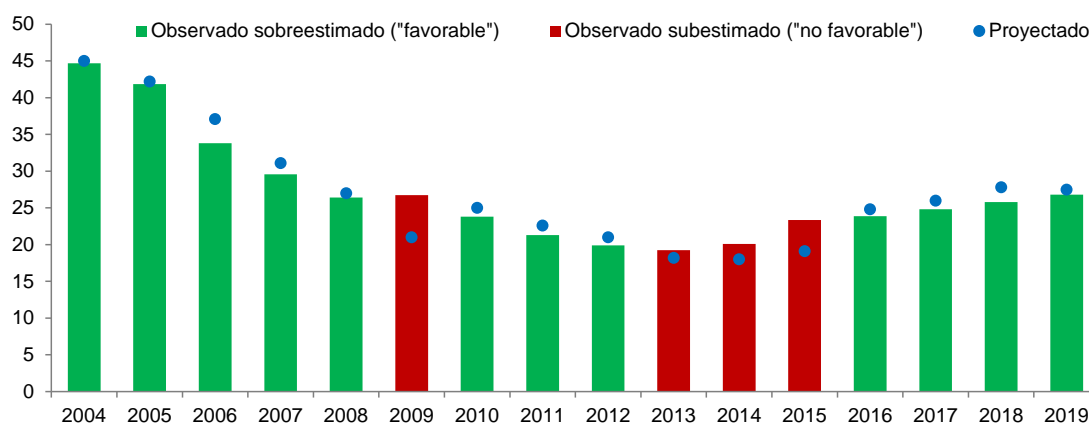
Nota: Para calcular las desviaciones para Emergentes y América Latina se consideró las proyecciones para el año “t” realizadas en el WEO de octubre del año “t-1”. Dichas desviaciones son calculadas como la diferencia entre el resultado económico realizado y el resultado económico proyectado. Si la diferencia es positiva, significa que se subestimó el resultado económico (hecho “favorable”); mientras que, si es negativa, se sobreestimó el resultado económico (hecho “no favorable”). Elaborado con datos de MEF (2021b).

En cuanto a la deuda; en consistencia con lo que señala MEF (2019), MEF (2020) y MEF (2021b), y que los contenidos relacionados a errores de proyecciones fiscales estuvieron bajo mi responsabilidad; el análisis de las desviaciones de las proyecciones de deuda pública consiste en la descomposición de su error de proyección a un año en función de los errores de proyección de sus determinantes macrofiscales. La estructura de la deuda pública hace que su dinámica se vea influenciada por factores macrofiscales (crecimiento del PBI nominal, tipo de cambio y déficit fiscal) y otros factores particulares (usos o acumulaciones de activos financieros, prefinanciamientos, entre otros). Por ello, el error de proyección del ratio de deuda pública sobre PBI dependerá de los errores de proyección de dichos factores. Para determinar el error de proyección del año “t”, se consideran las estimaciones de la deuda pública para el año “t” realizadas en el MMM de agosto del año “t-1”.

En el periodo 2004-2019 (16 años), la proyección de la deuda pública a 1 año tuvo un sesgo conservador, pues en 12 años se observó una deuda menor a la proyectada y solo en 4 se registró una deuda mayor a la proyectada, tal como se observa en la figura 65. Estos últimos son explicados por eventos extraordinarios, como la crisis financiera de 2009 o la alta volatilidad en los mercados emergentes entre 2013-2015. Así, en el periodo 2004-2019 y en

promedio, la deuda pública proyectada a un año fue prácticamente igual a la deuda pública realizada. Las contribuciones promedio de los errores de proyección del crecimiento nominal del PBI, del tipo de cambio, del déficit fiscal y de otros factores en el error de proyección de la deuda pública fueron -0,4%, -0,4%, -0,9% y 1,7 p.p. del PBI, respectivamente. Así, las dinámicas de los factores macrofiscales redujeron considerablemente las presiones de obtener recursos mediante endeudamiento, lo que se muestra en la figura 66.

Figura 65. Perú: Proyecciones y datos observados de la deuda pública del SPNF entre 2004 y 2019 (% del PBI)



Nota: La categoría “Observado sobreestimado (“favorable”)” se refiere a años en los que la deuda pública observada fue menor que la deuda pública proyectada. Por su parte, la categoría “Observado subestimado (“no favorable”)” se refiere a años en los que la deuda pública observada fue mayor que la deuda pública proyectada. Elaborado con datos de MEF (2021b).

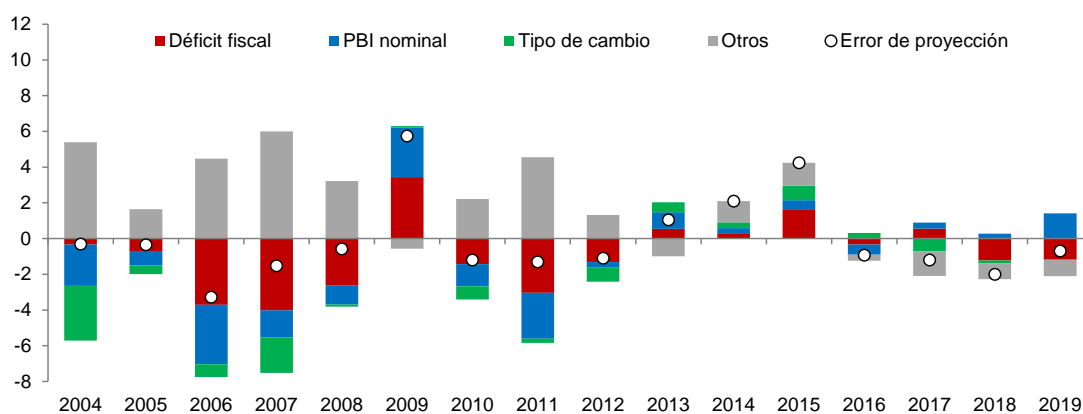
En particular, en los 12 años en los que se sobreestimó la deuda pública (periodo 2004-2008, 2010-2012 y 2016-2019), la deuda pública realizada fue, en promedio, menor en 1,2 p.p. del PBI respecto de la proyectada a un año. Cabe resaltar que, en este periodo, el componente “otros factores” ha tenido una contribución importante debido a que los superávits fiscales en dichos años no fueron destinados íntegramente a reducir la deuda pública, sino que también fueron destinados a acumular activos financieros (como, por ejemplo, el FEF). Dichas medidas correspondieron a una política fiscal prudente que estuvo orientada al fortalecimiento de las cuentas fiscales, con el objetivo de hacer frente a futuros eventos adversos sin afectar significativamente la sostenibilidad fiscal.

Por su parte, en los 4 años en los que se subestimó la deuda pública, la deuda pública realizada fue, en promedio, mayor en 3,2 p.p. del PBI respecto de lo previsto. Cabe señalar que, en estos 4 años, las desviaciones respecto de lo proyectado corresponden a los efectos

de la crisis financiera internacional (2009) y de la alta volatilidad financiera registrada en los mercados emergentes (2013-2015).

- Respecto de 2009, hubo un impacto importante en el menor crecimiento del PBI y un mayor impulso de gasto que conllevó a un mayor déficit fiscal⁴³.
- Además, en el periodo 2013-2015, el principal factor macrofiscal que contribuyó al error de proyección fue el significativo incremento del tipo de cambio y, en menor medida, los menores niveles de crecimiento de PBI respecto de lo proyectado. A esto, se suma la contribución del componente “otros factores” que estuvieron asociados principalmente al aprovechamiento de ventanas favorables en los mercados emergentes para realizar mayores prefinanciamientos⁴⁴, en un contexto de incertidumbre acerca de la dinámica de las tasas de interés internacionales. Es importante mencionar que los prefinanciamientos pasan a formar parte de los activos financieros en el año en que se desembolsan para luego ser utilizados, en el siguiente año, bajo la forma de uso de activos financieros para cubrir las necesidades de financiamiento.

Figura 66. Perú: Desviaciones de la deuda pública respecto de la proyección a un año entre 2004 y 2019 (puntos porcentuales del PBI)



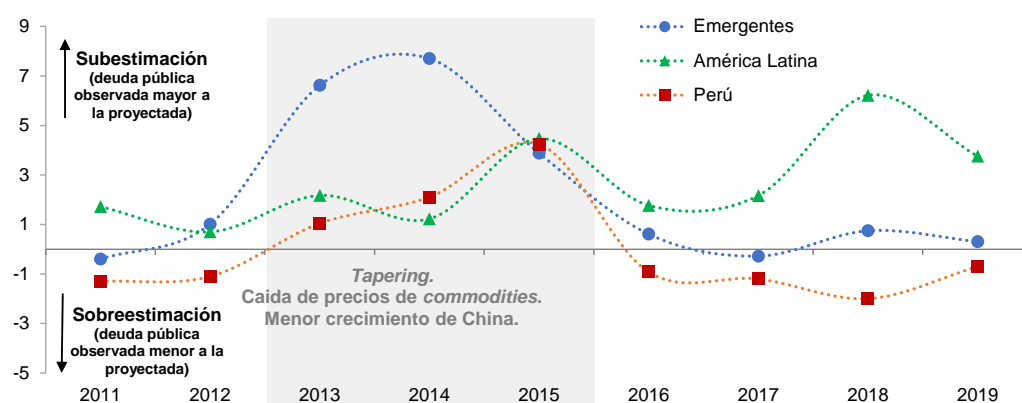
Nota: El error de proyección es calculado como la diferencia entre deuda pública realizada y la deuda pública proyectada. Si la diferencia es positiva, significa que se subestimó la deuda pública (hecho “no favorable”); mientras que, si es negativa, se sobreestimó la deuda pública (hecho “favorable”). En el caso del déficit fiscal, un valor positivo indica que se subestimó dicho déficit; mientras que, si es negativo, se sobreestimó dicho déficit. En el caso del PBI nominal, un valor positivo indica que se sobrestimó dicho PBI; mientras que, si es negativo, se subestimó dicho PBI. En el caso del tipo de cambio, un valor positivo indica que se subestimó dicha variable; mientras que, si es negativo, se sobrestimó dicha variable. Elaborado con datos de MEF (2021b).

⁴³ Para 2009, en el MMM 2009-2011 Revisado, se preveía un superávit fiscal de 2,3% del PBI. No obstante, el dato realizado fue un déficit fiscal de 1,3% del PBI.

⁴⁴ En 2014 y 2015 se realizaron prefinanciamientos por 0,5% y 1,6% del PBI, respectivamente.

Cabe resaltar que las desviaciones de las proyecciones de deuda pública de Perú a un año fueron menores y más conservadoras que las desviaciones de proyecciones para países emergentes y países de América Latina, tal como se indica en MEF (2021b) y se muestra en la figura 67. Para calcular las desviaciones para países emergentes y países de América Latina se consideró las proyecciones para el año “t” realizadas en el WEO de octubre del año “t-1”. Así, entre el periodo 2011-2019⁴⁵, la deuda pública observada de países emergentes y países de América Latina fue, en promedio, superior en 2,2 p.p. del PBI y en 2,7 p.p. del PBI, respectivamente, respecto de la deuda pública proyectada para dichos países (este valor es 0,0 p.p. del PBI para Perú).

Figura 67. *Desviaciones de la deuda pública respecto de la proyección a un año para países emergentes, países de América Latina y Perú entre 2011 y 2019 (puntos porcentuales del PBI)*



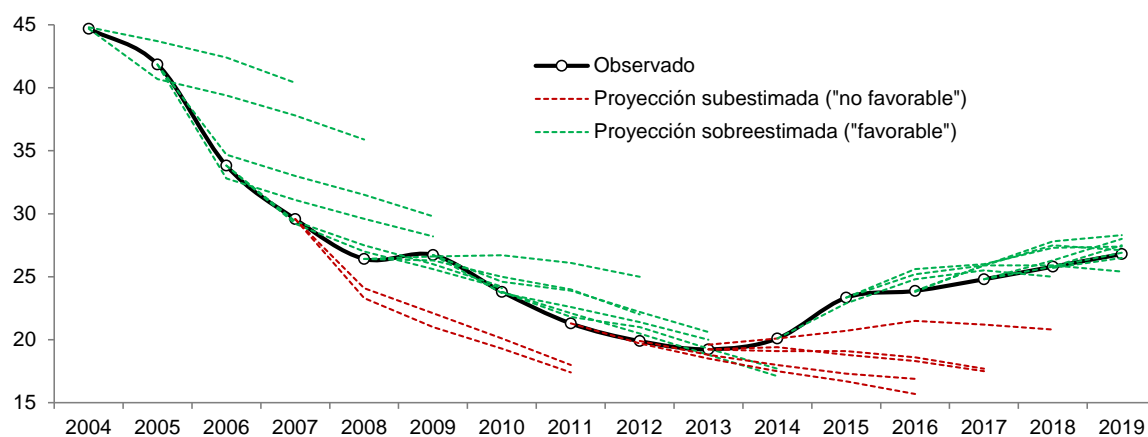
Nota: Para calcular las desviaciones para Emergentes y América Latina se consideró las proyecciones para el año “t” realizadas en el WEO de octubre del año “t-1”. Dichas desviaciones son calculadas como la diferencia entre deuda pública realizada y la deuda pública proyectada. Si la diferencia es positiva, significa que se subestimó la deuda pública (hecho “no favorable”); mientras que, si es negativa, se sobreestimó la deuda pública (hecho “favorable”). Elaborado con datos de MEF (2021b).

Por otra parte, en cuanto a las proyecciones multianuales de deuda pública del MEF de los correspondientes MMMs, MMM Revisados e IAPMs publicados entre 2004 y 2019, se observa que también se tuvo una posición conservadora. Ello debido a que, tal como se muestra en la figura 68, en la mayoría de los casos las proyecciones multianuales de la deuda pública se encontraron por encima de los datos observados (en cerca del 80% de casos). Los casos en los que las proyecciones multianuales de la deuda pública se encontraron por debajo de los datos observados (alrededor del 20% de casos) correspondieron a los contextos de

⁴⁵ Años para los que dispone proyecciones del WEO para dichas variables y para estos grupos de países.

choques externos significativos como la crisis financiera mundial en 2008-2009, la alta volatilidad financiera registrada en los mercados emergentes (2013-2015) y la ocurrencia del FEN Costero en 2017. Incluso, luego de la ocurrencia de estos choques, las proyecciones multianuales se adaptaron relativamente rápido para continuar con una postura conservadora.

Figura 68. *Proyecciones multianuales y datos observados de la deuda pública de Perú entre 2004 y 2019 (% del PBI)*



Nota: Elaborado con datos del MEF correspondientes a los MMMs, MMM Revisados e IAPMs publicados entre 2004 y 2019.

4.5. Cumplimiento histórico de las reglas fiscales del país

La política fiscal de Perú se basa en un Marco Macrofiscal con reglas fiscales desde el año 2000. Al respecto, el país tiene un favorable historial de cumplimiento de sus reglas fiscales. Sin perjuicio de ello, es importante precisar que hubo años en los que se modificó o suspendió las reglas fiscales, principalmente frente a la ocurrencia de eventos adversos imprevistos como la crisis financiera internacionales o el FEN Costero. Así, en la tabla 8 se muestra las reglas fiscales que estuvieron vigentes para cada año del periodo 2000-2019, junto con sus correspondientes normas legales y modificaciones temporales.

Tabla 8. Normas de rango ley respecto de las reglas fiscales de Perú entre 2000 y 2019

Año	Reglas vigentes de mediano plazo			Modificaciones temporales a las reglas fiscales		
	Deuda pública	Déficit fiscal	Gasto público	Deuda pública	Déficit fiscal	Gasto público
2000						
2001			Ley N° 27245			
2002						
2003						Ley N° 28019 ⁶
2004						Ley N° 27958 ⁵
2005			Ley N° 27958 ¹	Ley N° 28562 ⁷		Ley N° 28562 ⁷
2006						Ley N° 28750 ⁸
2007	Ley N° 27245		Leyes N° 28929 y 29035 ²			
2008						Ley N° 29144 ⁹
2009						
2010						Ley N° 29368 ¹⁰
2011			Ley N° 29144 ³			
2012						
2013						Ley N° 29952 ¹¹
2014						Ley N° 30099 ¹²
2015						
2016		Ley N° 30099				D.U. N° 002 y 003-2015 ¹³
2017						
2018		Decreto Legislativo N° 1276				Ley N° 30637 ¹⁴
2019						

Nota: 1/ Dicha Ley establece que el incremento anual real del gasto no financiero del GG no podrá ser mayor al 3,0% en términos reales, determinado sobre la base del deflactor implícito del PBI. Además, modifica la cobertura de las reglas de déficit fiscal y deuda pública al SPNF (previamente era el SPC). 2/ La Ley N° 29829 establece que se use el IPC de Lima Metropolitana en vez del deflactor implícito del PBI para el cálculo del incremento anual real del gasto no financiero del GG. Por su parte, la Ley N° 29035 modifica la regla de gasto y establece que el incremento anual del gasto de consumo del GC no podrá ser mayor al 3,0% en términos reales. Para su determinación se utilizará la meta de inflación establecida por el BCRP (se entiende por gasto de consumo la suma del gasto en remuneraciones, y del gasto en bienes y servicios). 3/ Dicha Ley modifica el límite del incremento anual del gasto de consumo del GC a 4,0% en términos

reales. 4/ Dicha Ley suspende la aplicación de la regla de déficit fiscal para 2001 y 2002. 5/ Dicha Ley establece que el déficit fiscal del SPNF para 2003 y 2004 no deben ser mayores a 2,0 y 1,5% del PBI, respectivamente. 6/ Dicha Ley dispone la suspensión de la regla de gasto para 2003. 7/ Dicha Ley establece la suspensión de la regla de deuda pública y de gasto para 2005. 8/ Dicha Ley establece la suspensión de la regla de deuda pública y de gasto para 2006. 9/ Dicha Ley incluye al gasto en pensiones para el cálculo de la regla del gasto en consumo del GC. 10/ Dicha Ley suspende las reglas de déficit fiscal y de gasto público para 2009 y 2010 ante la ocurrencia de la crisis financiera internacional. Además, la Ley establece “referencias” para el déficit fiscal para dichos años (no ser mayor a 2,0% del PBI) y para el gasto de consumo del GC (incremento real no mayor a 10% en 2009 y a 8% en 2010). 11/ Dicha Ley establece que el resultado económico del SPNF no debe ser deficitario (es decir, debe ser mayor o igual a 0) en 2013, y que esta regla reemplaza a la regla de déficit fiscal y de gasto público para dicho año. 12/ Dicha Ley establece que el resultado económico del SPNF no debe ser deficitario (es decir, debe ser mayor o igual a 0) en 2014, y que esta regla reemplaza a la regla de déficit fiscal y de gasto público para dicho año. 13/ Los D.U. N° 002-2015 y 003-2015 establecieron que el déficit fiscal estructural del SPNF no debe ser mayor a 2,0% del PBI y a 3,0%, del PBI, respectivamente, en 2016. 14/ Ante la ocurrencia del FEN Costero en 2017, se aplicaron las cláusulas de excepción a las reglas macrofiscales, las cuales modificaron las reglas fiscales de déficit fiscal y de gasto público para el periodo 2017-2021. Cabe señalar que previamente a esta Ley se publicaron la Ley N° 30420 (la cual determinaba que el déficit fiscal estructural del SPNF no debía ser mayor a 1,5% del PBI en 2017 y a 1,0% del PBI en 2018) y la Ley N° 30499 (la cual determinaba que el déficit fiscal estructural del SPNF no debía ser mayor a 2,2% del PBI en 2017; a 2,0% del PBI en 2018; a 1,8% del PBI en 2019; a 1,5% del PBI en 2020; y a 1,0% del PBI en 2021). Elaborado en base a información del MEF.

En particular, durante el periodo 2000-2019 se tuvo tres Marcos Macrofiscales que definieron reglas fiscales de mediano plazo. Los cambios de Marcos Macrofiscales fueron producto de la adaptación de las cuentas fiscales al estado de las finanzas públicas a nivel local y mundial, así como a las mejores prácticas internacionales:

- o Mediante la Ley N° 27245, se estableció 3 reglas fiscales: (i) el déficit fiscal anual no podrá ser mayor al 1% del PBI, (ii) el incremento anual real del gasto no financiero del GG no podrá ser mayor a 2%, y (iii) la deuda pública no podrá incrementarse por más del monto del déficit fiscal⁴⁶. Tal como se muestra en la tabla 8, se realizaron modificaciones a las reglas de mediano plazo de gasto público durante el periodo 2003-2008, principalmente a la cobertura y al tipo de gasto que abarcaba la regla (como gasto no financiero del GG o gasto de consumo del GN). Ello considerando que fueron los primeros años en los que se estaban aplicando las reglas fiscales y se requería realizar ajustes debido a inconvenientes en su aplicación, acorde a una curva de aprendizaje.

⁴⁶ Dicha variación de la deuda pública es corregida por la diferencia atribuible a variaciones en las cotizaciones entre las monedas, la emisión de nuevos bonos de reconocimiento, variaciones en los depósitos del SPC, y las deudas asumidas por el SPC, para lo cual deberá tenerse en cuenta la capacidad de pago del país.

- Mediante la Ley N° 30099, se estableció que la guía ex ante del déficit fiscal estructural (no debe ser mayor a 1% del PBI potencial), así como una referencia a que la deuda pública del SPNF no debe ser mayor a 30% del PBI. Estas dos referencias se establecieron como “reglas fiscales”. No obstante, se tenían reglas fiscales explícitas para el gasto público: (i) el gasto no financiero del GN no puede exceder el límite que se establezca mediante decreto supremo refrendado por el MEF, sujetándose a la guía ex ante del déficit fiscal estructural, (ii) el gasto no financiero del GN en materia de personal permanente o temporal, cualquiera sea su régimen de contratación, y en pensiones, incluyendo las transferencias que efectúe para financiar dichos rubros, no puede ser mayor al límite que se determine aplicando la tasa de crecimiento del PBI potencial en términos nominales al límite estimado de gasto no financiero en materia de personal y pensiones del año anterior.
- Mediante el Decreto Legislativo N° 1276, tal como se mencionó en el capítulo 2, se establecieron las reglas fiscales de mediano plazo que se encuentran vigentes actualmente: (i) la deuda pública del SPNF no debe superar el 30% del PBI⁴⁷; (ii) el déficit fiscal del SPNF no debe ser mayor a 1% del PBI; (iii) el gasto no financiero del GG no debe crecer más que el crecimiento promedio de 20 años del PBI⁴⁸; y (iv) el gasto corriente excluyendo mantenimiento, del GG no debe crecer por encima del crecimiento del gasto no financiero total⁴⁹.

Por otra parte, como también se muestra en la tabla 8, se tuvo modificaciones temporales a las reglas fiscales. Por ejemplo:

- Se modificó temporalmente la regla del déficit fiscal frente a la ocurrencia de eventos adversos como la crisis financiera en 2009 y ante la ocurrencia del FEN Costero. En particular, de acuerdo con MEF (2021c), se aplicó la cláusula de excepción a las reglas macrofiscales ante la ocurrencia del FEN Costero a través de la Ley N° 30637⁵⁰, para el

⁴⁷ Excepcionalmente y siempre que se cumpla la regla de resultado económico y la regla del gasto no financiero de GG, la deuda pública puede tener un desvío temporal no mayor a 4 p.p. del PBI.

⁴⁸ En específico, la tasa de crecimiento real anual del gasto público no financiero del GG no debe ser mayor al límite superior del rango de más y menos un punto porcentual (+/- 1 p.p.) de la resultante del promedio de veinte años del crecimiento real anual del PBI. Para calcular dicho promedio se utilizan las tasas del crecimiento real del PBI de quince años previos a la elaboración del MMM, el estimado del año fiscal en que se elabora el referido MMM y las proyecciones de los cuatro años posteriores contemplados en el citado documento.

⁴⁹ En específico, la tasa del crecimiento real anual del Gasto Corriente del GG, excluyendo el gasto de mantenimiento, no puede ser mayor al límite inferior del rango señalado en la regla fiscal referida al Gasto No Financiero del GG y en ningún caso mayor al crecimiento real del Gasto No Financiero del GG.

⁵⁰ El marco macrofiscal aprobado por el Decreto Legislativo N° 1276, siguiendo los mejores estándares internacionales, cuenta con una cláusula de excepción que otorga flexibilidad en el manejo fiscal en eventos excepcionalmente desfavorables. Así, dicha cláusula establece que las reglas macrofiscales pueden ser

periodo 2017-2021. La mencionada Ley dispuso la ampliación temporal del déficit fiscal para el periodo 2017-2020 en 3,2 p.p. del PBI respecto de la trayectoria previa, para luego converger gradualmente hacia un déficit fiscal del SPNF de 1,0% del PBI al 2021⁵¹. Además, se mantuvo la regla de deuda pública de 30,0% del PBI, mientras que se restringió en 0,5 p.p. el tope de crecimiento de la regla de gasto corriente, excluyendo mantenimiento, para el periodo 2019-2020. Es importante precisar que la ampliación temporal del déficit fiscal obedeció estrictamente a las necesidades de financiamiento del Fondes⁵², con el cual se financia el proceso de Reconstrucción.

- Se realizaron modificaciones temporales o suspensiones a la regla de gasto durante el periodo 2003-2010, en un contexto de primeros años de aplicación de las reglas y su operatividad. A partir de 2010, las modificaciones realizadas fueron en entornos de nuevos Marco Macrofiscales y debido a la ocurrencia del choque negativo del FEN Costero.

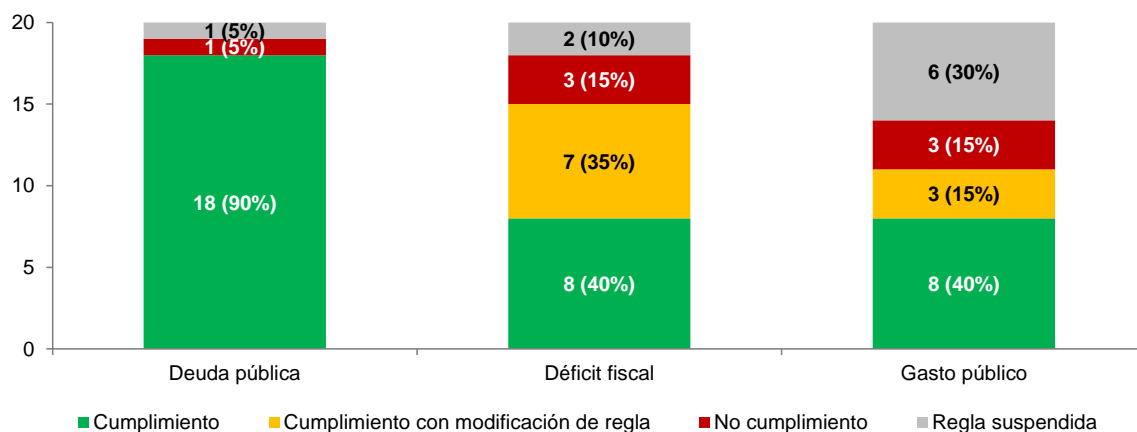
Se observa, de acuerdo con lo mostrado la figura 69 (y con detalle en la tabla 9), que Perú cumplió con sus reglas fiscales en la mayor parte de los años del periodo 2000-2019. Cabe señalar que, como se mencionó en los subcapítulos anteriores, en este periodo tuvo choques negativos como la crisis financiera internacional, la reducción significativa de precios de *commodities* y el FEN Costero, lo que requirió modificaciones de las reglas fiscales para realizar una política fiscal contracíclica frente a dichos eventos.

modificadas de manera temporal en los casos de desastre o de choque externo significativo, que afecten los ingresos, o cuando la actividad económica por factores exógenos requiera modificar el resultado económico.

⁵¹ 2017: de 2,5% a 3,0% del PBI; 2018: de 2,3% a 3,5% del PBI; 2019: de 2,0% a 2,9% del PBI; 2020: de 1,5% a 2,1% del PBI; y 2021: 1,0% del PBI.

⁵² Segunda Disposición Complementaria Final de la Ley N° 30637.

Figura 69. Cumplimiento de las reglas fiscales de Perú entre 2000 y 2019 (número de años y % del total de años)



Nota: Elaborado con datos del MEF.

Así, las reglas fiscales tuvieron el siguiente cumplimiento:

- Se cumplió la regla de deuda pública en 18 de los 20 años (90%). Hubo una suspensión de la regla en 2005 y un incumplimiento en 2014. No obstante, es importante señalar que el incumplimiento de la deuda pública en 2014 se debió a que ese año se realizaron prefinanciamientos para 2015 por aproximadamente 2,5% del PBI, en un contexto en el que se tenían perspectivas de incremento de tasas de interés y del tipo de cambio para los siguientes años.
- Se cumplió la regla de déficit fiscal en 15 de los 20 años (75%). En particular, se tuvo un cumplimiento de la regla de mediano plazo en 8 años (40%) y un cumplimiento de la regla modificada transitoriamente en 7 años (35%). Al respecto, se tuvo el cumplimiento de las reglas modificadas en 2009 (ante la crisis financiera internacional), en el periodo 2016-2019 (en los que se tuvo el efecto de la significativa caída de precios de *commodities* y del FEN Costero) y en el periodo 2003-2004 (en los que se tuvo un proceso de consolidación fiscal). Se incumplieron las reglas fiscales en 3 años (15%), específicamente en 2000, y en los años 2014-2015 (años en los que se iniciaban los efectos negativos del *tapering* y de la caída de precios de *commodities*). Por otra parte, se tuvo una suspensión de esta regla en 2 años (10%), en el periodo 2001-2002.
- Se cumplió la regla de gasto en 11 de los 20 años (55%). En particular, se tuvo un cumplimiento de la regla de mediano plazo en 8 años (40%) y un cumplimiento de la regla modificada transitoriamente en 3 años (15%). Al respecto, el cumplimiento de la regla con modificación se dio en 2010 (debido a la crisis financiera internacional) y en el periodo 2018-2019 (por efectos del FEN Costero). Por otra parte, se incumplió la regla

de gasto en 3 años (15%), específicamente en 2009 (ante la crisis financiera internacional) y en el periodo 2002-2003. Además, se realizó suspensiones a las reglas de gasto en 6 años (30%), específicamente en 2003, 2005, 2006, 2013, 2014 y 2017.

Tabla 9. Cumplimiento de reglas fiscales de Perú entre 2000 y 2019

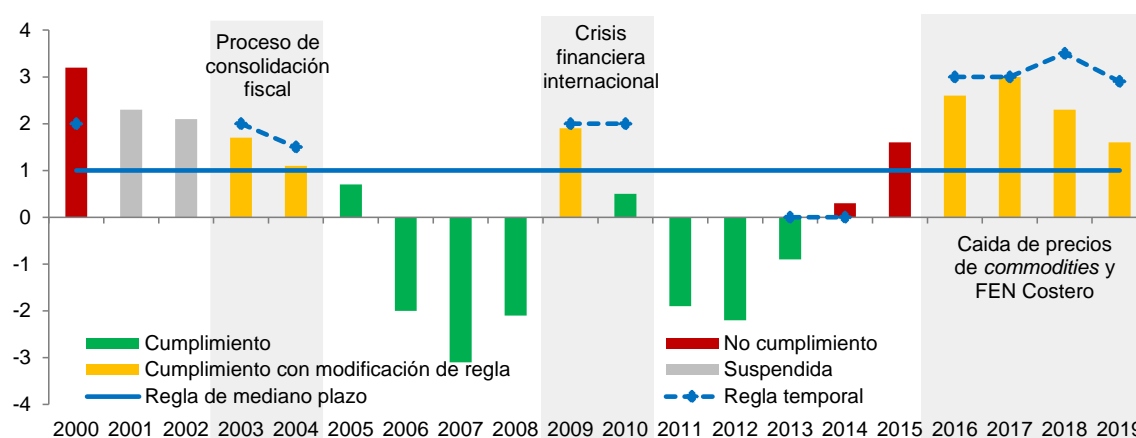
Año	Regla de deuda pública ¹				Regla de déficit fiscal (% del PBI) ²				Regla de gasto público ³				Año
	Mediano plazo	Modificada	Dato ejecutado	Cumplimiento	Mediano plazo	Modificada	Dato ejecutado	Cumplimiento	Mediano plazo	Modificada	Dato ejecutado	Cumplimiento	
2000				Sí	2,0		3,2	No	2,0%		0,8%	Sí	2000
2001				Sí	1,5	Suspendida	2,3	Regla suspendida	2,0%		-4,7%	No	2001
2002				Sí	1,0	Suspendida	2,1	Regla suspendida	2,0%		3,1%	No	2002
2003				Sí	1,0	2,0	1,7	Sí	3,0%	Suspendida	3,5%	Regla suspendida	2003
2004				Sí	1,0	1,5	1,1	Sí	3,0%	3,0	2,7%	Sí	2004
2005		Suspendida		Regla suspendida	1,0		0,7	Sí	3,0%	Suspendida	8,8%	Regla suspendida	2005
2006	- US\$ 1 881 millones		- USD 2 127 millones	Sí	1,0		-2,0	Sí	3,0%	Suspendida	2,5%	Regla suspendida	2006
2007	- US\$ 3 237 millones		- USD 3 380 millones	Sí	1,0		-3,1	Sí	3,0%		2,7%	Sí	2007
2008	- US\$ 2 811 millones		- USD 2 866 millones	Sí	1,0		-2,1	Sí	4,0%		2,0%	Sí	2008
2009	US\$ 2 409 millones		USD 2 286 millones	Sí	1,0	2,0	1,9	Sí	4,0%	10,0%	10,2%	No	2009
2010	USD 833 millones		USD 425 millones	Sí	1,0	2,0	0,5	Sí	4,0%	8,0%	6,4%	Sí	2010
2011	- US\$ 9 048 millones		- US\$ 11 189 millones	Sí	1,0		-1,9	Sí	4,0%		2,0%	Sí	2011
2012	- US\$ 11 752 millones		- US\$ 12 496 millones	Sí	1,0		-2,2	Sí	4,0%		4,0%	Sí	2012
2013	- US\$ 4 670 millones		- US\$ 9 792 millones	Sí	1,0	0,0	-0,9	Sí	4,0%	Suspendida		Regla suspendida	2013
2014	US\$ 1 831 millones		US\$ 2 825 millones	No	1,0	0,0	0,3	No	4,0%	Suspendida		Regla suspendida	2014
2015	30,0% del PBI		23,3% del PBI	Sí	1,0		1,6	No	S/ 118 mil millones		S/ 115 mil millones	Sí	2015
2016	30,0% del PBI		23,8% del PBI	Sí	1,0	3,0	2,6	Sí	S/ 123 mil millones		S/ 116 mil millones	Sí	2016
2017	30,0% del PBI		24,8% del PBI	Sí	1,0	3,0	3,0	Sí	Tasa real no mayor al promedio de crecimiento del PBI de 20 años	No vigente		No vigente	2017
2018	30,0% del PBI		25,8% del PBI	Sí	1,0	3,5	2,3	Sí		4,0%	3,2%	Sí	2018
2019	30,0% del PBI		26,8% del PBI	Sí	1,0	2,9	1,6	Sí		4,2%	2,9%	Sí	2019

Nota: Las celdas sombreadas en verde se refieren al cumplimiento de reglas de mediano plazo; las sombreadas en naranja, al cumplimiento de reglas con modificaciones transitorias; las sombreadas en rojo, al no cumplimiento de reglas; y las sombreadas en gris, a reglas suspendidas o no vigentes. 1/ El cumplimiento de esta regla para el periodo 2000-2004 es tomado de MEF (2006). Durante el periodo 2000-2014, la regla señalaba que el incremento de la deuda no debía ser mayor al déficit fiscal (ajustando por ciertos factores). Para el periodo 2000-2002 se tuvo como cobertura al SPC; mientras que, para 2003-2014 se tuvo al SPNF. Para 2015 y 2016 no se tuvo explícitamente una regla de deuda; no obstante, se tuvo como referencia de que no debía ser mayor a 30% del PBI. A partir de 2017, se tiene explícitamente como regla que la deuda del SPNF no debe ser mayor a 30% del PBI. 2/ Déficit fiscales negativos corresponden a superávits fiscales. Para el periodo 2000-2002, se tuvo como cobertura al SPC; y para 2003-2014 al SPNF. Para 2015 y 2016, se tuvo como referencia al déficit fiscal estructural del SPNF. A partir de 2017, se tuvo

nuevamente al déficit fiscal observado del SPNF. 3/ Para el periodo 2000-2014, se tuvo como regla un límite anual al incremento del gasto público. Para 2015 y 2016 se tuvo, entre otros, un límite al gasto no financiero del GN en términos nominales. A partir de 2017, se tienen límites a las tasas de crecimiento real del gasto no financiero del GG y del gasto corriente del GG (en la tabla se muestra la evaluación de este último). Elaborado en base a información del MEF.

En particular, en la figura 70 se muestra el déficit fiscal ejecutado y el cumplimiento de su regla fiscal entre 2000 y 2019 (con un cumplimiento en el 75% de años en dicho periodo). Así, como se mencionó en párrafos previos, se tuvo modificaciones a la regla de déficit fiscal en contextos adversos, en los cuales se requería una política fiscal más flexible para mitigar los impactos negativos de dichos contextos (tales como la crisis financiera internacional, la caída de precios de *commodities* iniciada en 2014 y el FEN Costero).

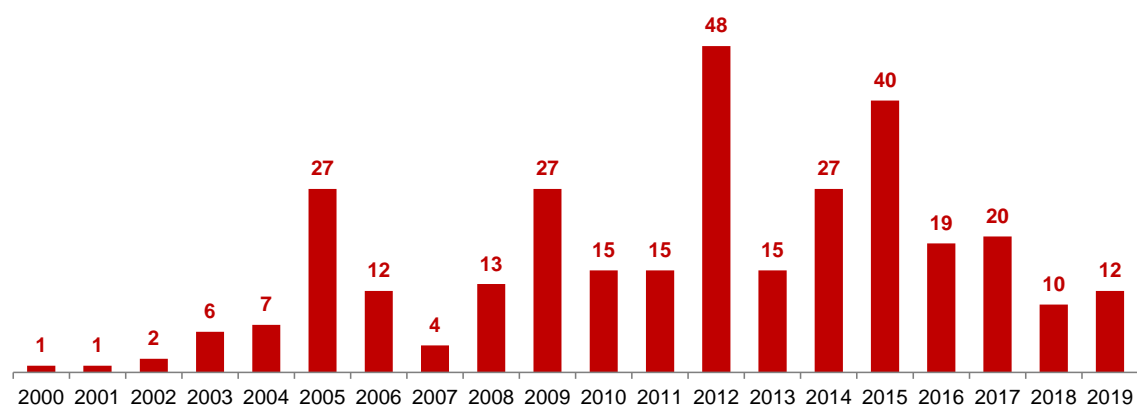
Figura 70. Déficit fiscal ejecutado y regla de déficit fiscal entre 2000 y 2019 (% del PBI)



Nota: Déficit fiscales negativos corresponden a superávits fiscales. Elaborado con datos del MEF.

Cabe señalar que en el mundo se realizaron diversas modificaciones de reglas fiscales durante el periodo 2000-2019, tal como se muestra en la figura 71. Ello especialmente en años en los que tuvo choques adversos generalizados a nivel mundial, como lo fue frente a la crisis financiera internacional (2009) y a la caída significativa de precios de *commodities* en 2014 y 2015.

Figura 71. *Modificaciones de reglas fiscales en el mundo entre 2000 y 2019 (número de modificaciones)*



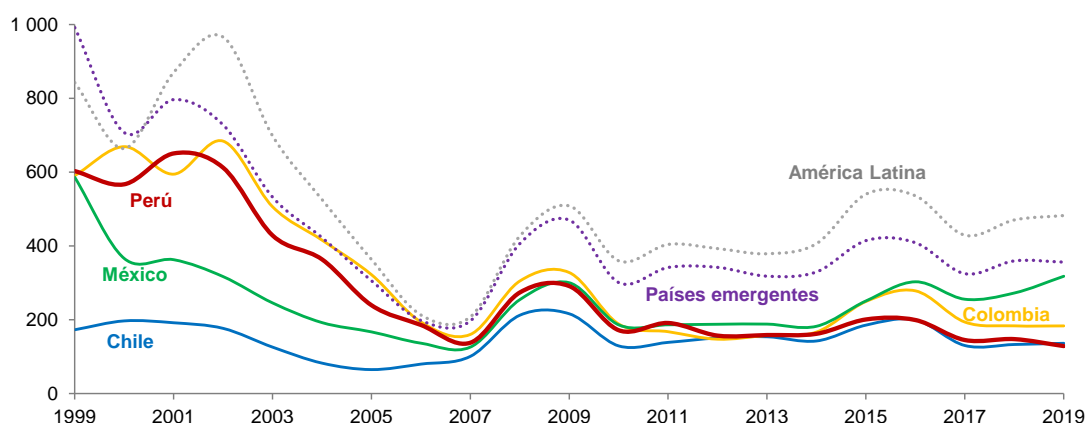
Nota: Considera países avanzados, países emergentes, y países de bajos ingresos y en desarrollo. Elaborado con datos del FMI (2022a).

4.6. Evolución de los indicadores financieros relacionados a la sostenibilidad fiscal

En consistencia con el fortalecimiento de la sostenibilidad fiscal del país, lo que fue mostrado en los subcapítulos previos, los indicadores financieros relacionadas a dicha sostenibilidad tuvieron una dinámica favorable durante las dos últimas décadas.

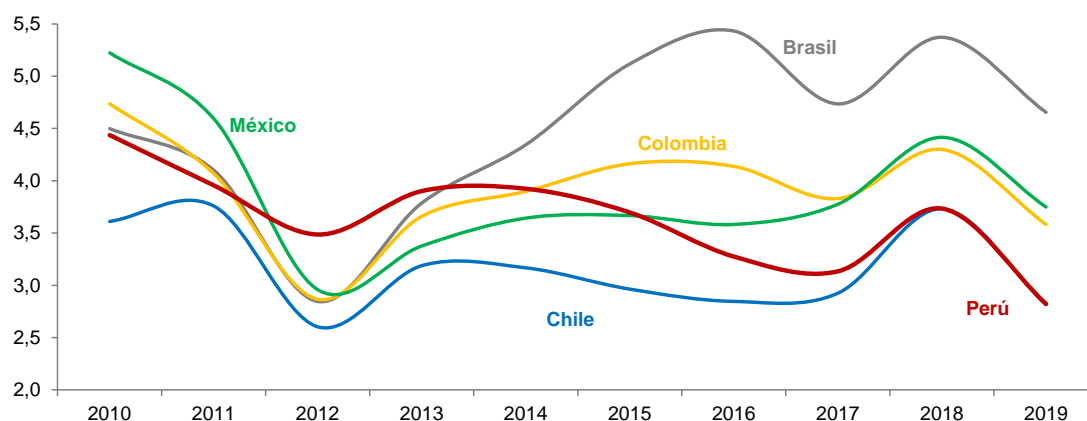
Así, por ejemplo, el riesgo país de Perú se redujo considerablemente entre 1999 y 2019, hecho que fue notable en comparación con otros países de la región y el promedio de países emergentes, tal como se aprecia en la figura 72. En ese mismo sentido, la tasa de los bonos soberanos de Perú en dólares a 10 años tuvo una reducción significativa en dicho periodo, según se observa en la figura 73. Ello muestra la confianza de los mercados financiero en el fortalecimiento de la sostenibilidad fiscal de Perú; reflejada en bajos déficits fiscales, una reducción significativa de la deuda pública y un incremento de los activos financieros del SPNF; lo cual permitió que el país acceda a mejores condiciones de financiamiento en los mercados internacionales de capitales.

Figura 72. Riesgo país de países emergentes, países de América Latina y Perú entre 1999 y 2019 (puntos básicos)



Nota: Riesgo país medido a través del EMBIG. Elaborado con datos del BCRP.

Figura 73. Tasa de interés de mercado de bono soberanos a 10 años en USD de países de América Latina entre 2010 y 2019 (%)

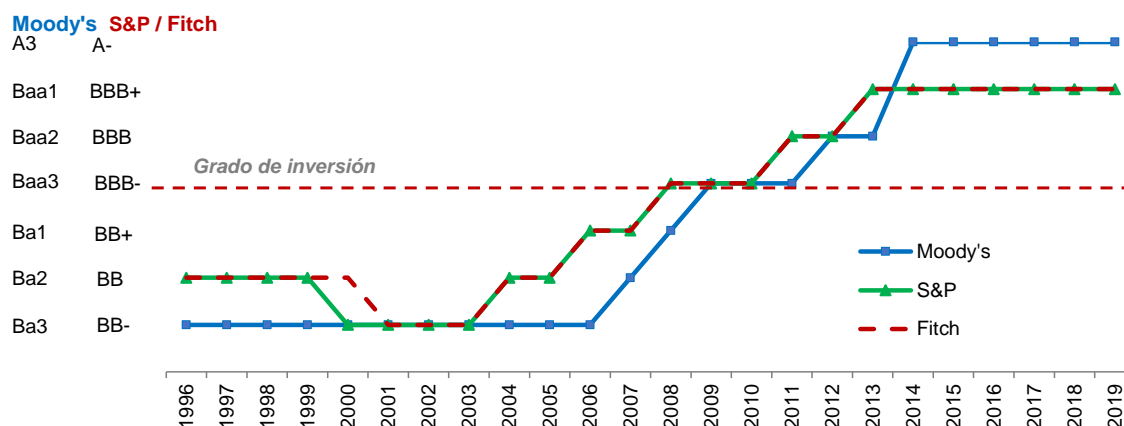


Nota: Para cada año, se considera el promedio diario. Elaborado con datos de Bloomberg.

Adicionalmente, la calificación crediticia de Perú con S&P, Fitch y Moody's mejoró sistemáticamente durante el periodo 2003-2014, en línea con el fortalecimiento de las cuentas fiscales del país. En particular, como se muestra en la figura 74, Perú alcanzó el grado de inversión en 2008 debido a, según S&P (2008), la significativa caída de las vulnerabilidades externas y fiscales, y en un contexto de fuentes de crecimiento diversificadas, baja inflación y fortalecimiento de los fundamentos macroeconómicos. Asimismo, por las expectativas de que estas tendencias se mantuvieran en el mediano plazo a pesar de un entorno internacional cada vez más riesgoso y la continuación de una política local desafiante. Además, Perú alcanzó su máxima calificación crediticia en 2013 con Fitch y S&P (BBB+ con ambas calificadoras), y en 2014 con Moody's (A3). Sobre ello, Moody's

(2014) señala que la elevación de su calificación crediticia de Baa2 a A3 en 2014 fue debido a la expectativa de un fortalecimiento continuo de las cuentas fiscales del gobierno y del marco fiscal; la expectativa de que la actividad económica se acelere, lo que sustentaría una mejora sostenida en las métricas crediticias en relación con sus pares de similar calificación crediticia; entre otros factores.

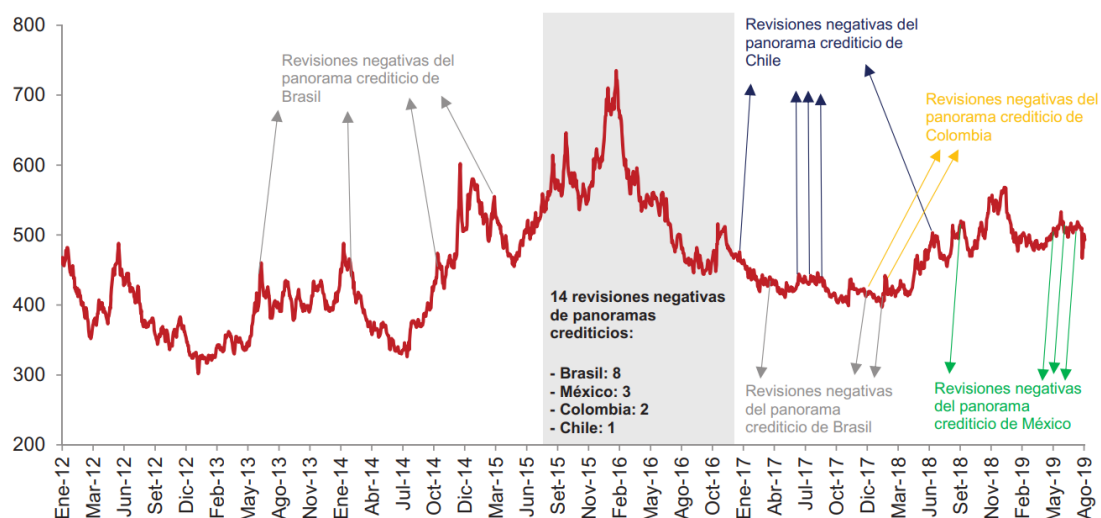
Figura 74. Perú: Calificaciones crediticias históricas



Nota: Elaborado con datos de S&P, Moody's y Fitch.

En la región, entre 2003 y 2019, Perú fue uno de los pocos países de la región que no registró ninguna acción negativa en sus calificaciones crediticias, lo cual es relevante considerando que se realizaron numerosas revisiones negativas en los panoramas crediticios de los países de América Latina. Tal como se señala en MEF (2019) y se muestra en la figura 75, en episodios de alta volatilidad en mercados emergentes, las calificaciones y/o perspectivas crediticias de países de la región; como Brasil, Chile, Colombia y México; fueron revisadas a la baja. Así, de las 32 revisiones negativas de los panoramas crediticios de estos países realizadas entre 2013 y agosto de 2019, aproximadamente la mitad fueron efectuadas entre julio de 2015 y diciembre de 2016, periodo de marcada volatilidad en los mercados emergentes.

Figura 75. EMBIG y revisiones negativas de panoramas crediticios de países de América Latina (puntos básicos)



Nota: El EMBIG presentado es el del promedio de América Latina. Por otra parte, se considera como revisión negativa del panorama crediticio a las siguientes acciones realizadas por S&P, Moody's o Fitch: (i) cambio de perspectiva crediticia de estable a negativa, (ii) rebaja de calificación crediticia, o (iii) ambas simultáneamente. Figura extraída de MEF (2019).

Adicionalmente, tal como se muestra en la figura 76, Perú se consolidó como uno de los países con la mejor calificación crediticia en la región al cierre del año 2019 y que no tuvo ninguna acción negativa de calificación (reducción de la calificación y/o modificación de la perspectiva a negativa).

Figura 76. Calificaciones y perspectivas crediticias de países de América Latina.

	S&P	Moody's	Fitch
Chile	A+	A1	A
Perú	BBB+	A3	BBB+
México	BBB+	A3	BBB
Colombia	BBB-	Baa2	BBB
Brasil	BB-	Ba2	BB-

Perspectiva estable Perspectiva negativa
 Perspectiva estable con al menos una rebaja de calificación entre enero de 2013 y diciembre de 2019

Nota: Elaborado con datos de S&P, Moody's y Fitch.

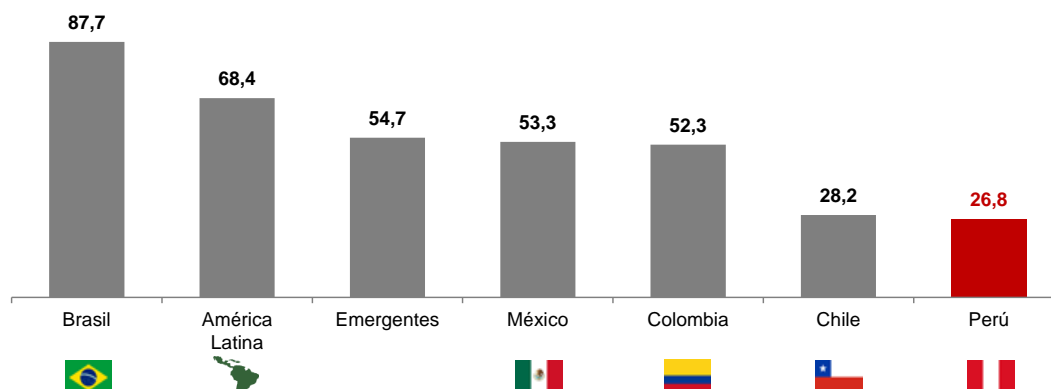
4.7. Situación fiscal de Perú, y de otros países y grupos de países relevantes al cierre de 2019

Tal como se señala en MEF (2020), Perú ha destacado por mantener una sólida posición fiscal previa y durante situaciones macroeconómicas adversas. En lo que va del presente siglo, muchos países de la región, emergentes y de similar calificación crediticia a Perú incrementaron sus vulnerabilidades fiscales preexistentes (altos niveles de déficit fiscal y de deuda pública) ante la materialización de choques adversos importantes como la crisis financiera internacional en 2008 y la significativa caída de los precios de *commodities* en 2015. Sin embargo, gracias a una gestión prudente y responsable de las finanzas públicas, Perú contaba con niveles bajos y controlados de déficit fiscal previo a estos eventos, por lo cual pudo mantener niveles sostenibles de deuda pública e implementar medidas de política fiscal para atenuar los efectos negativos de estos eventos adversos en el país.

Así, de acuerdo con lo expuesto en los subcapítulos previos, Perú se consolidó como uno de los países con mayores fortalezas fiscales en América Latina al cierre de 2019, lo cual le brindó un buen soporte para realizar medidas de política fiscal frente a la COVID-19:

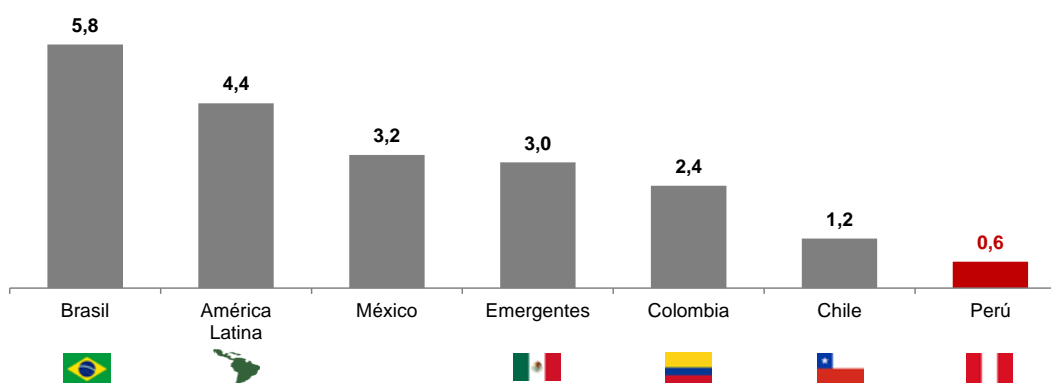
- Deuda pública del SPNF de 26,8% del PBI en 2019. Ello contrasta con la deuda pública promedio de América Latina (68,4% del PBI) y de países emergentes (54,7% del PBI) para dicho año, como se muestra en la figura 77.
- Déficit fiscal del SPNF promedio de 0,6% del PBI en el periodo 2010-2019, que contrasta con el promedio de América Latina (4,4% del PBI) y de países emergentes (3,0% del PBI) para dicho periodo, como se muestra en la figura 78.
- Activos financieros del SPNF equivalentes a 13,8% del PBI en 2019, entre los cuales destaca el FEF con 2,4% del PBI en 2019.
- Además, en 2019, Perú se consolidó como la economía con el menor riesgo país en la región y con uno de los más bajos entre países emergentes, tal como se observa en la figura 79.
- Adicionalmente, como se mostró en el subcapítulo previo, Perú se ubicó como el segundo país en la región con la mejor calificación crediticia.

Figura 77. Deuda pública de Perú, países emergentes y países de América Latina al cierre de 2019 (% del PBI)



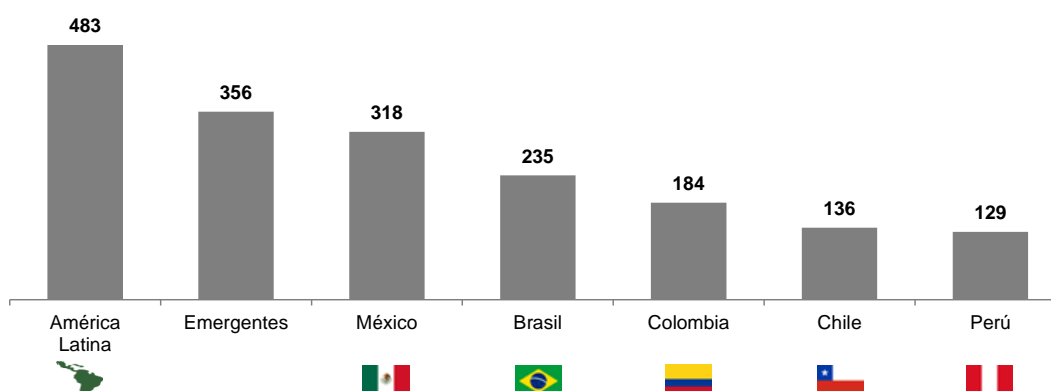
Nota: Elaborado con datos del FMI y del BCRP.

Figura 78. Déficit fiscal de Perú, países emergentes y países de América Latina al cierre promedio 2010-2019 (% del PBI)



Nota: Elaborado con datos del FMI y del BCRP.

Figura 79. Riesgo país de Perú, países emergentes y países de América Latina en 2019 (puntos básicos)



Nota: Riesgo país medido a través del EMBIG. Considera el promedio diario de 2019. Elaborado con datos del BCRP.

4.8. Efectos de la COVID-19 sobre la economía mundial y local durante el primer semestre de 2020

Los contenidos de esta subsección fueron extraídos de la exposición de motivos del Decreto Legislativo N° 1457, la cual se muestra en SPIJ (2020) y cuya compilación estuvo bajo mi responsabilidad, y de MEF (2020).

La rápida propagación de la COVID-19 generó una severa crisis sanitaria y económica internacional cuyos efectos generalizados se iniciaron en 2020. La COVID-19 se configuró como un choque peculiar que generó impactos negativos a la economía mundial a través de canales tanto externos, por la desaceleración de la economía global, como internos, por las medidas de contención frente a la pandemia. Según Guerrieri et al. (2020), este tipo de choque atípico afecta tanto a la oferta como a la demanda agregada de la economía, por lo que se requirió el uso coordinado (y a gran escala) de la política fiscal y de la política monetaria para minimizar los efectos adversos de la pandemia sobre la actividad económica y sobre el bienestar de los ciudadanos.

Tal como se señala en MMM (2021b), las deficiencias en los sistemas de salud, la rápida expansión del virus, y la ausencia de una vacuna impulsaron a los gobiernos a adoptar medidas de autoaislamiento, cuarentena y distanciamiento social. Con ello, como se muestra en la figura 80, la COVID-19 provocó un choque de oferta significativo, pues las cuarentenas paralizaron la producción de varios sectores económicos, especialmente en servicios (como el comercio, turismo, transporte y educación). Sumado a ello, se ajustaron las cadenas de suministro globales y se presentaron recortes en el nivel de empleo. Asimismo, entre febrero y marzo, se produjo una abrupta contracción de la demanda agregada resultado un menor poder adquisitivo de las familias; un ajuste en las expectativas de los agentes económicos; una contracción de la demanda externa; y una alta volatilidad en los mercados financieros. En particular, las economías emergentes enfrentaron un fuerte endurecimiento de las condiciones financieras al observarse una salida de capitales extraordinaria, presiones depreciatorias respecto al dólar y caídas significativas de los precios de las materias primas. En el mediano y largo plazo, la pandemia podría causar daños económicos permanentes debido a que el incremento de las quiebras de las empresas provocaría la destrucción del capital, la desaceleración temporal del crecimiento de la productividad y el aumento

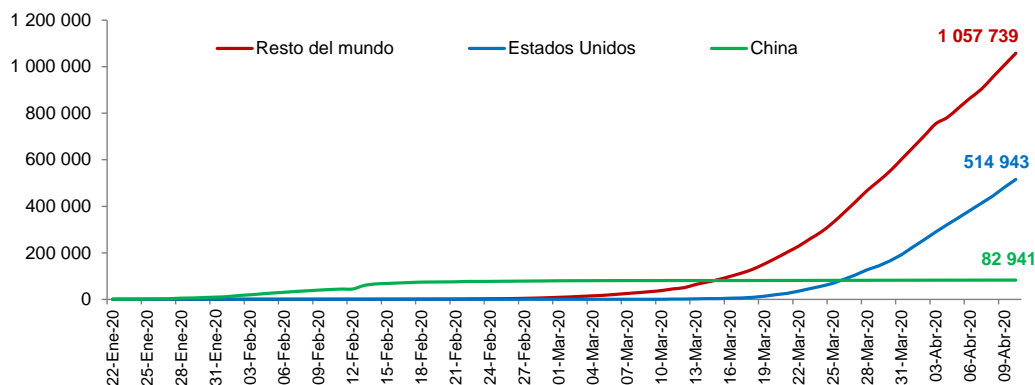
transitorio del desempleo tendencial, que se traduciría en un sustancial incremento de la pobreza y desigualdad.

Figura 80. *Canales de transmisión de los impactos de la COVID-19 sobre la economía global*



Nota: Elaborado en base a Moody's (2020a).

Figura 81. *Cantidad de contagios con COVID-19 a nivel mundial (número de personas)*



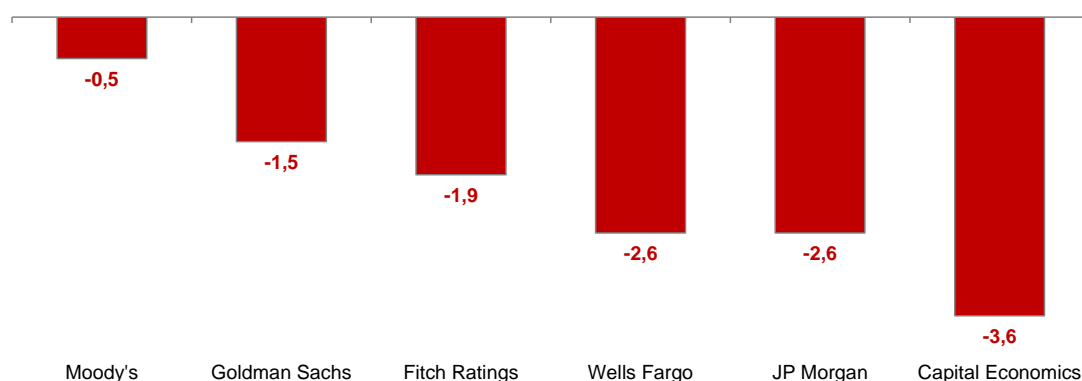
Nota: La serie "Resto del Mundo" corresponde a la cantidad de contagios con COVID a nivel mundial restando los contagios de Estados Unidos y de China. Elaborado con datos de *John Hopkins University*.

Vale destacar que, desde inicios de 2020, la propagación de la COVID-19 a diferentes regiones del mundo se convirtió en un problema sanitario internacional y generó efectos significativos en la economía global. El 30 de enero de 2020, la OMS declaró el brote del COVID-19 como una Emergencia de Salud Pública de Importancia Internacional debido al potencial riesgo de propagación, tal como se indicó en OMS (2020a). Luego, el 11 de marzo de 2020, la OMS (2020b) la caracterizó como una pandemia por su rápida expansión a nivel

global. Así, el número de contagios registrados a nivel mundial superaron el millón de personas en abril, tal como se muestra en la figura 81.

Así, la COVID-19 afectó las perspectivas de crecimiento de la economía global debido a la rápida expansión en diferentes regiones y a las medidas de contención cada vez más restrictivas anunciadas por los gobiernos. En efecto, el 27 de marzo de 2020, el FMI (2020a) afirmó que la economía global estaba próxima a entrar en recesión y, el 03 de abril, el FMI (2020b) mencionó que la contracción de la actividad económica sería mayor que la observada en la crisis financiera de 2008-2009. Dichos comunicados fueron realizados a través de su presidenta, Kristalina Georgieva. En esa misma línea, diferentes consultoras ajustaron sus proyecciones de crecimiento económico mundial a la baja para 2020, tal como se aprecia en la figura 82.

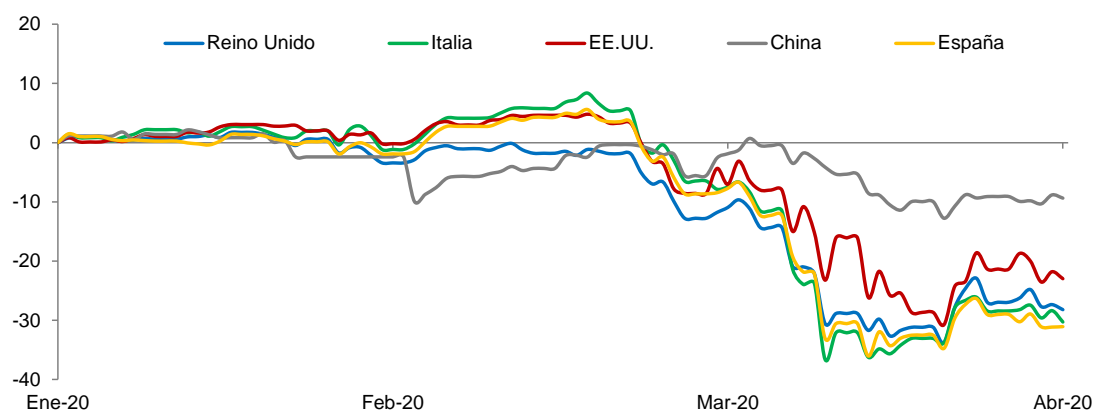
Figura 82. *Proyecciones del crecimiento real del PBI mundial para 2020 (%)*



Nota: Elaborado con datos de Bloomberg.

La preocupación por la rápida expansión del COVID-19 y la incertidumbre de cuan severa puede ser para el crecimiento global también afectaron a los mercados financieros, superando las caídas observadas en la crisis financiera internacional. Así, en el mercado de renta variable, el MSCI cayó 24,7% entre enero y la primera semana de abril de 2020. Además, tras una rápida expansión de la pandemia en Estados Unidos y en algunos países de Europa (por ejemplo, Italia, España y Alemania), los índices S&P 500 y Dow Jones (EE. UU.) registraron caídas de 17,6% y 20,5%, respectivamente, y el índice Euro Stoxx 600 (Europa) de 22,9%, entre enero y la primera semana de abril de 2020, tal como se muestra en la figura 83.

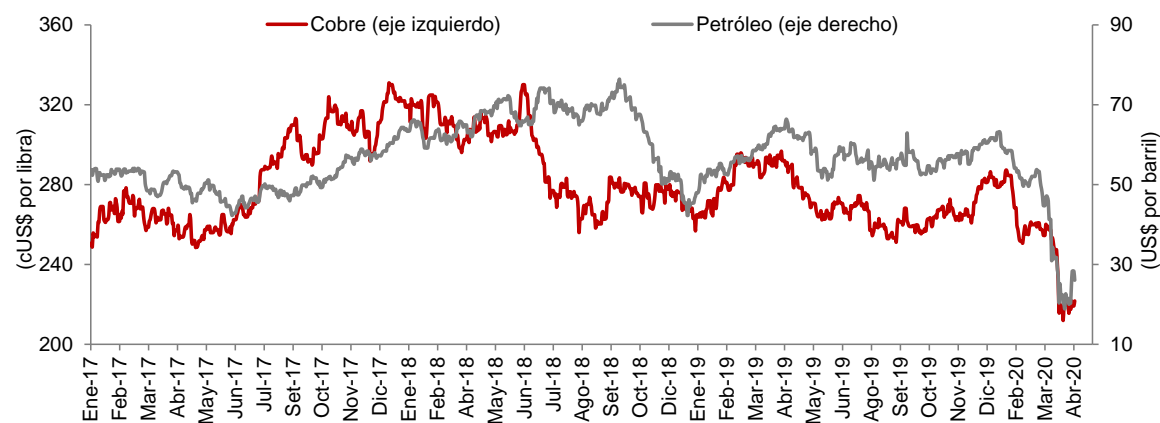
Figura 83. Principales mercados bursátiles de países afectados por la COVID-19 (Variación porcentual desde 01 de enero de 2020)



Nota: Elaborado con datos de Bloomberg.

Sumado a ello, los precios de las materias primas también fueron afectados considerablemente. Entre enero y la primera semana de abril de 2020, el precio del cobre disminuyó en 20,7% y alcanzó cUS\$ 212 por libra (el mínimo desde octubre de 2016) y el precio del petróleo WTI cayó en 57,3% y llegó hasta US\$ 19 por barril (el menor nivel desde enero 2002), tras la menor demanda global y la ausencia de consenso entre la OPEP y sus aliados como Rusia. Dicha dinámica se aprecia en la figura 84.

Figura 84. Precio del cobre y petróleo WTI entre enero de 2017 y abril de 2020 (cUS\$ por libra y US\$ por barril)

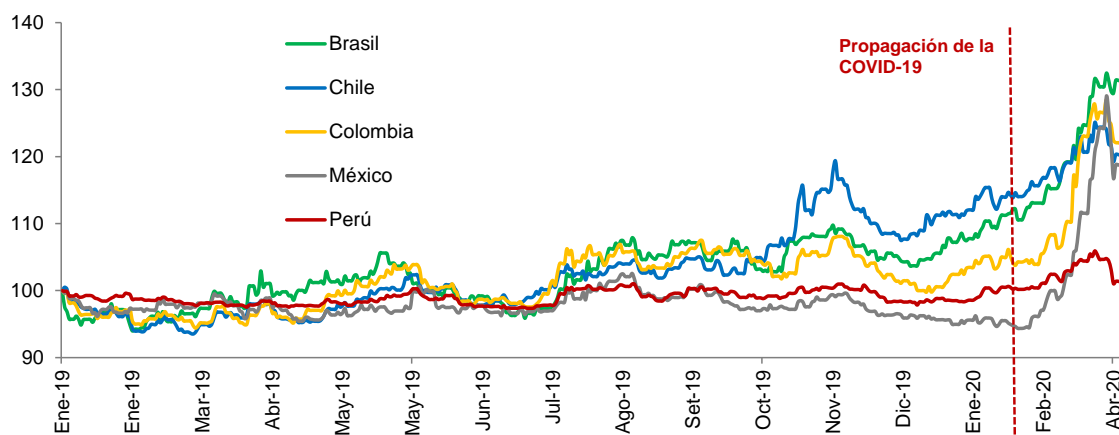


Nota: Elaborado en base a datos de Bloomberg.

Además, se tuvo un incremento significativo de los tipos de cambio en países de la región, superando el 30% entre enero y la primera semana de abril de 2020, tal como se muestra en la figura 85. Adicionalmente, según el FMI (2020c), se observó una salida de capitales de

las economías emergentes de alrededor US\$ 83 mil millones al 23 de marzo de 2020, superando la registrada en la crisis financiera internacional.

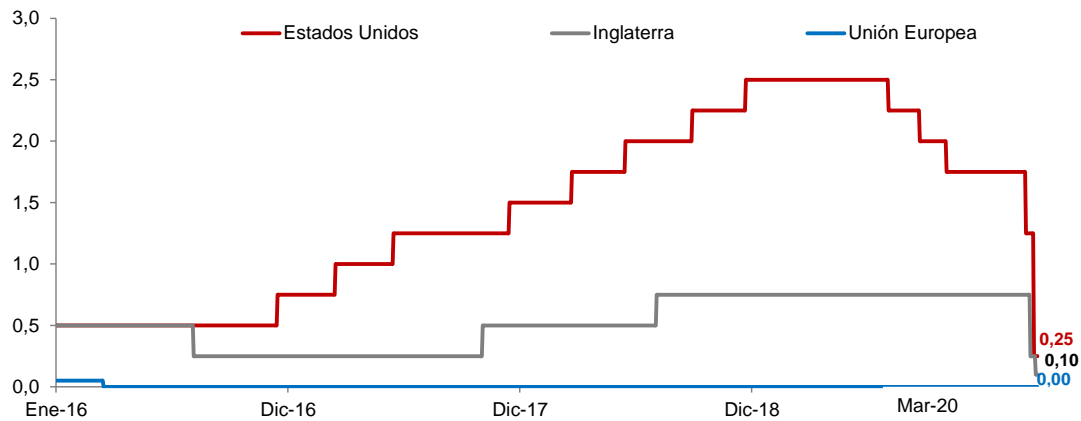
Figura 85. América Latina: tipo de cambio respecto al dólar entre enero de 2019 y abril de 2020 (2009=100)



Nota: Elaborado en base a datos de Bloomberg.

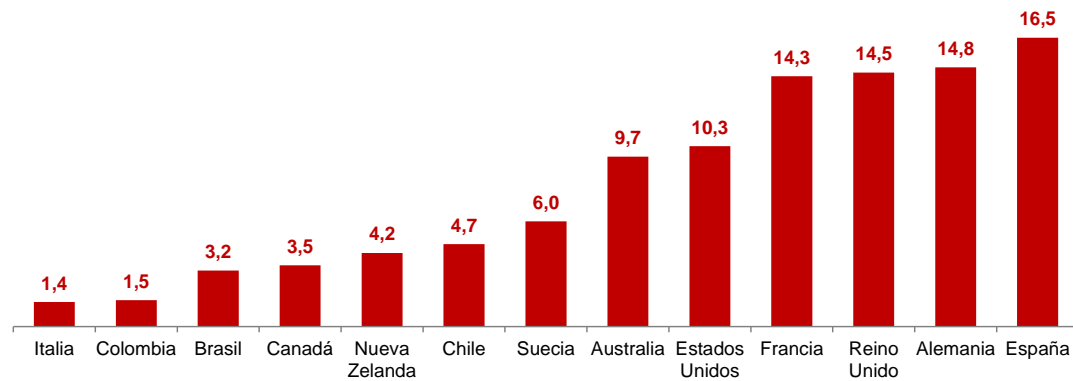
Frente a este escenario adverso, las principales economías anunciaron medidas de política monetaria y fiscal. Por el lado monetario, se destaca: (i) la reducción de la tasa de interés dos veces por parte de la FED, primero en 50 puntos básicos y luego en 100 puntos básicos hasta alcanzar el rango [0,00%-0,25%] en marzo de 2020, (ii) el reinicio del programa de adquisición de activos de la FED instrumentos del Tesoro de Estados Unidos y activos respaldados por hipotecas por los montos que sean necesarios, y (iii) la creación de un fondo de financiamiento directo orientado a apoyar el flujo de crédito a hogares y empresas por US\$ 300 mil millones y facilidad de préstamos a las municipalidades. Sumado a ello, diferentes bancos centrales de Europa, Japón, Inglaterra, así como de las economías emergentes han flexibilizado sus herramientas de política monetaria, tal como se observa en la figura 86. Por el lado fiscal, la mayoría de los gobiernos ha anunciado medidas orientadas, principalmente, a prevenir y contener la propagación del COVID-19 y a mitigar los efectos negativos sobre las familias y empresas, lo cual se muestra en la figura 87. Por ejemplo, el Senado de EE. UU. aprobó un paquete de estímulo fiscal por US\$ 2 trillones (aproximadamente 10,3% del PBI).

Figura 86. Tasa de interés de los principales bancos centrales (%)



Nota: Elaborado en base a datos de los bancos centrales de Estados Unidos, Inglaterra y de la Unión Europea.

Figura 87. Paquetes de estímulo económico a nivel mundial (% del PBI)

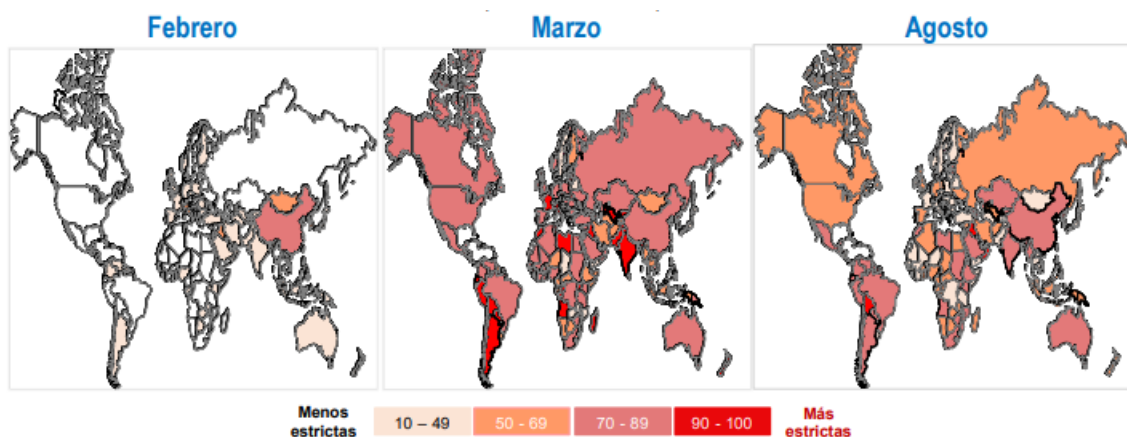


Nota: Elaborado en base a datos del FMI, Bloomberg y Reuters.

Asimismo, por el lado de medidas de contención, alrededor de 50 países prohibieron los viajes internacionales y más de 80 países han impuesto restricciones a ciertos países de acuerdo con la Asociación Internacional de Transporte Aéreo. De igual manera, diversos países anunciaron cuarentenas oficiales y/o limitaron la circulación de los ciudadanos en las vías públicas. Por ejemplo, los gobiernos de España, Francia, Reino Unido, India y algunas ciudades de Estados Unidos anunciaron cuarentenas por dos o tres semanas al inicio de la pandemia, y otros países como Italia la extendieron hasta abril de 2020. En la región, la mayoría de los países impusieron restricciones áreas y algunos decretaron cuarentenas oficiales al inicio de la pandemia. Por ejemplo, en Chile, el 18 de marzo de 2020, el gobierno declaró Estado de Excepción Constitucional de Catástrofe por 90 días que (permite proteger la cadena logística y traslado de insumos médicos y de pacientes, resguardar fronteras y garantizar la cadena de producción y distribución para asegurar el abastecimiento); también permitiría establecer medidas como cuarentenas o toques de queda. De esta manera, como

se muestra en la figura 88, se realizaron restricciones a la movilidad a nivel mundial en marzo de 2020.

Figura 88. Índice de respuesta gubernamental frente a la COVID-19 en 2020 (100=más estricto)



Nota: Al 18 de agosto de 2020. Figura extraída de MEF (2020).

En este contexto, la COVID-19 afectó a la economía peruana a través de diferentes mecanismos: menores precios de las materias primas, la volatilidad de los mercados financieros, la disminución del comercio internacional y el menor dinamismo de algunas actividades claves en la economía local. Asimismo, las medidas de contención como el aislamiento social y la cuarentena como medidas de política sanitaria para contener la pandemia amplificaron los efectos económicos del COVID-19. En particular, a partir del primer caso de COVID-19 en Perú (06 de marzo de 2020), el nivel de contagio se extendió rápidamente en el país, por lo que el Gobierno implementó medidas de distanciamiento y aislamiento social obligatorio para contener esta rápida propagación desde el 16 de marzo de 2020. Así, los efectos de la COVID-19, y como las medidas para su contención, generaron choques negativos de oferta y demanda, tal como se muestra en la figura 89:

- El choque de oferta se generó por las cuarentenas, que generaron suspensiones parciales o totales de actividades económicas, y las interrupciones de cadenas de suministro.
- El choque de demanda se generó principalmente por la menor demanda externa, el deterioro de expectativas, y la caída de ingresos debido al aumento del desempleo por la interrupción de actividades económicas.

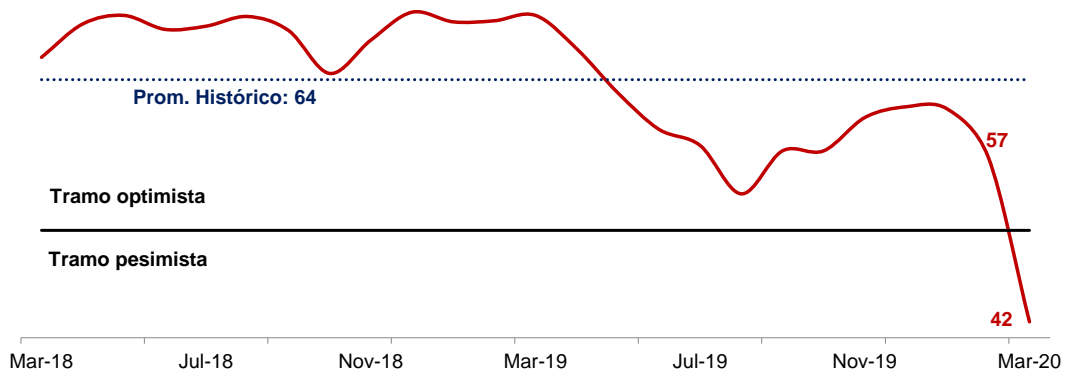
Figura 89. Perú: Choques de oferta y demanda debido a la COVID-19



Nota: Figura extraída de MEF (2020).

En particular, se tuvo un deterioro significativo de las expectativas de los agentes económicos sobre la dinámica de la economía del país en 2020. Así, todos los indicadores de expectativas se contrajeron en marzo de 2020 y en su mayoría se situaron en niveles mínimos históricos. Por ejemplo, como se muestra en la figura 90, las expectativas de la economía a 12 meses cayeron de 57 a 42 puntos en marzo, ubicándose en el tramo pesimista.

Figura 90. Expectativas de la economía a 12 meses entre marzo de 2018 y marzo de 2020 (puntos)

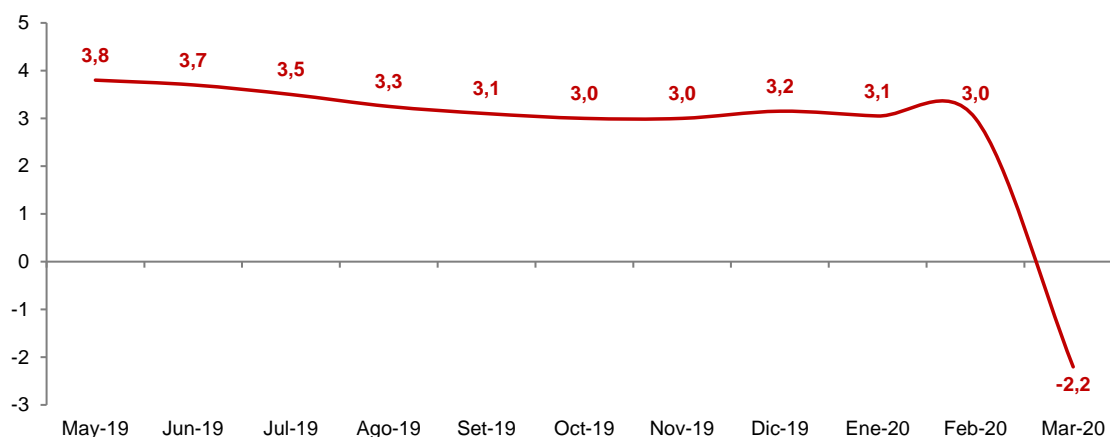


Nota: Elaborado en base a datos del BCRP.

Este debilitamiento de las expectativas y del entorno económico llevó a que las perspectivas de crecimiento de la economía peruana para 2020 se ajusten rápidamente a la baja. Por ejemplo, según el BCRP en marzo de 2020, las expectativas de los analistas económicos sobre el desempeño del PBI para 2020 pasaron de +3,0% a -2,2%, tal como se muestra en la

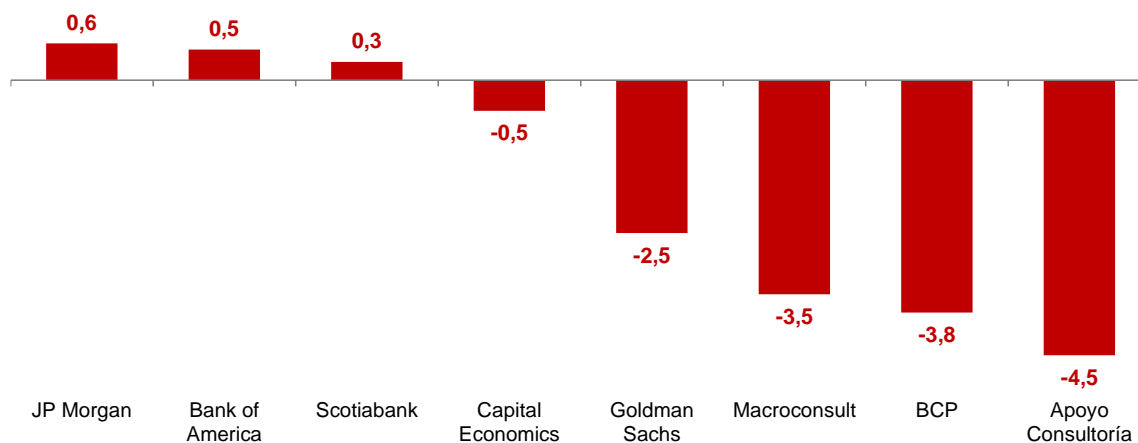
figura 91. En esa misma línea, bancos y analistas económicos preveían que la economía peruana crecería por debajo del 1% en 2020 (o que tuviese una caída en dicho año), lo que se observa en la figura 92.

Figura 91. BCRP: expectativas de analistas económicos sobre el crecimiento real del PBI de Perú para el año 2020 (%)



Nota: Elaborado en base a datos del BCRP.

Figura 92. Proyección del crecimiento real del PBI de Perú para 2020 (%)



Nota: Elaborado en base a datos de las consultoras y bancos.

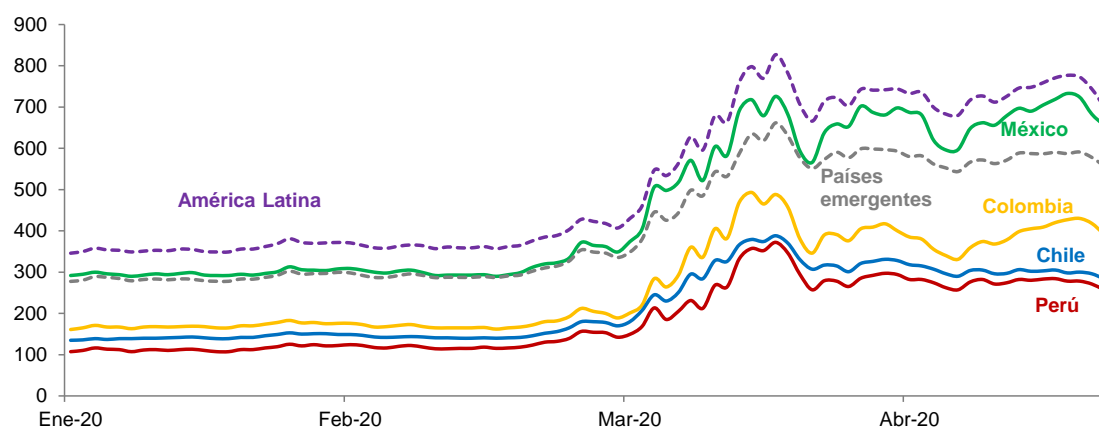
Considerando lo expuesto, este contexto estuvo caracterizado por una elevada volatilidad de precios de materias primas y de los mercados financieros, así como la poca certeza respecto de la magnitud del impacto del COVID-19 sobre la economía mundial. Debido a ello, existía una elevada incertidumbre sobre el impacto de este contexto macroeconómico sobre la recaudación fiscal y, además, de los requerimientos de gasto público necesarios para afrontar adecuadamente los efectos de la pandemia sobre la actividad económica y el bienestar de los ciudadanos.

4.9. Indicadores financieros relacionados a la sostenibilidad fiscal entre enero y abril de 2020

Como se mencionó en el subcapítulo previo, la COVID-19 generó una alta incertidumbre acerca de la dinámica de la economía mundial, lo cual se mostró en una alta volatilidad en los indicadores de los mercados financieros. No obstante, los indicadores financieros de Perú registraron uno de los menores deterioros entre economías de la región y economías emergentes, ello debido a las consolidadas fortalezas macroeconómicas y fiscales previas a la pandemia.

Por ejemplo, el riesgo país de las economías de la región y emergentes se deterioraron durante los primeros días de marzo. No obstante, como se muestra en la figura 93, el riesgo país de Perú se mantuvo como el menor de la región y uno de los más bajo entre economías emergentes.

Figura 93. Riesgo país de economías emergentes y países de América Latina entre enero de 2020 y abril de 2020 (puntos básicos)

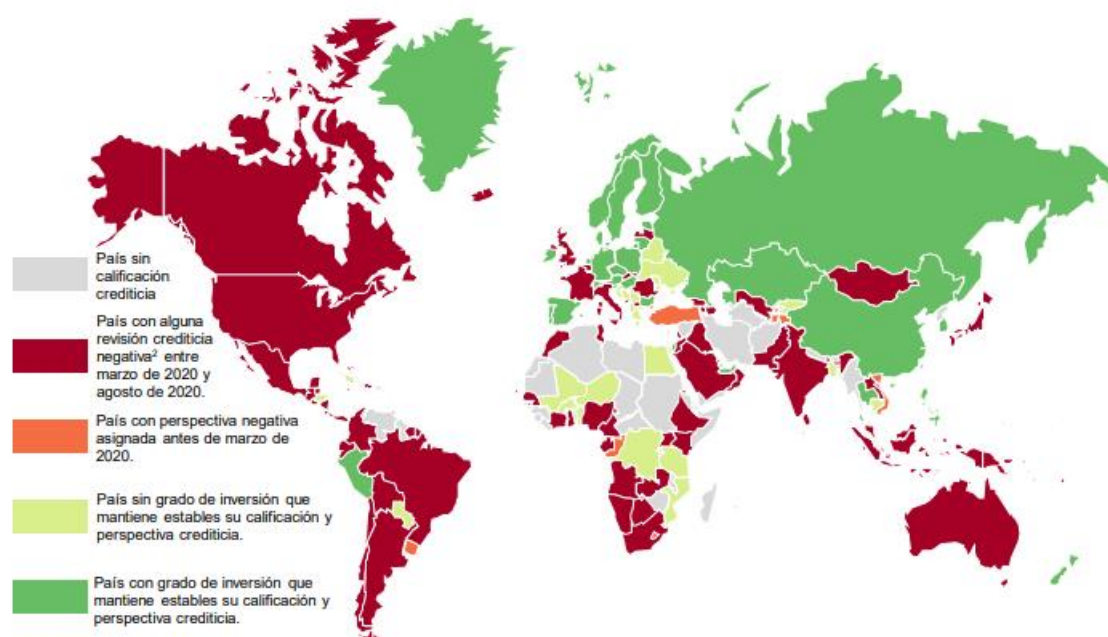


Nota: Riesgo país medido a través del EMBIG. Elaborado en base a datos de Bloomberg.

Por otra parte, se comenzaron a registrar acciones negativas de calificaciones crediticias, principalmente en economías emergentes, desde marzo de 2020, tal como se aprecia en la figura 94. No obstante, Perú no registró una revisión negativa de su calificación crediticia durante el inicio de la pandemia. Incluso, las calificadoras crediticias se pronunciaron positivamente sobre las fortalezas macroeconómicas y fiscales de Perú para hacer frente a la COVID-19:

- Así, Fitch Ratings (2020) ratificó la calificación crediticia de Perú en BBB+ con perspectiva estable el día 12 de marzo de 2020. Dicha agencia calificadora señaló que las fortalezas macroeconómicas y fiscales de Perú le brindan solidez para afrontar el shock asociado al COVID-19 en 2020.
- Asimismo, el 20 de marzo de 2020, Moody's (2020c) señaló que Perú tiene un amplio espacio fiscal para hacer frente al shock del COVID-19 sin comprometer sus fortalezas crediticias. Dichas fortalezas crediticias, acorde a lo señalado por Moody's, son reflejadas en bajos niveles de deuda pública y un historial favorable de responsabilidad fiscal.
- Posteriormente, en mayo de 2020, Standard & Poor's (2020) ratificó su confianza en que la política fiscal del país será consistente con la sostenibilidad fiscal y que los déficits fiscales de Perú se mantendrán controlados luego de la expansión excepcional del año 2020.

Figura 94. Situación de las calificaciones y perspectivas crediticias soberanas en moneda extranjera a agosto de 2020¹

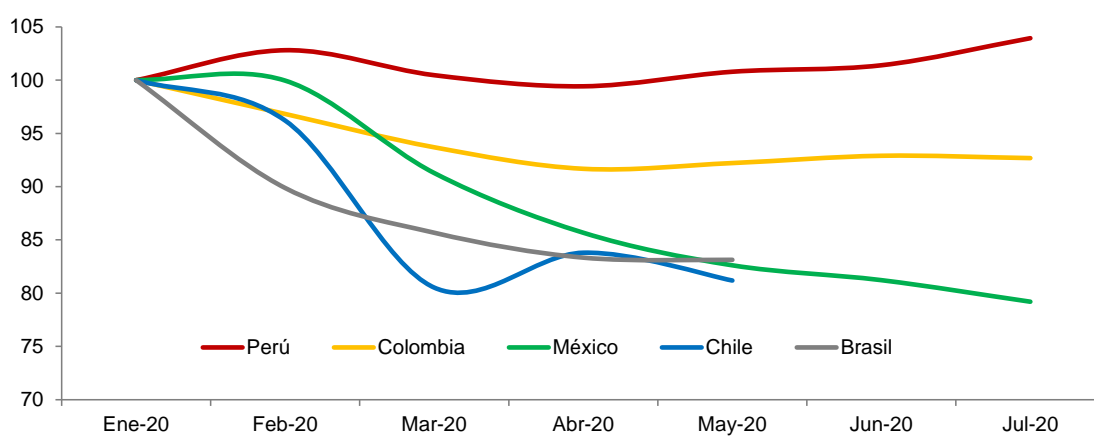


Nota: 1/ Considera calificaciones crediticias de S&P, Fitch Ratings y Moody's. 2/ Se considera como revisión crediticia negativa a una rebaja de calificación, a la asignación de una perspectiva crediticia negativa o ambas a la vez. Figura extraída de MEF (2020).

Adicionalmente, como indica MEF (2020), la alta volatilidad en los mercados financieros al inicio de la pandemia conllevó a recomposiciones en los portafolios de inversión de todo el mundo, a diferencia de Perú. En este contexto de aversión al riesgo se produjo una venta

significativa de bonos soberanos de países emergentes y se priorizó la tenencia de instrumentos financieros de alta calidad. Por ello, la tenencia de bonos soberanos de países emergentes en manos de no residentes se redujo significativamente. Incluso, en algunos países de la región se tuvo una disminución de estas tenencias en hasta 20% entre enero y abril de 2020, tal como se muestra en la figura 95, mientras que la tenencia de los bonos soberanos de Perú se mantuvo prácticamente estable en dicho periodo.

Figura 95. Tenencia de bonos soberanos en moneda local en manos de no residentes para países de América Latina entre enero de 2020 y julio de 2020 (enero de 2020 = 100)



Nota: Figura extraída de MEF (2020).

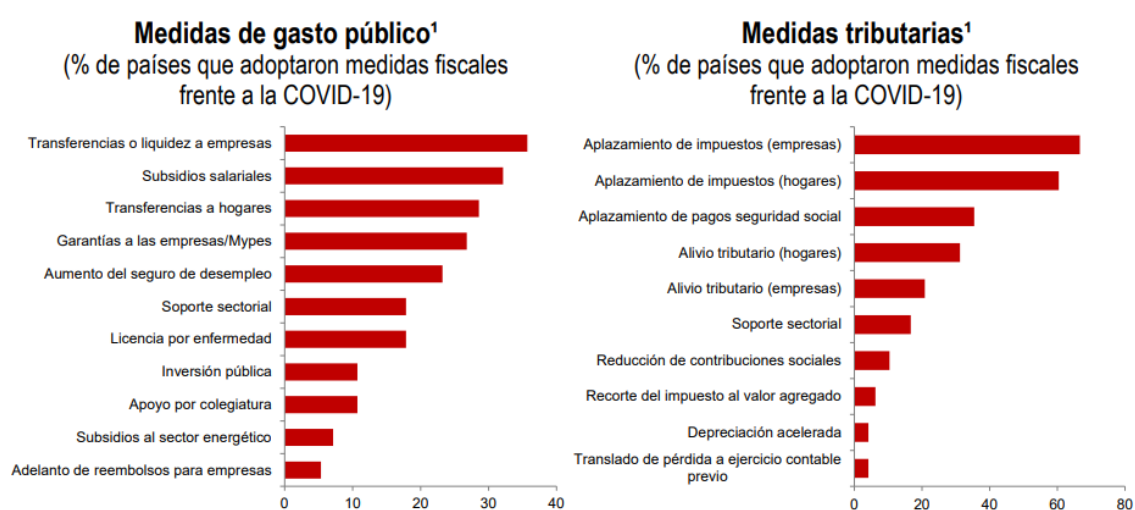
De esta manera, la confianza de los mercados financieros en las fortalezas macrofiscales de Perú se vieron reflejados en que los indicadores financieros del país (como el riesgo país y las calificaciones crediticias) no se vieron significativamente deteriorados, en comparación con lo que sucedía con otras economías de la región. Ello brindó soporte para realizar acciones de política fiscal, sin comprometer la sostenibilidad de las cuentas fiscales, para responder oportunamente ante la emergencia sanitaria.

4.10. Implementación del Plan Económico de Perú frente a la COVID-19

Como se señala en MEF (2020), a nivel mundial se realizaron diversas acciones de política fiscal frente a los impactos de la COVID-19 sobre la actividad económica y el bienestar de las familias, y de acuerdo con sus fortalezas macroeconómicas y fiscales. Por el lado del gasto público, como se muestra en la figura 96, los Estados comenzaron a proporcionar subsidios salariales y transferencias a trabajadores y empresas, licencias por enfermedad financiadas por el gobierno, transferencias de efectivo a hogares de bajos ingresos, la mejora

o extensión temporal del seguro por desempleo y la red de seguridad social más amplia, y un mayor gasto público en salud para atender la emergencia sanitaria. Por el lado de los ingresos públicos, los gobiernos aliviaron la carga fiscal para respaldar las necesidades de flujo de efectivo de empresas y hogares mediante aplazamientos y/o reducción de impuestos y contribuciones sociales. Por otro lado, también se implementaron medidas de liquidez en forma de préstamos garantizados por el gobierno para el apoyo al flujo de caja dirigido principalmente hacia las pequeñas y medianas empresas, así como a los sectores más afectados, como el turismo y transporte.

Figura 96. Medidas de política fiscal en el mundo frente a la COVID-19



Nota: 1/ Corresponde a medidas de política fiscal para afrontar a la COVID-19 no relacionadas al sector salud. Figura extraída de MEF (2020).

En línea con las acciones que venían realizando otros países, el Estado peruano comenzó a poner en marcha el “Plan Económico frente al COVID-19” para minimizar sus impactos negativos en la población y en la actividad económica. Dicho plan estuvo enfocado en mitigar estos impactos sobre el empleo y la salud de los ciudadanos, y evitar la paralización de la cadena de pagos y producción de bienes esenciales, entre otros. Para ello, se dispuso de herramientas tributarias y de gasto público, así como otras medidas de liquidez relacionadas, por ejemplo, al acceso de los ciudadanos a sus ahorros privados y garantías del Tesoro Público para créditos a empresas destinados a cubrir capital de trabajo.

Así; de acuerdo a la exposición de motivos del Decreto Legislativo N° 1457, la cual se muestra en SPIJ (2020) y cuya compilación estuvo bajo mi responsabilidad; hasta el 06 de abril de 2020, se aprobó un conjunto de medidas por S/ 54 898 millones, equivalente a 7,2%

del PBI, compuestas por lo siguiente: (i) medidas de gasto público por S/ 3,9 mil millones; (ii) medidas tributarias por S/ 11 mil millones y (iii) medidas de liquidez por S/ 40 mil millones. Vale señalar que dentro de las medidas de liquidez se encuentra el Programa “Reactiva Perú” por S/ 30 mil millones (4% del PBI); y otras como la exoneración del aporte a las AFP en abril, el retiro extraordinario de hasta S/ 2 000 del fondo de pensiones, la liberación de recursos de CTS hasta por S/ 2 400, y el fraccionamiento de los recibos de electricidad y gas natural para familias vulnerables.

Por el lado del gasto público, se encontraban las siguientes medidas: (i) el fortalecimiento de los servicios de salud⁵³, (ii) orden público y traslado de ayuda humanitaria⁵⁴, (iii) atención a personas en situación vulnerable⁵⁵, (iv) subsidios por incapacidad temporal⁵⁶, (v) subsidio a la planilla para preservar empleos⁵⁷.

Además, se publicaron medidas tributarias con el objetivo de proveer liquidez a las familias y empresas, y garantizar las cadenas de pagos. Así, por ejemplo, se estableció una tasa arancelaria de 0% a la importación de medicamentos; un alivio tributario a las familias⁵⁸ y empresas (principalmente Mipymes)⁵⁹; y liberación de detracciones, postergación de fraccionamiento y menor tasa de interés moratorio⁶⁰.

⁵³ Incluye el Decreto de Urgencia N° 025-2020 (adquisición de vehículos e insumos); el Decreto de Urgencia N° 026-2020, Decreto de Urgencia N° 031-2020 y Decreto de Urgencia N° 032-2020 (acondicionamiento de espacios físicos, fortalecimiento de la línea 113, contratar con laboratorio, y bonificaciones al personal de salud y asistencial); Decreto de Urgencia N° 028-2020 (compra de pruebas y soporte tecnológico); y Decreto de Urgencia N° 030-2020 (adecuación de la villa panamericana).

⁵⁴ Incluye el Decreto de Urgencia N° 027-2020, Decreto de Urgencia N° 032-2020 (transferencias a Defensa e Interior y traslado de bienes de ayuda humanitaria), Decreto de Urgencia N° 029-2020 y Decreto de Urgencia N° 035-2020 (repatriación y alojamiento de connacionales y fortalecimiento de centros penitenciarios).

⁵⁵ Incluye el Decreto de Urgencia N° 027-2020 y Decreto de Urgencia N° 033-2020 (subsidio a personas en situación de pobreza e independientes en vulnerabilidad); y el Decreto de Urgencia N° 029-2020 (hogar temporal para personas en abandono).

⁵⁶ Decreto de Urgencia N° 026-2020.

⁵⁷ Decreto de Urgencia N° 033-2020.

⁵⁸ Incluye la Prórroga de la declaración anual del impuesto a la renta a favor de personas naturales (R.S. N° 054-2020/SUNAT), la discrecionalidad de Sunat para no determinar ni sancionar infracciones tributarias (R.S. 008-2020-SUNAT/700000), y la devolución automática de los impuestos pagados o retenidos en exceso a personas naturales en el 2019 (Decreto de Urgencia N° 031-2020). (Están revisadas todas las referencias normativas)

⁵⁹ Considera la prórroga de la declaración anual del impuesto a la renta (R.S. N° 054-2020/SUNAT y R.S. N° 061-2020/SUNAT), así como la prórroga de la declaración mensual de marzo, abril y mayo a favor de MiPymes y otras empresas con ingresos de hasta S/ 21 millones en 2019 (R.S. N° 055-2020/SUNAT y R.S. N° 065-2020). Asimismo, considera la postergación de presentación de libros y el registro de ventas y compras electrónicas (R.S. N° 065-2020/SUNAT).

⁶⁰ Incluye la reducción de la tasa de interés moratoria aplicada a devoluciones según el R.S. N° 067-2020/SUNAT.

Asimismo, fue publicado el Decreto Legislativo N° 1455, Decreto Legislativo que crea el Programa “Reactiva Perú” para asegurar la continuidad en la cadena de pagos ante el impacto del COVID-19, el cual tuvo por objetivo promover el financiamiento de la reposición de los fondos de capital de trabajo de las empresas que enfrentan pagos, y obligaciones de corto plazo con sus trabajadores y proveedores de bienes y servicios, a efectos de asegurar la continuidad en la cadena de pagos en la economía nacional. Para ello, inicialmente, el Tesoro Público otorgaría garantías para estos créditos, acorde a determinadas condiciones, por hasta S/ 30 mil millones.

En el anexo 10 del presente documento se encuentra el detalle del plan que el Estado peruano llegó a diseñar hasta el cierre de 2021, el cual fue equivalente a 22% del PBI y se ubicó como uno de los mayores entre economías emergentes.

4.11. Modificación y suspensión de reglas fiscales de otros países ante la ocurrencia de la COVID-19

Debido a los efectos negativos de la COVID-19 mostrado en los subcapítulos previos, se hizo necesaria una rápida respuesta de política fiscal y a gran escala. Así, los países se enfocaron en un mayor gasto para detectar, controlar y contener el COVID-19, así como en medidas de alivio de la carga tributaria para brindar liquidez a los segmentos más afectados y vulnerables. No obstante, debido a alta incertidumbre al inicio de la pandemia sobre las magnitudes de gasto público requeridas y los impactos negativos de la caída de la actividad económica sobre los ingresos fiscales, los países también comenzaron a evaluar una flexibilización a sus reglas fiscales.

Así, por ejemplo y de acuerdo con lo que señala Consejo Europeo (2020), las 27 economías que componen la Unión Europea aprobaron lo propuesto por la Comisión Europea (2020) el 23 de marzo de 2020, el cual sugirió congelar el cumplimiento de las normas fiscales previstas en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, aplicando la cláusula general de salvaguardia. Con esta medida, se suspendieron las reglas fiscales de déficit fiscal y deuda pública; de 3% y 60% del PBI, respectivamente; de tal manera que cada gobierno pueda disponer de los recursos y margen de acción necesarios para enfrentar la pandemia y, así, evitar escenarios de recesión severa.

Esta medida se suma a las ya anunciadas por la Comisión Europea para contrarrestar el impacto económico de la pandemia de coronavirus, que incluyen: (i) utilizar la flexibilidad total de los marcos fiscales y de ayuda estatal, (ii) movilizar el presupuesto de la Unión Europea para permitir que el Grupo del Banco Europeo de Inversiones proporcione liquidez a corto plazo a las PYME, (iii) destinar EUR 37 mil millones a lucha contra el coronavirus bajo la Iniciativa de Inversión de Respuesta de Coronavirus y (iv) la adopción de un Marco Temporal de Ayuda Estatal para permitir a los Estados miembros garantizar que haya suficiente liquidez disponible para las empresas de todo tipo, y preservar la continuidad de la actividad económica durante y después de la pandemia de coronavirus.

En el anexo 11 del presente documento se muestra una tabla con la suspensión de reglas fiscales realizadas por otros países para responder frente a la COVID-19, las cuales fueron realizados por 49 países a nivel mundial. Estas suspensiones no se muestran en esta parte del documento ya que se realizaron después de la suspensión de reglas fiscales que hizo Perú (el cual se hizo oficial el 12 de abril de 2020 mediante la publicación del Decreto Legislativo N° 1457), por lo que no se contaba con dicha información en aquel momento. Así, es importante señalar que Perú fue uno de los primeros países en el mundo en flexibilizar sus reglas fiscales para hacer frente a la pandemia.

4.12. Proyecciones determinísticas y estocásticas de la deuda pública bajo distintos escenarios frente a la COVID-19

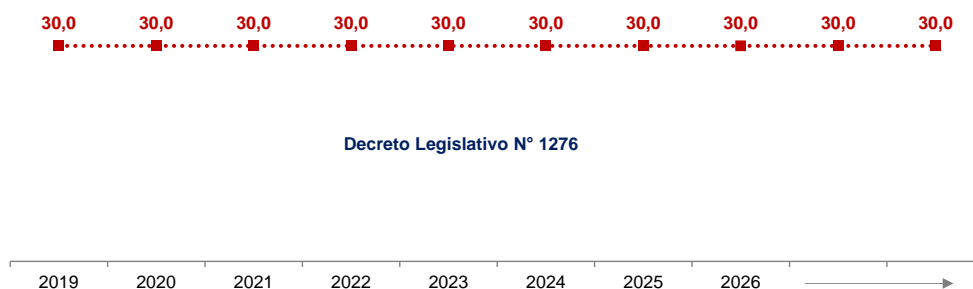
Como se mencionó en los subcapítulos previos, el inicio de la pandemia generó una alta incertidumbre en los mercados financieros, así como sobre el impacto de este contexto macroeconómico sobre los ingresos fiscales y, además, de los requerimientos de gasto público necesarios para mitigar los efectos negativos de la COVID-19. Con ello, las reglas fiscales vigentes en marzo de 2020 pudieron limitar significativamente la respuesta de la política fiscal para hacer frente a la pandemia.

Cabe señalar que las reglas fiscales vigentes de déficit fiscal y deuda pública en marzo de 2020 estuvieron establecidas en la Ley N° 30637, en el Decreto Legislativo N° 1276 y en el Decreto de Urgencia N° 032-2019. Dichas reglas, tal como también se muestran en las figuras 97 y 98, eran las siguientes:

- La deuda pública del SPNF no debe ser mayor a 30% del PBI.

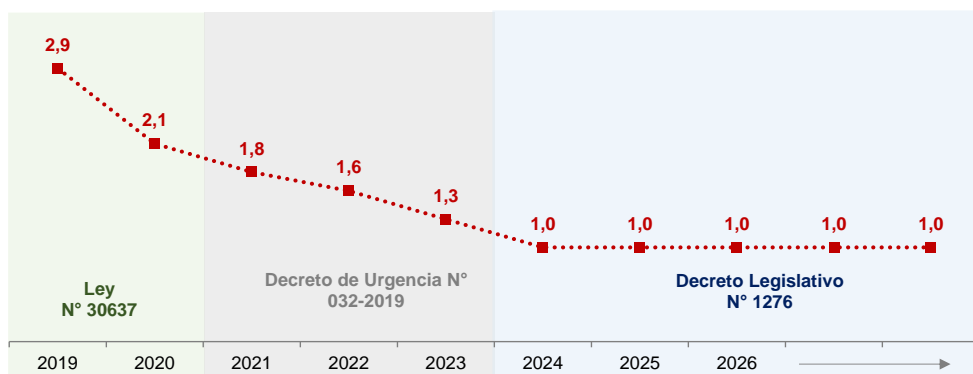
- El déficit fiscal no debe ser mayor a 2,1% del PBI; 1,8% del PBI; 1,6% del PBI y 1,3% del PBI para 2020, 2021, 2022 y 2023, respectivamente. Además, el déficit fiscal anual de 2024 en adelante no debe ser mayor a 1,0% del PBI.

Figura 97. Regla de deuda pública vigente al cierre de 2019 (% del PBI)



Nota: Elaborado en base a datos del MEF.

Figura 98. Regla de déficit fiscal vigente al cierre de 2019 (% del PBI)



Nota: Elaborado en base a datos del MEF.

Hasta la primera semana de abril de 2020, diversas entidades realizaron ajustes a la baja en sus proyecciones de crecimiento del PBI de Perú para 2020, las cuales iban en un rango entre 0,6% y -4,5%. Adicionalmente, se tenían ya aprobados planes de gasto público en respuesta a la pandemia por S/ 3,9 mil millones (cerca de 0,5% del PBI) y medidas tributarias (principalmente de alivio tributario temporal) por S/ 11 mil millones (cerca de 1,4% del PBI). En ese sentido, se preveía menores ingresos fiscales por la caída de actividad económica y por las medidas temporales de alivio tributario frente a la pandemia, así como más gasto público para contener los efectos de la pandemia. Estos efectos generarían un mayor déficit fiscal y, por consiguiente, una mayor deuda pública.

No obstante, existía una alta incertidumbre sobre la duración de la pandemia, así como de la necesidad de llevar a cabo más acciones de política fiscal frente a sus efectos negativos sobre la actividad económica y el bienestar de los ciudadanos.

En ese sentido, primero se procedió a realizar proyecciones de déficit fiscal y deuda pública para 2020. Luego, se tomó como referencia los resultados de 2020 para trazar diversas trayectorias de déficit fiscal, con sus consecuentes trayectorias de deuda pública, para los siguientes años. Ello considerando que la respuesta frente a la pandemia era, en principio, de naturaleza transitoria, por lo que se tenía que reducir el déficit fiscal en los siguientes años con el objetivo de preservar la sostenibilidad de las finanzas públicas y realizar un retiro ordenado del impulso fiscal frente a la COVID-19.

Así, la figura 99 muestra las diversas proyecciones determinísticas que se realizaron para la deuda pública de 2020, las cuales estuvieron entre 31 y 37% del PBI. Para las proyecciones de la deuda pública se utilizó la metodología del anexo 2. Los escenarios de estas proyecciones fueron los siguientes:

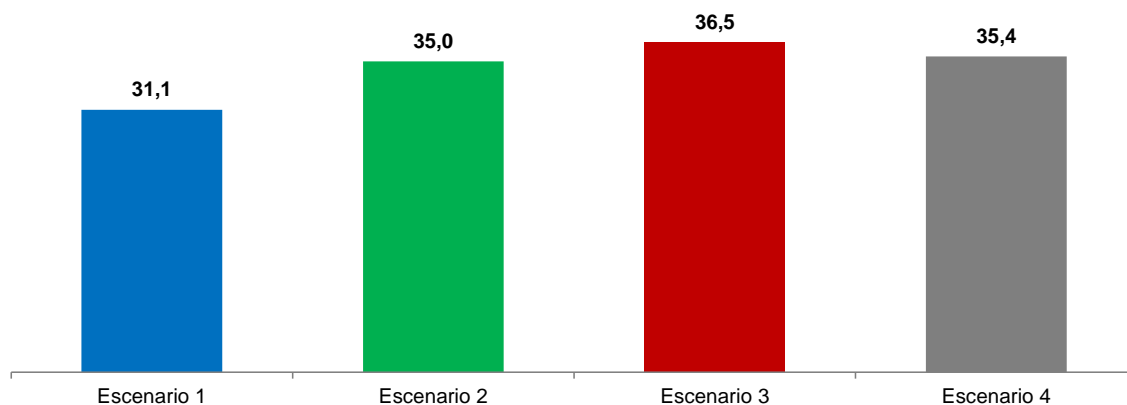
- Escenario 1: Déficit fiscal de 5,6% del PBI (consistente con el plan de gastos e ingresos aprobados) y una caída del PBI de 4,5% en términos reales.
- Escenario 2: Déficit fiscal de 7,5% del PBI (consistente con el plan de gastos e ingresos aprobados) y una caída del PBI de 11% en términos reales. El déficit fiscal más alto respecto del escenario 1 es por los menores ingresos fiscales a razón de una mayor caída del PBI⁶¹.
- Escenario 3: Déficit fiscal de 9,0% del PBI (consistente con un plan de gastos cercano a 2,0% del PBI) y una caída del PBI de 11% en términos reales.
- Escenario 4: Déficit fiscal de 10,5% del PBI y caída del PBI de 2,5% en términos reales. Estas proyecciones corresponden a Goldman Sachs (2020), como un ejemplo de proyecciones de otra entidad.

Vale señalar que los escenarios asumieron que se utiliza la totalidad de los recursos del FEF (2,4% del PBI al cierre de 2019) para complementar el financiamiento del déficit fiscal. Ello considerando que el FEF, como se señaló en subcapítulos previos, es uno de los principales

⁶¹ Para ello, se asumió una elasticidad de ingresos fiscales a PBI de 1.

elementos de política fiscal contracíclica del país. Además, se utilizó el tipo de cambio fin de periodo previsto en la Encuesta de Expectativas Macroeconómicas del BCRP de marzo de 2020⁶².

Figura 99. Perú: Proyecciones de deuda pública del SPNF para 2020 (% del PBI)



Nota: Elaboración propia

Vale señalar que las magnitudes de revisiones del déficit fiscal y deuda pública eran relativamente similares a los que se estimaban preliminarmente para otros países. Por ejemplo, en la figura 100 se muestran las previsiones de Goldman Sachs (2020) para diversos países de América Latina.

Figura 100. Proyecciones de Goldman Sachs de resultados primarios y deudas públicas para 2020 de países de América Latina (% del PBI)

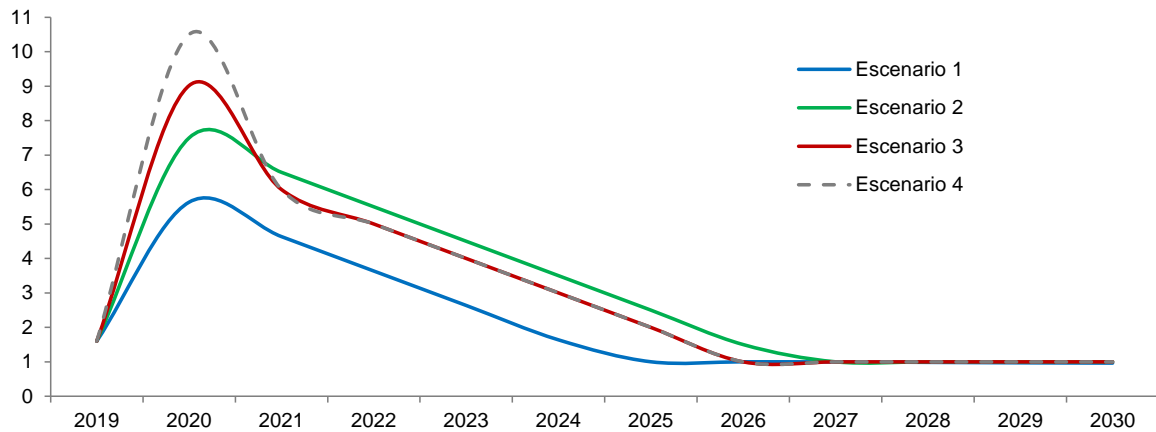
	Primary Fiscal Balance (% GDP)		Gross Public Debt (% GDP)	
	2019	2020F Range	2019	2020F Range
Argentina	-0.5	[-5.0, -6.0]	71.5	
Brazil	-0.9	[-7.0, -9.0]	75.8	[87, 91]
Chile	-1.9	[-7.0, -8.0]	27.9	[35, 39]
Colombia	0.5	[-1.5, -3.0]	48.4	[55, 58]
Ecuador	1.5	[-3.0, -4.0]	52.5	[60, 65]
Mexico	1.1	[-2.5, -4.0]	44.9	[54, 57]
Peru	-0.2	[-7.0, -9.0]	26.9	[35, 39]

Nota Figura extraída de Goldman Sachs (2020).

⁶² <https://www.bcrp.gob.pe/estadisticas/encuesta-de-expectativas-macroeconomicas.html>.

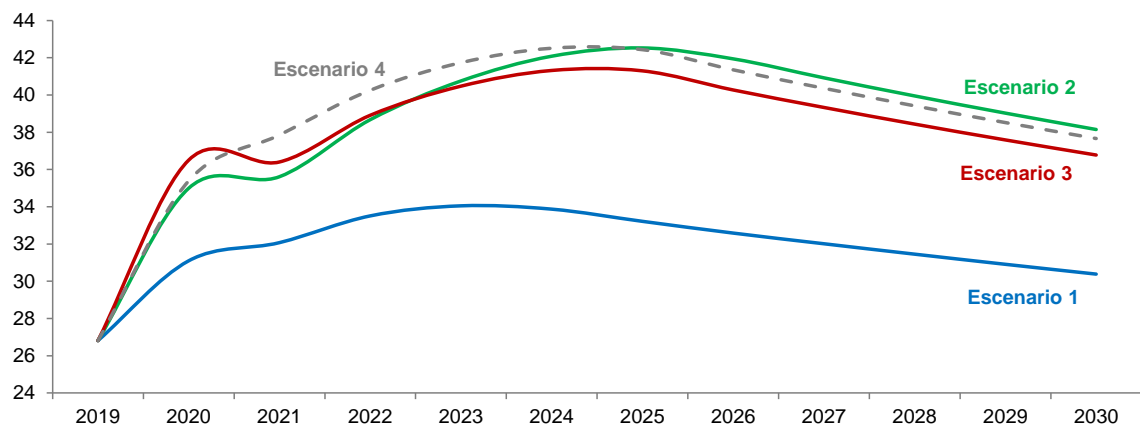
Para las proyecciones de los siguientes años, el escenario 1 considera que el déficit fiscal se reduce en 1 p.p. del PBI anualmente hasta llegar al 1,0% del PBI, el cual era la regla fiscal de mediano plazo. Para los escenarios 2, 3 y 4 se asume que el déficit fiscal en 2021 se ubica en 5,0% del PBI y se reduce en 1 p.p. anualmente hasta llegar al 1,0% del PBI. Además, se asume que el crecimiento de 2021 es de tal magnitud que se revierte la caída del PBI en 2020 y se retorna a alrededor de los niveles prepandemia de 2019. En adelante, el PBI crecería a su tasa potencial, el cual estaría alrededor de 3,5% del PBI según BCRP (2019). Así, en las figuras 101 y 102 se muestra las trayectorias del déficit fiscal y de la deuda pública considerando los puntos de partida de 2020 vistos en los párrafos previos. Se observa que las deudas públicas estarían entre un rango de 30 y 42% del PBI en el periodo 2020-2030.

Figura 101. Perú: Proyecciones del déficit fiscal del SPNF para 2020-2030 (% del PBI)



Nota: Elaboración propia

Figura 102. Perú: Proyecciones de la deuda pública del SPNF para 2020-2030 (% del PBI)

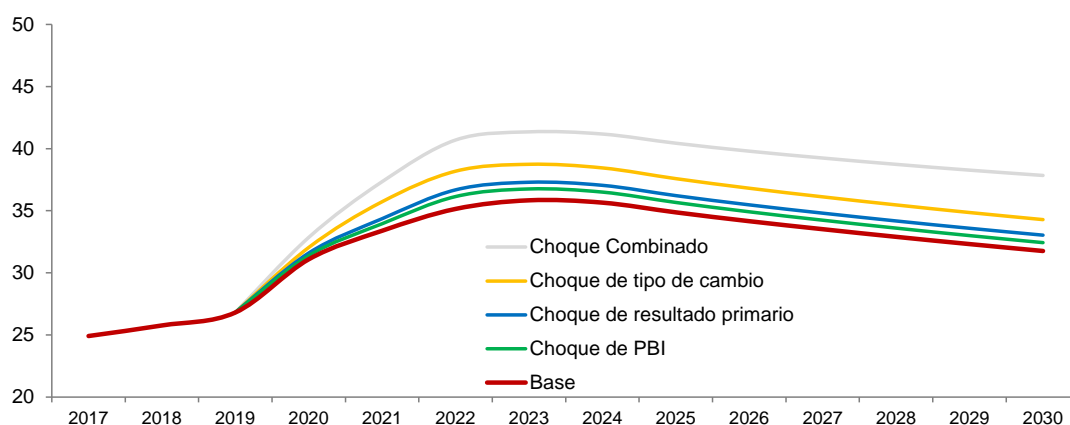


Nota: Elaboración propia

No obstante, las tasas de crecimiento del PBI de 2021 en adelante, así como la reducción gradual del déficit fiscal, pueden ser distintos a los previstos en el párrafo previo. Así, en las figuras 103, 104, 105 y 106 se muestran trayectorias de deuda pública considerando choques determinísticos estandarizados en sus componentes macrofiscales, como los realizados en la sección de riesgos del MMM de agosto de 2019, y tomando como escenarios bases los 4 escenarios de la figura 102. Los choques estandarizados para cada escenario son los siguientes:

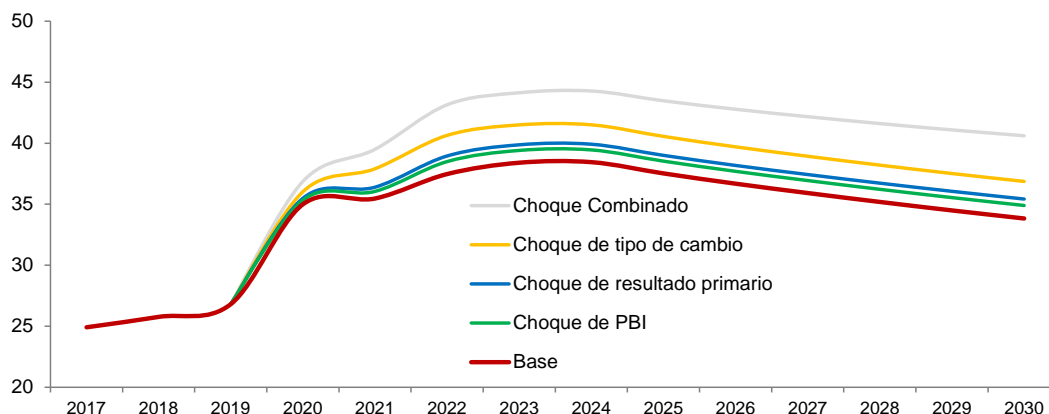
- *Choque de depreciación del sol*: Depreciación promedio de 10% para el periodo 2020-2022 (similar a la observada en el periodo 1997-1999, ante la crisis rusa; y a la observada en el periodo 2013-2015, ante la alta volatilidad financiera registrada en los mercados emergentes).
- *Choque de resultado primario*: Menor resultado primario en 0,5% del PBI para cada año comprendido en el periodo 2020-2022. Este choque es equivalente a un choque de menores ingresos fiscales en dicha magnitud.
- *Choque de PBI*: Menor crecimiento del PBI en 1 p.p. para cada año comprendido en el periodo 2020-2022.
- *Choque combinado*: Agrega simultáneamente los tres choques anteriores más un incremento en 100 pbs. en la tasa de interés de la deuda pública para el periodo 2020-2022.

Figura 103. *Escenario 1: Proyecciones determinísticas de la deuda pública del SPNF ante choques en sus determinantes macrofiscales para el periodo 2020-2030 (% del PBI)*



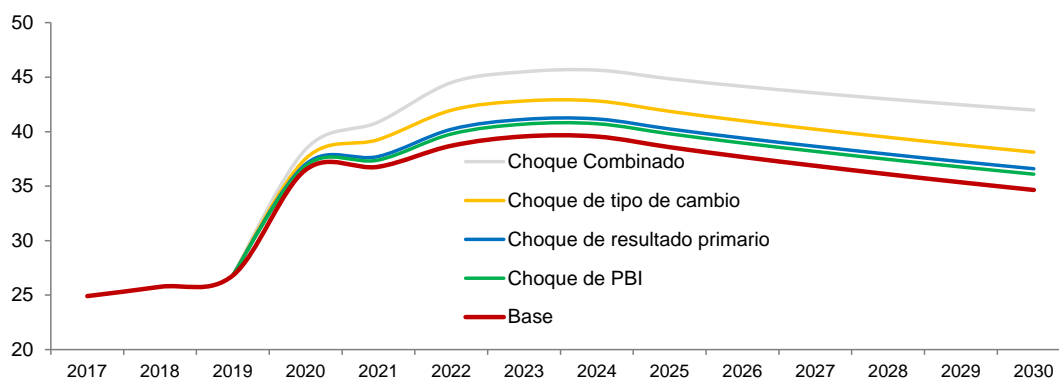
Nota: Elaboración propia

Figura 104. Escenario 2: Proyecciones determinísticas de la deuda pública del SPNF ante choques en sus determinantes macrofiscales para el periodo 2020-2030 (% del PBI)



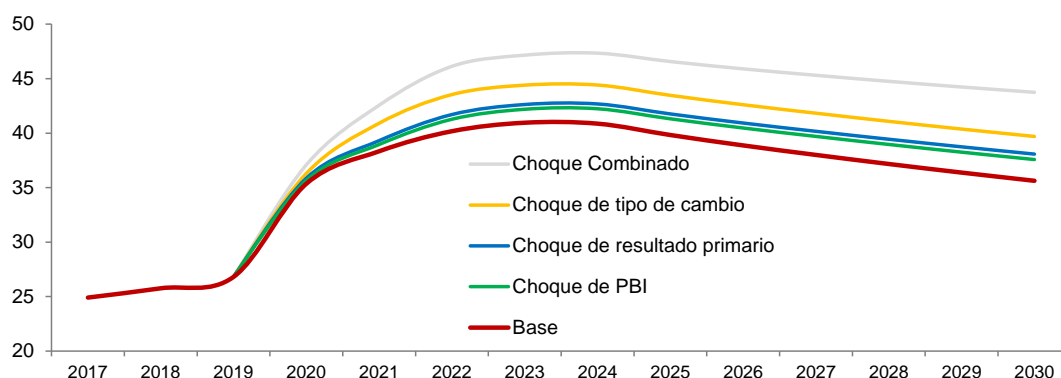
Nota: Elaboración propia

Figura 105. Escenario 3: Proyecciones determinísticas de la deuda pública del SPNF ante choques en sus determinantes macrofiscales para el periodo 2020-2030 (% del PBI)



Nota: Elaboración propia

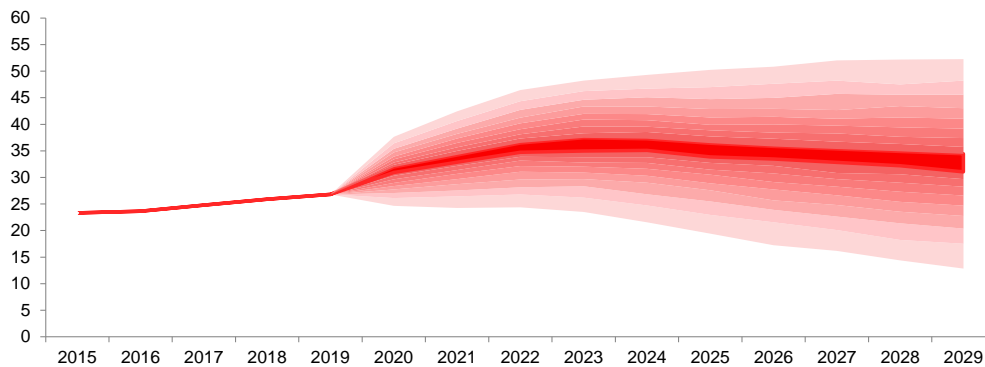
Figura 106. Escenario 4: Proyecciones determinísticas de la deuda pública del SPNF ante choques en sus determinantes macrofiscales para el periodo 2020-2030 (% del PBI)



Nota: Elaboración propia

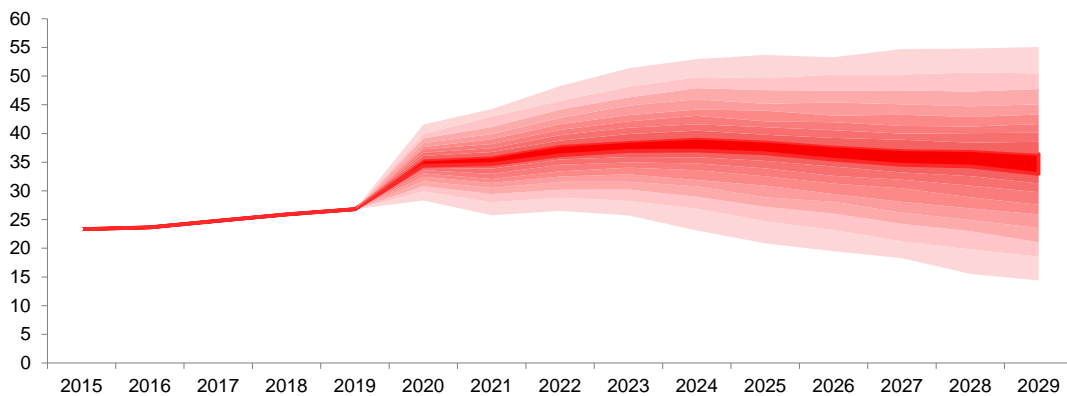
Es importante precisar que las proyecciones determinísticas permiten observar las dinámicas de la deuda pública ante un choque en uno de sus determinantes macrofiscales. Sin embargo, como se presentó en el capítulo anterior, las proyecciones determinísticas no consideran comovimientos entre los determinantes macrofiscales de la deuda pública, así como distintas trayectorias que pueden tener estos determinantes más allá de los presentados en los párrafos previos. En ese sentido, utilizando la metodología del anexo 4, se realizaron proyecciones estocásticas de la deuda pública considerando como escenarios base las trayectorias de la figura 102. Así, en las figuras 107, 108, 109 y 110 se muestran dichas proyecciones estocásticas y en la tabla 10 se muestra las probabilidades de que la deuda pública supere determinados umbrales en cada una de estas proyecciones estocásticas.

Figura 107. *Escenario 1: Proyección estocástica de la deuda pública del SPNF para el periodo 2020-2029 (% del PBI)*



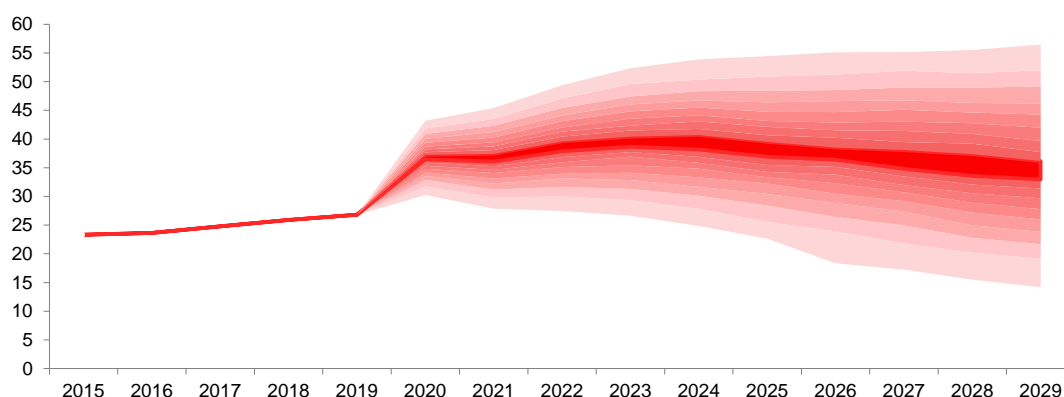
Nota: Elaboración propia

Figura 108. *Escenario 2: Proyección estocástica de la deuda pública del SPNF para el periodo 2020-2029 (% del PBI)*



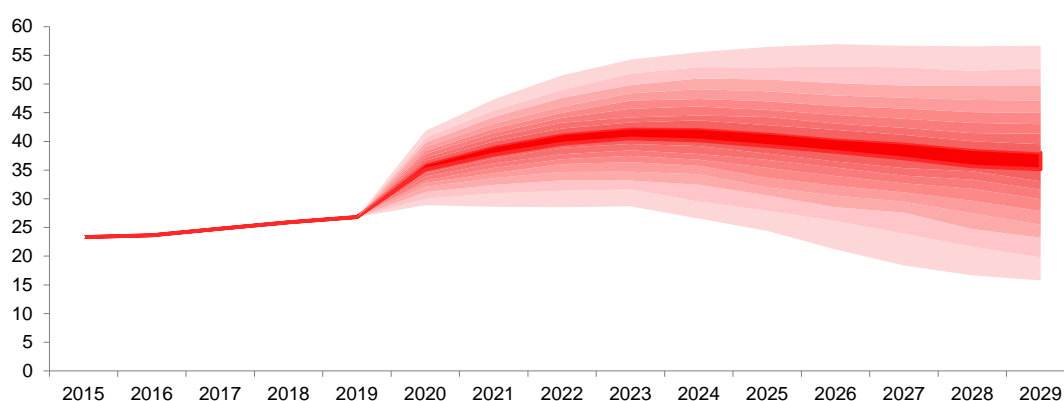
Nota: Elaboración propia

Figura 109. Escenario 3: Proyección estocástica de la deuda pública del SPNF para el periodo 2020-2029 (% del PBI)



Nota: Elaboración propia

Figura 110. Escenario 4: Proyección estocástica de la deuda pública del SPNF para el periodo 2020-2029 (% del PBI)



Nota: Elaboración propia

Tabla 10. Probabilidades de que la deuda pública supere determinados umbrales en el horizonte 2020-2029 (%)

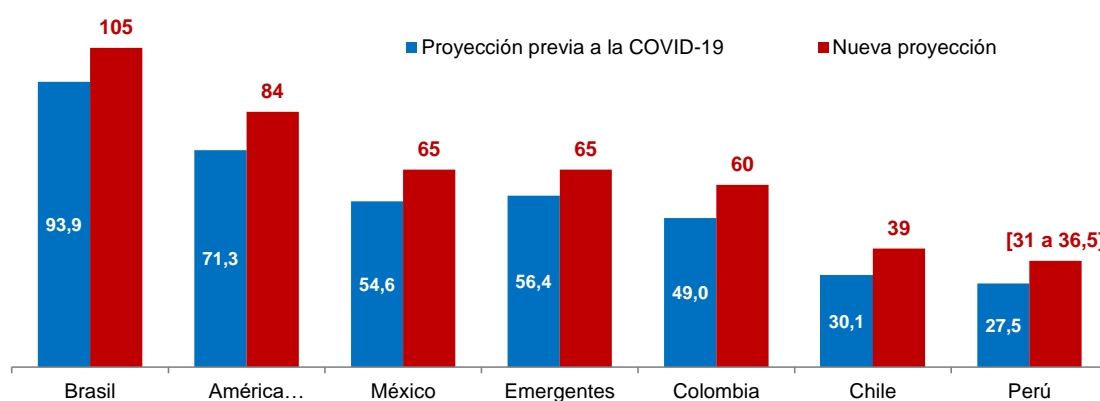
Deuda pública	Probabilidad de superar la deuda pública			
	Escenario 1	Escenario 2	Escenario 3	Escenario 4
30% del PBI	69%	78%	81%	85%
40% del PBI	25%	33%	38%	44%
50% del PBI	4%	7%	9%	12%
60% del PBI	0%	1%	1%	1%

Nota: Elaboración propia.

Es relevante resaltar que la deuda pública de Perú, a pesar de que podía incrementarse significativamente según los escenarios mostrados previamente, iba a continuar ubicándose

por debajo del promedio de países de América Latina y del promedio de países emergentes, tal como se muestra en la figura 111. Ello explicado principalmente por sus bajos niveles de déficits fiscales y deuda pública al cierre de 2019, tal como se mostró en los subcapítulos previos. Asimismo, en la medida que los efectos de la pandemia sean más profundos de los que se preveían inicialmente, estos efectos se verían reflejados en mayores niveles de déficits fiscales y deudas públicas a nivel mundial, por lo Perú continuaría manteniendo su favorable posición relativa en términos de deuda pública.

Figura 111. *Proyecciones de deuda pública del SPNF para 2020 de países emergentes y países de América Latina (% del PBI)*



Nota: Elaborado con datos del FMI

4.13. Suspensión temporal y excepcional de las reglas fiscales del SPNF para 2020 y 2021: Decreto Legislativo N° 1457

Es importante destacar que los análisis fiscales plasmados en la exposición de motivos del Decreto Legislativo N° 1457, la cual se muestra en SPIJ (2020) estuvieron bajo mi responsabilidad. Asimismo, la compilación de dicha exposición de motivos también estuvo bajo mi responsabilidad.

En el subcapítulo previo se presentó proyecciones determinísticas y estocásticas de la deuda pública considerando los efectos de la COVID-19. No obstante, como se señaló en los capítulos previos, el contexto de alta incertidumbre estuvo caracterizado por una elevada volatilidad de precios de materias primas y de los mercados financieros, así como la poca certeza respecto de la magnitud del impacto del COVID-19 sobre la economía mundial y, en particular, sobre las finanzas públicas del país. Al respecto, como se señaló en MEF (2020),

eventos negativos de gran impacto tienden a tener efectos más que proporcionales (no lineales) en la recaudación tributaria, por lo que la elasticidad de los ingresos fiscales respecto de la actividad económica se incrementa, según lo indicado por Machado y Zuloeta (2012). Ello se explica debido a que el efecto negativo de la menor actividad económica sobre los ingresos fiscales se amplifica con los problemas de liquidez de las empresas privadas, que les dificulta el pago de sus tributos. Esto, sumado a incrementos de la evasión y elusión tributaria, conlleva a reducciones importantes pero transitorias de los ingresos fiscales como proporción del PBI.

Así, se tuvo una elevada incertidumbre sobre el impacto de este contexto macroeconómico sobre la recaudación fiscal y, además, de los requerimientos de gasto público necesarios para afrontar adecuadamente los efectos del COVID-19 sobre el bienestar de los ciudadanos y la economía nacional. Con ello, las reglas fiscales vigentes podrían limitar significativamente la respuesta de la política fiscal para hacer frente al COVID-19, considerando que entidades como FMI (2020k) señalaron la necesidad de realizar un impulso fiscal significativo para enfrentar la pandemia.

En ese sentido, era necesario determinar nuevas reglas fiscales para, como mínimo, el año 2020. Ello considerando que, como se mostró en el subcapítulo previo, las proyecciones del déficit fiscal y deuda pública considerando los efectos de la COVID-19 iban a superar los límites de las reglas fiscales vigentes hasta marzo de 2020.

Al respecto, es importante recordar que, con el fin de garantizar permanentemente la sostenibilidad fiscal, la predictibilidad del gasto público y el manejo transparente de las finanzas públicas, el marco macrofiscal vigente (aprobado por el Decreto Legislativo N° 1276), establece que el SPNF se sujeta al cumplimiento conjunto de reglas fiscales basadas en variables observables. Dicho marco macrofiscal incluye cláusulas de excepción que permiten modificar temporalmente las reglas fiscales a fin de contar con un marco flexible ante la ocurrencia de situaciones adversas inesperadas como desastres o choque externo significativo. Este aspecto permite una respuesta oportuna de la política fiscal ante los efectos de escenarios adversos, lo cual contribuye con la estabilización del dinamismo de la economía.

En términos generales, las cláusulas de excepción proporcionan flexibilidad a las reglas fiscales para manejar eventos adversos inesperados. Según FMI (2009a) estas deben incluir: (i) un rango muy limitado de factores que permitan que tales cláusulas sean gatilladas; (ii) directrices claras sobre la interpretación y determinación de los hechos; y, (iii) especificación sobre el camino de regreso a la regla y el tratamiento de las desviaciones acumuladas.

Así, por ejemplo, la Unión Europea cuenta con dos cláusulas de flexibilidad en su marco fiscal para abordar la ocurrencia de eventos inusuales, que estén fuera del control del gobierno y que afecten a su economía: una cláusula de flexibilidad de “eventos inusuales”⁶³ y una cláusula general de salvaguardia. Ante la ocurrencia del COVID-19, como se mencionó en dos subcapítulos previos del presente documento, la Comisión Europea decidió permitir que los Estados miembros usen toda la flexibilidad de Marco Fiscal Europeo para implementar las medidas fiscales necesarias y urgentes para contener la expansión del COVID-19, y mitigar sus efectos socioeconómicos negativos. Por ello, optaron por activar la cláusula general de salvaguardia, que brinda una flexibilidad de mayor alcance, puesto que permite a los gobiernos suspender el cumplimiento de las normas fiscales previstas en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, y cuya activación se justifica ante una situación de crisis generalizada causada por una grave recesión económica en toda la Unión Europea, tal como se señala en Comisión Europea (2020).

En el caso de Perú, en el artículo 7 del Decreto Legislativo N° 1276 se establecen las cláusulas de excepción a las reglas macrofiscales. En el mencionado artículo se señala, entre otros aspectos, los contextos en que se pueden modificar las reglas macrofiscales aplicando cláusulas de excepción y que dichas modificaciones deben establecer explícitamente el retorno gradual a las reglas macrofiscales establecidas en el artículo 6 del Decreto Legislativo N° 1276. Dicho esto, el contexto del inicio de la pandemia estuvo caracterizado por una alta incertidumbre sin precedentes, situación que no se enmarca en la cláusula de excepción a las reglas macrofiscales. Ello debido a que existía una elevada incertidumbre para determinar explícitamente una trayectoria de déficits fiscales de 2020 en adelante, ya que existía un panorama muy incierto sobre los resultados fiscales que se obtendrían al cierre

⁶³ Con la activación de esta cláusula, la Comisión Europea excluye de su evaluación sobre el cumplimiento de las normas fiscales, establecidas en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, las medidas fiscales tomadas en respuesta a la ocurrencia de un “evento inusual” de naturaleza temporal.

de 2020, los cuales determinan el punto de partida para establecer un retorno gradual explícito a las reglas macrofiscales establecidas en el artículo 6 del Decreto Legislativo N° 1276.

Así, aplicar la cláusula de excepción establecido en el artículo 7 del Decreto Legislativo N° 1276 estaba sujeto a un alto grado de error por los elevados niveles de incertidumbre.

En ese sentido, se decidió suspender temporal y excepcionalmente la aplicación de reglas fiscales para los años fiscales 2020 y 2021, de tal manera que la política fiscal pueda tener el margen de acción necesario para responder oportunamente ante la COVID-19. Dicha medida correspondería a una situación de excepción similar a lo aplicado por Unión Europea, donde su regulación le permite activar una cláusula general que permite a los gobiernos suspender el cumplimiento de sus normas fiscales vigentes.

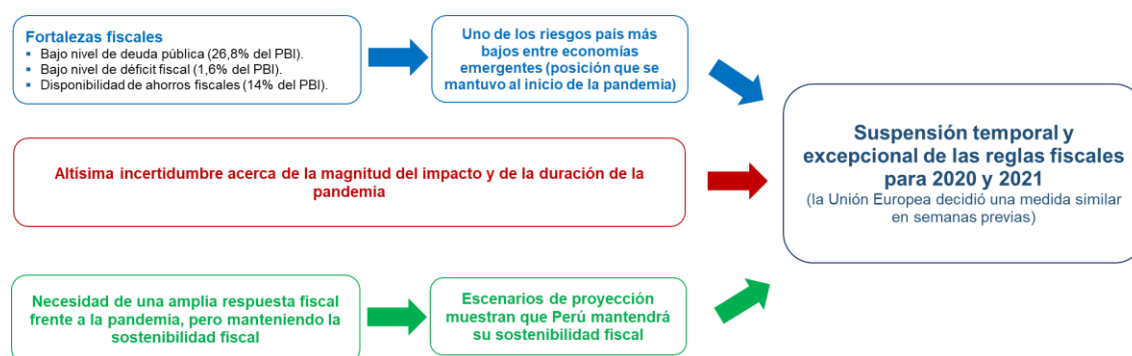
Esta decisión se basó principalmente en los fundamentos macroeconómicos de Perú, que le permitían implementar respuestas de política de gran magnitud, sin comprometer la estabilidad macroeconómica del país, para mitigar los efectos adversos de la pandemia sobre la dinámica de la economía y el bienestar de los ciudadanos, tal como se muestra en la figura 112. Estos fundamentos se construyeron en base a un largo historial de gestión prudente de las finanzas públicas, tal como se señaló en los subcapítulos previos, y se reflejan en lo siguiente:

- Favorable posición fiscal del país al cierre de 2019, basado en bajos niveles de deuda pública (26,8% del PBI) y de déficit fiscal (1,6% del PBI). Estas cifras contrastan con el promedio de países de América Latina (deuda pública equivalente a 68,3% del PBI y déficit fiscal equivalente a 4,1% del PBI) y el promedio de países emergentes (deuda pública equivalente a 54,7% del PBI y déficit fiscal equivalente a 4,7% del PBI) para dicho año.
- Disposición de activos financieros del SPNF por alrededor de 14% del PBI al cierre de 2019, dentro de los cuales se encontraba en FEF con un monto equivalente a 2,4% del PBI.
- Favorables condiciones de acceso a los mercados de capitales internacionales reflejados en que Perú se consolidó como la economía con el menor riesgo país al cierre de 2019 y mantuvo esa posición durante el inicio de la pandemia. Asimismo, comunicados

favorables de las calificadoras crediticias sobre las fortalezas fiscales de Perú frente a la COVID.

- Disposición de líneas de crédito contingente con entidades multilaterales, como el Banco Mundial, por US\$ 3 650 millones. Dichas líneas permiten disponer de liquidez inmediata frente a contextos en los que existe alta volatilidad e incertidumbre en los mercados de capitales.
- Aún en escenarios de mayor impacto negativo sobre las finanzas públicas, mostrados en el subcapítulo previo, la deuda pública del país continuaría por debajo del promedio de países de la región y países emergentes.

Figura 112. Esquema general de los factores que determinaron la decisión para la suspensión temporal y excepcional de las reglas fiscales para 2020 y 2021



Nota: Elaboración propia.

La suspensión temporal y excepcional de las reglas fiscales para 2020 y 2021⁶⁴ fue formalizada el 12 de abril de 2020 mediante la publicación del Decreto Legislativo N° 1457 en el diario oficial El Peruano. Esta suspensión, tal como se muestra en la figura 113, fue acompañada de las siguientes disposiciones para asegurar un manejo transparente y predecible de las finanzas públicas en el contexto de la pandemia:

- En el numeral 2.2 del artículo 2 del Decreto Legislativo N° 1457 se dispuso que el MMM publicado en agosto de 2020 servirá de base para la elaboración de los proyectos de ley de presupuesto, equilibrio y endeudamiento del sector público para el año fiscal 2021. Ello con el objetivo de que el presupuesto público 2021 sea elaborado en consistencia con los niveles de déficit fiscal y deuda pública previstos para dicho año en el MMM de agosto

⁶⁴ Vale mencionar que esta suspensión no abarca a lo regulado en el numeral 6.4 del artículo 6 del Decreto Legislativo N° 1276, en el cual se hace referencia a límites y otras disposiciones para el gasto no financiero del Gobierno General en año de elecciones.

de 2020, situación en la que se contaría con mucha mayor información sobre el desarrollo de la pandemia y sus efectos en el país.

- Por otra parte, en el artículo 3 del Decreto Legislativo se dispone que los informes de Declaración sobre el Cumplimiento de Responsabilidad Fiscal⁶⁵ para 2020 y 2021 (los cuales serían publicados dentro del primer trimestre de 2021 y 2022, respectivamente) incluirán una evaluación del impacto de la COVID-19 sobre las finanzas públicas.

Figura 113. Medidas de transparencia para la gestión de las cuentas fiscales ante la suspensión temporal y excepcional de las reglas fiscales para 2020 y 2021



Nota: Elaboración propia.

Por otra parte, como indica el MEF (2020), la suspensión temporal y excepcional de las reglas fiscales contó con el respaldo del Consejo Fiscal y de diversos agentes económicos como calificadoras crediticias:

- El Consejo Fiscal⁶⁶, entidad técnica y autónoma encargada de velar por la sostenibilidad de las finanzas públicas, consideró que dicha medida es oportuna y necesaria, pues existía la necesidad de un esfuerzo fiscal de gran envergadura que sea oportuno, contribuya a la emergencia y apoye en la reactivación de la economía. Asimismo, el Consejo Fiscal señaló que las fortalezas de las cuentas fiscales, conseguidas a partir del manejo prudente de la política fiscal en los últimos 20 años, permitían que esta crisis sanitaria y económica pueda ser enfrentada oportunamente y a gran escala.

⁶⁵ Dicho documento es un elemento importante de los mecanismos de transparencia que tiene el Marco Macrofiscal de Perú establecido por el Decreto Legislativo N° 1276, Decreto legislativo que aprueba el marco de la responsabilidad y transparencia fiscal del Sector Público No Financiero. En este documento se evalúa el cumplimiento de las reglas fiscales del año previo y, dentro del primer semestre de cada año, es remitido al Congreso de la República y al Consejo Fiscal. Asimismo, es publicado en el portal institucional del Ministerio de Economía y Finanzas: <https://www.mef.gob.pe/es/marco-macroeconomico/declaracion-sobre-el-cumplimiento-de-responsabilidad-fiscal>.

⁶⁶ Según el Informe N° 003-2020-CF, disponible en: <https://cf.gob.pe/documentos/informes/informe-n-003-2020-cf-opinion-del-consejo-fiscal-sobre-el-decreto-legislativo-que-aprueba-la-suspension-temporal-y-excepcional-de-las-reglas-fiscales-para-el-sector-publico-no-financiero-para/>

- Moody's (2020c) y Moody's (2020d) indicó su confianza en la gestión transparente de las cuentas fiscales ante la suspensión temporal y excepcional de las reglas fiscales, debido al sólido historial de credibilidad y prudencia de la política fiscal de Perú, que le permitirá hacer frente al shock de la COVID-19 sin comprometer sus fortalezas crediticias.
- Por su parte, Standard & Poor's (2020) señaló que los déficits fiscales de Perú se mantendrán controlados luego de la expansión excepcional del año 2020 (debido a los efectos de la COVID-19 y a la suspensión de las reglas fiscales). Dicha agencia también ratificó su confianza en que la política fiscal continuará con su historial de responsabilidad y compromiso con la sostenibilidad fiscal.

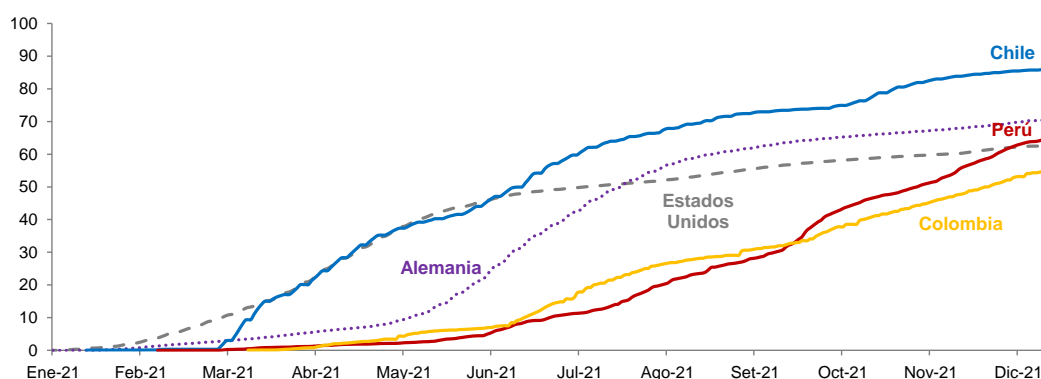
Es importante mencionar que esta suspensión temporal y excepcional de las reglas fiscales fue acompañada por un monitoreo continuo del estado de las finanzas públicas durante la pandemia. Ello con el objetivo de adoptar las medidas para asegurar el manejo prudente y sostenible de la política fiscal en el corto y mediano plazo.

A diferencia de Perú, como se señaló en el MEF (2020), la ausencia de fortalezas macroeconómicas en diversos países emergentes y en desarrollo se constituía como una limitante para la respuesta de la política fiscal de dichos países. Ello podría generar que sus cuentas fiscales tengan una trayectoria insostenible debido a la magnitud del actual choque adverso asociado a la pandemia. Economías con problemas de alta deuda pública y bajo crecimiento podrían verse afectadas por incrementos significativos de los tipos de cambios y/o de las tasas de interés en el contexto de la COVID-19, dadas sus vulnerabilidades fiscales y de cuentas externas, lo que generaría aún más presiones a las finanzas públicas. Por otra parte, emprender un plan expansivo de gasto público de gran magnitud en un país con alta deuda pública podría llevar al incumplimiento del pago de amortizaciones y/o intereses en los siguientes años. Ello incrementaría la percepción de riesgo de dicho país y el aumento de los costos financieros, lo que generaría menores niveles de inversión y, por consiguiente, un impacto negativo en el crecimiento potencial de dicho país. Por otro lado, financiar el aumento de dicho gasto mediante la emisión inorgánica de recursos del banco central podría generar altas tasas incontrolables de inflación que reducirían el valor de los activos del país, como propiedades o ahorros, y generaría mayores desbalances en los agregados macroeconómicos, comprometiendo así la estabilidad macroeconómica del país.

4.14. Situación de las cuentas fiscales de Perú y el mundo en 2020 y 2021

Como se mencionó en los subcapítulos previos, la pandemia de la COVID-19 generó impactos negativos en la actividad económica y en las finanzas públicas a nivel mundial. Estos impactos negativos se observaron principalmente durante 2020 debido a las medidas de restricciones a las actividades económicas realizadas para ralentizar la velocidad de contagios y fallecimientos a causa del virus, así como por la alta incertidumbre acerca de la dinámica del virus. No obstante, la gestión de la pandemia a nivel mundial mejoró notablemente con la aprobación y uso de vacunas contra la COVID-19 (aunque con heterogeneidad, debido a que inicialmente no se tuvo un acceso uniforme a las vacunas a nivel mundial). Así, como se muestra en la figura 114, el porcentaje de la población de diversos países con al menos una dosis de vacuna se incrementó significativamente durante 2021.

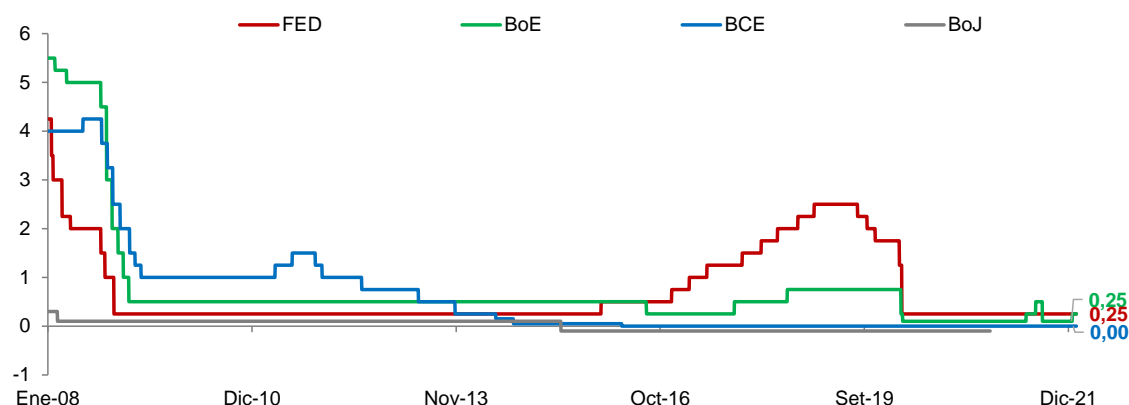
Figura 114. Población con al menos una dosis de vacuna en varios países (% de la población)



Nota: Elaborado con datos de *Our World In Data*.

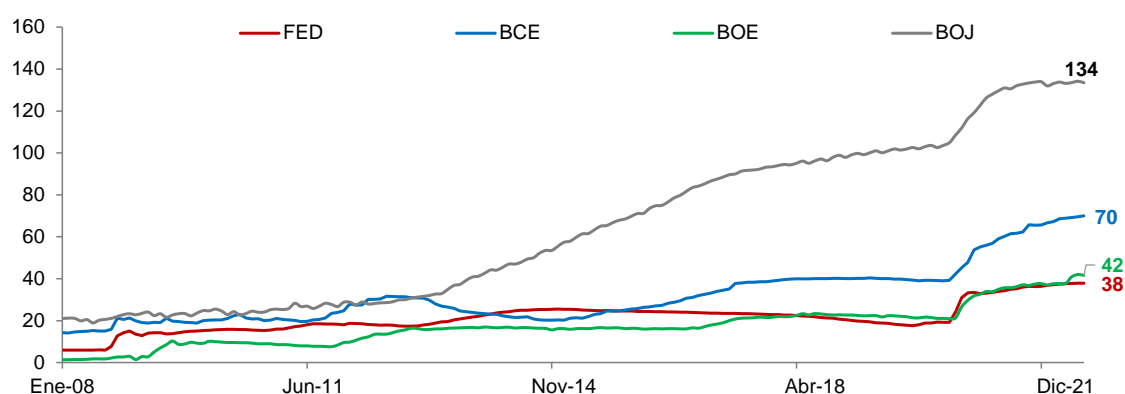
Frente a la pandemia, se llevaron a cabo medidas a gran escala de fiscal y monetaria a nivel mundial en 2020 y 2021. Así, por ejemplo, los principales bancos centrales llevaron a cabo reducciones significativas de sus tasas de interés de política monetaria a niveles mínimos históricos, tal como se muestra en la figura 115. Además, realizaron medidas no convencionales de política monetaria como compras masivas de instrumentos financieros del sector privado para inyectar liquidez, las cuales que llevaron a un significativo incremento de sus hojas de balance, tal como se muestra en la figura 116.

Figura 115. Mundo: Tasas de interés de política monetaria de los principales bancos centrales (%)



Nota: FED: Reserva Federal de Estados Unidos; BOE: Banco Central de Inglaterra; BCE: Banco Central Europeo; BoJ: Banco Central de Japón. Elaborado en base a datos de Bloomberg.

Figura 116. Mundo: Hojas de balance de los principales bancos centrales (% del PBI)

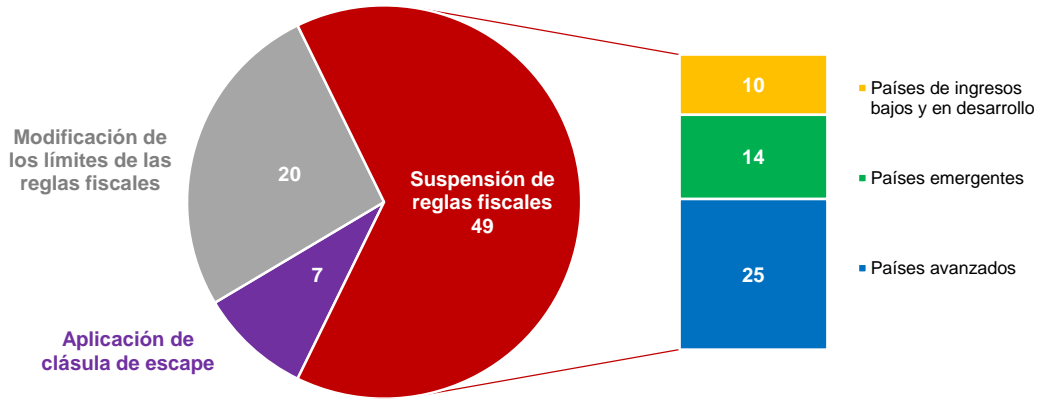


Nota: FED: Reserva Federal de Estados Unidos; BOE: Banco Central de Inglaterra; BCE: Banco Central Europeo; BoJ: Banco Central de Japón. Elaborado en base a datos de Bloomberg.

En cuanto al ámbito fiscal, diversos países a nivel mundial flexibilizaron sus reglas fiscales con el objetivo de que la política fiscal tenga la flexibilidad necesaria para mitigar los impactos negativos de la COVID-19 sobre la actividad económica y el bienestar de los ciudadanos. Así, según información de FMI (2022a), de los 106 países que cuentan con reglas fiscales, cerca de 76 realizaron flexibilizaron sus reglas fiscales en el contexto de pandemia. Asimismo, por el tipo de acción, 49 países suspendieron sus reglas fiscales; como por ejemplo todos miembros de la Unión Europea (27 países), que fueron de los primeros países en realizar la suspensión; alrededor de 20 países realizaron modificaciones a los límites de sus reglas fiscales y 7 países aplicaron cláusulas de escape. Vale precisar que de los 49 países que suspendieron sus reglas fiscales, 25 fueron países avanzados, 14 fueron

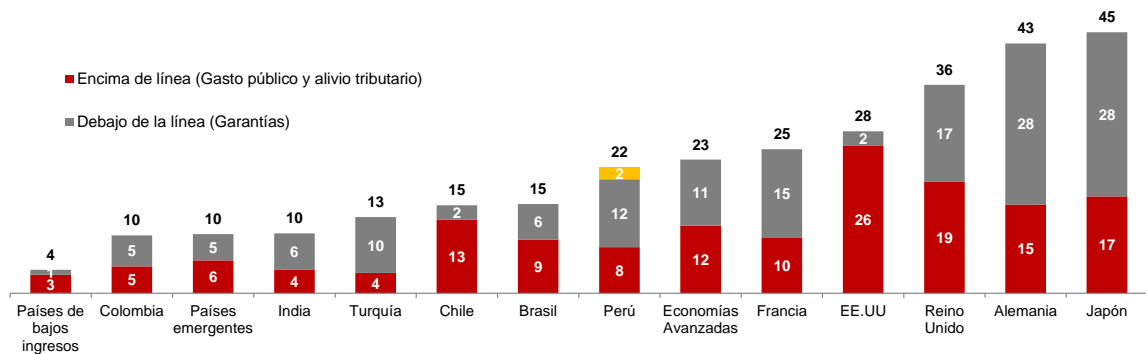
países emergentes, y 10 fueron países de ingresos bajos y en desarrollo, tal como se muestra en la figura 117. Al respecto, es relevante destacar que Perú fue uno de los primeros países a nivel mundial en suspender sus reglas fiscales.

Figura 117. Flexibilización de reglas fiscales a nivel mundial (cantidad de países)



Nota: Elaborado en base a datos de FMI (2022a).

Figura 118. Medidas de política fiscal en el mundo frente a la COVID-19 entre 2020 y 2021 (% del PBI)



Nota: En el caso de Perú, se incluyen medidas de liquidez de ahorros privados (como disposición de recursos de CTS y AFP) por 2,0% del PBI. Elaborado en base a datos del FMI y del MEF.

Con la flexibilización de reglas fiscales a nivel mundial se realizaron medidas de política fiscal orientadas a incrementar el gasto público (relacionados a optimizar la atención de los servicios de salud, subsidios a familias vulnerables, entre otros), a brindar alivios tributarios temporales y otros como garantías del Estado para créditos a empresas privadas. Así, la figura 118 muestra las magnitudes de las medidas de política fiscal realizadas. Se observa que el grupo de países avanzados, que en promedio tienen mayores fortalezas macroeconómicas, tuvieron acciones de política fiscal de mayor magnitud.

Vale destacar que, como se señala en MEF (2021e), las respuestas de política fiscal en el mundo para hacer frente a la COVID-19 permitieron evitar una caída más profunda de la actividad económica en 2020. El tamaño y composición de las medidas de apoyo variaron en cada país en función al espacio fiscal, al impacto de la COVID-19 sobre la actividad económica y la salud, entre otros factores específicos de cada país o región, según el FMI (2020h). Así, por ejemplo, el Banco Central Europeo (2021)⁶⁷, estima que las medidas económicas y fiscales frente a la COVID-19 evitaron una mayor caída del PBI real en cerca de 4 p.p. en países europeos. En el caso de América Latina, el FMI (2020h) señala que las medidas fiscales en conjunto, las por encima de la línea⁶⁸ y por debajo de la línea⁶⁹, permitieron mitigar la caída del PBI en alrededor de 6,5 y 7 p.p.

De esta manera; considerando la dinámica de la pandemia y su gestión, así como las respuestas de política fiscal y monetaria; el PBI mundial cayó en 3,1% en 2020 y creció 5,9% en 2021, tal como se muestra en la figura 119. Por regiones, se tuvo heterogeneidad en la caída de PBI en 2020 y la recuperación de 2021:

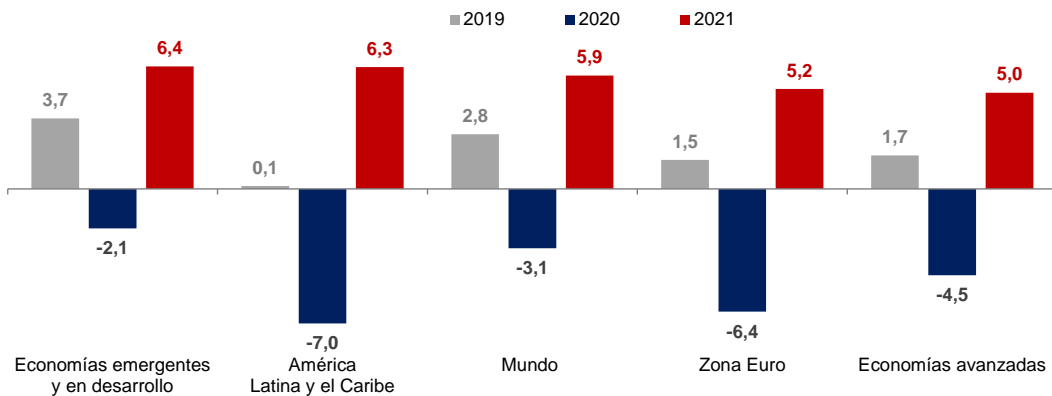
- En 2020, los países avanzados tuvieron una caída promedio de su PBI en 4,5%; mientras que los países emergentes y países de América Latina cayeron en 2,1% y 7,0%, respectivamente.
- En 2021, los países avanzados tuvieron un crecimiento promedio de su PBI en 5,0%; mientras que los países emergentes y países de América Latina crecieron en 6,4% y 6,3%, respectivamente.

⁶⁷ Por otra parte, Boscá et al. (2021), estiman que la caída anual del PBI en España se modera al menos en 7,6 p.p. en el período más intenso de la crisis gracias a las políticas estabilizadoras.

⁶⁸ Medidas de política fiscal asociadas principalmente al otorgamiento de garantías gubernamentales para créditos.

⁶⁹ Medidas de política fiscal asociadas a gasto público e impuestos.

Figura 119. Crecimiento real del PBI a nivel mundial entre 2019 y 2021 (%)



Nota: Elaborado en base a datos del FMI.

Por otra parte, los precios de *commodities* tuvieron una caída en 2020 y una recuperación significativa en 2021, en función a la dinámica que la actividad económica mundial tuvo en dichos años. Así, por ejemplo, el precio del cobre pasó de niveles cercanos a cUS\$ 270 por libra entre 2019 y 2020, para luego llegar a un promedio de cUS\$ 420 por libra en 2021, tal como se muestra en la figura 120.

Figura 120. Precio del cobre entre enero de 2016 y diciembre de 2021 (cUS\$ por libra)

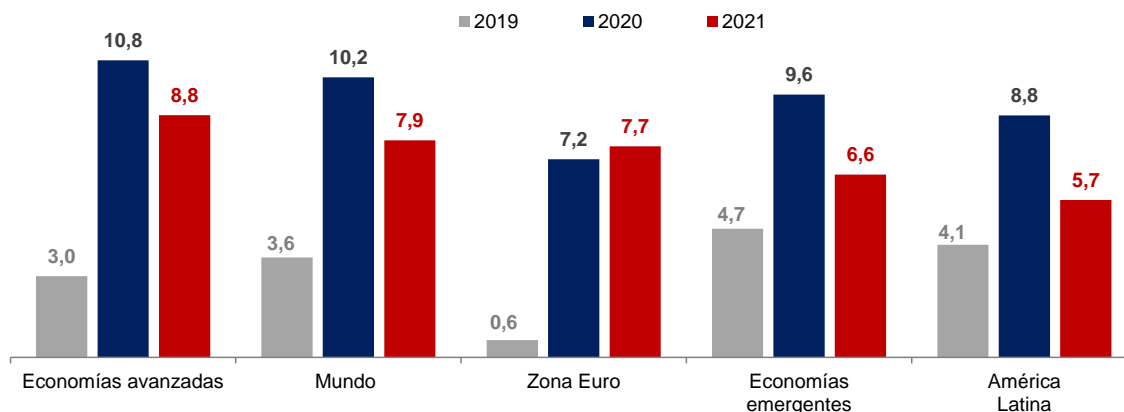


Nota: Elaborado en base a datos de Bloomberg.

En este contexto, los déficits fiscales a nivel mundial se incrementaron significativamente en 2020, para luego reducirse en 2021 pero manteniéndose aún en niveles altos, tal como se muestra en la figura 121. Así, por ejemplo, el déficit fiscal promedio del mundo pasó de 3,6% del PBI en 2019 a 10,2% del PBI en 2020, para luego reducirse a 7,9% del PBI en 2021. Por otra parte, el déficit fiscal promedio de países emergentes pasó de 4,7% del PBI

en 2019 a 9,6% del PBI en 2020 y a 6,6% del PBI en 2021. Además, el déficit fiscal promedio de América Latina pasó de 4,1% del PBI en 2019 a 8,8% del PBI en 2020 y a 5,7% del PBI.

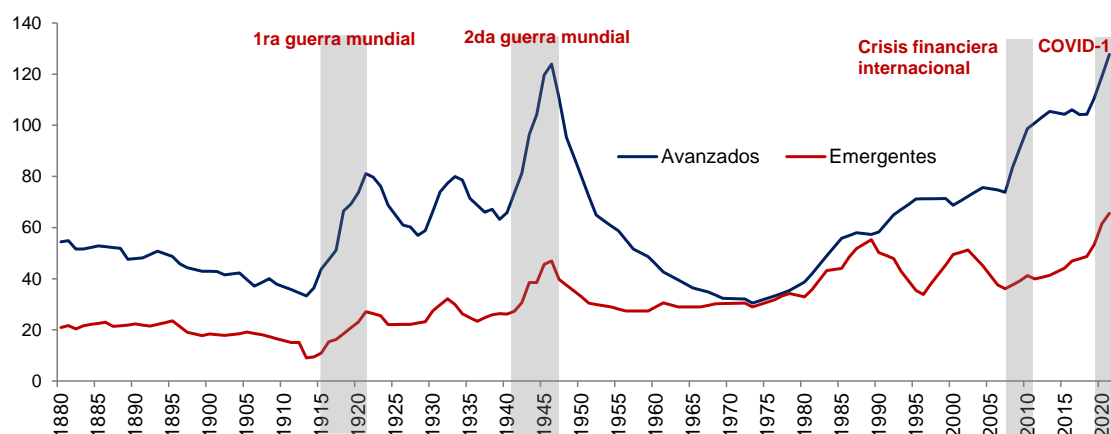
Figura 121. Déficit fiscal a nivel mundial entre 2019 y 2021 (% del PBI)



Nota: Elaborado en base a datos del FMI.

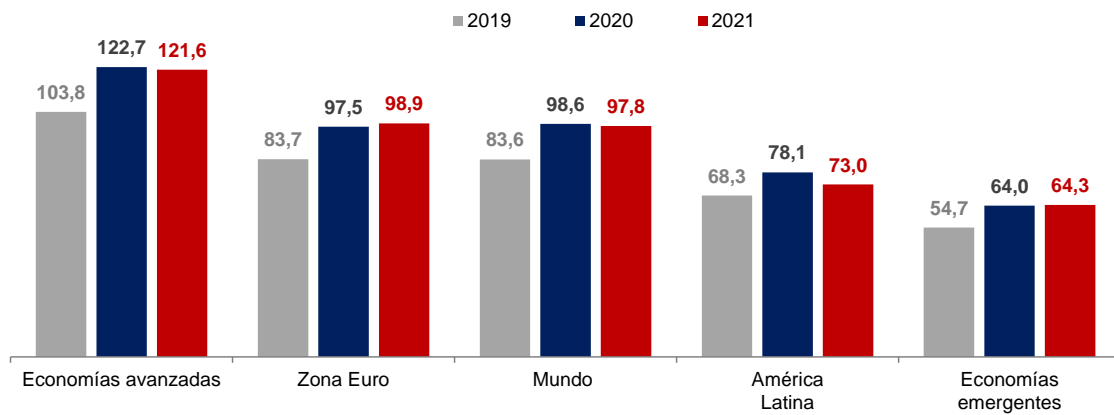
De acuerdo con los déficits fiscales mostrados previamente, las deudas públicas promedio de países avanzados y países emergentes llegaron a ubicarse en máximos históricos, tal como se muestra en las figuras 122 y 123. Así, la deuda pública promedio de países avanzados llegó a ubicarse en 122,7% del PBI en 2020, lo que significó un incremento de casi 20 p.p. del PBI respecto de lo registrado en 2019 (103,8% del PBI). En el caso de países emergentes, la deuda pública promedio llegó a 64,0% del PBI en 2020, lo que implicó un incremento de cerca de 10 p.p. del PBI respecto de lo registrado en 2019 (54,7% del PBI).

Figura 122. Deuda pública de economías avanzadas y economías emergentes entre 1880 y 2021 (% del PBI)



Nota: Elaborado en base a datos del FMI.

Figura 123. Deuda pública a nivel mundial entre 2019 y 2021 (% del PBI)



Nota: Elaborado en base a datos del FMI.

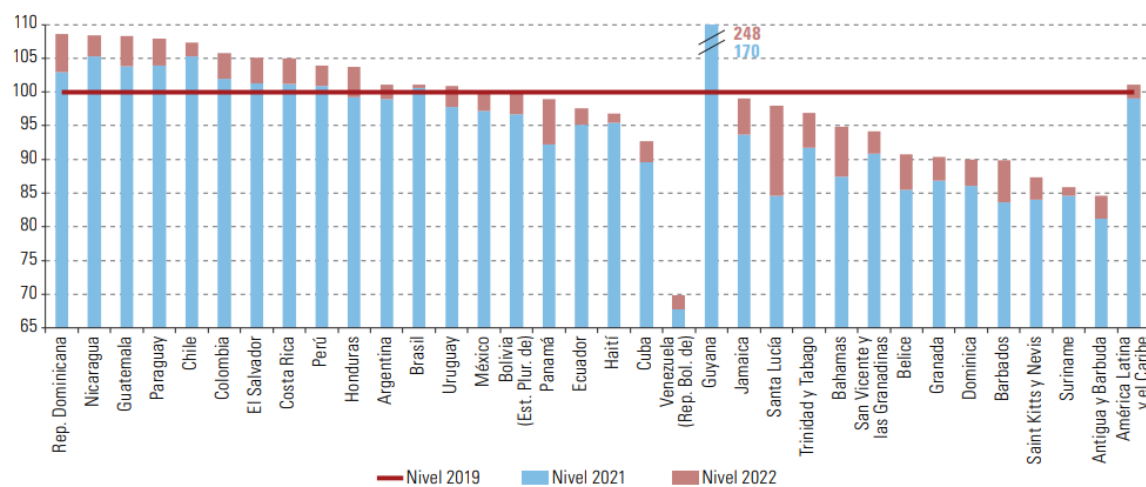
Así, debido al deterioro generalizado de las cuentas fiscales a nivel mundial, se realizaron numerosas revisiones negativas a las calificaciones crediticias. Tal como se señala en MEF (2020), el año 2020 terminó con más de 100 perspectivas negativas de calificaciones soberanas en el mundo. Mientras que, 49 países emergentes y en desarrollo (31% del total de dichas economías) y 16 países (49% del total de dichas economías)⁷⁰ de América Latina y el Caribe tuvieron rebajas en su calificación crediticia⁷¹ desde enero de 2020 a agosto de 2021, debido principalmente al debilitamiento de sus finanzas públicas.

En el caso de Perú, la economía cayó 11,0% en 2020, para luego recuperarse significativamente y crecer 13,3% en 2021. Si bien la caída de 2020 fue una de las mayores en América Latina, la recuperación registrada en 2021 también fue una de las mayores en la región. Con ello, los niveles de PBI de 2021 son mayores a los niveles pre-pandemia de 2020, según la figura 124 de Cepal (2022).

⁷⁰ Tal y como Argentina, Aruba, Bahamas, Belice, Bolivia, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guatemala, México, Nicaragua, Panamá, Surinam, y Trinidad y Tobago. Donde algunos de estos países tuvieron más de una rebaja en su calificación. Cabe mencionar que Ecuador y Argentina ya se encuentran o es muy probable que inicien con un proceso de reestructuración de su deuda pública, con lo cual sus calificaciones crediticias reflejan la existencia de un riesgo latente de *default* (incumplimiento del pago de la deuda pública).

⁷¹ Según el Ministerio de Hacienda de Chile (2021), el 37% de los países calificados por Fitch Ratings ha sufrido al menos un *downgrade* entre inicios de 2020 hasta mediados de junio 2021.

Figura 124. América Latina y el Caribe: nivel del PIB de 2021 y 2022 en comparación con 2019 (2009=100)



Nota: Figura extraída de Cepal (2022).

Es importante destacar que diversas publicaciones señalaron que la implementación del Plan Económico frente a la COVID-19, que tuvo la flexibilidad necesaria mediante la suspensión de las reglas fiscales para 2020 y 2021, fue relevante para contener los impactos negativos de la COVID-19 en el país. Así, por ejemplo:

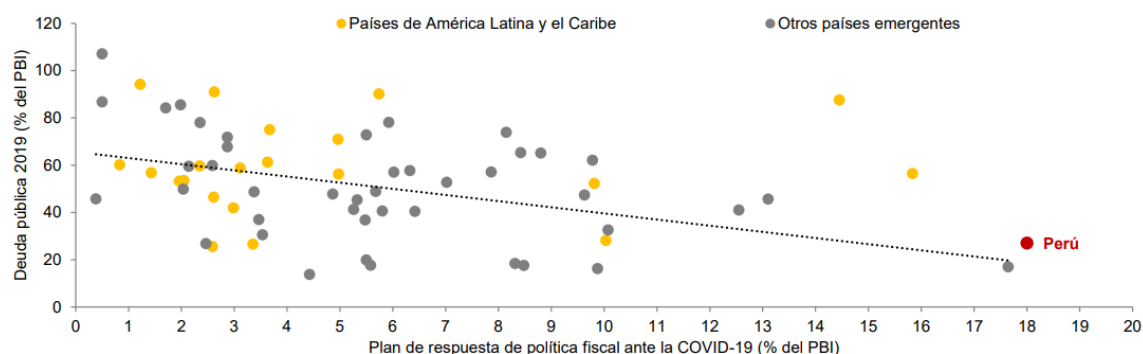
- El FMI (2021c) destacó que dicho plan fue esencial para contener el impacto negativo de la pandemia y apuntalar el dinamismo económico.
- El BCRP (2021b) indicó que la política fiscal expansiva, junto con la política monetaria expansiva, atenuaron el choque negativo de la COVID-19 sobre la economía peruana en 2020.
- Por otra parte, Cárdenas et al. (2021) señalan que Perú fue uno de los 5 países de la región que demostraron tener capacidad para el impulso adoptado en 2020⁷².

Al respecto, el Plan Económico para hacer frente a la COVID-19 que implementó el país fue uno de los planes económicos más grandes entre las economías emergentes y el mundo, tal como se muestra en la figura 125. Ello basado, como se ha mostrado en los subcapítulos previos, en la gestión prudente de las finanzas públicas que tuvo el país en las dos décadas previas, lo que otorgó espacio fiscal necesario para adoptar políticas contracíclicas

⁷² Por ello, dichos autores señalan la importancia de que dicho espacio fiscal se mantenga disponible para atender las posibles necesidades que surjan tras la crisis, considerando la incertidumbre de la pandemia, y que para ello será necesario continuar prácticas que garanticen la sostenibilidad de las finanzas públicas.

excepcionales sin comprometer la sostenibilidad fiscal ni la estabilidad económica del país. Un mayor detalle de este plan se encuentra en el anexo 10.

Figura 125. Deuda pública 2019 y planes de respuestas de política fiscal frente a la COVID-19 (% del PBI)

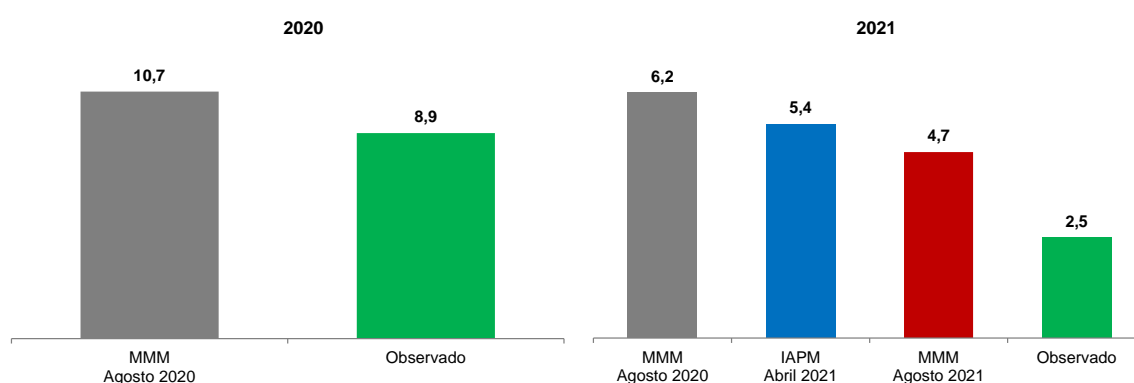


Nota: Incluye a 65 países emergentes. La información de planes de respuesta de política fiscal corresponde a medidas por encima de la línea (asociadas a medidas de gasto público y medidas tributarias) y por debajo de la línea (asociados principalmente a garantías del Estado para créditos del sector privado). Figura extraída de MEF (2021d).

Es importante destacar que los resultados fiscales de Perú para los años 2020 y 2021 fueron más favorables que los previstos, de acuerdo con el largo historial de gestión prudente de las finanzas públicas de Perú y en un contexto de recuperación de la actividad económica del país.

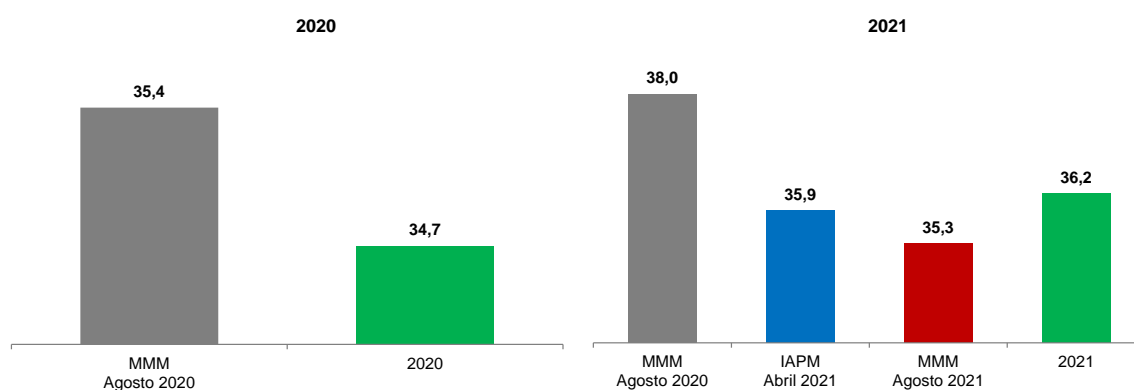
- Así, tal como se observa en la figura 126, el déficit fiscal de 2020 (8,9% del PBI) fue menor al previsto en el MMM de agosto de 2020 (10,7% del PBI). Además, el déficit fiscal de 2021 (2,5% del PBI) también fue menor al previsto en el MMM de agosto de 2020 (6,2% del PBI), en el IAPM de abril de 2021 (5,4% del PBI) y en el MMM de agosto de 2021 (4,7% del PBI).
- Por su parte, tal como se observa en la figura 127, la deuda pública de 2020 (34,7% del PBI) fue menor al previsto en el MMM de agosto de 2020 (35,4% del PBI). Además, la deuda pública de 2021 (36,2% del PBI) también fue menor al previsto en el MMM de agosto de 2020 (38,0% del PBI). Es importante precisar que se realizaron prefinanciamientos en 2021 para cubrir necesidades de gasto del 2022 por 1,1% del PBI, por lo que la deuda pública sin considerar estos prefinanciamientos (35,1% del PBI) es menor a lo previsto en el IAPM de abril de 2021 (35,9% del PBI) y en el MMM de agosto de 2021 (35,3% del PBI).

Figura 126. Déficit fiscal 2020 y 2021: observado vs. proyectado (% del PBI)



Nota: Elaborado en base a datos del BCRP y del MEF.

Figura 127. Deuda pública 2020 y 2021: observado vs. proyectado (% del PBI)



Nota: Elaborado en base a datos del BCRP y del MEF.

Por otra parte, es relevante destacar que el déficit fiscal del SPNF ascendió a 8,9% del PBI en 2020, para luego descender a 2,6% del PBI en 2021. Tal como se muestra en la tabla 11, el déficit fiscal de 2020 fue explicado por la caída de 17,9% real de los ingresos fiscales y el incremento del gasto público en 12,8% real. No obstante, la recuperación de la economía en 2021 y los favorables precios de *commodities* (como el cobre) llevaron a que los ingresos fiscales se incrementen en 38,0% real, siendo el principal factor que explica la reducción del déficit fiscal en 2021, considerando una moderación del gasto público en dicho año ante la disipación de medidas excepcionales realizadas frente a la pandemia. Estos resultados favorables son relevantes, pues representa un punto de partida favorable para hacer más viable el inicio del proceso de consolidación fiscal.

Tabla 11. Cuentas fiscales del SPNF de Perú en 2020 y 2021 (Millones de S/, variación % real y % del PBI)

Cuentas fiscales	2019	2020	2021
1 Ingresos del Gobierno General	153 637	128 365	184 216
<i>Variación porcentual real</i>	21,9	-17,9	38,0
% del PBI	19,9	17,9	21,1
2 Gasto No Financiero del Gobierno General	154 388	177 385	194 414
<i>Variación porcentual real</i>	-11,4	12,8	5,4
% del PBI	20,0	24,7	22,3
3 Resultado Primario de Empresas Públicas	-978	-3 234	1 091
% del PBI	-0,1	-0,5	0,1
4 Resultado Primario (1 - 2 + 3)	-1 730	-52 254	-9 108
% del PBI	-0,2	-7,3	-1,0
5 Intereses	10 662	11 496	13 228
% del PBI	1,4	1,6	1,5
6 Resultado Económico (4 - 5)	-12 392	-63 749	-22 337
% del PBI	-1,6	-8,9	-2,5

Nota: Elaborado en base a datos del BCRP y del MEF

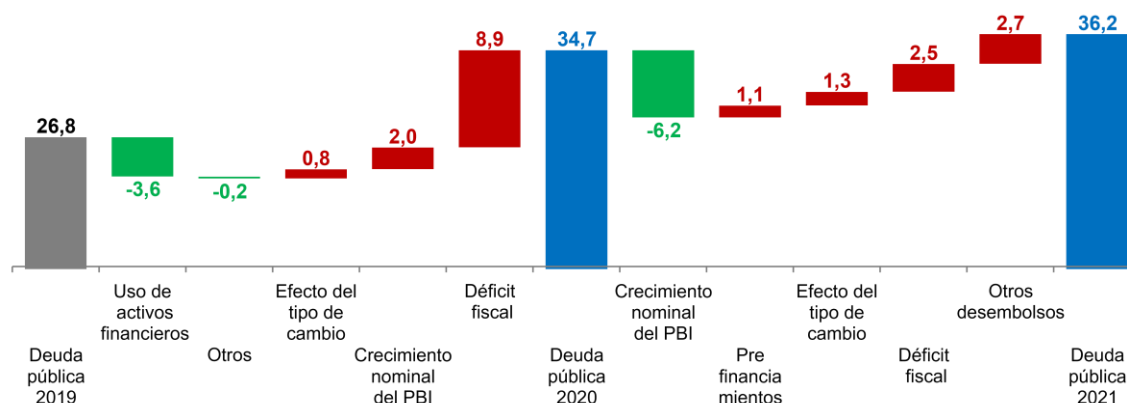
Además, la deuda pública del SPNF pasó de 26,8% del PBI en 2019 a 34,8% del PBI en 2020 y a 36,2% del PBI en 2021. En la figura 128 se muestra la variación de la deuda pública por componentes macrofiscales en dichos años.

- La caída del PBI y el déficit fiscal en 2020 explican gran parte del incremento de la deuda pública en dicho año, efectos que fueron mitigados por el uso de activos financieros para financiar el déficit fiscal en 2020, de los cuales los recursos del FEF⁷³ fueron los más importantes (alrededor de 2,6% del PBI).
- Para 2021, se tuvo un significativo efecto del crecimiento del PBI para dicho año sobre el ratio de deuda pública sobre PBI. Dicho efecto fue contrarrestado por prefinanciamientos realizados para 2022, así como por desembolsos realizados para financiar el déficit fiscal de dicho año⁷⁴.

⁷³ El uso de recursos del FEF ha sido autorizado por el Decreto de Urgencia N° 051-2020, Decreto de Urgencia que dicta medidas extraordinarias para financiar los mayores gastos derivados de la emergencia sanitaria del COVID-19 durante el año fiscal 2020.

⁷⁴ Cabe señalar que los mayores ingresos fiscales respecto de lo esperado redujeron el déficit fiscal en formato económico, pero no fueron utilizados para financiar gastos que estaban presupuestados con endeudamiento (es decir, no se realizó un cambio de fuente de financiamiento en el presupuesto 2021. Ello considerando que el presupuesto 2021 fue realizado considerando un déficit fiscal de 6,2% del PBI; sin embargo, el déficit fiscal para dicho año cerró en 2,5% del PBI

Figura 128. Variación de la deuda pública del SPNF por componentes macrofiscales entre 2019 y 2021 (% del PBI)



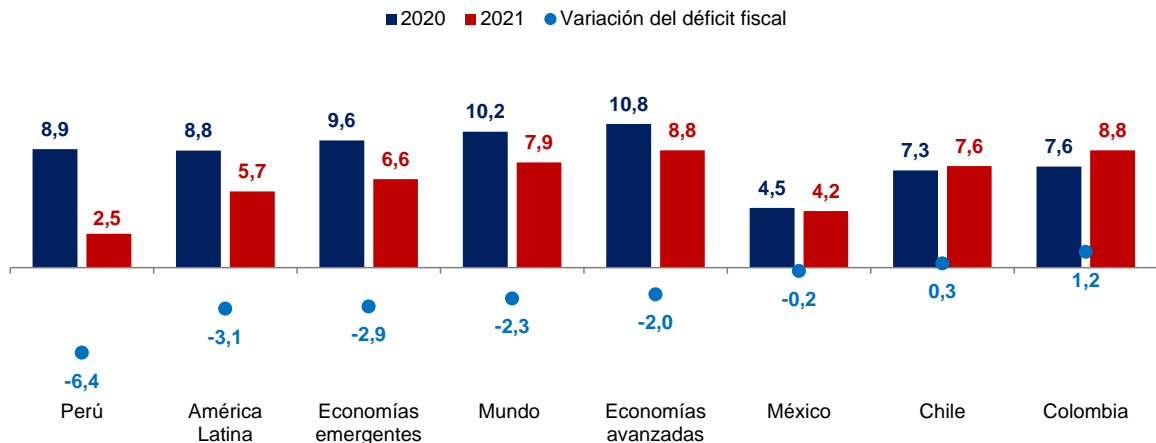
Nota: Elaborado en base a datos del BCRP y del MEF.

En cuanto a los activos financieros del SPNF, estos pasaron de 13,8% del PBI en 2019 a 12,4% del PBI en 2020 y a 14,2% del PBI en 2021. En la figura 129 se muestra la variación de los activos financieros por componentes macrofiscales en dichos años:

- En 2020, la variación está explicada principalmente por el uso de activos financieros para complementar el financiamiento del déficit fiscal para dicho año.
- En 2021, el incremento de los activos financieros es explicado, además de los prefinanciamientos realizados para 2022, por los mayores ingresos fiscales recaudados en 2021 respecto de lo que inicialmente estaba previsto en la elaboración del presupuesto público para dicho año, en un contexto de altos precios de *commodities*. Así, en el marco de una política fiscal prudente, esos mayores ingresos fiscales no fueron destinados a un mayor gasto público, sino se acumularon como activos financieros al cierre de 2021. Ello muestra que la gestión de la política fiscal durante el contexto de pandemia permitió mitigar el sesgo al déficit fiscal⁷⁵.

⁷⁵ Como se mencionó en el capítulo III, el sesgo al déficit fiscal se refiere a que cuando los ingresos fiscales se incrementan, se tiende a gastar todos los recursos disponibles. Así, no se acumulan recursos en épocas temporales de alto crecimiento económico, los cuales pueden servir de financiamiento al gasto público en épocas temporales de bajo crecimiento económico (en los que se tienen menores ingresos fiscales).

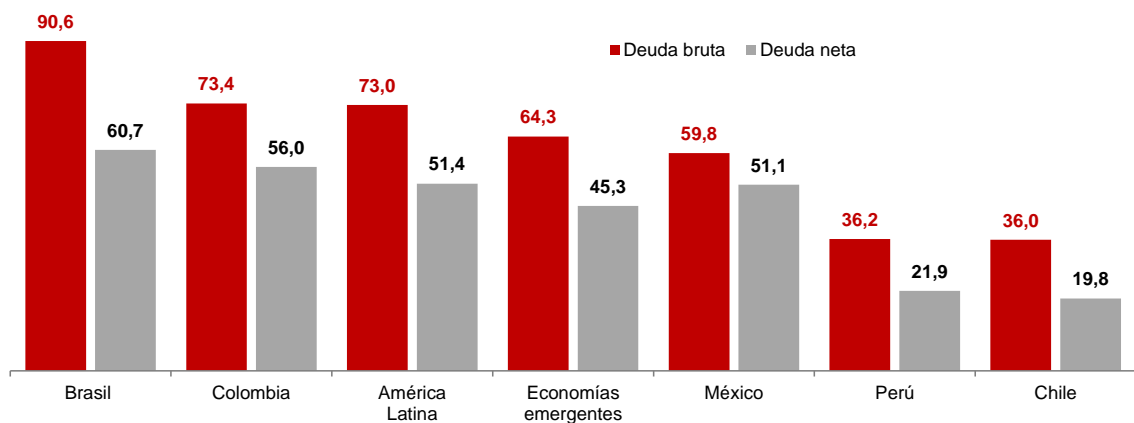
Figura 131. Reducción del déficit fiscal en el mundo entre 2020 y 2021 (% del PBI)



Nota: Elaborado en base a datos del FMI y del BCRP.

Además, la deuda pública de Perú al cierre de 2021 se mantiene como una de las más bajas entre países de la región y países emergentes, tal como se muestra en la figura 132. Con ello, la deuda pública de Perú (36,2% del PBI) se mantuvo como una de las más bajas entre economías emergentes (64,3% del PBI) y de América Latina (73,0% del PBI). En ese mismo sentido, la deuda neta del SPNF de Perú (21,9% del PBI) también se ubica como una de las más bajas entre economías emergentes (45,3% del PBI) y de América Latina (51,4% del PBI).

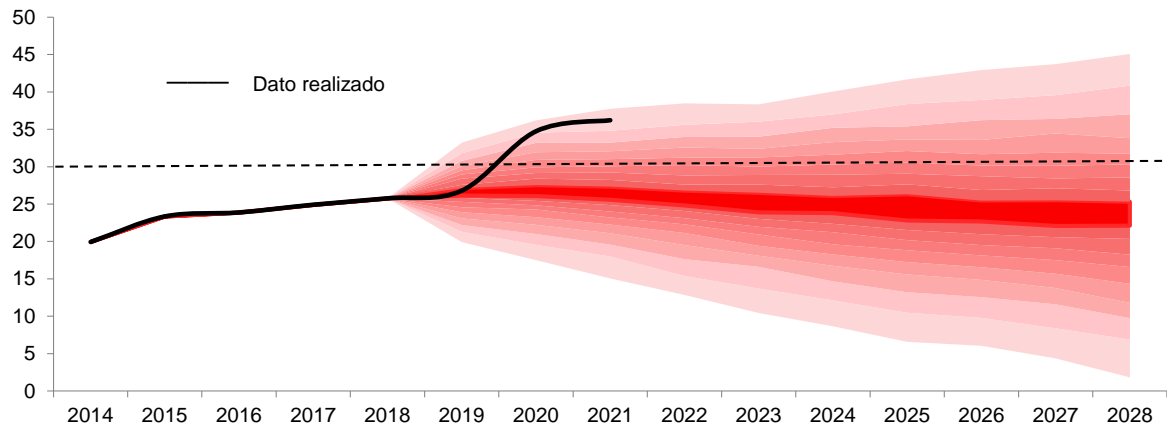
Figura 132. Deuda pública bruta y neta de países emergentes y países de América Latina en 2021 (% del PBI)



Nota: Elaborado en base a datos del FMI y del BCRP.

De esta manera, en consistencia con las cuentas fiscales observadas en 2020 y 2021, así como por las fortalezas macroeconómicas y fiscales previas a la pandemia, Perú se mantuvo

Figura 134. *Proyección estocástica de la deuda pública del SPNF realizada en el MMM de agosto de 2019 (% del PBI)*



Nota: Elaborado en base a MEF (2019).

4.15. Reglas fiscales para 2022: Decreto de Urgencia N° 079-2021

El contenido de esta subsección fue extraído de la exposición de motivos del Decreto de Urgencia N° 079-2021, la cual se muestra en SPIJ (2021) y cuya elaboración estuvo bajo mi responsabilidad.

Es importante señalar que uno de los principales retos de política fiscal que enfrentarán los países del mundo en los próximos años será el de guiar las cuentas fiscales a una senda de consolidación gradual que mantenga la sostenibilidad fiscal, y no poner en riesgo la recuperación económica, tal como se señala en FMI (2021b) y FMI (2021c). Esto implica que los déficits fiscales de los países deberán ser menores cada año con el objetivo de que las cuentas fiscales sean sostenibles en el tiempo y conlleven a una deuda pública baja. No obstante, el desafío de emprender dicha acción de política radica en que dicha reducción sea gradual, pues una reducción brusca del impulso fiscal significaría el retiro de un soporte en pleno proceso de recuperación de la actividad económica. Asimismo, dicha reducción debe estar en función a la gestión de la pandemia.

Teniendo en cuenta lo mencionado en el párrafo previo, se promulgó el Decreto de Urgencia N° 079-2021 en agosto de 2021, mediante el cual se estableció reglas fiscales para 2022 consistentes con la recuperación económica que se venía registrando en 2021 y con la sostenibilidad de las finanzas públicas. Así, se estableció que el déficit fiscal del SPNF para 2022 no debe ser mayor a 3,7% del PBI y que la deuda pública del SPNF para 2022 no debe

ser mayor a 38,0% del PBI⁷⁶. De esta manera, se fortalecía y continuaba el proceso de consolidación fiscal iniciado en 2021, y se establecía un punto de partida para la reducción gradual del déficit fiscal para los siguientes años.

Vale precisar que la aplicación de las reglas fiscales que se encontraban vigentes para 2022⁷⁷, antes de la promulgación de dicho Decreto de Urgencia, hubiesen implicado un ajuste significativo del gasto público, lo cual hubiese comprometido severamente la recuperación de la actividad económica⁷⁸. Cabe señalar que estas reglas fiscales fueron diseñadas en un contexto donde no se preveía un evento adverso de la magnitud de la COVID-19, cuyos efectos negativos significativos se registraron a nivel mundial. Al respecto, el FMI (2021c) indicó que el país cuenta con espacio fiscal para realizar una consolidación fiscal gradual con el objetivo de brindar soporte a la recuperación económica del país, por lo que no sería razonable realizar el ajuste fiscal indicado previamente.

Por otra parte, el contexto en el que se emitió dicho Decreto de Urgencia era de alta incertidumbre sobre el desarrollo de la pandemia y sus efectos, debido a que el país recién salía de la segunda ola de la COVID-19 en el país en el que aún se tenía un amplio margen de población con vacunación pendiente.

Por ello, se determinó reglas fiscales solo para 2022 con el compromiso de que, una vez disipada la alta incertidumbre, las reglas fiscales de mediano plazo se formalicen en una Ley. Ello está en línea con recomendaciones que el FMI (2021c) realizó a Perú, las cuales

⁷⁶ Excepcionalmente, y siempre que se cumpla con las otras reglas macrofiscales vigentes para 2022 con arreglo a lo dispuesto en dicho Decreto de Urgencia, la deuda pública puede tener un desvío por diferencias atribuibles a variaciones del tipo de cambio y prefinanciamientos. Para calcular la diferencia atribuible a variaciones del tipo de cambio se utilizará la resta entre el tipo de cambio bancario promedio compra y venta de fin de periodo de la moneda local respecto al dólar estadounidense observado en 2022, publicado por el Banco Central de Reserva del Perú en su portal institucional, menos el tipo de cambio previsto para el año fiscal 2022 en el Marco Macroeconómico Multianual 2022-2025.

⁷⁷ Las cuales establecían que la deuda pública no podía ser mayor a 30% del PBI y que el déficit fiscal no podía ser mayor a 1,6% del PBI. Dichas reglas estaban determinadas en el Decreto Legislativo N° 1276 y en el Decreto de Urgencia N° 032-2019.

⁷⁸ Así, según lo expresado en la Exposición de Motivos del Decreto de Urgencia N° 079-2021, hubiese sido necesario un superávit fiscal de al menos 7,7% del PBI para el cumplimiento conjunto de las reglas fiscales vigentes determinadas para dicho año. Este ajuste fiscal conllevaría a que el Gasto no financiero del GG para 2022 se ubique en alrededor de 10,0% del PBI, muy por debajo del promedio de años previos (promedio para el periodo 2010-2019: 20,1% del PBI). Esta abrupta reducción del gasto público pudo condicionar el dinamismo de la actividad económica en 2022 (y también podría condicionar el crecimiento de los siguientes años) luego de la recuperación que se viene registrando durante 2021. Con ello, el PBI real para 2022 se llegaría a tener una contracción de alrededor de 7,0%, que generaría efectos adversos en el empleo y el incremento de la pobreza.

señalaban que una recalibración de las reglas fiscales podría considerarse cuando la alta incertidumbre se haya disipado.

Además, en el MMM de agosto de 2021 se planteó una trayectoria de consolidación fiscal consistente con mantener finanzas públicas sostenibles. Dicha previsión de reducción gradual del déficit fiscal también se comunicó en el MMM de agosto de 2020 y en el IAPM de abril de 2021. Incluso, como se mostró en los subcapítulos, los resultados fiscales de 2020 y 2021 fueron más favorables de los esperados, lo que manifiesta el compromiso del MEF con un manejo ordenado de las cuentas fiscales y en armonía con el largo historial que tiene de manejo fiscal prudente.

Es importante precisar que la regla de deuda pública para 2022, determinado por el Decreto de Urgencia N° 079-2021 también establece que excepcionalmente, y siempre que se cumpla con las otras reglas macrofiscales vigentes para 2022, la deuda pública puede tener un desvío por diferencias atribuibles a variaciones del tipo de cambio y prefinanciamientos⁷⁹. Estas excepciones fueron establecidas considerando la alta incertidumbre mundial que, si bien era menor respecto de 2020, aún se mantenía en niveles elevados. Por ello, se podrían tener una alta volatilidad del tipo de cambio (lo que justificaba la excepción al tipo de cambio) e incrementos significativos de las tasas de interés a nivel mundial (lo que justificaba la excepción de prefinanciamientos, ante la probable necesidad de que sean llevados a cabo en un monto significativo con el objetivo de aprovechar contextos en los que aún se tuviesen bajas tasas de interés).

- La excepción del tipo de cambio es relevante considerando que aún persistía una alta incertidumbre en la economía mundial y local debido a los efectos de la COVID-19, y que alrededor del 50% de la deuda pública se encontraba en moneda extranjera. Asimismo, esta excepcionalidad a las desviaciones del tipo de cambio es consistente con lo que se señala en la regla de deuda del Decreto Legislativo N° 1276, la cual indica que excepcionalmente en casos de volatilidad financiera y siempre que se cumpla con las otras reglas macrofiscales, la deuda pública puede tener un desvío temporal no mayor a 4 p.p. del PBI. Cabe mencionar que dicha volatilidad financiera está referida

⁷⁹ Asimismo, indica que para calcular la diferencia atribuible a variaciones del tipo de cambio se utilizará la resta entre el tipo de cambio bancario promedio compra y venta de fin de periodo de la moneda local respecto al dólar estadounidense observado en 2022, publicado por el BCRP en su portal institucional, menos el tipo de cambio previsto para el año fiscal 2022 en el Marco Macroeconómico Multianual 2022-2025.

exclusivamente a variaciones del tipo de cambio, según lo dispuesto en el numeral 6.1 del artículo 6 del Reglamento del Decreto Legislativo N° 1276⁸⁰.

- Como se mencionó en el capítulo III del presente documento, los prefinanciamientos se refieren a nuevos endeudamientos tomados en un determinado año fiscal (año “t”), pero que corresponden a los requerimientos del siguiente año fiscal (año “t+1”), cuando las condiciones financieras sean favorables⁸¹. Además, es importante enfatizar que los prefinanciamientos en el año “t” no permiten incrementar el déficit fiscal en el año “t” ni el gasto público en el año “t”, sino que son recursos que forman parte del financiamiento del año “t+1” y que Tesoro público informa al Congreso de la República. Así, los prefinanciamientos solo generan un movimiento intertemporal de la deuda pública para tomar ventaja de condiciones financieras favorables, pero no altera la previsión de deuda pública para años posteriores al año “t”.

Estos prefinanciamientos se realizan, de ser necesario, tomando en consideración las condiciones favorables en los mercados financieros (como por ejemplo bajas tasas de interés) y bajo la Egiap. Esto es relevante considerando que es probable que el actual contexto de tasas de interés internacionales históricamente bajas revierta en los siguientes años, tal como señala FMI (2020i)⁸². Por ello, bajo una gestión activa de la deuda pública, el Tesoro Público podría aprovechar contextos favorables en 2022 para emitir bonos a una menor tasa de interés respecto de la que obtendría si emite bonos en 2023.

Cabe señalar que la información de los prefinanciamientos realizados por el Tesoro Público es publicada anualmente en el “Informe anual de deuda pública”⁸³.

⁸⁰ Aprobado por el Decreto Supremo N° 150-2017-EF.

⁸¹ El numeral 27.5 del artículo 27 del Decreto Legislativo N° 1437, Decreto Legislativo del Sistema Nacional de Endeudamiento Público, señala lo siguiente:

“27.5 Cuando las condiciones financieras sean favorables, el Ministerio de Economía y Finanzas puede acordar Operaciones de Endeudamiento por montos superiores al monto máximo autorizado por la Ley de Endeudamiento del Sector Público que se aprueba anualmente, con el objeto de prefinanciar los requerimientos financieros del siguiente ejercicio fiscal contemplado en el Marco Macroeconómico Multianual aplicable. Tales operaciones deben ser informadas al Congreso de la República dentro de los cuarenta y cinco días hábiles siguientes a la celebración de estas.

⁸² Si bien las favorables condiciones financieras asociadas a bajas tasas de interés generan condiciones favorables para tomar nuevo endeudamiento con manejables costos del servicio de dicha deuda pública emitida, estos episodios no son la norma y pueden no durar mucho tiempo.

⁸³ https://www.mef.gob.pe/es/?option=com_content&language=es-ES&Itemid=100323&view=article&catid=234&id=749&lang=es-ES

4.16. Perspectivas de las cuentas fiscales de 2022 en adelante

Como se indica en Banco Mundial (2022) y MEF (2021b), la pandemia ha agravado los desafíos estructurales de los países relacionados a bajos niveles de empleo e ingreso per cápita, el aumento de la desigualdad y la pobreza. Ello es especialmente importante en economías con trabajadores con baja calificación; altos niveles de informalidad, pobreza y desigualdad; baja cobertura y calidad de servicios básicos como salud y educación; tal y como ocurre en las economías emergentes. Así, aumenta el riesgo de un menor crecimiento de la productividad y de un crecimiento potencial permanentemente más bajo, lo que, a su vez, haría que dichos desafíos estructurales se intensifiquen con el tiempo. Asimismo, menores niveles de actividad económica tienen implicaciones directas en la deuda pública, principalmente a través del resultado primario, dados unos ingresos fiscales inferiores a los esperados, como lo indica Moody's (2021). Además, las tasas de crecimiento más bajas a mediano plazo pueden amplificar los desafíos en la capacidad de pagar el servicio de la deuda, particularmente cuando descienden respecto a los costos de endeudamiento, según FMI (2020i)⁸⁴. Todo ello debilitaría las cuentas fiscales y comprometería la sostenibilidad fiscal.

En ese sentido, diversos estudios; como el de FMI (2020j), Furceri et al. (2021) y Stiglitz (2020); han señalado la importancia de realizar una reducción gradual del apoyo fiscal. Ante esto, a nivel mundial continúan las políticas fiscales expansivas que tienen por objetivo prevenir daños estructurales sociales y económicos, fomentar una recuperación económica sostenida y apoyar la permanente sostenibilidad fiscal. De esta forma, cobra relevancia un gasto fiscal con impulso productivo y con una composición más orientada a la recuperación de la inversión, en especial, como lo señala el BID (2021b)⁸⁵, en infraestructura, empleo, capital humano e inclusión financiera, aprovechando la transformación digital y dando prioridad al medio ambiente para apoyar la resiliencia a los riesgos de desastres naturales y eventos de cambio climático. Para ello, se debe tomar en consideración el espacio fiscal y

⁸⁴ Si bien las favorables condiciones financieras asociadas a bajas tasas de interés generan condiciones favorables para tomar nuevo endeudamiento con manejables costos del servicio de dicha deuda pública emitida, en este documento se señala que estos episodios no son la norma y pueden no durar mucho tiempo. Además, una reversión de estas condiciones es más común cuando la deuda pública se encuentra en niveles elevados o con una tendencia marcadamente creciente.

⁸⁵ Además, el documento señala que, en el actual contexto de la pandemia y las perspectivas de crecimiento de la economía mundial, la inversión en infraestructura desempeña un papel relevante, pues impulsa la demanda agregada y sienta las bases para la futura recuperación.

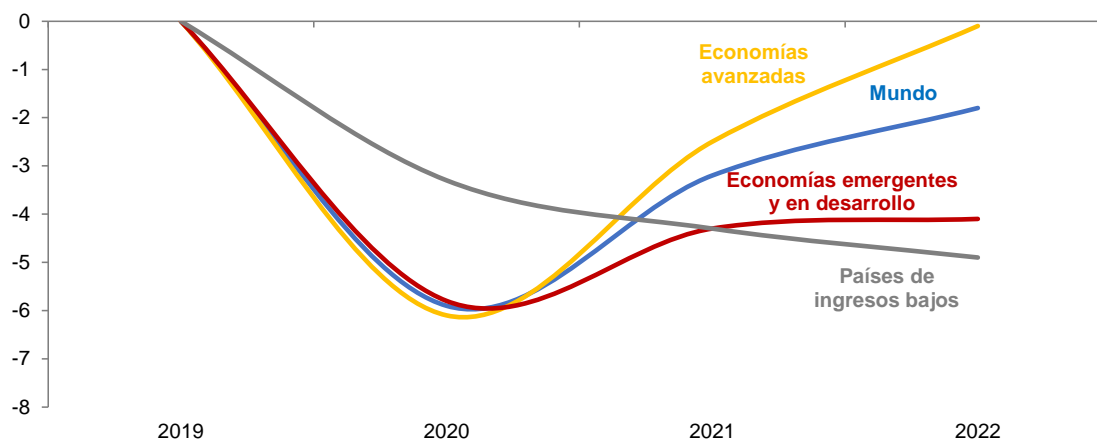
las vulnerabilidades existentes en cada país, de modo que no se comprometa la sostenibilidad fiscal, tal como lo señala el FMI (2020j).

Así, la política fiscal tiene retos en el corto plazo (brindar soporte a la recuperación y mitigar el incremento de la pobreza) y a largo plazo (brindar mayor soporte al crecimiento potencial). A la vez, es relevante que se reduzcan los déficits fiscales una vez superada la pandemia, con el objetivo de mantener la sostenibilidad de las finanzas públicas. Para ello, serán necesarias medidas que incrementen los ingresos fiscales permanentes y se optimice la eficiencia del gasto público. Asimismo, es importante que se optimice el perfil de la deuda pública para mitigar su exposición a riesgos financieros.

a) Soporte a la recuperación en el corto plazo

Tal como se mencionó en MEF (2021d), uno de los principales retos de la política fiscal en el mundo y en el corto plazo es brindar soporte a la recuperación de la actividad económica, en un contexto en el que todavía persisten altos niveles de incertidumbre. Ello considerando que el proceso de reactivación económica estará condicionado a la gestión de la pandemia en cada país, siendo uno de los principales elementos de dicha gestión el proceso de vacunación. Al respecto, el FMI (2021d), señala que se mantiene la incertidumbre sobre las proyecciones de recuperación en un contexto de acceso desigual de los países a las vacunas (principalmente en países emergentes y en desarrollo). Por ello, mientras la pandemia no esté bajo control, los gobiernos deben brindar soporte a la economía, en función a su espacio fiscal. Ello considerando que mientras más prolongada sea la recesión, más probable será que esos efectos sean permanentes, especialmente en las economías emergentes y en desarrollo, donde la prevalencia de empresas relativamente pequeñas y mercados de capital poco profundos podría frenar la inversión y el empleo durante varios años. Al respecto, según estimaciones del Banco mundial (2021a), se espera que los países avanzados recuperen sus niveles de crecimiento prepandemia en 2022, tal como se muestra en la figura 135; no obstante, el promedio del mundo, países emergentes y países en desarrollo de bajos ingresos aún demorarían más años en recuperar sus niveles de crecimiento prepandemia.

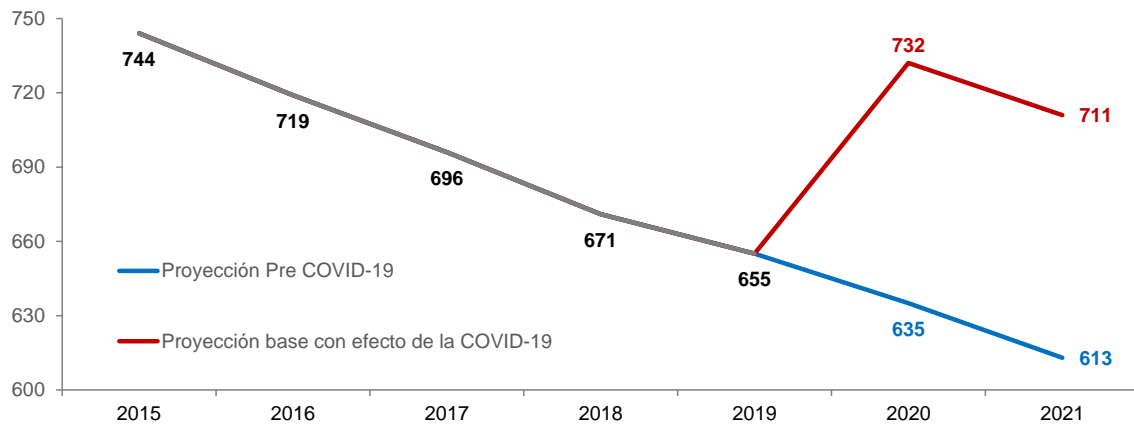
Figura 135. Desviación del crecimiento del PBI en el mundo respecto a las proyecciones antes de la pandemia (puntos porcentuales)



Nota: Elaborado en base a datos de Banco Mundial (2021a).

Por otra parte, es importante que la política fiscal brinde soporte para mitigar los efectos adversos del incremento de la pobreza en los países. Así, según estimaciones del Banco Mundial (2021b), habrían cerca de 711 millones de personas que viven en pobreza extrema en el mundo al cierre de 2021. No obstante, en 2019 se proyectaba que en el mundo habría 613 millones de personas en pobreza extrema al cierre de 2021. Ello implica que, como se muestra en la figura 136, el impacto de la pandemia generó cerca de 100 millones de personas pasen a ser pobres extremos. En el caso de Perú, el impacto de la COVID-19 (mitigado por las medidas económicas) generó que la pobreza monetaria se incremente de 20.2% de la población en 2019 a 30.1% en 2020, según lo reportado en INEI (2021), lo cual implica una interrupción de la reducción de la pobreza que se venía generando desde años previos.

Figura 136. Pobreza extrema a nivel mundial entre 2015 y 2021 (millones de personas)



Nota: Proyección del Banco Mundial considerando que la extrema pobreza es medida como el número de personas que viven con menos de 1,90 dólares al día. Elaborado en base a datos de Banco Mundial (2021b).

b) Soporte para la recuperación de largo plazo.

Como se indicó en MEF (2021d), en el mediano plazo la política fiscal puede brindar soporte para emprender reformas que incrementen la productividad y el crecimiento potencial de la economía, así como mejorar el bienestar de los ciudadanos. Ello con el objetivo de contrarrestar efectos persistentes que la pandemia pueda generar en la actividad económica. Así, la política fiscal, en función al espacio fiscal de cada país, puede brindar soporte y financiamiento para emprender reformas que permitan incrementar la productividad de la economía, tales como mayor infraestructura productiva y mayor capital humano. Asimismo, dichas reformas deben considerar aspectos de un mundo cada vez más interconectado y digitalizado, ello considerando que la pandemia aceleró la digitalización y la automatización de varias actividades, dejando a trabajadores poco cualificados fuera de varios sectores del mercado laboral⁸⁶.

Además, la política fiscal puede brindar soporte para cerrar brechas sociales. Cabe señalar que, por un lado, niveles excesivamente altos y crecientes de desigualdad e incertidumbre son perjudiciales para el bienestar y el dinamismo de la actividad económica, tal como señala

⁸⁶ Además, las reformas también deben orientarse hacia la construcción de una economía e infraestructura verde para ayudar a mitigar los efectos negativos del cambio climático, especialmente en economías con alta exposición a desastres naturales. Para ello, se pueden obtener recursos en los mercados de capitales a través de instrumentos específicos como los bonos temáticos (entre ellos los bonos verdes y bonos sociales), los cuales tienen la ventaja de brindar menores costos de financiamiento y mayores estándares de gestión del uso de dichos recursos.

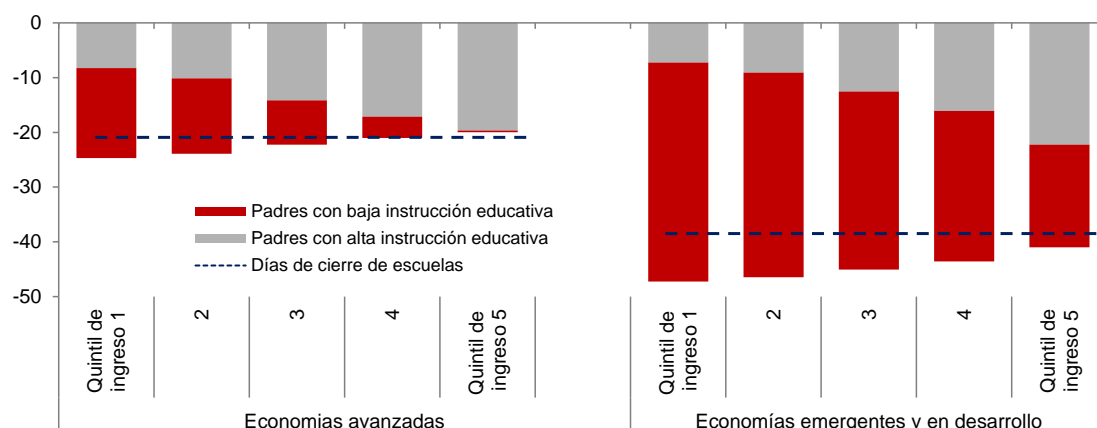
FMI (2017b)⁸⁷, lo que podría comprometer el crecimiento económico a mediano plazo y la sostenibilidad fiscal. Por otro lado, un creciente malestar social y desconfianza en el gobierno pondría en peligro la estabilidad política, muy relacionada a la estabilidad macroeconómica, así como los esfuerzos para llevar a cabo reformas estructurales importantes.

Asimismo, como menciona MEF (2021d), es importante indicar la política fiscal puede brindar soporte para evitar que las brechas sociales se sigan ampliando producto de la pandemia, ya que los efectos negativos asociadas a estas brechas podrían ser persistentes, principalmente en las familias más pobres. Al respecto, cabe indicar que la inequidad en ingresos está relacionada con la persistencia intergeneracional del nivel educativo. Ante ello, el acceso a centros de aprendizaje, junto con herramientas complementarias como el acceso a la tecnología de información, es un determinante importante de la movilidad intergeneracional en la educación. Sobre esto, en 2020 se tuvo una interrupción global de la educación ante el cierre de escuelas, lo cual puede agravar las desigualdades en el futuro y comprometer la productividad del país a través de una menor acumulación de capital humano, tal como se muestra en la figura 137. Las pérdidas de aprendizaje serían especialmente significativas en economías emergentes y en desarrollo, y para los niños de familias más pobres que carecen de acceso a la infraestructura digital⁸⁸.

⁸⁷ Se identifican varios canales, incluida una menor inversión en capital humano a través de la educación y la capacitación, resultados de salud más deficientes para los hogares con restricciones de efectivo y climas políticos más desafiantes en los que implementar las reformas necesarias para impulsar el crecimiento. La incertidumbre y la inestabilidad económica pueden conducir a un ahorro excesivo por parte de los hogares, reduciendo así la demanda a corto plazo y contribuyendo a estancar el crecimiento. Además, una mayor incertidumbre reduce la disposición de las empresas a contratar e invertir.

⁸⁸ Estas estimaciones asumen que algunos niños participarán en el aprendizaje a distancia, lo que mitigará en parte las pérdidas de aprendizaje, mientras que otros que no se involucren en el aprendizaje a distancia sufrirán mayores pérdidas de educación. Además, tanto en economías avanzadas y, emergentes y en desarrollo las pérdidas de aprendizaje se concentran de acuerdo con el nivel académico de los padres, tal como se señala en FMI (2017a).

Figura 137. Pérdidas de aprendizaje escolar en economías avanzadas y economías emergentes durante 2020 (% del año escolar)



Nota: Las líneas negras indican la proporción del tiempo en la que las escuelas estuvieron cerradas entre el 1 de marzo y el 31 de diciembre de 2020. Este número fue 23,5% para economías avanzadas y 42,0% para mercados emergentes y economías en desarrollo. Las barras indican las pérdidas de aprendizaje estimadas de los niños por quintil de ingresos y se basan en la eficiencia del aprendizaje estimada que varía según la educación de los padres. Figura extraída de MEF (2021d).

Sobre ello, es relevante mencionar que a nivel mundial se están llevando a cabo planes para mitigar los efectos negativos de largo plazo de la COVID-19. Por ejemplo, la Unión Europea está llevando a cabo el plan *NextGenerationEU*, mediante el cual realizarán inversiones por más de EUR 800 mil millones, con lo cual se contribuirá a reparar los daños económicos y sociales causados por la COVID-19, tal como señala Comisión Europea (2021). Así, en dicho documento se indica que la Europa posterior a la COVID-19 será más ecológica, más digital, más resiliente, y mejor adaptada a los retos actuales y futuros.

En el caso de Perú, tal como se mencionó en el MEF (2021d), es relevante potenciar factores en los que existe un importante margen para mejorar (de tal manera que se tengan más pilares que brinden soporte a la competitividad del país) pero sin perder la sostenibilidad fiscal (uno de los principales pilares actuales). Al respecto, existe importante margen para realizar reformas que potencien la institucionalidad, infraestructura, capital humano, entre otros pilares, tal como se muestra en la figura 138. Cabe resaltar que fortalecer otros pilares de competitividad del país permite también consolidar la sostenibilidad fiscal, pues se tendrían mayores niveles de crecimiento del PBI, mayores ingresos fiscales, y mayores resultados económicos que pueden conllevar a reducir la deuda pública y/o acumular ahorros fiscales.

Figura 138. Países emergentes: Deuda pública y pilares de competitividad según el WEF en 2019 (% del PBI y ranking dentro del total de 141 países)

País	Deuda Pública (% del PBI)		Ranking de competitividad del WEF - 2019 (Posición respecto del total de 141 países)					
	2019	2020	Ranking general	Estabilidad macroeconómica	Institucionalidad	Infraestructura	Educación	Capacidad de innovación
Rusia	13,8	19,3	43	43	74	50	54	32
Bulgaria	18,4	23,8	49	43	57	56	56	48
Arabia Saudita	22,8	32,4	36	1	37	34	25	36
Emiratos Árabes Unidos	26,8	38,3	25	1	15	12	39	33
Perú	26,8	34,8	65	1	94	88	81	90
Chile	28,2	32,5	33	1	32	42	47	53
Indonesia	30,6	36,6	50	54	51	72	65	74
Turquía	32,6	36,8	61	129	71	49	78	49
Rumania	36,8	50,1	51	56	52	55	72	55
Filipinas	37,0	47,1	64	55	87	96	67	72
Tailandia	41,0	49,6	40	43	67	71	73	50
Polonia	45,7	57,7	37	1	60	25	34	39
Algeria	45,8	53,1	89	102	111	82	85	86
Irán	47,9	42,8	99	134	120	80	92	71
Ucrania	48,8	60,7	85	133	104	57	44	60
Ecuador	51,5	64,6	90	92	106	62	76	88
Colombia	52,3	62,8	57	43	92	81	80	77
México	53,3	60,6	48	41	96	54	89	52
República Dominicana	53,5	69,4	78	76	86	79	86	85
China	57,1	66,8	28	39	58	36	64	24
Malasia	57,2	67,5	27	35	25	35	30	30
Uruguay	60,2	66,3	54	61	40	65	60	67
Sudáfrica	62,2	77,1	60	59	55	69	90	46
Qatar	62,3	71,8	29	40	35	24	40	38
Marruecos	65,2	76,1	75	43	45	53	111	81
Hungría	65,3	81,2	47	43	63	27	49	41
Croacia	72,8	87,2	63	43	77	32	69	73
India	73,9	89,6	68	43	59	70	107	35
Egipto	84,2	90,2	93	135	82	52	99	61
Pakistán	85,6	87,2	110	116	107	105	125	79
Sri Lanka	86,8	100,1	84	118	79	61	66	84
Brasil	87,7	98,9	71	115	99	78	96	40
Argentina	90,2	103,0	83	139	88	68	31	56
Angola	107,1	127,1	136	137	135	126	140	140

Nota: En algunos pilares de competitividad del WEF, puede existir más de un país con el mismo ranking. Figura extraída de MEF (2021d).

c) Reducción de los déficits fiscales para mantener finanzas públicas sostenibles

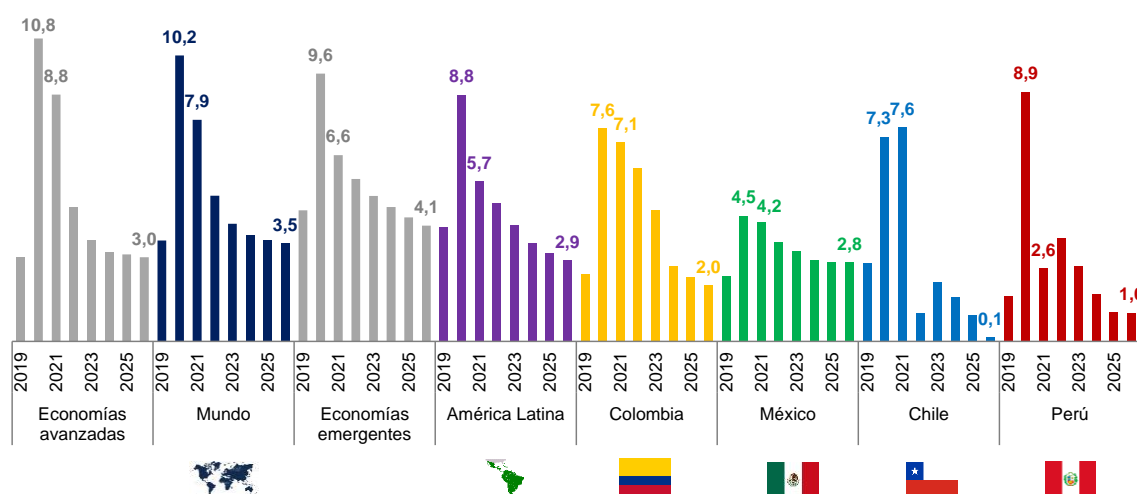
Otro aspecto relevante para los países será recuperar las fortalezas fiscales empleadas frente a la pandemia. Ello implicará, por ejemplo, reducir los niveles de déficits fiscales, colocar a sus deudas públicas en niveles sostenibles, recomponer ahorros fiscales y recalibración de las reglas fiscales. Todo ello con el objetivo de mantener la sostenibilidad de las finanzas públicas, considerando que para que la política fiscal tenga efectos positivos sobre la economía es importante que esta sea realizada sobre una condición permanente de sostenibilidad fiscal.

Frente a los desafíos descritos previamente, también es fundamental fortalecer los marcos fiscales, con el objetivo de mantener la sostenibilidad fiscal, tomando en consideración el estado de las finanzas públicas durante y después de la pandemia. Abordar los desafíos

presentados requerirá el uso de recursos públicos, por lo cual la gestión de la política fiscal debe ser guiada prudentemente para conseguir los objetivos de reactivación económica y cerrar brechas sociales, y a la vez mantener la sostenibilidad de las finanzas públicas y reconstruir fortalezas fiscales para enfrentar futuros eventos adversos. Al respecto, las reglas fiscales son una de las principales herramientas que brindan los marcos macrofiscales para la gestión de la política fiscal. Según Cárdenas et al. (2021), las reglas fiscales ayudaron a los países de América Latina a implementar políticas fiscales contracíclicas en momentos como la crisis financiera global. Sin embargo, existe margen para optimizar su operatividad. Asimismo, de manera complementaria, será importante emprender medidas que incrementen los ingresos fiscales permanentes y optimicen la eficiencia del gasto público.

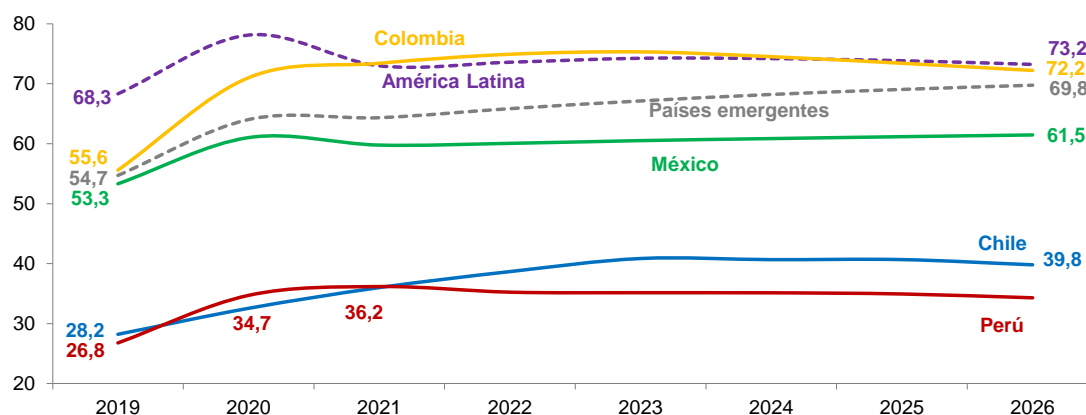
En ese sentido, muchos países se encuentran planeando una reducción gradual de sus déficits fiscales. Así, el FMI prevé que el déficit fiscal promedio del mundo pase de 10,8% del PBI en 2021 a 3,7% del PBI en 2026, tal como se muestra en la figura 139. En el caso de Perú, en MEF (2021b) se planteó la siguiente trayectoria de déficits fiscales: 3,7% del PBI en 2022, 2,7% del PBI en 2023; 1,7% del PBI en 2024 y 1,0% del PBI de 2025 en adelante. Con ello, la deuda pública se ubicaría muy por debajo del promedio de países emergentes y de América Latina, tal como se muestra en la figura 140. No obstante, aún está pendiente que esta trayectoria sea formalizada en una norma de rango Ley con la determinación de nuevas reglas fiscales de 2023 en adelante.

Figura 139. Déficit fiscal en el mundo entre 2019 y 2026 (% del PBI)



Nota: Elaborado con datos del FMI, Ministerios de Hacienda de Chile y México, BCRP y MEF.

Figura 140. Deuda pública de países emergentes y países de América latina entre 2019 y 2026 (% del PBI)



Nota: Elaborado con datos del FMI, Ministerios de Hacienda de Chile y México, BCRP y MEF.

Además, es relevante la necesidad de recomponer los niveles favorables de activos financieros, que han sido un elemento clave dentro de las fortalezas fiscales del país y una fuente importante de recursos para enfrentar la actual emergencia sanitaria, así como optimizar su gestión. Esto va de la mano con el establecimiento de un proceso de reducción del déficit fiscal, pues brinda la oportunidad de acumular activos financieros en futuras situaciones económicas favorables. Ello debido a que se pueden acumular mayores niveles de activos financieros en un contexto de auge económico si previamente se parte de una situación de bajo déficit fiscal (o superávit fiscal) en vez de una situación de alto déficit fiscal.

Para alcanzar los objetivos de consolidación fiscal, será necesario el soporte de medidas que incrementen los ingresos fiscales permanentes y mejoren la eficiencia del gasto público. En el caso de Perú, se cuenta con márgenes importantes para una consolidación fiscal exitosa; tales como los altos niveles de evasión y elusión fiscal que tiene el país⁸⁹, así como el importante espacio para mejorar la eficiencia del gasto público⁹⁰; será vital que las políticas implementadas brinden resultados oportunos y suficientes dentro del periodo previsto para la reducción del déficit fiscal.

⁸⁹ Según MEF (2020), al 2019, el nivel de incumplimiento del IGV y del impuesto a la renta de tercera categoría se ubicaron en 34,4% y 49,5% de la recaudación potencial, respectivamente.

⁹⁰ Según el BID (2018), Perú tiene ineficiencias en el gasto público equivalentes a 2,5% del PBI, concentrados especialmente en compras públicas (1,8% del PBI).

d) Mayores ingresos fiscales.

A nivel mundial, tal como señala FMI (2021a), existe la necesidad de que los Estados tengan una mayor recaudación fiscal para fortalecer la sostenibilidad de las finanzas públicas y para llevar a cabo un mayor gasto productivo que impulse la productividad y bienestar de los ciudadanos.

Así, tal como se señaló en MEF (2021c), la necesidad de incrementar los ingresos fiscales permanentes es el mismo desafío que enfrentan, en mayor o en menor medida, otros países de la región, que en los últimos meses han resaltado la necesidad de apuntalar dichos ingresos. De hecho, Colombia estima que su necesidad adicional de recursos permanentes en el mediano plazo sería de 2,0% del PBI anual a partir de 2022⁹¹, para lo cual buscará incrementar la recaudación de impuestos verdes⁹², así como cerrar las brechas de recaudación respecto a los países de América Latina, países emergentes, y países de la OCDE. De igual manera, países como Argentina, México y España han anunciado medidas tributarias para financiar sus presupuestos.

Perú cuenta con márgenes importantes para emprender un incremento de los ingresos permanentes que contribuya a la sostenibilidad de las cuentas fiscales y evitar ajustes abruptos de gasto público. La presión tributaria del GG⁹³ (16,9% del PBI a 2019) se encuentra rezagada respecto al promedio de los países de América Latina (23,2% del PBI) y de la OCDE (34,3%⁹⁴ del PBI), tal como se muestra en la figura 141. Existen así múltiples fuentes que podrían incrementar la recaudación fiscal, minimizando sus efectos en el desempeño económico. Un primer punto de partida, considerando los elevados niveles de evasión del país (7,5% del PBI⁹⁵), sería continuar con el desarrollo de medidas de política fiscal orientadas a mejorar el cumplimiento y reducir sus costos. A esto se sumarían otras que racionalicen las exoneraciones de impuestos, simplifiquen los regímenes tributarios y mejoren los ingresos procedentes de los impuestos sobre la propiedad. Así también, es

⁹¹ Según lo mencionado en el Marco Fiscal de Mediano Plazo 2020 de Colombia, publicado en junio 2020.

⁹² Impuestos que buscan conciliar dos objetivos: (i) la reducción del daño ambiental y (ii) la eliminación de las ineficiencias en el sistema tributario, tales como impuestos a los combustibles y las emisiones de CO₂, impuestos a la venta de vehículos y servicio de transporte, entre otros relacionados a la contaminación del ambiente y la explotación de recursos naturales.

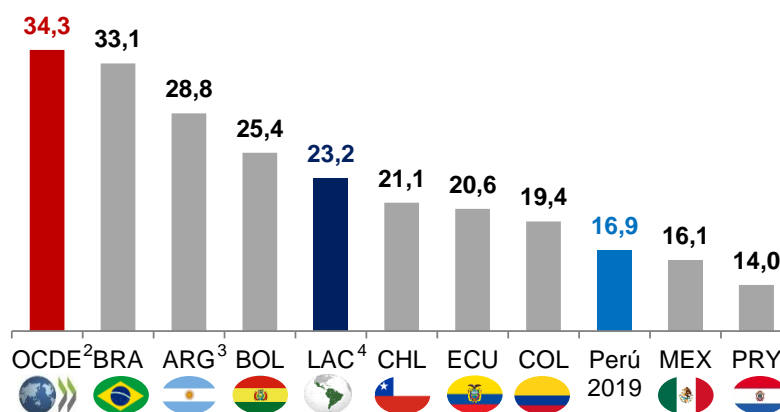
⁹³ Para fines comparativos con los registros de la región, el cálculo incluye los ingresos tributarios del Gobierno Central, Gobiernos Locales y contribuciones sociales.

⁹⁴ Representa el promedio no ponderado de 34 países miembros de la OCDE.

⁹⁵ Incumplimiento estimado del IGV y del IR a 2019 respecto a una base determinada potencial, neto del efecto de gastos tributarios.

factible regular el pago del IGV en transacciones digitales, ampliar y diversificar la base tributaria vía el perfeccionamiento de los regímenes tributarios de las micro y pequeñas empresas, incentivar el uso de comprobantes de pago, entre otros.

Figura 141. América Latina y el Caribe: Presión tributaria en 2018¹ (% del PBI)



Nota: 1/ Incluye los ingresos tributarios del Gobierno Central, Gobiernos Locales y contribuciones sociales. En el caso de Perú, se excluyen las contribuciones sociales de la Caja de Pensiones Militar Policial. 2/ Representa el promedio no ponderado de 34 países miembros de la OCDE. 3/ La cifra excluye los ingresos subnacionales de Argentina (aunque incluye los ingresos de las provincias). 4/ Representa el promedio no ponderado de 24 países de América Latina y el Caribe. Figura extraída de MEF (2021c).

Según el MEF (2021b), entre las principales razones que explican esta baja recaudación se encuentran los elevados niveles de incumplimiento, los cuales se han mantenido como uno de los más altos de la región. Según estimaciones de la Sunat, al 2020 el incumplimiento del IGV alcanzó el 38,1% de la recaudación potencial (la tasa más alta de los últimos 10 años), mientras que el incumplimiento del IR en 2019 alcanzó el 49,5% de la recaudación potencial, tal como se muestra en la figura 142. Dichos niveles son superiores a lo registrado en la región, e implican cerca de 8% del PBI de menores recursos fiscales.

Figura 142. *Ranking de incumplimiento del IGV e IR de 3ra categoría (% de la recaudación potencial)*

	IGV	IR
 Perú (2020)	38,1	49,5
 Perú (2014)	28,7	44,1
 Chile (2017)	20,0	31,0
 México (2016)	16,4	19,2
 Colombia (2015)	20,1	34,4

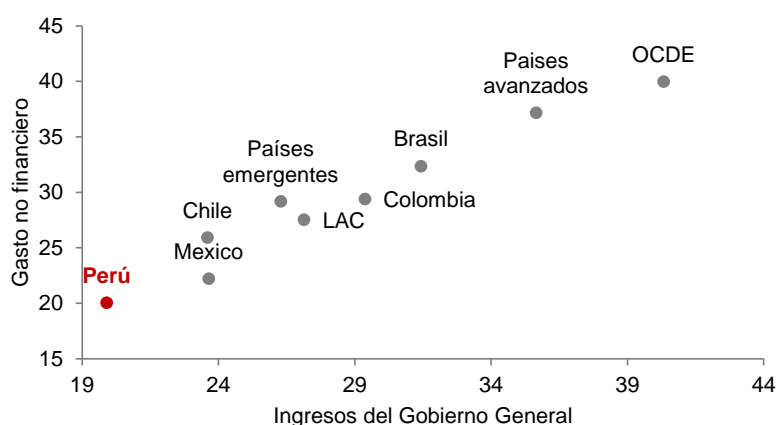
Nota: En el caso de Perú, corresponde a la ratio entre el incumplimiento estimado y el impuesto determinado potencial, neto del efecto de gastos tributarios, mientras que para el resto de los países se refiere al incumplimiento del IR de personas jurídicas. Para los casos de Colombia, Chile y Perú el estimado del impuesto a la renta corresponde al de los años 2012, 2009 y 2019, respectivamente. Figura extraída de MEF (2021c).

Incrementar los ingresos fiscales permanentes permitirá orientar los recursos adicionales hacia una expansión del gasto público que permita avanzar en el cierre de brechas a favor de la población. Similar a lo que ocurre con los ingresos fiscales, el gasto público en Perú (20,0% del PBI en 2019) se encuentra entre los más bajos entre los países de América Latina (27,5% del PBI) y en comparación con países desarrollados (40,0% del PBI), tal como se muestra en la figura 143. Si bien el MEF (2021b) prevé un incremento del gasto en el mediano plazo respaldado por mayores ingresos fiscales que financiarán mejoras en los servicios públicos, el planteamiento de propuestas que permitan incrementar los ingresos fiscales de forma significativa y sostenible en el mediano plazo permitirá viabilizar reformas estructurales que incrementen la cobertura de los servicios públicos a favor de la población, con responsabilidad fiscal.

Este mayor gasto podría enfocarse en sectores estratégicos con las consecuentes ganancias en mejoras del bienestar y de la competitividad del país. Los recursos pueden ser destinados a sectores que brindan servicios directos a la población. En particular, brindar servicios de calidad en educación y salud puede reducir la desigualdad y promover el crecimiento potencial de la economía, ya que fomenta la eficiencia, capacidades de aprendizaje, adaptabilidad, y creatividad, así como la productividad de las personas. De manera similar, se pueden disponer de mayores recursos públicos para la contratación de personal y dotación de equipamiento para fortalecer la seguridad ciudadana; incrementar la cobertura de

saneamiento en la zona rural del país; expandir programas de construcción de vivienda; entre otros.

Figura 143. América Latina y OCDE: relación entre ingresos y gasto no financiero del gobierno general en 2019 (% del PBI)

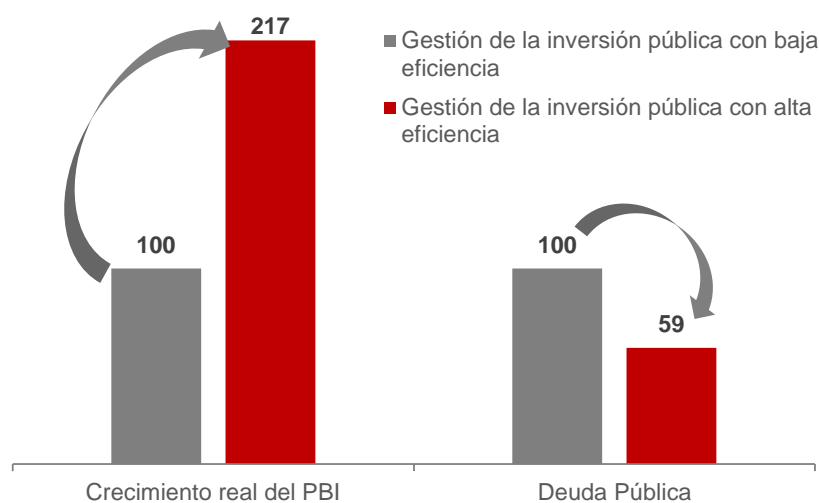


Nota: EME: economías emergentes. LAC: América Latina y El Caribe. OCDE: Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico. Figura extraída de MEF (2021b).

e) Mejor eficiencia del gasto público.

Como se mencionó en el MEF (2021d), la recuperación económica en el contexto de la COVID-19 brinda a los países una oportunidad para tender un puente al futuro, a través de una infraestructura pública bien diseñada e implementada, tal como lo indica el FMI (2020e). En ese sentido, la inversión pública puede ser una pieza fundamental de la recuperación, ya que, si se gestiona adecuadamente, puede ayudar a estimular la débil demanda agregada (en el corto plazo), e impulsar un crecimiento económico más inclusivo (en el mediano y largo plazo). Para conseguir estos efectos positivos de la inversión pública, es vital asegurar su buena gestión; por ejemplo, como se muestra en la figura 144, el FMI (2020e) señala que alrededor de un tercio de los fondos de infraestructura en países emergentes se pierden debido a ineficiencias en su gestión. Por otra parte, si un país decide emprender planes de inversión pública financiado con endeudamiento público, el FMI (2020f) estima que, bajo una gestión con alta eficiencia, el impacto en el crecimiento económico será de casi el doble respecto de una gestión de la inversión pública con baja eficiencia. Asimismo, bajo una gestión de la inversión pública con alta eficiencia, el impacto de dicho plan sobre el incremento de la deuda pública sería aproximadamente 40% menor que bajo una gestión de la inversión pública con baja eficiencia.

Figura 144. Impactos sobre PBI y deuda pública de gestiones de la inversión pública con alta y baja eficiencia (Índice 100 = gestión de la inversión pública con baja eficiencia)



Nota: Figura extraída de MEF (2021d).

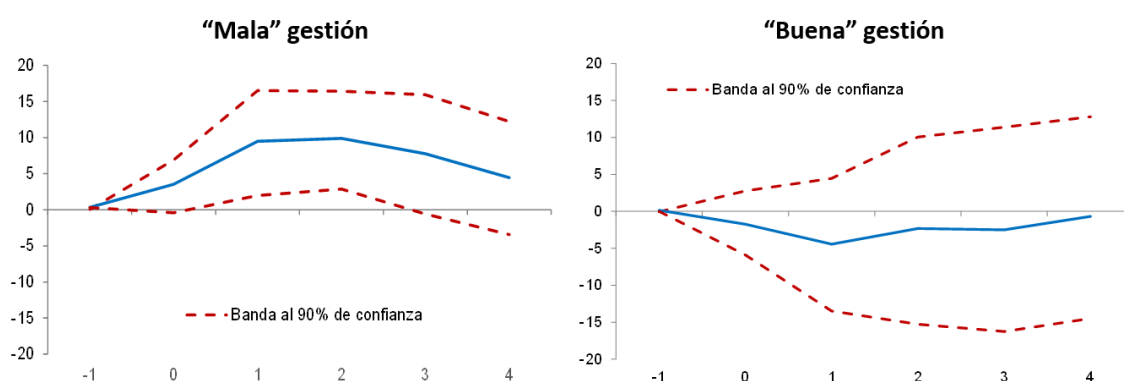
Asimismo, es crucial que los recursos provenientes de endeudamiento destinados a financiar proyectos de inversión pública sean utilizados eficientemente, tal como lo señala el FMI (2020e)⁹⁶, con el objetivo de brindar soporte a la sostenibilidad fiscal e impulsar el crecimiento económico. El uso de la inversión pública para dinamizar la economía e incrementar su crecimiento potencial debe ser acompañado por una mejora en su eficiencia, principalmente si dicha inversión es financiada total o parcialmente con endeudamiento público. Ello debido a que emprender planes de inversión pública que involucren el uso significativo de recursos fiscales, de no ser empleados eficientemente, podrían no tener el efecto positivo deseado en el crecimiento de la economía. Incluso podrían comprometer la sostenibilidad fiscal y la estabilidad macroeconómica, ya que el plan de inversión pública podría dejar al país con altos niveles de deuda pública y sin un incremento importante del crecimiento potencial.

Así, por ejemplo, el FMI (2020e) estima que, para países emergentes y países en desarrollo con bajos ingresos, un choque positivo de la inversión pública en 1% del PBI (financiado con endeudamiento) generaría un incremento de la deuda pública entre 5 y 10% del PBI

⁹⁶ La eficiencia de la inversión pública se define como la capacidad de mejorar el volumen y la calidad de los activos de infraestructura para un determinado nivel de gasto.

durante los siguientes 4 años si se tiene una “mala” gestión de la inversión pública⁹⁷. Por otra parte, ante una “buena” gestión de la inversión pública, dicho choque mantendría la deuda pública en niveles relativamente estables⁹⁸, tal como se muestra en la figura 145. En ese sentido, la optimización de la gestión de la inversión pública que viene llevando el país (la cual continuará perfeccionándose) conllevará a maximizar su impacto en el crecimiento potencial, lo que permitirá generar mayores ingresos fiscales, mayores resultados económicos y menores ratios de deuda pública sobre PBI.

Figura 145. Efecto sobre la deuda pública de un choque de inversión pública con “buena” y “mala” gestión (% del PBI)



Nota: Los cálculos fueron realizados en FMI (2020e). La estimación abarca a 44 países (entre países emergentes y países en desarrollo de bajos ingresos). El eje horizontal indica los años después del choque, siendo $t=0$ el año del choque. El choque corresponde a un incremento de la inversión pública en 1% del PBI. La categoría de “buena” o “mala” gestión está en función a la metodología del *Public Investment Management Assessment Framework* (PIMA) desarrollado por el FMI. Dicha metodología evalúa 15 prácticas involucradas en las tres etapas clave del ciclo de inversión pública: 1) planificación de la inversión sostenible en todo el sector público, 2) asignación de la inversión a los sectores y proyectos adecuados, y 3) implementación de proyectos a tiempo y dentro del presupuesto. Un mayor detalle de la metodología PIMA se encuentra en FMI (2020e). Figura extraída de MEF (2021d).

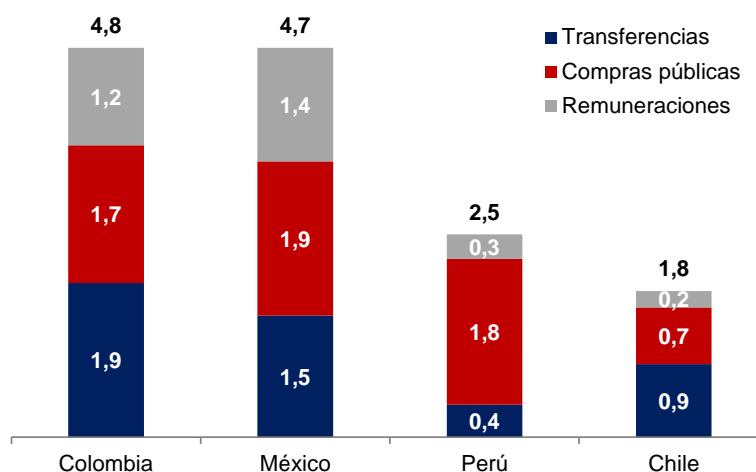
Es importante destacar que, según el BID (2018), la reducción de la desigualdad y la pobreza en los países de América Latina es menor que en los países desarrollados, debido a que los

⁹⁷ En el caso de una “mala” gestión, el aumento de la inversión pública no conduce a un mayor crecimiento del PBI, lo que no permite incrementar los ingresos fiscales. En ese sentido, no se tendrían recursos adicionales para pagar el servicio de deuda asociado al financiamiento de dicha inversión pública o para mejorar el resultado económico.

⁹⁸ En el caso de una “buena” gestión, el aumento de la inversión pública conduce a un mayor crecimiento del PBI, lo que a su vez incrementa los ingresos fiscales (para pagar el servicio de deuda asociado al financiamiento de dicha inversión pública, e incluso mejorar el resultado económico). Además, un mayor PBI también permite reducir directamente el ratio de deuda pública sobre PBI.

programas no son lo suficientemente progresivos o son demasiado pequeños. Por ello, es necesario mejorar la calidad de dicho gasto, procurando retornos sociales altos en todas las intervenciones públicas con el fin de asignar el gasto donde sea más productivo y efectivo para lograr el bienestar de la población. Esto debe complementarse con la eliminación de los sobrecostos presentes en las intervenciones públicas, de modo que se reoriente dicho gasto a acciones más productivas. En esa línea, se estima que Perú podría alcanzar ahorros de hasta 2,5% del PBI si reduce las ineficiencias o sobrecostos en la ejecución de su gasto, principalmente en compras públicas, tal como se muestra en la figura 146.

Figura 146. *Ineficiencias del gasto público de países de la Alianza del Pacífico (% del PBI)*









Nota: Los datos corresponden a 2015 o 2016, o al último año disponible. La ineficiencia es calculada como la cantidad de recursos públicos utilizados “en exceso” para producir resultados de una determinada calidad, considerando como referencia a países con las mejores prácticas. Figura extraída de MEF (2021d).

f) Optimizar perfil de la Deuda pública

Tal como se señaló en el MEF (2021b), el perfil de la deuda pública ha mejorado constantemente durante los últimos 20 años, lo cual ha contribuido a las fortalezas fiscales del país al limitar la exposición de la deuda pública a riesgos financieros. No obstante, aún queda espacio de mejora, en particular en la proporción de deuda pública en moneda local. Cabe precisar que el aumento de la participación de la deuda pública en moneda extranjera desde inicios de la COVID-19 se dio en un contexto de tasas de interés internacionales mínimas históricas en monedas relevantes como dólares y euros. Por ello, Perú y diversos países de la región, realizaron emisiones de bonos soberanos en monedas extranjeras, tal

como se muestra en la figura 147, con el objetivo de limitar el impacto del pago de intereses en los resultados económicos de los siguientes años debido a las bajas tasas de interés históricas que se obtuvieron en dichas emisiones. No obstante, es importante señalar que condiciones financieras asociadas a bajas tasas de interés no tienen que ser interpretadas como escenarios favorables y de larga duración que permitan mantener una deuda pública más elevada sin afectar la sostenibilidad fiscal. Si bien escenarios de bajas tasas de interés generan condiciones favorables para poder tener mayores niveles de deuda pública (incluso es más favorable si estas tasas son más bajas que el crecimiento nominal del PBI), el FMI (2020i) señala que estos episodios no son la norma y pueden no durar mucho tiempo, y que una reversión de dichos episodios es más común cuando la deuda pública se encuentra en niveles altos o tiene una tendencia marcadamente creciente.

Figura 147. Emisiones de bonos soberanos en moneda extranjera en 2020 y 2021¹

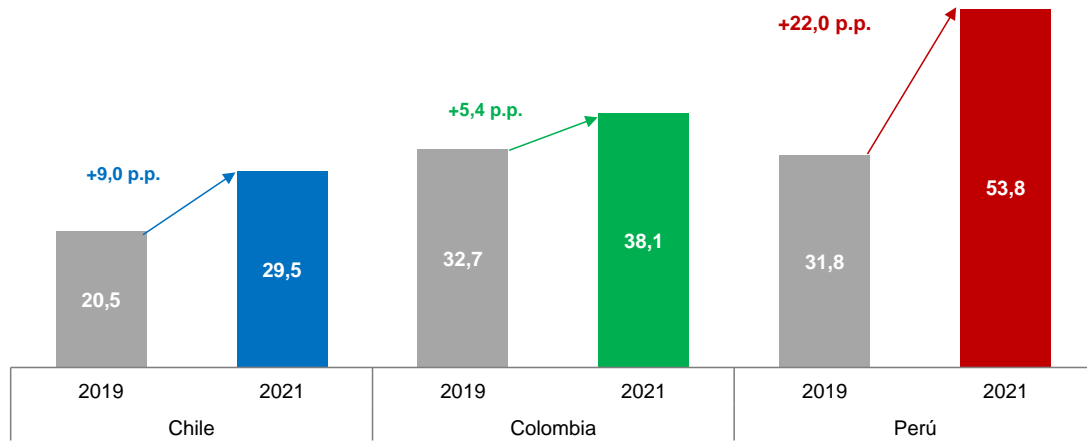
Pais	Fecha	Monto de emisión (millones)	Tasa cupón (%)	Vencimiento (años)	Pais	Fecha	Monto de emisión (millones)	Tasa cupón (%)	Vencimiento (años)
	Marzo 2021	USD 1 750	2,8	10		Enero 2021	EUR 1 000	1,5	13
	Marzo 2021	USD 1 250	3,3	20		Enero 2021	EUR 800	2,1	31
	Marzo 2021	USD 1 000	3,6	30		Enero 2021	USD 3 000	3,8	50
	Marzo 2021	EUR 825	1,3	12		Noviembre 2020	USD 1 825	2,7	10
	Noviembre 2020	USD 1 000	1,9	12		Noviembre 2020	USD 1 800	3,8	40
	Noviembre 2020	USD 2 000	2,8	40		Mayo 2020	USD 1 000	3,9	5
	Noviembre 2020	USD 1 000	3,2	101		Mayo 2020	USD 2 500	4,8	12
	Abril 2020	USD 1 000	2,4	6		Mayo 2020	USD 2 500	5,0	31
	Abril 2020	USD 2 000	2,8	11		Enero 2020	USD 1 500	3,3	10
						Enero 2020	USD 800	4,5	30
	Abril 2021	USD 2 000	3,3	11	Enero 2020	EUR 1 250	1,1	10	
	Abril 2021	USD 1 000	4,1	20	Enero 2020	EUR 500	2,9	19	
	Enero 2021	USD 790	3,1	10		Mayo 2021	USD 300	2,5	10
	Enero 2021	USD 1 300	3,9	40		Mayo 2020	EUR 500	1,625	5
	Junio 2020	USD 1 000	3,1	11		Julio 2021	USD 1 500	3,8	10
	Junio 2020	USD 1 500	4,1	31		Julio 2021	USD 750	4,8	30
	Enero 2020	USD 1 543	3,0	10		Diciembre 2020	USD 500	2,9	5
	Enero 2020	USD 300	4,0	29		Diciembre 2020	USD 1 250	3,9	10
	Mayo 2021	USD 574	2,5	10	Diciembre 2020	USD 750	4,8	30	
	Junio 2020	USD 1 100	3,9	20	Julio 2020	USD 2 250	3,9	10	
	Junio 2020	USD 400	4,4	11	Julio 2020	USD 1 250	2,9	5	

Nota: 1/ Información hasta el 16 de agosto de 2021. 2/ No considera la emisión de sus bonos soberanos temáticos durante 2020 y 2021. Figura extraída de MEF (2021b).

Al cierre de 2021, se observa que la proporción de deuda pública de Perú se incrementó más que la de Colombia y Chile, tal como se muestra en la figura 148, en un contexto de alta incertidumbre y volatilidad en los mercados financieros. Así, Chile y Colombia incrementaron su deuda pública en moneda extranjera en 9,0 y 5,4 p.p. en 2021 respecto a 2019, respectivamente; en contraste, la de Perú aumentó en 22,0 p.p. Si bien fue necesario

llevar a cabo emisiones de bonos soberanos en moneda extranjera, en un contexto de tasas de interés históricamente bajas, es relevante que, en consistencia con Egiap, se continúe priorizando el endeudamiento en soles y realizar OADs en función a las condiciones del mercado para optimizar el perfil de la deuda pública (principalmente reduciendo la proporción de deuda en moneda extranjera) en los siguientes años.

Figura 148. *Deuda pública en moneda extranjera 2021 (% de la deuda pública)*



Nota: Elaborado en base a datos de los Ministerios de Hacienda de Chile y Colombia, y del MEF.

CONCLUSIONES

Al cierre de 2019, previo a la pandemia, Perú se consolidó como uno de los países más sólidos fiscalmente entre países emergentes, debido a sus relativamente bajos y sostenibles niveles de deuda pública. Ello permitió que Perú se ubique como la economía con el menor riesgo país de América Latina en dicho año. Esta solidez fiscal brindaba resiliencia al país para hacer frente a contextos adversos. Cabe señalar que dicha fortaleza fiscal fue producto de un manejo prudente de las finanzas públicas durante varios años, basado en un Marco Macrofiscal guiado por, entre otros elementos, reglas fiscales con el objetivo de asegurar permanentemente la sostenibilidad fiscal.

En 2020, la ocurrencia de la COVID-19 generó una crisis sanitaria y económica a nivel mundial en una magnitud extraordinaria. Ante ello, era necesario que la política fiscal sea ampliamente expansiva para responder frente a la pandemia, con el objetivo de mitigar sus impactos negativos en la actividad económica y el bienestar de los ciudadanos, pero sin perder la sostenibilidad fiscal del país.

Así, se evaluaron diversos escenarios de déficits fiscales y deudas públicas, utilizando proyecciones determinísticas y estocásticas de la deuda pública con el objetivo de evaluar la sostenibilidad fiscal en cada uno de dichos escenarios. Considerando la elevada incertidumbre que desencadenó la COVID-19, la necesidad de medidas extraordinarias de amplia magnitud, las fortalezas macrofiscales del país al inicio de la pandemia, y la confianza de los mercados financieros en la resiliencia macroeconómica de Perú, se dispuso la suspensión temporal y excepcional de las reglas fiscales del país para 2020 y 2021. Con dicha flexibilización de las reglas fiscales, se puso en marcha el Plan Económico frente a la COVID-19, el cual permitió contener los impactos negativos de la pandemia sobre el país. Cabe señalar que cerca de 50 países en el mundo suspendieron sus reglas fiscales en el contexto de la COVID-19, siendo Perú fue uno de los primeros en realizarlo.

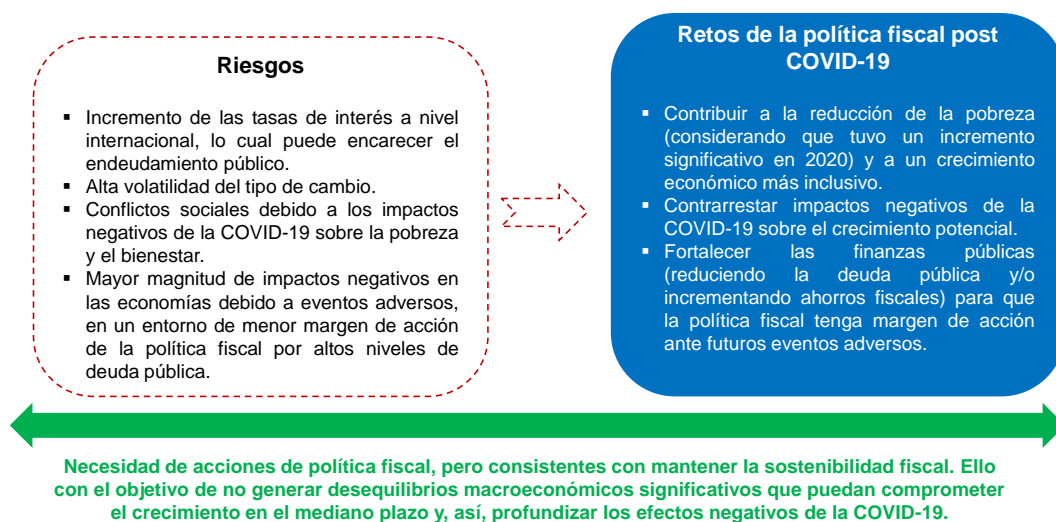
Es relevante destacar que los resultados fiscales obtenidos en 2020 y 2021 fueron más favorables de los previstos en los MMM de dichos años. Ello fue posible debido a un entorno internacional que se tornó favorable luego de la disposición de vacunas a nivel mundial, lo que permitió una recuperación económica en 2021 y favorables precios de *commodities* como el cobre. Asimismo, ello fue posible en base a la gestión prudente de las finanzas públicas durante la pandemia, ya que Perú fue uno de los países que más redujo su déficit fiscal en 2021 en América Latina. Además, Perú siguió manteniéndose como uno de los países con la menor deuda pública entre economías emergentes y reconstituyó parte de los ahorros fiscales que utilizó en 2020 (como, por ejemplo, en el FEF).

Para los siguientes años, se tienen importantes desafíos debido a las cicatrices que dejará la pandemia. Entre dichos desafíos se encuentra la recuperación en el corto plazo del dinamismo de la economía, contrarrestar los efectos de largo plazo como incrementos de la pobreza y malestar social, pérdidas de capital humano por las dificultades que hubo para una educación remota eficiente, y deudas públicas en niveles altos que ponen el riesgo la sostenibilidad fiscal de los países. Estos retos no son ajenos a Perú; no obstante, es relevante destacar que los resultados fiscales más favorables que los previstos en 2020 y 2021 permiten un mejor punto de partida para el éxito de una reducción gradual del déficit fiscal para los siguientes años, con el objetivo de realizar un retiro ordenado del impulso fiscal de la pandemia y mantener finanzas públicas sostenibles. Sobre cuentas fiscales sostenibles, se pueden llevar a cabo diversas políticas sectoriales y microeconómicas que requieran financiamiento público y que requieren continuidad a lo largo de los ciclos económicos, con el objetivo de contrarrestar las cicatrices dejadas por la pandemia e incrementar el bienestar de los ciudadanos.

RECOMENDACIONES

De acuerdo con lo sintetizado en Sanchez y Carrasco (2023), la política fiscal a nivel mundial, principalmente en países emergentes y en desarrollo, se enfrenta a importantes retos y riesgos post COVID-19, tal como se muestra en la figura 149, en un contexto de deudas públicas históricamente altas. Ante ello, es relevante que las acciones de política fiscal sean consistentes con mantener la sostenibilidad de las finanzas públicas, con el objetivo de no generar desequilibrios macroeconómicos significativos que puedan comprometer el crecimiento en el mediano plazo y, así, profundizar más los efectos negativos producto de la pandemia.

Figura 149. Retos de la política fiscal post COVID-19 y riesgos



Nota: Elaborado en base a Sánchez y Carrasco (2023).

Así, en base a lo desarrollado en el presente documento y lo sintetizado por Sánchez y Carrasco (2023), entre las principales acciones de política fiscal que Perú debería seguir para los siguientes años se tienen las siguientes:

- *Llevar a cabo una reducción gradual del déficit fiscal.* Ello debido a que la dinámica automática de la deuda pública, determinada por la diferencia el crecimiento nominal del

PBI y la tasa de interés implícita de la deuda pública, ya no sería favorable como en años previos, por lo que la dinámica de la deuda pública estará determinada principalmente por la trayectoria de los déficits fiscales⁹⁹.

- *Definir reglas fiscales de mediano plazo, en consistencia con la recuperación del dinamismo de la economía y con la sostenibilidad fiscal, para fortalecer la gestión de las finanzas públicas.* Dichas reglas deben ser estar orientadas a asegurar la sostenibilidad fiscal, pero también brindar el espacio necesario para hacer frente a los rezagos negativos de la COVID-19. Asimismo, el establecimiento de reglas fiscales adecuadas permitirá mantener el acceso favorable del país a los mercados de capitales internacionales¹⁰⁰.
- *Continuar con el fortalecimiento de la estructura de la deuda pública para limitar su exposición a riesgos financieros.* Al respecto, una de las principales acciones de la gestión de la deuda pública debería estar orientada a incrementar la proporción de deuda pública en moneda local, considerando que dicha participación se redujo durante 2020 y 2021.
- *Optimizar la gestión del gasto público y fortalecer la recaudación tributaria.* Es relevante que los recursos públicos puedan ser utilizados apropiada y oportunamente para una mejor provisión de bienes y servicios a los ciudadanos, lo que requiere llevar a cabo medidas que optimicen la eficiencia del gasto público. Además, es importante que el Estado pueda disponer de mayores recursos para afrontar los desafíos descritos previamente, por lo que son necesarias medidas que incrementen los ingresos fiscales permanentes. Ello teniendo en consideración los altos niveles de evasión y elusión tributaria (que ubican al Perú como uno de los países con la menor presión tributaria en la región), el estado de la economía, así como las limitaciones estructurales que podrían tener medidas tributarias (como el alto grado de informalidad del país).

⁹⁹ Además, la reducción del déficit fiscal brinda una mayor oportunidad para acumular activos financieros en futuras situaciones favorables. Ello debido a que se pueden acumular más activos financieros en un contexto de auge económico si previamente se parte de una situación de bajo déficit fiscal (o superávit fiscal) en lugar de una situación de alto déficit fiscal.

¹⁰⁰ Debido a que las reglas fiscales (y su cumplimiento) permitirán mantener favorables niveles de riesgo país.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Afonso, A., Arghyrou, M., & Kontonikas, A. (2015). *The determinants of sovereign bond yield spreads in the EMU*. Obtenido de <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1781.en.pdf>
- Aguiar, M., & Gopinath, G. (2007). *Emerging Market Business Cycles: The Cycle Is the Trend*. Obtenido de <https://www.journals.uchicago.edu/doi/abs/10.1086/511283#:~:text=We%20find%20that%20shocks%20to,an%20otherwise%20standard%20equilibrium%20model>.
- Balassone, F., & Franco, D. (2000). *Assessing Fiscal Sustainability: A Review of Methods with a View to EMU*. Obtenido de https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2109377
- Banco Central de Reserva del Perú. (2011). *Glosario de términos económicos*. Obtenido de <https://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Glosario/Glosario-BCRP.pdf>
- Banco Central de Reserva del Perú. (2019). *Reporte de Inflación - Setiembre 2019*. Obtenido de <https://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Reporte-Inflacion/2019/setiembre/reportes-de-inflacion-setiembre-2019.pdf>
- Banco Central de Reserva del Perú. (2021a). *Reporte de estabilidad financiera - mayo 2021*. Obtenido de <https://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Reporte-Estabilidad-Financiera/2021/mayo/ref-mayo-2021.pdf>
- Banco Central de Reserva del Perú. (2021b). *Reporte de Inflación - Marzo 2021*. Obtenido de <https://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Reporte-Inflacion/2021/marzo/reportes-de-inflacion-marzo-2021.pdf>
- Banco Central de Reserva del Perú. (2022). *Reporte de Inflación - Diciembre de 2012*. Obtenido de <https://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Reporte-Inflacion/2012/diciembre/reportes-de-inflacion-diciembre-2012.pdf>

- Banco Central Europeo. (2020a). *Automatic fiscal stabilisers in the euro area and the COVID-19 crisis*. Obtenido de https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/articles/2020/html/ecb.ebart202006_03~3175750a6d.en.html
- Banco Central Europeo. (2021). *The initial fiscal policy responses of euro area countries to the COVID-19 crisis*. Obtenido de [https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/articles/2021/html/ecb.ebart202101_03~c5595cd291.en.html#:~:text=The%20COVID%2D19%20crisis%20led,2020%20\(see%20Chart%201\)](https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/articles/2021/html/ecb.ebart202101_03~c5595cd291.en.html#:~:text=The%20COVID%2D19%20crisis%20led,2020%20(see%20Chart%201)).
- Banco Interamericano de Desarrollo. (2013). *Plantilla Integrada de Análisis de Sostenibilidad de Deuda*. Obtenido de <https://publications.iadb.org/publications/spanish/document/Plantilla-Integrada-para-An%C3%A1lisis-de-Sostenibilidad-de-Deuda-Versi%C3%B3n-20-Versi%C3%B3n-revisada-del-manual-de-instrucciones.pdf>
- Banco Interamericano de Desarrollo. (2018). *Mejor gasto para mejores vidas: Cómo América Latina y el Caribe puede hacer más con menos*. Obtenido de <https://publications.iadb.org/publications/spanish/document/Mejor-gasto-para-mejores-vidas-C%C3%B3mo-Am%C3%A9rica-Latina-y-el-Caribe-puede-hacer-m%C3%A1s-con-menos.pdf>
- Banco Interamericano de Desarrollo. (2021a). *La realidad fiscal. Módulo 1 - Gasto Público: estructura, estabilidad y procesos de decisión*. Obtenido de <https://publications.iadb.org/publications/spanish/document/La-Realidad-Fiscal-Una-Introducci%C3%B3n-a-los-Problemas-y-Pol%C3%ADticas-Fiscales-en-Am%C3%A9rica-Latina-M%C3%B3dulo-1-Gasto-p%C3%BAblico-estructura-estabilidad-y-procesos-de-decisi%C3%B3n.pdf>
- Banco Interamericano de Desarrollo. (2021b). *Política fiscal y cambio climático: experiencias recientes de los ministerios de finanzas de América Latina y el Caribe*. Obtenido de <https://publications.iadb.org/es/politica-fiscal-y-cambio-climatico-experiencias-recientes-de-los-ministerios-de-finanzas-de-america>
- Banco Mundial. (2008). *Fiscal Policy, Stabilization, and Growth – Prudence or Abstinence?* Obtenido de <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/6818>
- Banco Mundial. (2021a). *The Global Economic Outlook in five charts*. Obtenido de <https://blogs.worldbank.org/voices/global-economic-outlook-five-charts-0>

- Banco mundial. (2021b). *Updated estimates of the impact of COVID-19 on global poverty: Looking back at 2020 and the outlook for 2021*. Obtenido de <https://blogs.worldbank.org/opendata/updated-estimates-impact-covid-19-global-poverty-looking-back-2020-and-outlook-2021>
- Banco Mundial. (2022). *The Global Economic Outlook in five charts*. Obtenido de <https://blogs.worldbank.org/voices/global-economic-outlook-five-charts-1>
- Batini, N., Eyraud, L., Forni, L., & Weber, M. A. (2014). *Fiscal Multipliers : Size, Determinants, and Use in Macroeconomic Projections*. Obtenido de <https://www.imf.org/en/Publications/TNM/Issues/2016/12/31/Fiscal-Multipliers-Size-Determinants-and-Use-in-Macroeconomic-Projections-41784>
- BBVA Research. (2014). *Situación Perú cuarto trimestre de 2014*. Obtenido de <https://www.bbva.com/publicaciones/situacion-peru-cuarto-trimestre-de-2014/>
- Bi, H., Shen, W., & Yang, S.-C. (2016). *Debt-dependent effects of fiscal expansions*. Obtenido de <https://ideas.repec.org/a/eee/eecrev/v88y2016icp142-157.html>
- Blanchard, O. (1990). *Suggestions for a New Set of Fiscal Indicators*. Obtenido de https://www.oecd-ilibrary.org/economics/suggestions-for-a-new-set-of-fiscal-indicators_435618162862
- Bohn, H. (1998). *The Behavior of U.S. Public Debt and Deficits*. Obtenido de <https://www.jstor.org/stable/2586878>
- Boscá, J., Doménech, R., Ferri, J., García, J., & Ulloa, C. (2021). *The stabilizing effects of economic policies in Spain in times of COVID-19*. Obtenido de <https://www.econbiz.de/Record/the-stabilizing-effects-of-economic-policies-in-spain-in-times-of-covid-19-bosc%C3%A1-jos%C3%A9/10012596390>
- Bova, E., Ruiz-Arranz, M., Toscani, F., & Ture, E. (2016). *The Fiscal Costs of Contingent Liabilities: A New Dataset*. Obtenido de <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/The-Fiscal-Costs-of-Contingent-Liabilities-A-New-Dataset-43685>
- Buiter, W. (1985). *A Guide to Public Sector Debt and Deficits*. Obtenido de <https://www.jstor.org/stable/1344612>

- Burriel, P., Checherita-Westphal, C., Jacquinot, P., Schön, M., & Stähler, N. (2020). *Economic consequences of high public debt: evidence from three large scale DSGE models*. Obtenido de <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2450~e008f3b9ae.en.pdf>
- Butrón, L., & Céspedes, N. (2020). *Dos décadas del Marco Macrofiscal peruano*. Obtenido de <https://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Revista-Moneda/moneda-181/moneda-181-07.pdf>
- Cárdenas, M., Ricci, L., Roldos, J., & Werner, A. (2021). *Fiscal Policy Challenges for Latin America during the Next Stages of the Pandemic: The Need for a Fiscal Pact*. Obtenido de <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2021/03/17/Fiscal-Policy-Challenges-for-Latin-America-during-the-Next-Stages-of-the-Pandemic-The-Need-50263>
- Cebotari, A. (2008). *Contingent Liabilities: Issues and Practice*. Obtenido de <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/Contingent-Liabilities-Issues-and-Practice-22398>
- Center for International Governance Innovation. (2018). *The Elements of Sovereign Debt Sustainability Analysis*. Obtenido de <https://www.cigionline.org/sites/default/files/documents/Paper%20No.196web.pdf>
- Chen, J. (2021). *Sovereign Bond Yield*. Obtenido de <https://www.investopedia.com/terms/s/sovereign-bond-yield.asp>
- Comisión Económica para América Latina y el Caribe. (2022). *Balance Preliminar de las Economías de América Latina y el Caribe 2021*. Obtenido de https://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/47669/5/S2100698_es.pdf
- Comisión Europea. (2010). *Public finances in EMU-2010*. Obtenido de https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/european_economy/2010/ee4_en.htm
- Comisión Europea. (2020). *European Coordinated Response on Coronavirus: Questions and Answers*. Obtenido de https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/qanda_20_458

- Comisión Europea. (2021). *Plan de recuperación para Europa*. Obtenido de https://ec.europa.eu/info/strategy/recovery-plan-europe_es#:~:text=NextGenerationEU%20es%20un%20instrumento%20temporal,por%20la%20pandemia%20de%20coronavirus.
- Consejo Europeo. (2020). *Declaración de los ministros de Hacienda de la UE sobre el Pacto de Estabilidad y Crecimiento habida cuenta de la crisis de la COVID-19*. Obtenido de <https://www.consilium.europa.eu/es/press/press-releases/2020/03/23/statement-of-eu-ministers-of-finance-on-the-stability-and-growth-pact-in-light-of-the-covid-19-crisis/>
- Cottarelli, C., & Keen, M. (2012). *Fiscal Policy and Growth: Overcoming the Constraints*. Obtenido de https://elibrary.worldbank.org/doi/10.1596/9780821389423_CH03
- Das, U., Papapioannou, M., Pedras, G., Ahmed, F., & Surti, J. (2010). *Managing Public Debt and Its Financial Stability Implications*. Obtenido de <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp10280.pdf>
- DeLong, B., & Summers, L. (2012). *Fiscal Policy in a Depressed Economy*. Obtenido de https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2012/03/2012a_delong.pdf
- Eyraud, L., & Wu, T. (2015). *Playing by the Rules: Reforming Fiscal Governance in Europe*. Obtenido de <https://www.elibrary.imf.org/view/journals/001/2015/067/001.2015.issue-067-en.xml>
- Fatás, A., & Mihov, I. (2013). *Policy Volatility, Institutions and Economic Growth*. Obtenido de https://www.insead.edu/sites/default/files/assets/faculty-personal-site/ilian-mihov/documents/Fatas_Mihov_growth_policy_volatility_2011_May.pdf
- Fitch Ratings. (2020). *Fitch Affirms Peru's Ratings at 'BBB+'; Outlook Stable*. Obtenido de <https://www.fitchratings.com/research/structured-finance/fitch-affirms-peru-ratings-at-bbb-outlook-stable-12-03-2020>
- Fitch Ratings. (2021). *Sovereign Rating Criteria*. Obtenido de <https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/sovereign-rating-criteria-26-04-2021>

- Fondo Monetario Internacional. (2009a). *Fiscal Rules—Anchoring Expectations for Sustainable Public Finances*. Obtenido de <https://www.elibrary.imf.org/view/journals/007/2009/096/007.2009.issue-096-en.xml>
- Fondo Monetario Internacional. (2009b). *Fiscal Risks: Sources, Disclosure, and Management*. Obtenido de <https://www.imf.org/en/Publications/Departmental-Papers-Policy-Papers/Issues/2016/12/31/Fiscal-Risks-Sources-Disclosure-and-Management-22362>
- Fondo Monetario Internacional. (2010a). *Peru: Staff Report for the 2010 Article IV consultation*. Obtenido de <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2016/12/31/Peru-Staff-Report-for-the-2010-Article-IV-Consultation-23811>
- Fondo Monetario Internacional. (2011). *La Cuenta Única de Tesorería: Una herramienta esencial para la gestión de tesorería del gobierno*. Obtenido de https://www.imf.org/~media/Websites/IMF/imported-publications/external/spanish/pubs/ft/tnm/2011/_tnm1104s.ashx
- Fondo Monetario Internacional. (2012a). *Fiscal Rules in response to the Crisis—Toward the Next-Generation Rules. A New Dataset*. Obtenido de <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12187.pdf>
- Fondo Monetario Internacional. (2013a). *Staff Guidance Note for Public Debt Sustainability Analysis in Market-Access Countries*. Obtenido de <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/050913.pdf>
- Fondo Monetario Internacional. (2013b). *Estadísticas de la deuda del sector público: Guía para compiladores y usuarios*. Obtenido de <https://www.elibrary.imf.org/view/books/069/11874-9781484327760-es/11874-9781484327760-es-book.xml>
- Fondo Monetario Internacional. (2014a). *Manual de Estadísticas de Finanzas Públicas 2014*. Obtenido de https://www.imf.org/external/Pubs/FT/GFS/Manual/2014/GFSM_2014_SPA.pdf
- Fondo Monetario Internacional. (2015a). *Fiscal Policy and Long-Term Growth*. Obtenido de <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2015/042015.pdf>

- Fondo Monetario Internacional. (2015b). *Fiscal Monitor october 2015: The Commodities Roller Coaster - A Fiscal Framework for Uncertain Times*. Obtenido de <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2016/12/31/The-Commodities-Roller-Coaster-A-Fiscal-Framework-for-Uncertain>
- Fondo Monetario Internacional. (2015c). *Perú: Manteniéndose en el camino del éxito económico*. Obtenido de <https://www.elibrary.imf.org/view/books/071/22492-9781513521473-es/22492-9781513521473-es-book.xml>
- Fondo Monetario Internacional. (2016). *Analyzing and Managing Fiscal Risks: Best Practices*. Obtenido de <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2016/050416.pdf>
- Fondo Monetario Internacional. (2017a). *Fiscal Monitor april 2017: Achieving More with Less*. Obtenido de <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2017/04/06/fiscal-monitor-april-2017>
- Fondo Monetario Internacional. (2017b). *Fiscal Monitor - October 2017: Tackling Inequality*. Obtenido de <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2017/10/05/fiscal-monitor-october-2017>
- Fondo Monetario Internacional. (2018a). *Fiscal Monitor october 2018: Managing Public Wealth*. Obtenido de <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2018/10/04/fiscal-monitor-october-2018>
- Fondo Monetario Internacional. (2018b). *How to Select Fiscal Rules – A Primer*. Obtenido de <https://www.imf.org/en/Publications/Fiscal-Affairs-Department-How-To-Notes/Issues/2018/03/15/How-to-Select-Fiscal-Rules-A-Primer-45552>
- Fondo Monetario Internacional. (2019a). *How to Use Debt Wisely*. Obtenido de <https://www.imf.org/en/News/Articles/2019/11/07/sp110719-how-to-use-debt-wisely>
- Fondo Monetario Internacional. (2019b). *Sovereign Debt: A Guide for Economists and Practitioners*. Obtenido de <https://www.imf.org/en/News/Seminars/Conferences/2018/05/24/sovereign-debt-a-guide-for-economists-and-practitioners>

- Fondo Monetario Internacional. (2020a). *Opening Remarks at a Press Briefing by Kristalina Georgieva following a Conference Call of the International Monetary and Financial Committee (IMFC)*. Obtenido de <https://www.imf.org/en/News/Articles/2020/03/27/sp032720-opening-remarks-at-press-briefing-following-imfc-conference-call>
- Fondo Monetario Internacional. (2020b). *Transcript of Kristalina Georgieva's Participation in the World Health Organization Press Briefing*. Obtenido de <https://www.imf.org/en/News/Articles/2020/04/03/tr040320-transcript-kristalina-georgieva-participation-world-health-organization-press-briefing>
- Fondo Monetario Internacional. (2020c). *The Great Lockdown: Worst Economic Downturn Since the Great Depression*. Obtenido de <https://www.imf.org/en/News/Articles/2020/03/23/pr2098-imf-managing-director-statement-following-a-g20-ministerial-call-on-the-coronavirus-emergency>
- Fondo Monetario Internacional. (2020d). *Fiscal Policy: Taking and Giving Away*. Obtenido de <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/basics/fiscpol.htm>
- Fondo Monetario Internacional. (2020e). *How Strong Infrastructure Governance Can End Waste in Public Investment*. Obtenido de <https://blogs.imf.org/2020/09/03/how-strong-infrastructure-governance-can-end-waste-in-public-investment/>
- Fondo Monetario Internacional. (2020f). *Fiscal Monitor april 2020: Policies to Support People During the COVID-19 Pandemic*. Obtenido de <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2020/04/06/fiscal-monitor-april-2020>
- Fondo Monetario Internacional. (2020g). *Fiscal Rules, Escape Clauses, and Large Shocks*. Obtenido de <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/covid19-special-notes/enspecial-series-on-covid19fiscal-rules-escape-clauses-and-large-shocks.ashx>
- Fondo Monetario Internacional. (2020h). *Regional Economic Outlook for Western Hemisphere - October 2020*. Obtenido de <https://www.imf.org/en/Publications/REO/WH/Issues/2020/10/13/regional-economic-outlook-western-hemisphere>

- Fondo Monetario Internacional. (2020i). *Public Debt and r - g at Risk*. Obtenido de <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2020/07/24/Public-Debt-and-r-g-at-Risk-49586>
- Fondo Monetario Internacional. (2020j). *Fiscal Monitor: - October 2020: Policies for the Recovery*. Obtenido de <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2020/09/30/october-2020-fiscal-monitor>
- Fondo Monetario Internacional. (2020k). *Fiscal Policies to Protect People During the Coronavirus Outbreak*. Obtenido de <https://blogs.imf.org/2020/03/05/fiscal-policies-to-protect-people-during-the-coronavirus-outbreak/>
- Fondo Monetario Internacional. (2021a). *Los impuestos pueden apoyar el crecimiento y reducir la desigualdad en América Latina y el Caribe*. Obtenido de <https://www.imf.org/es/News/Articles/2021/12/10/na121021-Taxes-Support-Growth-Reduce-Inequality-Latin-America-Caribbean>
- Fondo Monetario Internacional. (2021b). *Fiscal Monitor october 2021: Strengthening the Credibility of Public Finances*. Obtenido de <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2021/10/13/fiscal-monitor-october-2021>
- Fondo Monetario Internacional. (2021c). *Peru: 2021 Article IV Consultation-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Peru*. Obtenido de <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2021/03/24/Peru-2021-Article-IV-Consultation-Press-Release-Staff-Report-and-Statement-by-the-Executive-50305>
- Fondo Monetario Internacional. (2021d). *World Economic Outlook - April 2021: Managing Divergent Recoveries*. Obtenido de <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2021/03/23/world-economic-outlook-april-2021>
- Fondo Monetario Internacional. (2022a). *Fiscal Rules Dataset: 1985-2021*. Obtenido de <https://www.imf.org/external/datamapper/fiscalrules/map/map.htm>
- Furceri, D., Loungani, P., Ostry, J., & Pizzuto, P. (2021). *The Rise in Inequality after Pandemics: Can Fiscal Support Play a Mitigating Role?* Obtenido de

<https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/WP/2021/English/wpiea2021120-print-pdf.ashx>

Ghosh, A., Kim, J., Mendoza, E., Ostry, J., & Qureshi, . (2013). *Fiscal Fatigue, Fiscal Space and Debt Sustainability in Advanced Economies*. Obtenido de <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/econj.12010>

Goldman Sachs. (2020). *Latin America Economics Analyst: Implications of the Fiscal Response to the Pandemic*. Obtenido de http://www.asbaweb.org/Latin_America_Economics_Analyst.pdf

Gruber, J., & Kamin, S. (2012). *Fiscal Positions and Government Bond Yields in OECD Countries*. Obtenido de <https://www.jstor.org/stable/23322073>

Guerrieri, V., Lorenzoni, G., Straub, L., & Werning, I. (2020). *Macroeconomic Implications of COVID-19: Can Negative Supply Shocks Cause Demand Shortages?* Obtenido de <https://www.nber.org/papers/w26918>

Hadzi-Vaskov, M., & Ricci, L. (2016). *Does Gross or Net Debt Matter More for Emerging Market Spreads?* Obtenido de https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2924351

Hamilton, J. (2009). *Understanding Crude Oil Prices*. Obtenido de <https://www.jstor.org/stable/41323239>

Henao, C., & Sobrinho, N. (2017). *Government Financial Assets and Debt Sustainability*. Obtenido de <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2017/07/25/Government-Financial-Assets-and-Debt-Sustainability-45103>

Humala, A. (2011). *Swaps de incumplimiento de Crédito (Credit Default Swaps)*. Obtenido de <https://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Revista-Moneda/Moneda-147/Moneda-147-03.pdf>

Instituto Nacional de Estadística e Informática. (2021). *Evolución de la pobreza monetaria 2009-2020*. Obtenido de https://www.inei.gob.pe/media/MenuRecursivo/publicaciones_digitales/Est/pobrez a2020/Pobreza2020.pdf

- J.P. Morgan. (1999). *Introducing the J.P. Morgan Emerging Markets Bond Index Global (EMBI Global)*. Obtenido de <https://faculty.darden.virginia.edu/liw/emf/embi.pdf>
- Kenton, W. (2021). *Hysteresis*. Obtenido de <https://www.investopedia.com/terms/h/hysteresis.asp>
- Koh, W., Kose, A., Nagle, P., Ohnsorge, F., & Sugawara, N. (2020). *Debt and Financial Crises*. Obtenido de <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/33230/Debt-and-Financial-Crises.pdf?sequence=1&isAllowed=y>
- Kopits, G. (2009). *The Political Economy of Fiscal Reform in Central and Eastern Europe*. Obtenido de https://www.oecd-ilibrary.org/governance/the-political-economy-of-fiscal-reform-in-central-and-eastern-europe_budget-v8-art13-en?crawler=true&mimeType=application%2Fpdf
- Kopits, G. (2014). *Coping with fiscal risk: Analysis and practice*. Obtenido de https://www.oecd-ilibrary.org/governance/coping-with-fiscal-risk_budget-14-5jxrgssdqnl
- Kopits, G., & Symansky, S. (1998). *Fiscal Policy Rules*. Obtenido de <https://www.elibrary.imf.org/view/books/084/02519-9781557757043-en/02519-9781557757043-en-book.xml>
- Kumar, M., & Baldacci, E. (2010). *Fiscal Deficits, Public Debt, and Sovereign Bond Yields*. Obtenido de <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/Fiscal-Deficits-Public-Debt-and-Sovereign-Bond-Yields-24130>
- Lahura, E., & Castillo, G. (2018). *El efecto de cambios tributarios sobre la actividad económica en Perú: Una aplicación del enfoque narrativo*. Obtenido de <https://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Revista-Estudios-Economicos/36/ree-36-castillo-lahura.pdf>
- Lee, V., & Sheiner, L. (2019). *What are automatic stabilizers?* Obtenido de <https://www.brookings.edu/blog/up-front/2019/07/02/what-are-automatic-stabilizers/>

- Machado, R., & Zuloeta, J. (2012). *The Impact of the Business Cycle on Elasticities of Tax Revenue in Latin America*. Obtenido de <https://publications.iadb.org/en/publication/11072/impact-business-cycle-elasticities-tax-revenue-latin-america>
- Minister for Finance of the Commonwealth of Australia. (2016). *Budget 2016-2017*. Obtenido de <https://archive.budget.gov.au/2016-17/bp1/bp1.pdf>
- Ministerio de Economía y Finanzas del Perú. (2006). *Informe Pre Electoral 2001-2006*. Obtenido de https://www.mef.gob.pe/contenidos/pol_econ/documentos/Informe_Preelectoral_2006.pdf
- Ministerio de Economía y Finanzas del Perú. (2015). *Marco Macroeconómico Multianual 2016-2018*. Obtenido de https://www.mef.gob.pe/contenidos/pol_econ/marco_macro/MMM_2016_2018.pdf
- Ministerio de Economía y Finanzas del Perú. (2016a). *Marco Macroeconómico Multianual 2017-2019*. Obtenido de https://www.mef.gob.pe/contenidos/pol_econ/marco_macro/MMM_2017_2019.pdf
- Ministerio de Economía y Finanzas del Perú. (2016b). *Informe PreElectoral: Administración 2011-2016*. Obtenido de https://www.mef.gob.pe/contenidos/pol_econ/documentos/Informe_PreElectoral_2011_2016.pdf
- Ministerio de Economía y Finanzas del Perú. (2019). *Marco Macroeconómico Multianual 2020-2023*. Obtenido de https://www.mef.gob.pe/contenidos/pol_econ/marco_macro/MMM_2020_2023.pdf
- Ministerio de Economía y Finanzas del Perú. (2020). *Marco Macroeconómico Multianual 2021-2024*. Obtenido de https://www.mef.gob.pe/pol_econ/marco_macro/MMM_2021_2024.pdf
- Ministerio de Economía y Finanzas del Perú. (2021a). *Escalas de Calificación de Deuda Soberana*. Obtenido de https://www.mef.gob.pe/contenidos/rel_invers/escalas_calificacion_deuda_soberana.pdf

- Ministerio de Economía y Finanzas del Perú. (2021b). *Marco Macroeconómico Multianual 2022-2025*. Obtenido de https://www.mef.gob.pe/contenidos/pol_econ/marco_macro/MMM_2022_2025.pdf
- Ministerio de Economía y Finanzas del Perú. (2021c). *Informe PreElectoral: Administración 2016-2021*. Obtenido de https://www.mef.gob.pe/contenidos/pol_econ/documentos/Informe_PreElectoral_2016_2021.pdf
- Ministerio de Economía y Finanzas del Perú. (2021d). *Informe de Actualización de Proyecciones Macroeconómicas 2021-2024*. Obtenido de https://www.mef.gob.pe/contenidos/pol_econ/marco_macro/IAPM_2021_2024.pdf
- Ministerio de Economía y Finanzas del Perú. (2021e). *Declaración sobre Cumplimiento de Responsabilidad Fiscal 2020*. Obtenido de https://www.mef.gob.pe/contenidos/pol_econ/documentos/Declaracion_Cumplimiento_Fiscal2020.pdf
- Ministerio de Hacienda de Chile. (2021). *Las Finanzas Públicas de Chile en el marco de la Pandemia*. Obtenido de <https://www.hacienda.cl/areas-de-trabajo/finanzas-internacionales/oficina-de-la-deuda-publica/presentaciones/las-finanzas-publicas-de-chile-en-el-marco-de-la-pandemia#:~:text=Las%20proyecciones%20macro%2Dfiscales%20del,US%2436%2C2%20mil%20millones>.
- Moody's. (2014). *Moody's upgrades Peru's rating to A3 from Baa2; outlook stable*. Obtenido de https://www.moody's.com/research/Moodys-upgrades-Perus-rating-to-A3-from-Baa2-outlook-stable--PR_302825
- Moody's. (2019). *Metodología de calificación soberana*. Obtenido de https://www.moody's.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_1158634
- Moody's. (2020a). *Coronavirus will hurt economic growth in many countries through first half of 2020*.
- Moody's. (2020b). *Sovereign Defaults Series: Sovereign crises lead to sharp spikes in emerging market corporate and sub-sovereign default rates*. Obtenido de

https://www.moody.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_123948
4

Moody's. (2020c). *Government of Peru: Fiscal response to the coronavirus to reduce downside risks to economic growth*. Obtenido de https://www.moody.com/credit-ratings/Peru-Government-of-credit-rating-601500/reports?category=Ratings_and_Assessments_Reports_rc|Issuer_Reports_rc&type=Rating_Action_rc|Announcement_rc|Announcement_of_Periodic_Review_rc,Credit_Opinion_ir_rc|Issuer_Commen

Moody's. (2020d). *Government of Peru – A3 stable. Annual credit analysis*. Obtenido de https://moody.com/alacra.com/research/moody-global-credit-research---PBC_1234806

Moody's. (2021). *Sovereigns – Global: Scarring from COVID-19 pandemic will increase fiscal risks and social pressures*. Obtenido de https://www.moody.com/upgrades?ReturnUrl=http%3a%2f%2fwww.moody.com%2fresearchdocumentcontentpage.aspx%3f%26docid%3dPBC_1280797

Organización Mundial de la Salud. (2020a). *Declaración sobre la segunda reunión del Comité de Emergencias del Reglamento Sanitario Internacional (2005) acerca del brote del nuevo coronavirus (2019-nCoV)*. Obtenido de [https://www.who.int/es/news/item/30-01-2020-statement-on-the-second-meeting-of-the-international-health-regulations-\(2005\)-emergency-committee-regarding-the-outbreak-of-novel-coronavirus-\(2019-ncov\)](https://www.who.int/es/news/item/30-01-2020-statement-on-the-second-meeting-of-the-international-health-regulations-(2005)-emergency-committee-regarding-the-outbreak-of-novel-coronavirus-(2019-ncov))

Organización Mundial de la Salud. (2020b). *Alocución de apertura del Director General de la OMS en la rueda de prensa sobre la COVID-19 celebrada el 11 de marzo de 2020*. Obtenido de <https://www.who.int/es/director-general/speeches/detail/who-director-general-s-opening-remarks-at-the-media-briefing-on-covid-19---11-march-2020>

Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico. (2019). *The Economy of Well-being: Creating opportunities for people's well-being and economic growth*. Obtenido de [https://www.oecd.org/officialdocuments/publicdisplaydocumentpdf/?cote=SDD/D-OC\(2019\)2&docLanguage=En](https://www.oecd.org/officialdocuments/publicdisplaydocumentpdf/?cote=SDD/D-OC(2019)2&docLanguage=En)

- Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico. (2021). *Indicadores clave de la OCDE*. Obtenido de <https://www.oecd.org/centrodemexico/estadisticas/ingresos-fiscales.htm>
- Ostry, J., Berg, A., & Tsangarides, C. (2014). *Redistribution, Inequality, and Growth*. Obtenido de <https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2014/sdn1402.pdf>
- Ostry, J., Ghosh, A., & Espinoza, R. (2015). *When Should Public Debt Be Reduced?* Obtenido de <https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2015/sdn1510.pdf>
- Perry, B. (2021). *Managing Sovereign Debt Risk*. Obtenido de <https://www.investopedia.com/articles/bonds/the-risks-of-sovereign-bonds.asp>
- Reinhart, C., & Rogoff, K. (2011). *From Financial Crash to Debt Crisis*. Obtenido de <https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/aer.101.5.1676>
- Rossini, R., Quispe, Z., & Loyola, J. (2012). *Fiscal policy considerations in the design of monetary policy in Peru*. Obtenido de <https://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Documentos-de-Trabajo/2012/documento-de-trabajo-22-2012.pdf>
- Sánchez, J., & Carrasco, I. (2023). *Sostenibilidad fiscal del Perú Pre y Pos COVID-19*. Obtenido de <https://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Revista-Moneda/moneda-192/moneda-192-05.pdf>
- Sánchez, W., & Galindo, H. (2013). *Multiplicadores Asimétricos del Gasto Público y de los Impuestos en el Perú*. Obtenido de https://www.mef.gob.pe/contenidos/pol_econ/documentos/Multiplicadores_Asimetricos_G_y_T_2802.pdf
- Sistema Peruano de Información Jurídica. (2016). *Decreto Legislativo N° 1276, Decreto Legislativo que aprueba el Marco de la Responsabilidad y Transparencia Fiscal del Sector Público No Financiero*. Obtenido de <https://spij.minjus.gob.pe/spij-ext-web/detallenorma/H1170359>
- Sistema Peruano de Información Jurídica. (2020). *Decreto Legislativo N° 1457, Decreto Legislativo que aprueba la suspensión temporal y excepcional de las Reglas Fiscales para el Sector Público No Financiero para los Años Fiscales 2020 y 2021,*

- y establece otras disposiciones. Obtenido de <https://spij.minjus.gob.pe/spij-ext-web/detallenorma/H1257828>
- Sistema Peruano de Información Jurídica. (2021). *Decreto de Urgencia N° 079-2021, Decreto de Urgencia que establece las Reglas Macrofiscales para el Sector Público No Financiero para el Año Fiscal 2022*. Obtenido de <https://spij.minjus.gob.pe/spij-ext-web/detallenorma/H1289855>
- Standard & Poor's. (2017). *Criteria | Governments | Sovereigns: Sovereign Rating Methodology*. Obtenido de <https://disclosure.spglobal.com/ratings/en/regulatory/article/-/view/sourceId/10221157>
- Standard & Poor's. (2020). *Peru 'BBB+/A-2' Foreign Currency Ratings Affirmed; Outlook Remains Stable*. Obtenido de <https://disclosure.spglobal.com/ratings/en/regulatory/article/-/view/type/HTML/id/2424274>
- Standard & Poor's. (2021a). *A Credit Rating is an Informed Opinion*. Obtenido de <https://www.spglobal.com/ratings/en/about/intro-to-credit-ratings>
- Standard & Poor's. (2021b). *S&P Global Ratings Definitions*. Obtenido de <https://disclosure.spglobal.com/ratings/en/regulatory/article/-/view/sourceId/504352>
- Standard and Poor's. (2008). *Peru Long-Term Foreign Currency Upgraded To Investment-Grade 'BBB-'; Outlook Stable*. Obtenido de <https://disclosure.spglobal.com/ratings/en/regulatory/article/-/view/type/HTML/id/659408>
- Stiglitz, J. (2020). *CONquering the great divide*. Obtenido de <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2020/09/COVID19-and-global-inequality-joseph-stiglitz.htm>
- Vtyurina, S., & Leal, Z. (2016). *Fiscal Multipliers and Institutions in Peru: Getting the Largest Bang for the Sol*. Obtenido de <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2016/wp16144.pdf>

World Economic Forum. (2019). *The Global Competitiveness Report 2019*. Obtenido de https://www3.weforum.org/docs/WEF_TheGlobalCompetitivenessReport2019.pdf

FUENTES DE BASES DE DATOS

Banco Central de Reserva del Perú. Base de datos de estadísticas del BCRP. Obtenido de <https://estadisticas.bcrp.gob.pe/estadisticas/series/>

Bloomberg. *Economic and financial data*. Obtenido de <https://www.bloomberg.com/>

Fondo Monetario Internacional. *World Economic Outlook databases*. Obtenido de <https://www.imf.org/en/Publications/SPROLLS/world-economic-outlook-databases#sort=%40imfdate%20descending>

John Hopkins University. Coronavirus resource center. Obtenido de <https://coronavirus.jhu.edu/map.html>

Ministerio de Economía y Finanzas del Perú. Declaración sobre el Cumplimiento de Responsabilidad Fiscal. Obtenido de https://www.mef.gob.pe/es/?option=com_content&language=es-ES&Itemid=101354&lang=es-ES&view=article&id=2020

Ministerio de Economía y Finanzas del Perú. Información y estadísticas sobre deuda pública. Obtenido de https://www.mef.gob.pe/index.php?option=com_content&view=category&id=657&Itemid=100789&lang=es

Ministerio de Economía y Finanzas del Perú. Marcos Macroeconómicos Multianuales. Obtenido de https://www.mef.gob.pe/es/?option=com_content&language=es-ES&Itemid=100869&lang=es-ES&view=article&id=3731

Our World in Data. Coronavirus Pandemic (COVID-19). Obtenido de <https://ourworldindata.org/coronavirus>

ANEXOS

Anexo 1. Prefinanciamientos

Tabla 12. *Prefinanciamientos realizados entre 2009 y 2021 (Millones de S/, millones de USD y millones de EUR)*

Año	Millones de S/	Millones de USD	Millones de EUR
2009	0	1 000	0
2010	0	1 000	0
2011	0	0	0
2012	369	0	0
2013	0	0	0
2014	12 164	500	0
2015	834	1 795	1 100
2016	4 402	0	1 000
2017	6 545	0	0
2018	5 260	0	0
2019	4 453	358	0
2020	0	1 695	0
2021	0	2 403	0

Nota: Elaborado en base a datos del MEF.

Anexo 2. Determinación de ecuaciones para las proyecciones determinísticas de la deuda pública

Definición de variables fiscales y de deuda pública en unidades monetarias:

- DF_t : Déficit fiscal en el año “t” (en unidades de moneda local).
- DP_t : Déficit primario en el año “t” (en unidades de moneda local).
- Int_t : Pago de intereses de la deuda pública en el año “t” (en unidades de moneda local).
- $Endeu_t$: Endeudamiento realizado en el año “t” (en unidades de moneda local).
- $Endeu_t^{DF_t}$: Endeudamiento realizado en el año “t” para financiar el déficit fiscal del año “t” (en unidades de moneda local).
- $Endeu_t^{Amort_t}$: Endeudamiento realizado en el año “t” para financiar amortizaciones de la deuda pública en el año “t” (en unidades de moneda local).
- $Prefinan_t$: Prefinanciamientos (endeudamiento) realizados en el año “t” para financiar las necesidades del año “t+1” (en unidades de moneda local).
- $Endeu_t^{Otros_t}$: Endeudamiento realizado en el año “t” que no comprende a prefinanciamientos, ni a endeudamiento para financiar el déficit fiscal del año “t”, ni a endeudamiento para financiar amortizaciones de la deuda pública en el año “t” (en unidades de moneda local).
- $Amort_t$: Amortizaciones de la deuda pública en el año “t” (en unidades de moneda local).
- $UsodeAct_t^{DF_t}$: Uso de activos en el año “t” para financiar el déficit fiscal del año “t” (en unidades de moneda local).
- $AcumdeAct_t^{DF_t}$: Acumulación de activos en el año “t” asociados al financiamiento del año “t” (en unidades de moneda local).
- $UsodeAct_t^{Amort_t}$: Uso de activos en el año “t” para financiar amortizaciones de la deuda pública en el año “t” (en unidades de moneda local).
- D_t : Deuda pública en el año “t” (en unidades de moneda local).
- D_{t-1}^{TC} : Deuda pública del año “t-1” utilizando el tipo de cambio del año “t” (en unidades de moneda local).
- D_t^d : Deuda pública que está en moneda doméstica (local) en el año “t” (en unidades de moneda local).

- D_t^e : Deuda pública que está en moneda extranjera en el año “t” (en unidades de moneda local).

Definición de variables fiscales y de deuda pública en porcentaje del PBI:

- df_t : Déficit fiscal en el año “t” (en porcentaje del PBI).
- dp_t : Déficit primario en el año “t” (en porcentaje del PBI).
- int_t : Pago de intereses de la deuda pública en el año “t” (en porcentaje del PBI).
- $endeu_t$: Endeudamiento realizado en el año “t” (en porcentaje del PBI).
- $endeu_t^{df_t}$: Endeudamiento realizado en el año “t” para financiar el déficit fiscal del año “t” (en porcentaje del PBI).
- $endeu_t^{amort_t}$: Endeudamiento realizado en el año “t” para financiar amortizaciones de la deuda pública en el año “t” (en porcentaje del PBI).
- $prefinan_t$: Prefinanciamientos (endeudamiento) realizados en el año “t” para financiar las necesidades del año “t+1” (en porcentaje del PBI).
- $endeu_t^{otrost}$: Endeudamiento realizado en el año “t” que no comprende a prefinanciamientos, ni a endeudamiento para financiar el déficit fiscal del año “t”, ni a endeudamiento para financiar amortizaciones de la deuda pública en el año “t” (en porcentaje del PBI).
- $amort_t$: Amortizaciones de la deuda pública en el año “t” (en porcentaje del PBI).
- $usodeact_t^{df_t}$: Uso de activos en el año “t” para financiar el déficit fiscal del año “t” (en porcentaje del PBI).
- $acumdeact_t^{df_t}$: Acumulación de activos en el año “t” asociados al financiamiento del año “t” (en porcentaje del PBI).
- $usodeact_t^{amort_t}$: Uso de activos en el año “t” para financiar amortizaciones de la deuda pública en el año “t” (en porcentaje del PBI).
- d_t : Deuda pública en el año “t” (en porcentaje del PBI).
- $d_{t-1}^{TC_t}$: Deuda pública del año “t-1” utilizando el tipo de cambio del año “t” (en porcentaje del PBI).
- d_t^d : Deuda pública que está en moneda doméstica (local) en el año “t” (en porcentaje del PBI).
- d_t^e : Deuda pública que está en moneda extranjera en el año “t” (en porcentaje del PBI).

Definición de variables macroeconómicas:

- Y_t : PBI nominal del año “t” (en unidades de moneda local).
- φ_t : Crecimiento nominal del PBI en el año “t” (en porcentaje).
- g_t : Crecimiento real del PBI en el año “t” (en porcentaje).
- π_t : Deflactor del PBI en el año “t” (en porcentaje).
- e_t : Tipo de cambio fin de periodo del año “t” (unidades de moneda local por 1 USD).
- ε_t : Depreciación de la moneda local en el año “t” (en porcentaje).
- i_t : Tasa de interés implícita de la deuda pública en el año “t” (en porcentaje).

Procedimiento para hallar la ecuación de la dinámica de la deuda pública:

El déficit fiscal es financiado solo de dos maneras: mediante nuevo endeudamiento y uso de activos financieros (ahorros fiscales). No obstante, considerando que la deuda pública no solo tiene como objetivo financiar el déficit fiscal, sino también desarrollar el mercado de capitales, se puede dar el caso en el que la suma del endeudamiento y del uso de activos, para un determinado año, sea mayor al déficit fiscal. En este contexto, ese “excedente” se acumula (temporalmente) bajo la forma de activos financieros.

$$DF_t = Endeu_t^{DF_t} + UsodeAct_t^{DF_t} - AcumdeAct_t^{DF_t} \quad (1)$$

Por otra parte, las amortizaciones de la deuda pública también son financiadas solo de dos maneras: mediante nuevo endeudamiento y uso de activos financieros (ahorros fiscales).

$$Amort_t = Endeu_t^{Amort_t} + UsodeAct_t^{Amort_t} \quad (2)$$

Solo para fines de simplificación, se asume que las amortizaciones de la deuda pública son financiadas íntegramente por nuevo endeudamiento:

$$Amort_t = Endeu_t^{Amort_t} \quad (3)$$

El nuevo endeudamiento total en un año es igual a la suma del endeudamiento realizado para financiar el déficit fiscal, más el endeudamiento realizado para financiar las amortizaciones, más los prefinanciamientos y más otros endeudamientos:

$$Endeu_t = Endeu_t^{DFt} + Endeu_t^{Amortt} + Endeu_t^{Otrost} + Prefinan_t \quad (4)$$

Reemplazando (1) y (3) en (4):

$$Endeu_t = DF_t - UsodeAct_t^{DFt} + AcumdeAct_t^{DFt} + Endeu_t^{Amortt} + Endeu_t^{Otrost} + Prefinan_t \quad (5)$$

Adicionalmente, se tiene la siguiente identidad fiscal relacionada al déficit fiscal en términos del resultado primario y el pago de intereses de la deuda pública; así como la expresión del pago de intereses en función al stock pasado de la deuda pública y la tasa de interés implícita de la deuda pública:

$$DF_t = DP_t + Int_t \quad (6)$$

$$Int_t = i_t D_{t-1} \quad (7)$$

Por otra parte, se tiene la siguiente identidad de la deuda pública, la cual está en función a la deuda pública del periodo anterior (actualizado por el tipo de cambio del periodo actual) más el nuevo endeudamiento y menos las amortizaciones:

$$D_t = D_{t-1}^{TCt} + Endeu_t - Amort_t \quad (8)$$

Reemplazando (5) en (8) y realizando arreglos algebraicos adicionales:

$$D_t = D_{t-1}^{TCt} + DF_t - UsodeAct_t^{DFt} + AcumdeAct_t^{DFt} + Endeu_t^{Amortt} + Endeu_t^{Otrost} + Prefinan_t - Amort_t$$

$$Otrost_t^{Dt} = AcumdeAct_t^{DFt} - UsodeAct_t^{DFt} + Endeu_t^{Otrost} + Prefinan_t \quad (9)$$

$$D_t = D_{t-1}^{TCt} + DF_t + Otrost_t^{Dt}$$

$$D_t = D_{t-1}^{TC_t} + DP_t + Int_t + Otros_t^{D_t}$$

$$D_t = D_{t-1}^{TC_t} + DP_t + i_t D_{t-1} + Otros_t^{D_t} \quad (10)$$

La depreciación de la moneda en términos del tipo de cambio es la siguiente:

$$\frac{e_t - e_{t-1}}{e_{t-1}} = \varepsilon_t$$

$$\frac{e_t}{e_{t-1}} = 1 + \varepsilon_t \quad (11)$$

Desagregando, en (10), la deuda pública del periodo anterior en términos de deuda pública doméstica y deuda pública externa (actualizada por tipo de cambio); y luego reemplazando (11) en (10):

$$D_t = D_{t-1}^d + \frac{e_t}{e_{t-1}} D_{t-1}^e + DP_t + i_t D_{t-1} + Otros_t^{D_t}$$

$$D_t = D_{t-1}^d + D_{t-1}^e + \varepsilon_t D_{t-1}^e + DP_t + i_t D_{t-1} + Otros_t^{D_t}$$

$$D_t = D_{t-1} + \varepsilon_t D_{t-1}^e + DP_t + i_t D_{t-1} + Otros_t^{D_t} \quad (12)$$

Se coloca el PBI nominal como cociente en ambos lados de (12)

$$\frac{D_t}{Y_t} = \frac{D_{t-1}}{Y_{t-1}(1+\varphi_t)} + \frac{\varepsilon_t D_{t-1}^e}{Y_{t-1}(1+\varphi_t)} + \frac{DP_t}{Y_t} + \frac{i_t D_{t-1}}{Y_{t-1}(1+\varphi_t)} + \frac{Otros_t^{D_t}}{Y_t} \quad (13)$$

Cabe señalar que el PBI nominal se puede expresar de la siguiente manera:

$$Y_t = Y_{t-1}(1 + \varphi_t)$$

$$(1 + \varphi_t) = (1 + g_t)(1 + \pi_t)$$

Colocando (13) en términos de porcentaje del PBI, se llega a la ecuación de la dinámica de la deuda pública en función a sus determinantes macrofiscales

$$d_t = \frac{d_{t-1}}{1+\varphi_t} + \frac{\varepsilon_t d_{t-1}^e}{1+\varphi_t} + dp_t + \frac{i_t d_{t-1}}{1+\varphi_t} + otros_t^{d_t} \quad (14)$$

Procedimiento para hallar ecuaciones relacionadas a la tasa de interés implícita de la deuda pública:

El pago de intereses de la deuda pública está influenciado por la composición de la deuda. Es decir, está sujeto a la proporción de la deuda pública en moneda extranjera, a la proporción de la deuda pública en tasa variable y a la vida media de la deuda pública (la cual determina la concentración de amortizaciones de la deuda pública en un determinado plazo). Asimismo, también está influenciada por el tamaño del stock de deuda pública, tanto por que un mayor stock de deuda pública implica un mayor pago de intereses (por efecto “cantidad”), y por qué un mayor stock de deuda pública está asociado a una mayor percepción de riesgo, lo que generaría una mayor tasa de interés (efecto “precio”).

$$Int_t = i_t D_{t-1} = f(D_{t-2}; DF_{t-1}; D_{t-1}^e; D_{t-1}^{tv}; Amort_{t-1}; \Delta d_{t-1})$$

$$Int_t = i_t D_{t-1} = \theta_t^{D_{t-2}} + \theta_t^{DF_{t-1}} + \theta_t^{D_{t-1}^e} + \theta_t^{D_{t-1}^{tv}} + \theta_t^{Amort_{t-1}} + \theta_t^{\Delta d_{t-1}}$$

Donde:

- D_{t-2} : Deuda pública en el año “t-2” (en unidades de moneda local).
- DF_{t-1} : Déficit fiscal en el año “t-1” (en unidades de moneda local).
- D_{t-1}^e : Deuda pública en moneda extranjera en el año “t-1” (en unidades de moneda local).
- D_{t-1}^{tv} : Deuda pública en tasa variable en el año “t-1” (en unidades de moneda local).
- $Amort_{t-1}$: Amortizaciones de la deuda pública en el año “t-1” (en unidades de moneda local).
- Δd_{t-1} : Variación de la deuda pública en año “t-1” respecto del año “t-2” (en porcentaje del PBI).

- $\theta_t^{D_{t-2}}$: Contribución del stock de la deuda pública en el año “t-2” para determinar el pago de intereses de la deuda pública del año “t” (en unidades de moneda local).
 - $\theta_t^{DF_{t-1}}$: Contribución del déficit fiscal del año “t-1” financiado con endeudamiento público para determinar el pago de intereses de la deuda pública del año “t” (en unidades de moneda local).
 - $\theta_t^{D_{t-1}^e}$: Contribución de la variación del tipo de cambio, asociado al stock de la deuda pública en moneda extranjera en el año “t-1”, para determinar el pago de intereses de la deuda pública del año “t” (en unidades de moneda local).
 - $\theta_t^{D_{t-1}^{tv}}$: Contribución de la variación de las tasas de interés, asociado al stock de la deuda pública en tasa variable en el año “t-1”, para determinar el pago de intereses de la deuda pública del año “t” (en unidades de moneda local).
 - $\theta_t^{Amort_{t-1}}$: Contribución de la concentración del pago de amortizaciones de la deuda pública para determinar el pago de intereses de la deuda pública del año “t” (en unidades de moneda local).
 - $\theta_t^{\Delta d_{t-1}}$: Contribución de la percepción de riesgo soberanos, asociado a la variación del stock de deuda pública en el año “t-1”, para determinar el pago de intereses de la deuda pública del año “t” (en unidades de moneda local).
- i. La contribución del stock de la deuda pública en el año “t-2” para determinar el pago de intereses de la deuda pública del año “t” está determinado de la siguiente manera:

$$\theta_t^{D_{t-2}} = i_{t-1} D_{t-2}$$

- ii. La contribución del déficit fiscal del año “t-1” financiado con endeudamiento público para determinar el pago de intereses de la deuda pública del año “t” está determinado de la siguiente manera:

$$\theta_t^{DF_{t-1}} = DF_{t-1} = \gamma_{t-1}^e Endeu_{t-1}^{e,DF} + \gamma_{t-1}^d Endeu_{t-1}^{d,DF}$$

$$\gamma_{t-1}^e = \gamma_{t-1}^* + \phi_{t-1}^{riesgo\ país}$$

$$\gamma_{t-1}^d = \gamma_{t-1}^e + \alpha_{t-1}^{TC\ e\ inflación}$$

Donde:

- $Endeu_{t-1}^{e,DF}$: Endeudamiento en moneda extranjera realizado para financiar el déficit fiscal del año “t-1” (en unidades de moneda local).
- $Endeu_{t-1}^{d,DF}$: Endeudamiento en moneda doméstica realizado para financiar el déficit fiscal del año “t-1” (en unidades de moneda local).
- γ_{t-1}^e : Tasa de interés del endeudamiento en moneda extranjera realizado para financiar el déficit fiscal del año “t-1” (en porcentaje).
- γ_{t-1}^d : Tasa de interés del endeudamiento en moneda doméstica realizado para financiar el déficit fiscal del año “t-1” (en porcentaje).
- γ_{t-1}^* : Tasa de interés libre de riesgo de endeudamiento en moneda extranjera en el año “t-1” (en porcentaje). Usualmente se toma la tasa del bono soberano de Estados Unidos.
- $\phi_{t-1}^{riesgo\ país}$: Riesgo país en el año “t-1” (en porcentaje). Usualmente se toma el EMBIG.
- $\alpha_{t-1}^{TC\ e\ inflación}$: Componente de depreciación e inflación esperadas para determinar la tasa de interés de endeudamiento en moneda doméstica del país en el año “t-1” (en porcentaje).

- iii. La contribución de la variación del tipo de cambio, asociado al stock de la deuda pública en moneda extranjera en el año “t-1”, para determinar el pago de intereses de la deuda pública del año “t” está determinado de la siguiente manera:

$$\theta_t^{D_{t-1}^e} = \varepsilon_t(i_t^e D_{t-1}^e)$$

Donde:

- ε_t : Depreciación de la moneda local en el año “t” (en porcentaje).
- i_t^e : Tasa de interés implícita de la deuda pública en moneda extranjera en el año “t” (en porcentaje).

- iv. La contribución de la variación de las tasas de interés, asociado al stock de la deuda pública en tasa variable en el año “t-1”, para determinar el pago de intereses de la deuda pública del año “t” está determinado de la siguiente manera:

$$\theta_t^{D_{t-1}^{tv}} = \Delta i_t^{variable} D_{t-1}^{tv}$$

Donde:

- $\Delta i_t^{variable}$: Variación de la tasa de interés, en el año “t”, asociada a la deuda pública a tasa variable (en porcentaje). Usualmente se utiliza como referencia a la tasa *Secured Overnight Financing Rate* (SOFR) o, hasta hace unos años, a la *London Interbank Offered Rate* (LIBOR).
- v. La contribución de la concentración del pago de amortizaciones de la deuda pública para determinar el pago de intereses de la deuda pública del año “t” está determinado de la siguiente manera:

$$\theta_t^{Amort_{t-2}} = Amort_{t-1}^e (\gamma_{t-1}^e - i_{t-2}^e) + Amort_{t-1}^d (\gamma_{t-1}^d - i_{t-2}^d)$$

$$Amort_{t-1}^e = \frac{D_{t-1}^e}{Vidamedia_{t-1}^e}$$

$$Amort_{t-1}^d = \frac{D_{t-1}^d}{Vidamedia_{t-1}^d}$$

Donde:

- i_{t-2}^d : Tasa de interés implícita de la deuda pública en moneda doméstica en el año “t-2” (en porcentaje).
 - $Vidamedia_{t-1}^e$: Vida media de la deuda pública denominada en moneda extranjera en el año “t-1” (en años).
 - $Vidamedia_{t-1}^d$: Vida media de la deuda pública denominada en moneda doméstica en el año “t-1” (en años).
- vi. La contribución de la percepción de riesgo soberano, asociado a la variación del stock de deuda pública en el año “t-1”, para determinar el pago de intereses de la deuda pública del año “t” está determinado de la siguiente manera:

$$\theta_t^{\Delta d_{t-1}} = \Delta \phi_{t-1}^{riesgo\ país\ asociado\ a\ dp} = \beta \Delta d_{t-1}$$

Donde:

- $\Delta\phi_{t-1}^{\text{riesgo país asociado a } dp}$: Variación del riesgo país asociado a la variación de la deuda pública en el año “t-1” (en porcentaje).
- β : Parámetro asociado a la variación del riesgo país por una variación de la deuda pública en 1 punto porcentual del PBI en el año “t-1” (en porcentaje).

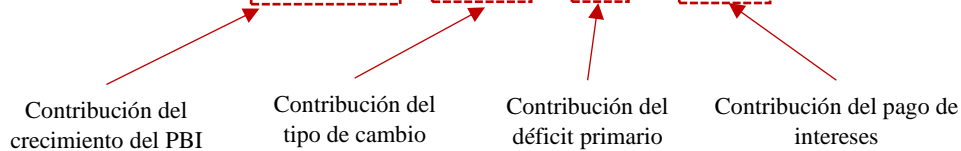
Anexo 3. Determinación de ecuaciones para la desagregación de la variación de la deuda pública

Para determinar la ecuación de la desagregación de la variación de la deuda pública por sus determinantes macrofiscales, se utiliza la expresión (14) del anexo 2 y se resta la deuda pública del periodo anterior a ambos lados de dicha expresión:

$$d_t = \frac{d_{t-1}}{1 + \varphi_t} + \frac{\varepsilon_t d_{t-1}^e}{1 + \varphi_t} + dp_t + \frac{i_t d_{t-1}}{1 + \varphi_t} + otros_t^{d_t}$$

$$d_t - d_{t-1} = \frac{d_{t-1}}{1 + \varphi_t} + \frac{\varepsilon_t d_{t-1}^e}{1 + \varphi_t} + dp_t + \frac{i_t d_{t-1}}{1 + \varphi_t} + otros_t^{d_t} - d_{t-1}$$

$$\Delta d_t = \frac{-\varphi_t}{1 + \varphi_t} d_{t-1} + \frac{\varepsilon_t d_{t-1}^e}{1 + \varphi_t} + dp_t + \frac{i_t d_{t-1}}{1 + \varphi_t} + otros_t^{d_t} \quad (15)$$



$$\Delta d_t = \frac{i_t - \varphi_t}{1 + \varphi_t} d_{t-1} + \frac{\varepsilon_t d_{t-1}^e}{1 + \varphi_t} + dp_t + otros_t^{d_t} \quad (16)$$

Anexo 4. Determinación de ecuaciones para la proyección estocástica de la deuda pública

Modelo VAR en forma reducida

Se dispone de datos trimestrales o anuales observados en el periodo observado $\{1, 2, \dots, T\}$ de las siguientes variables determinantes de la deuda pública

$$d_t = f(i_t^d, \varepsilon_t, g_t, dp_t, \pi_t, i_t^e)$$

$$d_t = \left\{ (1 - \alpha) \frac{(1 + i_t^e)(1 + \varepsilon_t)}{(1 + g_t)(1 + \pi_t)} + \alpha \frac{(1 + i_t^d)}{(1 + g_t)(1 + \pi_t)} \right\} d_{t-1} + dp_t + otros_t$$

Donde:

- d_t : Deuda pública en el año “t” (en porcentaje del PBI).
- dp_t : Déficit primario en el año “t” (en porcentaje del PBI).
- α : Proporción de deuda pública en moneda doméstica (en porcentaje).
- g_t : Crecimiento real del PBI en el año “t” (en porcentaje).
- π_t : Deflactor del PBI en el año “t” (en porcentaje).
- ε_t : Depreciación de la moneda local en el año “t” (en porcentaje).
- i_t^e : Tasa de interés implícita de la deuda pública en moneda extranjera en el año “t” (en porcentaje).
- i_t^d : Tasa de interés implícita de la deuda pública en moneda doméstica en el año “t” (en porcentaje).
- $otros_t$: Tales como prefinanciamientos, uso o acumulación de activos financieros, entre otros, en el año “t” (en porcentaje del PBI).

Se procede a realizar la estimación del siguiente VAR en forma reducida:

$$X_t = \begin{matrix} c \\ (6 \times 1) \end{matrix} + \begin{matrix} \Phi \\ (6 \times 6) \end{matrix} X_{t-1} + u_t$$

$$u_t \sim N(0, \Omega)$$

Donde:

$$X_t = \begin{bmatrix} x_{1,t} \\ x_{2,t} \\ x_{3,t} \\ x_{4,t} \\ x_{5,t} \\ x_{6,t} \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} i_t^d \\ \varepsilon_t \\ g_t \\ dp_t \\ \pi_t \\ i_t^e \end{bmatrix}$$

(6x1)

$$u_t = \Sigma' \varepsilon_t$$

(6x1) = (6x1) (6x1)

$$\varepsilon_t \sim N(0, I)$$

Además:

- $cov(u_t) = \Omega = \Sigma' \Sigma$: Matriz de varianza y covarianzas de los errores de la forma reducida.
- Σ' : Matriz triangular inferior obtenida en forma recursiva (Factorización de Cholesky)

Estimación del VAR en forma reducida

Con los datos de frecuencia trimestral observados se estiman los parámetros del VAR en forma reducida: $(\hat{c}, \hat{\Phi})$

Se obtiene los residuos estimados $\hat{u}_t = X_t - \hat{X}_t$, donde $\hat{X}_t = \hat{c} + \hat{\Phi} X_{t-1}$

Se estima la matriz de varianza y covarianza de los errores de la forma reducida

$$\hat{Q} = Cov(\hat{u}_t)$$

Vía la descomposición de Cholesky obtenemos $\hat{\Sigma}$

$$\hat{Q} = \hat{\Sigma}' \hat{\Sigma} \rightarrow \hat{\Sigma}' = \text{cholesky}(\hat{Q})$$

Proyección y simulación

Se realiza la proyección de d_t anual en el periodo: $\{T + 1, \dots, T + h, \dots, T + H\}$.

Siendo T es el último año con datos observados y H es el número de periodos (anuales) por proyectar.

Para cada horizonte $h = 1, 2, \dots, H$ se registran proyecciones (WEO, MMM, etc.) disponibles de las variables endógenas.

$$\begin{array}{ccccccc}
 T + 1 & T + 2 & & T + h & & T + H \\
 \downarrow & \downarrow & & \downarrow & & \downarrow \\
 X_{T+1}^{proy} & X_{T+2}^{proy} & \dots & X_{T+h}^{proy} & \dots & X_{T+H}^{proy} \\
 (6 \times 1) & (6 \times 1) & & (6 \times 1) & & (6 \times 1)
 \end{array}$$

En cada horizonte $h = 1, 2, \dots, H$ se realizan $Nsim$ simulaciones del vector de endógenas:

$$\begin{array}{ccccccc}
 & & & T + h & & & \\
 & & & \downarrow & & & \\
 T + 1 & T + 2 & \dots & X_{T+h}^{(1)} & \dots & T + H \\
 \cdot & \cdot & \cdot & \vdots & \cdot & \cdot & \\
 & & & X_{T+h}^{(i)} & & & \\
 & & & (6 \times 1) & & & \\
 & & & \vdots & & & \\
 & & & X_{T+h}^{(Nsim)} & & & \\
 & & & (6 \times 1) & & &
 \end{array}$$

Donde:

$$X_{T+h}^{(i)} = \hat{c} + \hat{\Phi} X_{T+h-1}^{(i)} + v_{T+h}^{(i)}$$

$(6 \times 1) = (6 \times 1) + (6 \times 6) (6 \times 1) + v_{T+h}^{(i)}$

Considerando que cuando $h=1$, el vector simulado $X_T^{(i)}$ será idéntico al vector de endógenas en el último periodo observado, esto es X_t , y que el vector de errores $v_t^{(i)}$ posee la misma matriz de covarianza que los errores estimados del VAR estimado, esto es:

$$v_t^{(i)} = \hat{\Sigma}' \epsilon_t^{(i)} \sim N(0, \hat{\Omega}); \quad i = 1, 2, \dots, Nsim$$

Donde:

$$\epsilon_t^{(i)} \sim N(0, I); \quad i = 1, 2, \dots, Nsim$$

Luego, obtenemos las variables endógenas ajustadas:

$$\tilde{X}_{T+h}^{(i)} = [\tilde{x}_{1,T+h}^{(i)} \quad \dots \quad \tilde{x}_{k,T+h}^{(i)} \quad \dots \quad \tilde{x}_{6,T+h}^{(i)}]'$$

Bajo los siguientes criterios:

- Según disponibilidad de proyección de cada variable endógena (β_k , para $k=1, 2, \dots, 6$), β_k tomará el valor de 1 en caso se disponga de proyecciones para k , y 0 en caso contrario. En este último caso se utilizará como proxy de proyección la ecuación respectiva del VAR estimado.
- Según la magnitud del error que se desee utilizar ($\hat{\sigma}_k$), $\hat{\sigma}_k$ tomará el valor de 1 si se desea utilizar el error del VAR y $\hat{\sigma}_k \neq 1$ veces el error del VAR en caso contrario.

Siendo la fórmula resultante

$$\tilde{x}_k^{(i)} = (1 - \beta_k) \left(\hat{c}_k + \hat{\Phi}_{(k,:)} X_{T+h-1}^{(i)} + v_{k,T+h}^{(i)} \right) + \beta_k (x_{k,T+h}^{proy} + \hat{\sigma}_k \cdot v_{k,T+h}^{(i)})$$

Se cuenta con una serie observada de los valores de d_t para $t = 1, 2, \dots, T$ años.

Se cuenta con índice de porcentaje de la deuda en soles, α , establecido por default en 50%.

Para cada horizonte $h = 1, 2, \dots, H$ se cuenta con niveles de choques esperados a la deuda

$$\begin{array}{cccccc} T+1 & T+2 & \dots & T+h & \dots & T+H \\ \downarrow & \downarrow & \dots & \downarrow & \dots & \downarrow \\ \text{choque}_{T+1}^{deuda} & \text{choque}_{T+2}^{deuda} & \dots & \text{choque}_{T+h}^{deuda} & \dots & \text{choque}_{T+H}^{deuda} \end{array}$$

En cada horizonte $h = 1, 2, \dots, H$ se estiman $Nsim$ valores de d_t utilizando cada vector de endógenas simulado.

$$\begin{array}{ccccccc} & & & T+h & & & \\ & & & \downarrow & & & \\ T+1 & T+2 & \dots & d_{T+h}^{(1)} = f(\tilde{X}_{T+h}^{(1)}) & \dots & T+H & \\ & & & \vdots & & & \\ & & & d_{T+h}^{(i)} = f(\tilde{X}_{T+h}^{(i)}) & & & \\ & & & \vdots & & & \\ & & & d_{T+h}^{(Nsim)} = f(\tilde{X}_{T+h}^{(Nsim)}) & & & \end{array}$$

Donde:

$$\tilde{X}_{T+h}^{(i)} = \begin{matrix} (6 \times 1) \\ \left[\begin{matrix} \tilde{x}_{1,T+h}^{(i)} \\ \tilde{x}_{2,T+h}^{(i)} \\ \tilde{x}_{3,T+h}^{(i)} \\ \tilde{x}_{4,T+h}^{(i)} \\ \tilde{x}_{5,T+h}^{(i)} \\ \tilde{x}_{6,T+h}^{(i)} \end{matrix} \right] \end{matrix} = \begin{matrix} \left[\begin{matrix} \tilde{i}_{T+h}^{d(i)} \\ \tilde{\varepsilon}_{T+h}^{(i)} \\ \tilde{g}_{T+h}^{(i)} \\ \tilde{dp}_{T+h}^{(i)} \\ \tilde{\pi}_{T+h}^{(i)} \\ \tilde{i}_{T+h}^{e(i)} \end{matrix} \right] \end{matrix}$$

Utilizando la fórmula

$$d_{T+h}^{(i)} = \left\{ (1 - \alpha) \frac{(1 + \tilde{i}_{T+h}^{e(i)}) (1 + \tilde{\varepsilon}_{T+h}^{(i)})}{(1 + \tilde{g}_{T+h}^{(i)}) (1 + \tilde{\pi}_{T+h}^{(i)})} + \alpha \frac{(1 + \tilde{i}_{T+h}^{d(i)})}{(1 + \tilde{g}_{T+h}^{(i)}) (1 + \tilde{\pi}_{T+h}^{(i)})} \right\} d_{T+h-1}^{(i)} + \tilde{dp}_{T+h}^{(i)} + \text{Choque}_{T+h}^{\text{deuda}}$$

El valor proyectado para cada horizonte de tiempo $h = 1, 2, \dots, H$ de d_{T+h} será el promedio simple de las deudas públicas simuladas estocásticamente.

$$\begin{matrix} T + 1 & T + 2 & \dots & & T + h & & \dots & T + H \\ & \cdot & \cdot & & \downarrow & & \cdot & \cdot \\ & & & & d_{T+h} = \frac{1}{Nsim} \sum_{i=1}^{Nsim} d_{T+h}^{(i)} & & & \end{matrix}$$

Las $Nsim$ simulaciones realizadas para cada horizonte de proyección $h = 1, 2, \dots, H$ de la deuda pública se ordenan de menor a mayor y con ello, se elabora el gráfico de abanico (*fanchart*).

Anexo 5. Determinación de ecuaciones para las proyecciones de los activos financieros (ahorros fiscales)

Definición de variables asociadas a los activos financieros en unidades monetarias:

Además de las variables fiscales y asociadas a deuda pública definidas en el anexo 2, se tienen a las siguientes:

- $Act_t^{Otrros_t}$: Variación de activos financieros en el año “t” que no comprende a prefinanciamientos, ni a variación de activos asociados al déficit fiscal del año “t”, ni a uso de activos para financiar amortizaciones de la deuda pública en el año “t” (en unidades de moneda local).
- $FlujosFEF_t$: Flujos netos del FEF (uso y acumulación) en el año “t” (en unidades de moneda local).
- $FlujosSB_t$: Flujos netos de saldos de balance (uso y acumulación), sin incluir flujos asociados al FEF, en el año “t” (en unidades de moneda local).
- $FlujosdeRestosdeAct_t^A$: Flujos netos de otros activos distintos a FEF y saldos de balance en el año “t” (en unidades de moneda local).
- A_t : Stock de activos financieros en el año “t” (en unidades de moneda local).
- A_{t-1}^{TC} : Stock de activos financieros del año “t-1” utilizando el tipo de cambio del año “t” (en unidades de moneda local).
- A_t^d : Stock de activos financieros que están en moneda local en el año “t” (en unidades de moneda local).
- A_t^e : Stock de activos financieros que están en moneda extranjera en el año “t” (en unidades de moneda local).

Definición de variables asociadas a los activos financieros en porcentaje del PBI:

Además de las variables fiscales y asociadas a deuda pública definidas en el anexo 2, se tienen a las siguientes:

- $act_t^{otros_t}$: Variación de activos financieros en el año “t” que no comprende a prefinanciamientos, ni a variación de activos asociados al déficit fiscal del año “t”, ni a

uso de activos para financiar amortizaciones de la deuda pública en el año “t” (en porcentaje del PBI).

- $flujos_{fef_t}$: Flujos netos del FEF (uso y acumulación) en el año “t” (en porcentaje del PBI).
- $flujos_{sb_t}$: Flujos netos de saldos de balance (uso y acumulación), sin incluir flujos asociados al FEF, en el año “t” (en porcentaje del PBI).
- $flujos_{derestosdeact_t}^{a_t}$: Flujos netos de otros activos distintos a FEF y saldos de balance en el año “t” (en porcentaje del PBI).
- a_t : Stock de activos financieros en el año “t” (en porcentaje del PBI).
- $a_{t-1}^{TC_t}$: Stock de activos financieros del año “t-1” utilizando el tipo de cambio del año “t” (en porcentaje del PBI).
- a_t^d : Stock de activos financieros que están en moneda local en el año “t” (en porcentaje del PBI).
- a_t^e : Stock de activos financieros que están en moneda extranjera en el año “t” (en porcentaje del PBI).
- dn_t : Deuda neta en el año “t” (en porcentaje del PBI).
- $dn_{t-1}^{TC_t}$: Deuda neta en el año “t-1” utilizando el tipo de cambio del año “t” (en porcentaje del PBI).
- dn_t^d : Deuda neta que está en moneda local en el año “t” (en porcentaje del PBI).
- dn_t^e : Deuda neta que está en moneda extranjera en el año “t” (en porcentaje del PBI).

Definición de variables macroeconómicas:

Además de las variables macroeconómicas definidas en el anexo 2, se tiene a la siguiente:

- ρ_t : Tasa de rendimiento implícito de los activos financieros en el año “t” (en porcentaje).

i. Ecuación de la dinámica de los activos financieros sin rentabilidad de los activos

Se tiene la siguiente identidad de los activos financieros:

$$A_t = A_{t-1}^{TC_t} + FlujosdeAct_t \quad (17)$$

Donde el flujo de activos se puede expresar de las siguientes tres maneras:

$$FlujosdeAct_t = Prefinan_t - UsodeAct_t + AcumdeAct_t$$

$$FlujosdeAct_t = Prefinan_t - UsodeAct_t^{DF_t} + AcumdeAct_t^{DF_t} + Act_t^{otros} \quad (18)$$

$$FlujosdeAct_t = Prefinan_t + FlujosFEF_t + FlujosSB_t + FlujosdeRestosdeAct_t^{At}$$

Colocando la expresión (17) en términos de activos en moneda local y en moneda extranjera:

$$A_t = A_{t-1}^d + \frac{e_t}{e_{t-1}} A_{t-1}^e + FlujosdeAct_t$$

$$A_t = A_{t-1}^d + A_{t-1}^e + \varepsilon_t A_{t-1}^e + FlujosdeAct_t$$

$$A_t = A_{t-1} + \varepsilon_t A_{t-1}^e + FlujosdeAct_t \quad (19)$$

Colocando como cociente el PBI nominal en ambos lados de (19):

$$\frac{A_t}{Y_t} = \frac{A_{t-1}}{Y_{t-1}(1+\varphi_t)} + \frac{\varepsilon_t A_{t-1}^e}{Y_{t-1}(1+\varphi_t)} + \frac{FlujosdeAct_t}{Y_t} \quad (20)$$

Expresando (20) en términos de porcentaje del PBI, se obtiene la ecuación de la dinámica de los activos financieros (sin considerar rentabilidad de los activos financieros):

$$a_t = \frac{a_{t-1}}{1+\varphi_t} + \frac{\varepsilon_t a_{t-1}^e}{1+\varphi_t} + flujosdeact_t \quad (21)$$

ii. Ecuación de la dinámica de los activos financieros considerando rentabilidad de activos

Se tiene la siguiente identidad de los activos financieros considerando rentabilidad:

$$A_t = A_{t-1}^{TC_t} + \rho_t A_{t-1} + FlujosdeAct_t \quad (22)$$

Colocando la expresión (20) en términos de activos en moneda local y en moneda extranjera:

$$A_t = A_{t-1}^d + \frac{e_t}{e_{t-1}} A_{t-1}^e + \rho_t A_{t-1} + \text{FlujosdeAct}_t$$

$$A_t = A_{t-1}^d + A_{t-1}^e + \varepsilon_t A_{t-1}^e + \rho_t A_{t-1} + \text{FlujosdeAct}_t$$

$$A_t = A_{t-1} + \varepsilon_t A_{t-1}^e + \rho_t A_{t-1} + \text{FlujosdeAct}_t \quad (23)$$

Colocando como cociente el PBI nominal en ambos lados de (23):

$$\frac{A_t}{Y_t} = \frac{A_{t-1}}{Y_{t-1}(1+\varphi_t)} + \frac{\varepsilon_t A_{t-1}^e}{Y_{t-1}(1+\varphi_t)} + \frac{\rho_t A_{t-1}}{Y_{t-1}(1+\varphi_t)} + \frac{\text{FlujosdeAct}_t}{Y_t} \quad (24)$$

Expresando (24) en términos de porcentaje del PBI, se obtiene la ecuación de la dinámica de los activos financieros (considerando rentabilidad de los activos financieros):

$$a_t = \frac{a_{t-1}}{1+\varphi_t} + \frac{\varepsilon_t a_{t-1}^e}{1+\varphi_t} + \frac{\rho_t a_{t-1}}{1+\varphi_t} + \text{flujosdeact}_t \quad (25)$$

iii. Ecuación de la dinámica de la deuda neta

La deuda neta se define como la diferencia entre la deuda bruta y los activos financieros:

$$dn_t = d_{t-1} - a_t \quad (26)$$

Reemplazando (13) y (25) en (26), y luego se realizar algunos arreglos algebraicos, se obtiene la ecuación de la dinámica de la deuda neta:

$$dn_t = \frac{d_{t-1}}{1+\varphi_t} + \frac{\varepsilon_t d_{t-1}^e}{1+\varphi_t} + dp_t + \frac{i_t d_{t-1}}{1+\varphi_t} + \text{otros}_t^{dt} - \frac{a_{t-1}}{1+\varphi_t} - \frac{\varepsilon_t a_{t-1}^e}{1+\varphi_t} - \frac{\rho_t a_{t-1}}{1+\varphi_t} - \text{flujosdeact}_t$$

$$dn_t = \frac{d_{t-1} - a_{t-1}}{1+\varphi_t} + \frac{\varepsilon_t d_{t-1}^e - \varepsilon_t a_{t-1}^e}{1+\varphi_t} + dp_t + \frac{i_t d_{t-1}}{1+\varphi_t} - \frac{\rho_t a_{t-1}}{1+\varphi_t} + \text{otros}_t^{dt} - \text{flujosdeact}_t$$

$$dn_t = \frac{dn_{t-1}}{1+\varphi_t} + \frac{\varepsilon_t dn_{t-1}^e}{1+\varphi_t} + dp_t + \frac{i_t d_{t-1} - \rho_t a_{t-1}}{1+\varphi_t} + otros_t^{dn_t} \quad (27)$$

Donde:

$$otros_t^{dn_t} = otros_t^{d_t} - flujosdeact_t \quad (28)$$

Reemplazando (9) y (18), ambos en porcentaje de PBI, en (28):

$$\begin{aligned} otros_t^{dn_t} = & acumdeact_t^{df_t} - usodeact_t^{df_t} + endeut_t^{otros} + prefinan_t - prefinan_t \\ & + usodeact_t^{df_t} - acumdeact_t^{df_t} - act_t^{otros} \end{aligned}$$

$$otros_t^{dn_t} = endeut_t^{otros} - act_t^{otros}$$

Anexo 6. Determinación de ecuaciones para la desagregación de la variación de los activos financieros

i. Sin rentabilidad de activos financieros

Utilizando la expresión (21) y restando los activos financieros del periodo anterior a cada uno de los lados de dicha expresión:

$$a_t = \frac{a_{t-1}}{1 + \varphi_t} + \frac{\varepsilon_t a_{t-1}^e}{1 + \varphi_t} + \text{flujosdeact}_t$$
$$a_t - a_{t-1} = \frac{a_{t-1}}{1 + \varphi_t} + \frac{\varepsilon_t a_{t-1}^e}{1 + \varphi_t} + \text{flujosdeact}_t - a_{t-1}$$
$$\Delta a_t = \frac{-\varphi_t}{1 + \varphi_t} a_{t-1} + \frac{\varepsilon_t a_{t-1}^e}{1 + \varphi_t} + \text{flujosdeact}_t \quad (29)$$

ii. Con rentabilidad de activos financieros

Utilizando la expresión (25) y restando los activos financieros del periodo anterior a cada uno de los lados de dicha expresión:

$$a_t = \frac{a_{t-1}}{1 + \varphi_t} + \frac{\varepsilon_t a_{t-1}^e}{1 + \varphi_t} + \frac{\rho_t a_{t-1}}{1 + \varphi_t} + \text{flujosdeact}_t$$
$$a_t - a_{t-1} = \frac{a_{t-1}}{1 + \varphi_t} + \frac{\varepsilon_t a_{t-1}^e}{1 + \varphi_t} + \frac{\rho_t a_{t-1}}{1 + \varphi_t} + \text{flujosdeact}_t - a_{t-1}$$
$$\Delta a_t = \frac{\rho_t - \varphi_t}{1 + \varphi_t} a_{t-1} + \frac{\varepsilon_t a_{t-1}^e}{1 + \varphi_t} + \text{flujosdeact}_t \quad (30)$$

iii. Deuda neta

Utilizando la expresión (27) y restando la deuda neta del periodo anterior a cada uno de los lados de dicha expresión:

$$dn_t = \frac{dn_{t-1}}{1 + \varphi_t} + \frac{\varepsilon_t dn_{t-1}^e}{1 + \varphi_t} + dp_t + \frac{i_t d_{t-1} - \rho_t a_{t-1}}{1 + \varphi_t} + otros_t^{dn_t}$$

$$dn_t - dn_{t-1} = \frac{dn_{t-1}}{1 + \varphi_t} + \frac{\varepsilon_t dn_{t-1}^e}{1 + \varphi_t} + dp_t + \frac{i_t d_{t-1} - \rho_t a_{t-1}}{1 + \varphi_t} + otros_t^{dn_t} - dn_{t-1}$$

$$\Delta dn_t = \frac{-\varphi_t}{1 + \varphi_t} dn_{t-1} + \frac{\varepsilon_t dn_{t-1}^e}{1 + \varphi_t} + dp_t + \frac{i_t d_{t-1} - \rho_t a_{t-1}}{1 + \varphi_t} + otros_t^{dn_t} \quad (31)$$

$$\Delta dn_t = \frac{(i_t - \varphi_t)d_{t-1} - (\rho_t - \varphi_t)a_t}{1 + \varphi_t} + \frac{\varepsilon_t dn_{t-1}^e}{1 + \varphi_t} + dp_t + otros_t^{dn_t} \quad (32)$$

Para una dinámica favorable de la deuda neta se requeriría:

$$\rho_t > \varphi_t > i_t$$

Anexo 7. Operaciones de Administración de Deuda realizadas desde 2005 hasta 2020

Tabla 13. OADs realizadas entre 2005 y 2007 (Millones de USD)

Año	Norma legal ¹	Tipo de OAD ²	Contraparte ³	Instrumento retirado con la OAD ⁴	Monto
2005	D.S. N° 080-2005-EF	PPE	CDP	Crédito	1 555
	D.S. N° 162-2005-EF	PPE	JAPECO	Crédito	757
	D.S. N° 166-2003-EF				150
	D.S. N° 175-2003-EF	CTE	BIRF	Crédito	150
	D.S. N° 180-2004-EF				100
	D.S. N° 181-2004-EF				100
	R.M. N° 438-2005-EF/75	CTE	Bonistas	Bonos	811
D.S. N° 052-2005-EF	ICI	Bonistas	Bonos	381	
2006	D.S. N° 180-2005-EF	RPE	BANDES Venezuela	Crédito	15 28
	D.S. N° 052-2006-EF	PPE	JAPECO	Crédito	86
	R.M. N° 259-2006-EF/75	CTE	BIRF	Crédito	150
	R.M. N° 578-2006-EF/75				150
	D.S. N° 072-2006-EF	ICI	Bonistas	BS	749 90
	2007	D.S. N° 058-2007-EF	PPE	CDP	Crédito
D.S. N° 192-2007-EF		PPE	CAF	Crédito	262
R.M. N° 211-2007-EF/75		CME	Deutsche Bank AG	Crédito	201
R.M. N° 382-2007-EF/75		CME	BIRF	Crédito	150
R.M. N° 699-2007-EF/75		CME	Credit Suisse International	Crédito	84
D.S. N° 187-2007-EF		CME/CTE	BID	Crédito	50
R.M. N° 714-2007-EF/75		CME	Bonistas	BG 2014	322
D.S. N° 014-2007-EF		ICE	Bonistas	Bono Brady, PAR, Discount, PDI y FLIRP	2 262
D.S. N° 002-2007-EF		CME/CTE	Banco de la Nación	Crédito	828

Nota: 1/ D.S.: Decreto Supremo; R.M.: Resolución Ministerial; D.U.: Decreto de Urgencia. 2/ PP: Prepagado; IC: Intercambio; CT: Conversión de Tasas; CM: Conversión de Moneda; RP: Reprogramación; CD: Canje Deuda; RS: Reestructuración; RC: Recompra; RF: Refinanciación. La última letra E se refiere a Externa y la última letra I se refiere a Interna. 3/ CDP: Club de París; BIRF: Banco Mundial; JAPECO: Japan Peru Oil Company; CAF: Corporación Andina de Fomento. 4/ BS: Bono Soberano; BG: Bono Global. Elaborado en base a datos del MEF.

Tabla 14. OADs realizadas entre 2008 y 2010 (Millones de USD)

Año	Norma legal ¹	Tipo de OAD ²	Contraparte ³	Instrumento retirado con la OAD ⁴	Monto
2008	D.S. N° 192-2007-EF	PPE	CAF	Crédito	167
	D.S. N° 216-2007-EF	PPE	Bonistas	Bono Brady	816
	D.S. N° 163-2008-EF	PPE	CAF	Crédito	150
	R.M. N° 714-2007-EF/75	CME	Bonistas	BG 2014	160
	R.M. N° 714-2007-EF/75	CME	Bonistas	BG 2014	161
	R.M. N° 714-2007-EF/75	CME	Bonistas	BG 2014	164
	R.M. N° 147-2008-EF/75	CME	Diversos	Diversos	60
					39
	R.M. N° 714-2007-EF/75	CME	Bonistas	BG 2014	171
	D.S. N° 187-2007-EF	CME	BID	Crédito	85
D.S. N° 110-2008-EF	CDE	CDP	Deuda	25	
2009	D.S. N° 150-2009-EF	PPE	CDP	Crédito	852
	D.S. N° 085-2009-EF	CTE	BIRF	Crédito	379
	D.S. N° 085-2009-EF	CTE	BIRF	Crédito	496
	R.M. N° 247-2009-EF/75	CTE	BIRF	Crédito	659
	D.S. N° 112-2009-EF	CME/CTE	BID	Crédito	1 517
	D.S. N° 112-2009-EF	CME/CTE	BID	Crédito	584
	D.S. N° 261-2009-EF	ICI	Bonistas	BS	3
	D.S. N° 261-2009-EF	ICI	Bonistas	BS	276
	D.S. N° 001-2009-EF	CDE	Alemania	Crédito	14
	D.S. N° 155-2009-EF	RSE	Japón	Crédito	30
		CME			16
		CME/CTE			584
	D.S. N° 112-2009-EF	CME/CTE	BID	Crédito	1 517
		CME			1 295
		CME			200
2010	D.S. N° 299-2009-EF	PPI	BBVA Continental	Crédito	34
			JICA		849
	D.S. N° 223-2010-EF	PPE	BID	Crédito	786
			Otros		86
			Otros	Deuda	63
	D.S. N° 233-2010-EF	PPE	CAF	Crédito	386
	R.M. N° 431-2009-EF/75	CME	Deutsche Bank AG	Crédito	73
	D.S. N° 187-2007-EF	CME	BID	Crédito	30
	D.S. N° 102-2010-EF	RCE	Bonistas	BG 2012, 2014, 2015 y 2016	415
	D.S. N° 102-2010-EF	ICE	Bonistas	BG 2012, 2014, 2015 y 2016	1 385
	D.S. N° 163-2010-EF	ICI	Bonistas	BS 2011, BS 2012, BS 2016, BS 2017	541
	D.S. N° 165-2010-EF	CDE	KfW Alemania	Crédito	21
	D.S. N° 215-2010-EF	CDE	KfW Alemania	Crédito	13

Nota: 1/ D.S.: Decreto Supremo; R.M.: Resolución Ministerial; D.U.: Decreto de Urgencia. 2/ PP: Prepagado; IC: Intercambio; CT: Conversión de Tasas; CM: Conversión de Moneda; RP: Reprogramación; CD: Canje Deuda; RS: Reestructuración; RC: Recompra; RF: Refinanciación. La última letra E se refiere a Externa y la última letra I se refiere a Interna. 3/ CDP: Club de París; BIRF: Banco Mundial; JAPECO: Japan Peru Oil Company; CAF: Corporación Andina de Fomento. 4/ BS: Bono Soberano; BG: Bono Global. Elaborado en base a datos del MEF.

Tabla 15. OADs realizadas entre 2011 y 2015 (Millones de USD)

Año	Norma legal ¹	Tipo de OAD ²	Contraparte ³	Instrumento retirado con la OAD ⁴	Monto
2011	R.M. N° 431-2009-EF/75	CME/CTE	Deutsche Bank AG	Crédito	16
	D.S. N° 187-2007-EF	CME/CTE	BID	Crédito	35
	D.S. N° 237-2009-EF	CME/CTE	BID	Crédito	50
	D.S. N° 163-2010-EF	ICI	Bonistas	BS 2017	28
	D.S. N° 112-2011-EF	CDE	KfW Alemania	Deuda	11
2012	D.S. N° 149-2010-EF	RFI	Banco de la Nación	Crédito	93
2013	D.S. N° 037-2013-EF	PPE	Banco de la Nación	BID	1 373
				BIRF	422
	D.S. N° 244-2010-EF	RFI	Banco de la Nación	Crédito	9
	D.S. N° 244-2010-EF	RFI	Banco de la Nación	Crédito	15
	D.S. N° 247-2011-EF	RFI	Banco de la Nación	Crédito	33
2014	D.S. N° 298-2014-EF	ICE	Bonistas	BG 2016	42
				BG 2015	2
				BG 2019	6
				BG 2015	8
		RCE	Bonistas	BG 2016	246
				BG 2019	426
		ICI	Bonistas	BS 2015	292
				BS 2020	850
		RCI	Bonistas	BS 2015	31
				BS 2020	50
D.S. N° 244-2010-EF	RFI	Banco de la Nación	Crédito	18	
2015	D.S. N° 052-2015-EF	ICE	Bonistas	BG 2016	92
				BG 2019	21
				BG 2025	237
		ICI		BS 2015	89
				BS 2017	139
				BS 2020	116
				BS 2029	305

Nota: 1/ D.S.: Decreto Supremo; R.M.: Resolución Ministerial; D.U.: Decreto de Urgencia. 2/ PP: Prepago; IC: Intercambio; CT: Conversión de Tasas; CM: Conversión de Moneda; RP: Reprogramación; CD: Canje Deuda; RS: Reestructuración; RC: Recompra; RF: Refinanciación. La última letra E se refiere a Externa y la última letra I se refiere a Interna. 3/ CDP: Club de París; BIRF: Banco Mundial; JAPECO: Japan Peru Oil Company; CAF: Corporación Andina de Fomento. 4/ BS: Bono Soberano; BG: Bono Global. Elaborado en base a datos del MEF.

Tabla 16. OADs realizadas entre 2016 y 2018 (Millones de USD)

Año	Norma legal ¹	Tipo de OAD ²	Contraparte ³	Instrumento retirado con la OAD ⁴	Monto
2016	D.S. N° 269-2016-EF	ICE	Bonistas	BG 2019	164
				BG 2025	182
				BG 2033	45
				BG 2037	28
		ICI	Bonistas	BS 2017	414
				BS 2020	553
				BS 2023	650
				BS 2026	311
		RCE	Bonistas	BG 2019	133
				BG 2025	39
				BG 2033	12
		RCI	Bonistas	BG 2037	9
				BS 2017	173
D.S. N° 286-2012-EF	RFI	Banco de la Nación	Crédito	53	
D.S. N° 287-2012-EF	RFI	Banco de la Nación	Crédito	28	
D.S. N° 263-2012-EF	RFI	Banco de la Nación	Crédito	211	
2017	R.M. N° 247-2017-EF/52	PPE	BIRF	Crédito	1 344
			BID	1 262	
			CAF	89	
			JICA	307	
	D.S. N° 235-2013-EF	RFI	Banco de la Nación	Crédito	7
	D.S. N° 126-2014-EF	RFI	Banco de la Nación	Crédito	7
	D.S. N° 211-2012-EF	RFI	Banco de la Nación	Crédito	21
	D.S. N° 267-2013-EF	RFI	Banco de la Nación	Crédito	7
	D.S. N° 211-2012-EF	RFI	Banco de la Nación	Crédito	187
	D.S. N° 267-2013-EF	RFI	Banco de la Nación	Crédito	423
D.S. N° 331-2014-EF	RFI	Banco de la Nación	Crédito	9	
D.S. N° 358-2013-EF	RFI	Banco de la Nación	Crédito	15	
D.S. N° 359-2013-EF	RFI	Banco de la Nación	Crédito	4	
2018	R.M. N° 363 y 408-2018-EF/52	ICI	Bonistas	BS 2020	840
				BS 2029	477
D.S. N° 361-2014-EF	RFI	Banco de la Nación	Crédito	15	

Nota: 1/ D.S.: Decreto Supremo; R.M.: Resolución Ministerial; D.U.: Decreto de Urgencia. 2/ PP: Prepago; IC: Intercambio; CT: Conversión de Tasas; CM: Conversión de Moneda; RP: Reprogramación; CD: Canje Deuda; RS: Reestructuración; RC: Recompra; RF: Refinanciación. La última letra E se refiere a Externa y la última letra I se refiere a Interna. 3/ CDP: Club de París; BIRF: Banco Mundial; JAPECO: Japan Peru Oil Company; CAF: Corporación Andina de Fomento. 4/ BS: Bono Soberano; BG: Bono Global. Elaborado en base a datos del MEF.

Tabla 17. OADs realizadas entre 2019 y 2020 (Millones de USD)

Año	Norma legal ¹	Tipo de OAD ²	Contraparte ³	Instrumento retirado con la OAD ⁴	Monto
2019	Ley N° 30881	RCE	Bonistas	BG 2025	146
		RCE	Bonistas	BG 2027	188
		RCE	Bonistas	BG 2033	36
		RCE	Bonistas	BG 2037	35
		RCE	Bonistas	BG 2026	3
		RCE	Bonistas	BG 2030	2
		RCE	Bonistas	BS 2023	139
		RCE	Bonistas	BS 2040	1 425
		ICI	Bonistas	BS 2023	1 320
		ICE	Bonistas	BG 2025	105
		ICE	Bonistas	BG 2027	49
		ICE	Bonistas	BS 2020	22
		ICE	Bonistas	BG 2037	25
		ICE	Bonistas	BS 2020	282
		RCE	Bonistas	BS 2029	41
	R.M. N° 465-2019-EF/52	PPE	CAF	Crédito	82
	Ley N° 30881	IC	Bonistas	BS 2020	126
D.S. N° 330-2014-EF	RFI	Banco de la Nación	Crédito	40	
D.S. N° 250-2014-EF	RFI	Banco de la Nación	Crédito	350	
D.S. N° 254-2015-EF	RFI	Banco de la Nación	Crédito	36	
D.S. N° 280-2015-EF	RFI	Banco de la Nación	Crédito	191	
D.S. N° 373-2014-EF	RFI	Banco de la Nación	Crédito	174	
2020	D.U. N° 016-2019	PPE	Bonistas	Bonos Brady	54

Nota: 1/ D.S.: Decreto Supremo; R.M.: Resolución Ministerial; D.U.: Decreto de Urgencia. 2/ PP: Prepago; IC: Intercambio; CT: Conversión de Tasas; CM: Conversión de Moneda; RP: Reprogramación; CD: Canje Deuda; RS: Reestructuración; RC: Recompra; RF: Refinanciación. La última letra E se refiere a Externa y la última letra I se refiere a Interna. 3/ CDP: Club de París; BIRF: Banco Mundial; JAPECO: Japan Peru Oil Company; CAF: Corporación Andina de Fomento. 4/ BS: Bono Soberano; BG: Bono Global. Elaborado en base a datos del MEF.

Anexo 8. Flujos anuales del FEF desde 2001 hasta 2022

Tabla 18. Fondo de Estabilización Fiscal (Millones de USD)

Año	1. Saldo al inicio del periodo	2. Ingresos (2.1 + 2.2)	2.1. Transferencias del Tesoro Público	2.2. Intereses del FEF	3. Gastos	4. Saldo al final del periodo (1 + 2 - 3)
2001	100	174	169	5	92	182
2002	182	130	126	4	0	312
2003	312	5	2	3	22	295
2004	295	7	3	4	0	302
2005	302	12	3	9	0	314
2006	314	22	6	16	0	336
2007	336	149	128	21	0	485
2008	485	1 321	1 295	26	0	1 807
2009	1 807	7	3	4	0	1 814
2010	1 814	300	296	4	0	2 114
2011	2 114	3 513	3 505	8	0	5 627
2012	5 627	1 543	1 537	6	0	7 169
2013	7 169	1 421	1 414	8	0	8 590
2014	8 590	569	548	21	0	9 160
2015	9 160	14	3	11	1 271	7 902
2016	7 902	384	352	32	29	8 258
2017	8 258	97	2	95	1 956	6 398
2018	6 398	132	2	130	761	5 770
2019	5 770	145	2	143	443	5 472
2020	5 472	52	2	51	5 523	1
2021	1	3	3	0	0	4
2022*	4	1 400	1 400			1 404

Nota: Para 2022, se considera información preliminar hasta abril de dicho año. Elaborado en base a datos del MEF.

Anexo 9. Metodología para el cálculo de errores de proyección del resultado económico y de la deuda pública

Se define al error de proyección de una variable de la siguiente manera:

$$\epsilon_t^X = X_t - X_t^* \quad (\text{i})$$

$$X_t^* = E[X_t | t - 1] \quad (\text{ii})$$

Donde:

- ϵ_t^X : Error de proyección de la variable “X” en el año “t”.
- X_t : Valor observado de la variable “X” en el año “t”.
- X_t^* : Valor proyectado de la variable “X” para el año “t” (la proyección fue realizada en el año “t-1”).

• Resultado económico

La identidad del resultado económico observado es la siguiente:

$$re_t = if_t - gnf_t + otrosre_t \quad (\text{iii})$$

Donde:

- re_t : Resultado económico en el año “t” (en porcentaje del PBI).
- if_t : Ingresos fiscales en el año “t” (en porcentaje del PBI).
- gnf_t : Gasto público no financiero en el año “t” (en porcentaje del PBI).
- $otrosre_t$: Otras variables que indiquen en el resultado económico tales como el pago de intereses de la deuda pública, el resultado primario de empresas públicas, entre otros (en porcentaje del PBI).

Análogamente, la identidad del resultado económico proyectado para “t” (cuya proyección fue realizada en “t-1”) aplicando la definición de (ii) en (iii) es:

$$re_t^* = if_t^* - gnf_t^* + otrosre_t^* \quad (\text{iv})$$

En ese sentido, para determinar el error de proyección del resultado económico, se realiza una interacción entre las expresiones (iii) y (iv), y aplicando la definición de (i):

$$re_t - re_t^* = if_t - gnf_t + otrosre_t - if_t^* + gnf_t^* - otrosre_t^*$$

$$\epsilon_t^{re} = (if_t - if_t^*) - (gnf_t - gnf_t^*) + (otrosre_t - otrosre_t^*)$$

$$\epsilon_t^{re} = \epsilon_t^{if} - \epsilon_t^{gnf} + \theta_t^{otrosre} \quad (v)$$

Dado que ϵ_t^{re} , ϵ_t^{if} y ϵ_t^{gnf} son valores rápidamente calculables, se define a $\theta_t^{otrosre}$ al residuo que resulta del error de proyección del resultado económico menos el error de proyección de los ingresos fiscales más el error de proyección del gasto público no financiero.

$$\theta_t^{otrosre} = \epsilon_t^{re} - \epsilon_t^{if} + \epsilon_t^{gnf}$$

De esta manera, se puede reescribir (v) de la siguiente forma para tener la expresión general del error de proyección del resultado económico en base a sus componentes fiscales:

$$\epsilon_t^{re} = \theta_t^{if} - \theta_t^{gnf} + \theta_t^{otrosre} \quad (vi)$$

Donde:

- $\theta_t^{if} = \epsilon_t^{if}$: Contribución del error de proyección de los ingresos fiscales del año “t” para explicar el error de proyección del resultado económico en el año “t” (en porcentaje del PBI).
- $\theta_t^{gnf} = \epsilon_t^{gnf}$: Contribución del error de proyección del gasto público no financiero del año “t” para explicar el error de proyección del resultado económico en el año “t” (en porcentaje del PBI).
- $\theta_t^{otrosre}$: Contribución del error de proyección de otros factores del año “t” para explicar el error de proyección del resultado económico en el año “t” (en porcentaje del PBI).

- **Deuda pública**

Tal como se mostró en el anexo 2, la deuda pública tiene como principales determinantes macroeconómicos y fiscales al crecimiento del PBI, al tipo de cambio y al resultado económico (resultado primario e intereses). En ese sentido, se desagrega el error de proyección de la deuda pública de la siguiente manera:

$$\epsilon_t^d = \theta_t^Y + \theta_t^{TC} + \theta_t^{RE} + \theta_t^{otrosd} \quad (\text{vii})$$

Donde:

- ϵ_t^d : Error de proyección de la deuda pública en el año “t” (en porcentaje del PBI).
- θ_t^Y : Contribución del error de proyección del PBI del año “t” para explicar el error de proyección de la deuda pública en el año “t” (en porcentaje del PBI).
- θ_t^{TC} : Contribución del error del tipo de cambio fin de periodo del año “t” para explicar el error de proyección de la deuda pública en el año “t” (en porcentaje del PBI).
- θ_t^{RE} : Contribución del error del resultado económico del año “t” para explicar el error de proyección de la deuda pública en el año “t” (en porcentaje del PBI).
- θ_t^{otrosd} : Contribución del error de proyección de otros factores del año “t” para explicar el error de proyección de la deuda pública en el año “t” (en porcentaje del PBI).

Para la contribución del error de proyección del PBI del año “t”, se mantiene fija a la deuda pública proyectada y se varía al PBI nominal:

$$\theta_t^Y = \frac{D_t^*}{Y_t} - \frac{D_t^*}{Y_t^*}$$

$$\theta_t^Y = \frac{D_t^*}{Y_t^*} \left(\frac{Y_t^*}{Y_t} - 1 \right)$$

$$\theta_t^Y = d_t^* \left(\frac{Y_t^*}{Y_t} - 1 \right) \quad (\text{viii})$$

Donde:

- D_t^* : Deuda pública proyectada para el año “t”, cuya proyección fue realizada en “t-1” (en unidades de moneda local).
- d_t^* : Deuda pública proyectada para el año “t”, cuya proyección fue realizada en “t-1” (en porcentaje del PBI).
- Y_t^* : PBI nominal proyectado para el año “t”, cuya proyección fue realizada en “t-1” (en unidades de moneda local).
- Y_t : PBI nominal observado en el año “t” (en unidades de moneda local).

Para la contribución del error de proyección del tipo de cambio fin de periodo del año “t”, se mantiene fija a la deuda pública en moneda extranjera proyectada y el PBI nominal proyectado, y se varía el tipo de cambio:

$$\theta_t^{TC} = \frac{D_t^{e*} e_t}{Y_t^* e_t^*} - \frac{D_t^{e*} e_t^*}{Y_t^* e_t^*}$$

$$\theta_t^{TC} = d_t^{e*} \frac{e_t}{e_t^*} - d_t^{e*} \frac{e_t^*}{e_t^*}$$

$$\theta_t^{TC} = d_t^{e*} \left(\frac{e_t}{e_t^*} - 1 \right) \quad (\text{ix})$$

Donde:

- D_t^{e*} : Deuda pública en moneda extranjera proyectada para el año “t”, cuya proyección fue realizada en “t-1” (en unidades de moneda local).
- d_t^{e*} : Deuda pública proyectada para el año “t”, cuya proyección fue realizada en “t+1” (en porcentaje del PBI).
- e_t^* : Tipo de cambio fin de periodo proyectado para el año “t”, cuya proyección fue realizada en “t+1” (unidades de moneda local por 1 USD).
- e_t : Tipo de cambio fin de periodo observado en el año “t” (unidades de moneda local por 1 USD).

Para la contribución del error de proyección del resultado económico del año “t”, se mantiene fijo el PBI nominal proyectado, y se varía el resultado económico:

$$\theta_t^{RE} = \frac{RE_t}{Y_t^*} - \frac{RE_t^*}{Y_t^*}$$

$$\theta_t^{RE} = \frac{RE_t Y_t}{Y_t^* Y_t} - \frac{RE_t^*}{Y_t^*}$$

$$\theta_t^{RE} = re_t \frac{Y_t}{Y_t^*} - re_t^* \quad (x)$$

Donde:

- RE_t : Resultado económico observado en el año “t” (en unidades de moneda local).
- RE_t^* : Resultado económico proyectado para el año “t”, cuya proyección fue realizada en “t-1” (en unidades de moneda local).
- re_t : Resultado económico observado en el año “t” (en porcentaje del PBI).
- re_t^* : Resultado económico proyectado para el año “t”, cuya proyección fue realizada en “t-1” (en porcentaje del PBI).

Por último, la contribución del error de proyección de otros factores año “t” es un residuo que se obtiene de la expresión (vii), dado que se conoce numéricamente el error de proyección de la deuda pública en el año “t” y que las contribuciones del error de proyección del PBI, del tipo de cambio y del resultado económico son calculados mediante las expresiones (viii), (ix) y (x), respectivamente.

$$\theta_t^{otrosd} = \theta_t^Y + \theta_t^{TC} + \theta_t^{RE} - \epsilon_t^d$$

Anexo 10. Plan económico frente a la COVID-19

El contenido de este anexo corresponde a una actualización del Plan Económico frente a la COVID-19 plasmado en MEF (2020), ya que en dicho documento solo se colocó el monto del plan hasta 2020.

Objetivo del Plan Económico

El Estado peruano adoptó un Plan Económico para afrontar a la COVID-19 por alrededor de 22% del PBI¹⁰¹ entre 2020 y 2021, el cual tuvo por objetivo minimizar los efectos sociales y económicos de la pandemia en la economía peruana. De esta manera, se diseñó un Plan que contenga la crisis sanitaria, a través del fortalecimiento oportuno de los sistemas de salud para satisfacer la demanda de atención hospitalaria de la población; y la entrega de ayudas económicas a las familias y empresas más vulnerables en el contexto de medidas de inmovilización social. Además, este Plan buscó garantizar el funcionamiento de la cadena de pagos, e impulsar la economía. Así, se mitigó el impacto negativo de la COVID-19 sobre la salud, el empleo y la actividad económica.

Fases del plan

Las medidas implementadas en el Plan Económico frente a la COVID-19 permitieron cubrir la etapa de contención de la crisis sanitaria y la reactivación económica. Las medidas en la etapa de contención de la crisis sanitaria tuvieron por objetivo incrementar la capacidad de respuesta del sistema de salud en el muy corto plazo, y proveer de alivio económico a las familias y empresas durante el periodo de aislamiento social. Por otro lado, las medidas de reactivación económica estuvieron dirigidas a fomentar el retorno en el más breve plazo a la senda de crecimiento potencial de la economía peruana, que garantice el funcionamiento de la cadena de pagos, y permita la continuidad de la implementación del Plan Nacional de Competitividad y Productividad, y el Plan Nacional de Infraestructura.

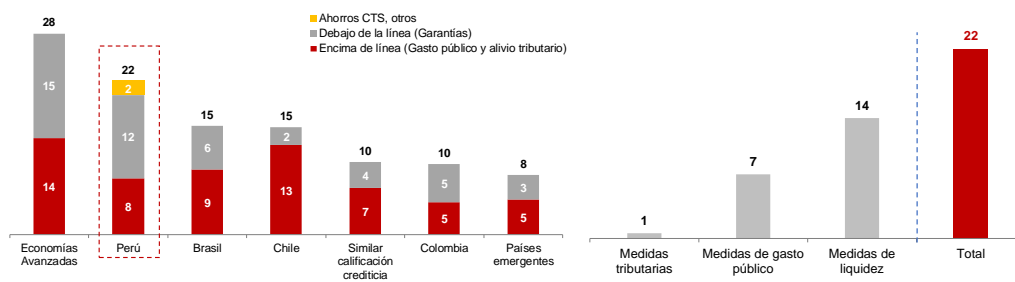
Instrumentos del plan

El Plan contó con un conjunto de instrumentos de política económica. El Plan, que implicó el uso de recursos por alrededor de 22% del PBI, tuvo entre sus instrumentos medidas

¹⁰¹ Considera la ejecución de medidas de gasto e ingresos públicos del 2020 y 2021. Asimismo, incluye las medidas de liquidez adoptadas en 2020 y 2021.

tributarias por 1% del PBI, como aplazamiento de pago de impuestos tanto para personas naturales como para empresas; así como, medidas de gasto público por 7% del PBI, orientadas a fortalecer el sistema de salud, ayuda económica a familias, y mantenimiento e inversión pública para reactivar la economía. Además, dispuso de medidas que otorgan liquidez¹⁰² a las familias y empresas por 14% del PBI, mediante programas de garantía pública de créditos, y liberación y retiros extraordinarios de ahorro privado como CTS y AFP. Todo ello tal como se muestra en la figura 150.

Figura 150. Perú: Plan Económico frente a la COVID-19 por magnitudes de sus instrumentos (% del PBI)



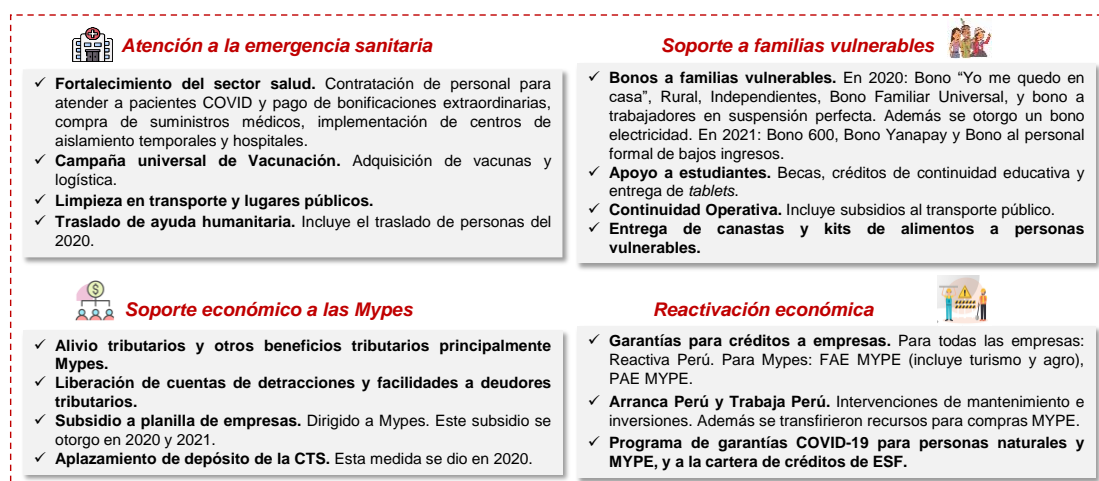
Nota: Adicionalmente a las medidas del Plan Económico frente a la COVID-19, el Congreso de la República aprobó medidas de acceso a los fondos del sistema de pensiones, como el retiro del 25% de fondos de las AFP y el retiro de hasta S/ 4 300 de los fondos de la ONP. Elaborado en base a datos del MEF.

Ejes del plan

Los instrumentos de política económica, implementados en el Plan, se enfocaron en cuatro ejes de acción: (i) Atención inmediata a la emergencia, en la cual se buscó fortalecer los sistemas de salud que incluye la campaña de vacunación, realizar acciones de limpieza, garantizar el orden público y brindar ayuda humanitaria; (ii) Soporte económico a las familias vulnerables, que corresponde a la entrega de subsidios a hogares, alivio tributario, liquidez por medio de fondos previsionales y CTS, y continuidad de la operatividad de entidades públicas; (iii) Soporte a empresas, principalmente las MYPE, lo cual comprendió el subsidio a la planilla, el aplazamiento del depósito de la CTS, aplazamiento de pagos de impuestos y liquidez por liberación de cuenta de detracciones; y (iv) Garantizar la cadena de pagos y brindar apoyo y soporte a la economía, en este eje destacaron los programas de garantías de créditos, y las medidas de gasto público de mantenimiento de infraestructura e inversión. Todo ello tal como se muestra en la figura 151.

¹⁰² Las medidas de liquidez no implican un costo fiscal.

Figura 151. Perú: Plan Económico frente a la COVID-19 por ejes



Nota: Adicionalmente a las medidas del Plan Económico frente a la COVID-19, el Congreso de la República aprobó medidas de acceso a los fondos del sistema de pensiones, como el retiro del 25% de fondos de las AFP y el retiro de hasta S/ 4 300 de los fondos de la ONP. Elaborado en base a datos del MEF.

En ese sentido, el Plan Económico frente a la COVID-19 implementado en Perú fue uno de los planes económicos de mayor magnitud de la región y entre los países emergentes. Para abordar los desafíos económicos y sociales planteados por la pandemia, los gobiernos de diversos países realizaron medidas fiscales de gran tamaño. Por ejemplo, implementaron medidas de política fiscal "por encima de la línea"¹⁰³ asociadas a gasto público adicional¹⁰⁴, subvenciones de capital y transferencias específicas¹⁰⁵, así como medidas tributarias¹⁰⁶. Además, implementaron medidas de política fiscal "por debajo de la línea"¹⁰⁷ que incluyen créditos y/o garantías gubernamentales para créditos a empresas. De esta manera, los países emergentes han adoptado, en promedio, medidas fiscales por 8% del PBI (de los cuales, 3% del PBI corresponden a medidas "por debajo de la línea"); mientras que, países avanzados han adoptado, en promedio, medidas fiscales por 28% del PBI (15% del PBI de medidas

¹⁰³ Las medidas "por encima de la línea" están referidas a medidas tributarias y de gasto público que afectan el resultado económico y la deuda pública en el momento en que se realizan. Se llaman "por encima de la línea", debido a que el resultado económico es la "línea" de referencia para la contabilización de cuentas fiscales, y las cuentas tributarias y de gasto público se ubican por encima del resultado económico según el Manual de Estadísticas Fiscales del FMI.

¹⁰⁴ Como los relacionados a fortalecer los servicios de salud y beneficios de desempleo.

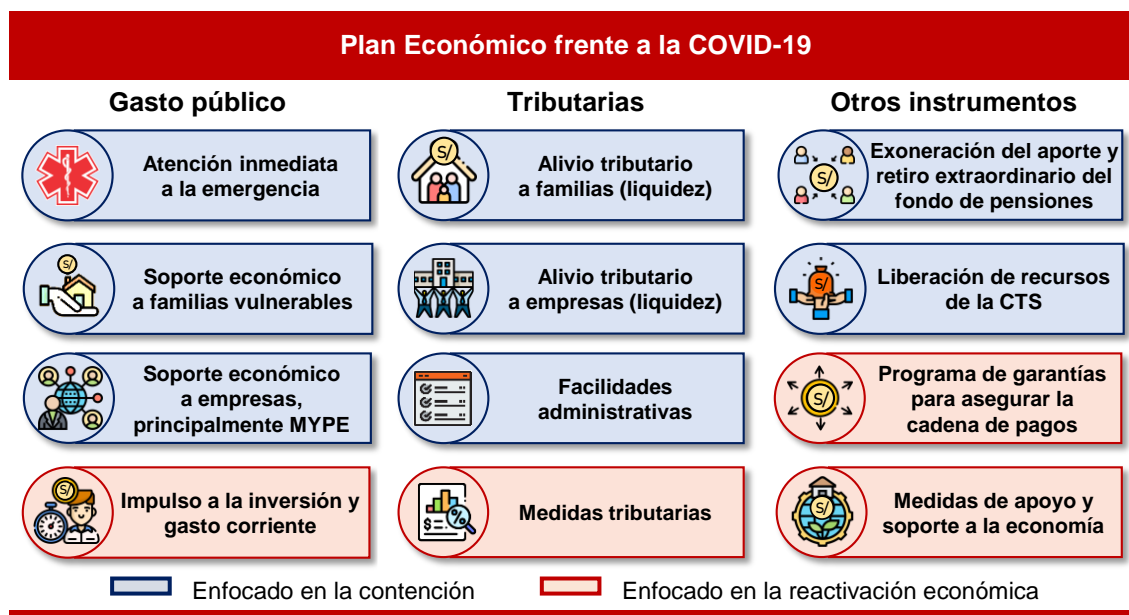
¹⁰⁵ Como los subsidios salariales o transferencias directas.

¹⁰⁶ Como aplazamientos de pagos de impuestos.

¹⁰⁷ Las medidas "por debajo de la línea" generalmente implican la creación de activos o pasivos sin afectar el resultado económico en el momento en que se realizan. Ejemplos incluyen el otorgamiento de garantías gubernamentales a créditos de empresas o inyección de capital a empresas. Se llaman "por debajo de la línea", debido a que el resultado económico es la "línea" de referencia para la contabilización de cuentas fiscales, y las operaciones resultantes de estas medidas son típicamente registrados como variaciones de pasivos financieros o de activos financieros (las cuales se registran por debajo de resultado económico según el Manual de Estadísticas Fiscales del FMI).

“por debajo de la línea”). Entre estas respuestas de política, destaca el plan de Perú como uno de los más grandes entre economías emergentes, por un monto equivalente a 22% del PBI. Dicho plan está compuesto con medidas “por encima de la línea” de 8% del PBI¹⁰⁸; medidas “por debajo de la línea” de 12% del PBI¹⁰⁹ y otras medidas por 2% del PBI¹¹⁰, tal como se mostró en la figura 150.

Figura 152. Perú: Componentes principales del Plan Económico frente a la COVID-19



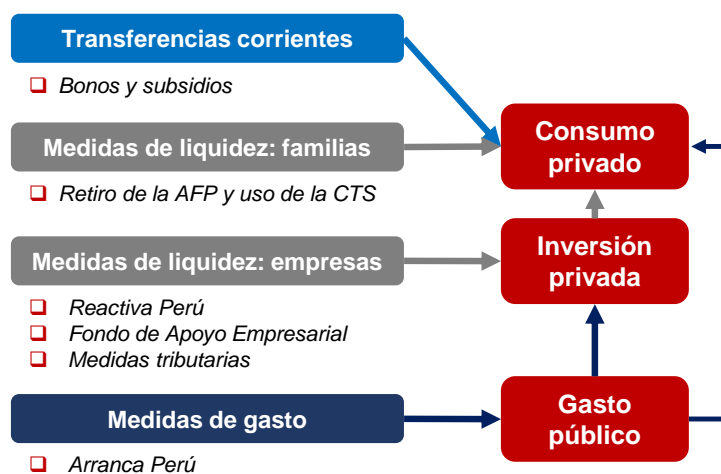
Nota: Elaborado en base a datos del MEF.

¹⁰⁸ Comprende medidas de gasto público y medidas tributarias.

¹⁰⁹ Comprende medidas de garantías del Gobierno Nacional a créditos para empresas.

¹¹⁰ Medidas de disposición de liquidez de ahorros privados de los ciudadanos, tales como los asociados a CTS y AFP.

Figura 153. Principales medidas del Plan Económico frente a la COVID-19 y sus canales de transmisión en el PBI



Nota: Figura extraída de MEF (2020).

Anexo 11. Países que suspendieron sus reglas fiscales frente a la COVID-19 entre los años 2020 y 2021

Tabla 19. Países que suspendieron sus reglas fiscales entre 2020 y 2021

Países avanzados	Países emergentes	Países de ingresos bajos y en desarrollo
Alemania	Argentina	Benín
Austria	Azerbaiyán	Burkina Faso
Bélgica	Bulgaria	Costa de Marfil
Chipre	Colombia	Guinea Bissau
Dinamarca	Croacia	Maldivas
Eslovaquia	Hungría	Mali
Eslovenia	India	Níger
España	Indonesia	San Vicente y las Granadinas
Estonia	Mauritania	Senegal
Finlandia	Paraguay	Togo
Francia	Perú	
Grecia	Polonia	
Irlanda	Rumania	
Islandia	Rusia	
Italia		
Luxemburgo		
Nueva Zelanda		
Países bajos		
Letonia		
Lituania		
Malta		
Portugal		
Reino Unido		
República Checa		
Suecia		

Nota: Elaborado en base a datos de FMI (2022a).

Anexo 12. Multiplicadores fiscales estimados para Perú

Tabla 20. *Multiplicadores fiscales para Perú*

Estudio	Ciclo económico	Corto Plazo				Mediano y Largo Plazo		
		Gasto Corriente	Gasto de Capital	Gasto Total	Impuestos	Gasto Corriente	Gasto de Capital	Impuestos
BCRP (2012)	Recesivo	0,24	0,49			0,93	1,42	
	Expansivo	0,24	0,49			0,28	0,73	
Rossini, Quispe y Loyola (2012)		0,78	1,36		-0,44	0,52	2,63	-0,38
Galindo y Sánchez (2012)	Recesivo			1,3	-0,2			
	Expansivo			0,55	0			
BBVA Research (2014)		0,55	0,6		-0,1	0,2	1,6	-0,2
MEF (2015)	Recesivo	0,12	0,55			0,95	1,69	
	Expansivo	0,13	0,55			0,82	1,74	
Vtyurina y Leal (2016)	Recesivo	0,1	0,5	-0,24	-0,24	0,05	1,1	-0,25
	Expansivo	0,04	0,25	-0,24	-0,24	0,02	0,5	-0,26

Nota: Elaborado en base a datos de cada uno de los estudios.