

Sostenibilidad fiscal del Perú

PRE Y POS COVID-19

JUAN SÁNCHEZ* E IAN CARRASCO**

La sostenibilidad fiscal es una condición necesaria para que la política fiscal pueda tener efectos positivos sobre el crecimiento y el bienestar de un país. En este artículo se muestra cómo el Perú fortaleció su sostenibilidad fiscal durante las últimas dos décadas, lo que se refleja en sus bajos niveles de deuda pública en comparación con economías emergentes y de la región. Además, se presentan los desafíos pos-COVID-19 relacionados a mantener la sostenibilidad fiscal del país.



* Especialista, Departamento de Estadísticas Fiscales del BCRP
juan.sanchez@bcrp.gob.pe



** Especialista, Dirección de Política Fiscal del MEF
icarrasco@mef.gob.pe

1. IMPORTANCIA DE LA SOSTENIBILIDAD FISCAL

La sostenibilidad fiscal se refiere a la capacidad de un Estado para sostener sus gastos, impuestos y políticas de largo plazo sin caer en la insolvencia o el *default* de su deuda pública (Balassone & Franco, 2000). En ese sentido, esta permite que la política fiscal pueda cumplir sus roles de suavizar los ciclos económicos, incrementar el crecimiento potencial de la economía y contribuir con reducir la desigualdad¹ (Gráfico 1). Por lo tanto, **la sostenibilidad fiscal es una condición necesaria para que la política fiscal pueda tener efectos positivos sobre el crecimiento y el bienestar de un país.**

La sostenibilidad fiscal de un país se puede analizar a través de la dinámica de la deuda y de los activos financieros del sector público. Al respecto:

- Una mayor deuda pública está asociada a una mayor probabilidad de *default* de esta².
- Una deuda pública con una desfavorable composición³ es una fuente de riesgos para las finanzas públicas y para la economía.
- La disponibilidad de activos financieros constituye una fuente de financiamiento complementaria para las acciones de la política fiscal y mitiga un uso intensivo de endeudamiento⁴.

Un país que entra en *default* de deuda pública, como consecuencia de su insostenibilidad fiscal, usualmente enfrenta un significativo deterioro en el creci-



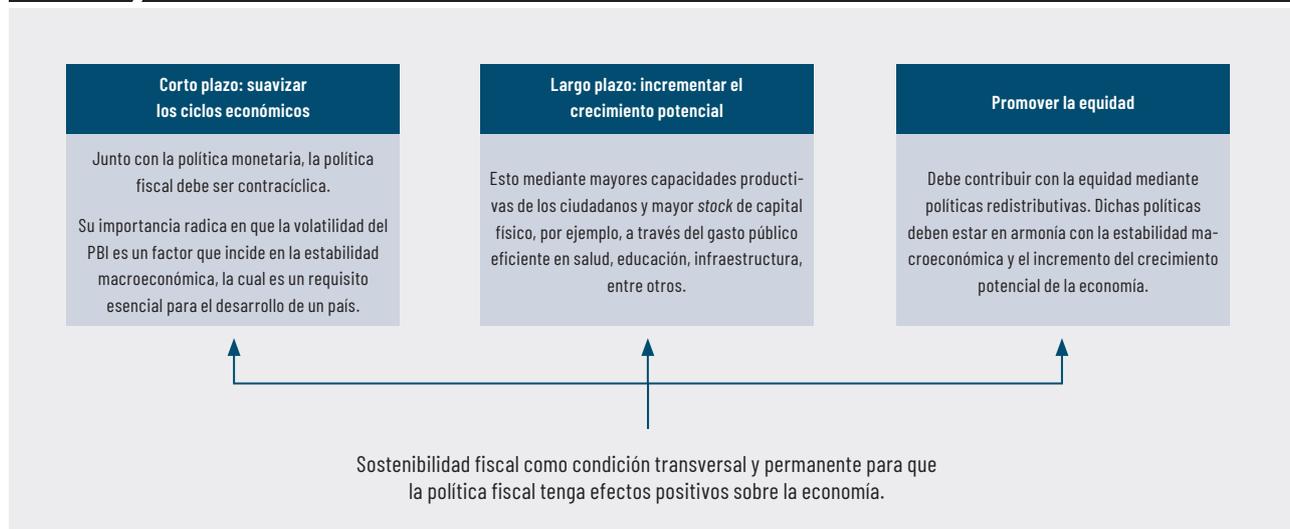
(...) la sostenibilidad fiscal es una condición necesaria para que la política fiscal pueda tener efectos positivos sobre el crecimiento y el bienestar de un país.



miento de su PBI (tanto a corto como a largo plazo), altas depreciaciones de su moneda, endurecimiento de las condiciones de acceso al mercado financiero, alto grado de malestar social, entre otras consecuencias negativas (Moody's, 2020).

Con estas consideraciones, en el presente artículo se realiza una revisión histórica de la dinámica de la

GRÁFICO 1 ■ Roles de la política fiscal



ELABORACIÓN: PROPIA BASADA EN FMI (2015, 2017).

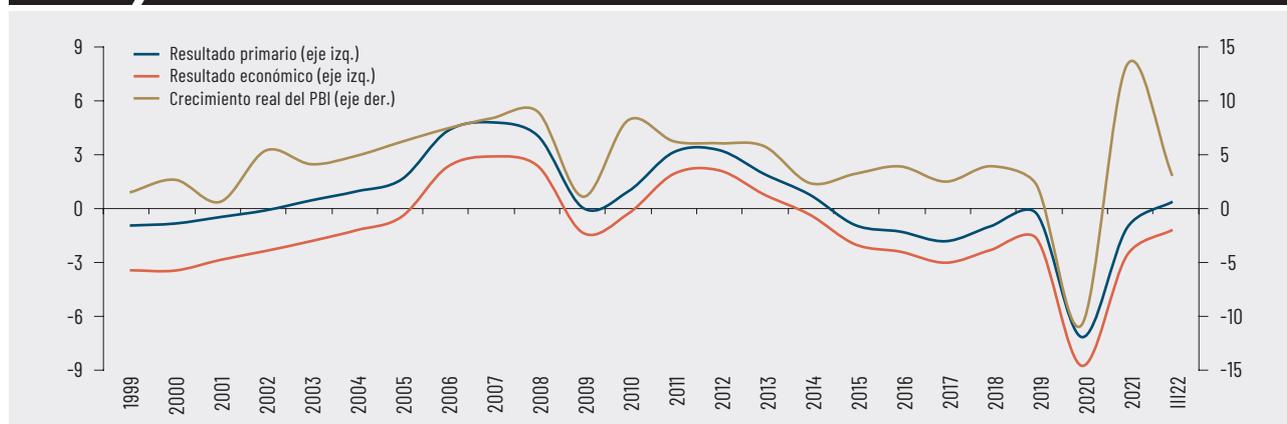
¹ Para un mayor detalle, ver FMI (2015, 2017).

² Para un mayor detalle, ver Koh et al. (2020) y Burriel et al. (2020).

³ La estructura de deuda pública de una economía es más débil cuando se compone de 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 (Das et al., 2010).

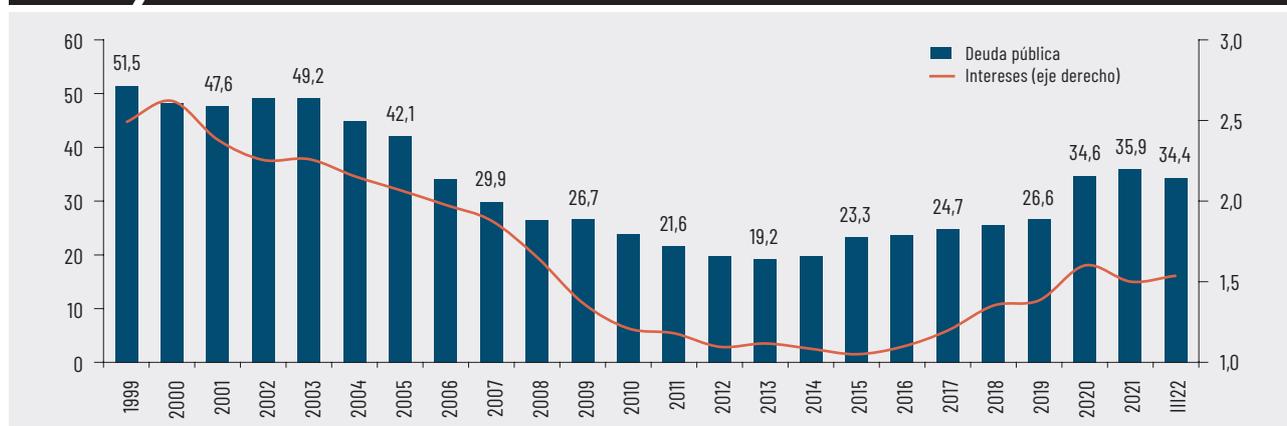
⁴ Un adecuado nivel de activos financieros facilita la implementación de políticas contracíclicas durante eventos adversos, principalmente en países expuestos a la volatilidad de precios de commodities. Para un mayor detalle, ver FMI (2018) y Henao-Arbelaez y Sobrinho (2017).

GRÁFICO 2 ■ Resultado económico y primario del SPNF y crecimiento real del PBI (En porcentaje del PBI y variación porcentual)



FUENTE: FMI Y BCRP.

GRÁFICO 3 ■ Deuda e intereses del SPNF (En porcentaje del PBI)



FUENTE: BCRP Y MEF.

deuda (así como de su composición) y de los activos financieros del sector público no financiero (SPNF) del Perú. Asimismo, se presentan los desafíos pos-COVID-19 relacionados a mantener la sostenibilidad fiscal del país.

2. DEUDA Y ACTIVOS FINANCIEROS DEL SPNF DEL PERÚ: 1999-SETIEMBRE DE 2022

Durante el periodo 1999-2019, se registró una reducción significativa de la deuda bruta y un incremento de los activos financieros del SPNF. Las mayores variaciones estuvieron asociadas a años en los que se registraron superávits fiscales, principalmente entre 2006 y 2013, los cuales estuvieron vinculados con un alto crecimiento del PBI y con un sector externo favorable (Gráfico 2).

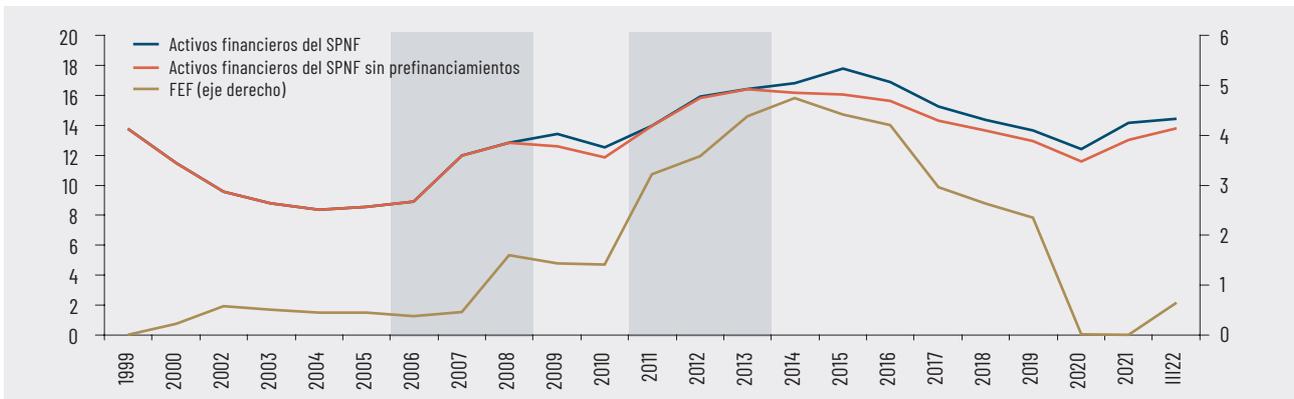
La deuda bruta del SPNF se redujo significativamente entre 1999 y 2019, de 51,5 a 26,6 por ciento

del PBI (Gráfico 3). Cabe señalar que la reducción de la deuda bruta también permitió reducir el pago de intereses, el cual pasó de 2,5 a 1,4 por ciento del PBI en este periodo. Por otro lado, los activos financieros del SPNF se incrementaron principalmente en los periodos de superávits fiscales (Gráfico 4), pues pasaron de 8,8 a 16,4 por ciento del PBI entre 2003 y 2013. Además, el Fondo de Estabilización Fiscal (FEF)⁵ alcanzó su punto máximo en el año 2014 (4,8 por ciento del PBI). De esta manera, la deuda neta —calculada como la diferencia entre la deuda bruta y los activos financieros del SPNF— alcanzó su nivel más bajo en 2013 (2,7 por ciento del PBI), tal como se muestra en el Gráfico 5.

Particularmente, se dio un incremento de la deuda pública neta de aproximadamente 10 puntos porcentuales del PBI (la deuda pública bruta, en casi 7 puntos porcentuales del PBI) entre 2014 y 2019, asociado

⁵ El FEF fue creado en 2000 mediante la Ley N.º 27245 (Ley de Prudencia y Transparencia Fiscal). Este es uno de los principales elementos de la política fiscal contracíclica, ya que acumula recursos principalmente 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 fuente de financiamiento complementaria de acciones de política fiscal frente a eventos adversos como crisis económicas, desastres naturales, entre otros.

GRÁFICO 4 ■ **Activos financieros del SPNF y FEF ^{1/}**
(En porcentaje del PBI)



^{1/} LAS ÁREAS SOMBRADAS INDICAN PERÍODOS DE SUPERÁVITS FISCALES.
FUENTE: BCRP Y MEF.

GRÁFICO 5 ■ **Deuda bruta y neta del SPNF**
(En porcentaje del PBI)



FUENTE: BCRP Y MEF.

a diversos choques que afectaron a la economía peruana, tales como la significativa caída de precios de los commodities en 2014 y 2015, el menor crecimiento de importantes socios comerciales (China), la ocurrencia del FEN Costero en 2017, entre otros. Estos choques conllevaron a una reducción de los ingresos fiscales debido a un entorno macroeconómico más desfavorable y a diversas medidas de gasto público en respuesta a dichos choques. Ante ello, se tuvieron mayores déficits fiscales que en años previos, lo que generó mayores necesidades de endeudamiento y uso de activos para financiar dichos déficits.

No obstante, en 2020, la pandemia del COVID-19 conllevó a medidas extraordinarias y temporales para contener sus efectos negativos, lo que generó un incremento temporal del déficit fiscal que fue financiado con endeudamiento y uso de activos. Así, entre 2019 y 2021, la deuda bruta del SPNF se incrementó de 26,6 a 35,9 por ciento del PBI, mientras que la deuda neta pasó de 12,9 a 21,8 por ciento del PBI. En particular, los activos financieros disminuyeron de 13,7 a 12,4 del PBI entre 2019 y 2020, para luego aumentar a 14,2

por ciento en 2021. Este incremento estuvo asociado, entre otros, a una acumulación de ahorros fiscales provenientes de ingresos fiscales extraordinarios, en un contexto de rápida recuperación de la actividad económica del país y de precios de *commodities* relevantes, como el cobre, en máximos históricos.

A setiembre de 2022, la deuda bruta ha continuado disminuyendo, ubicándose en 34,4 por ciento del PBI, en tanto que la deuda neta se redujo a 20,0 por ciento del PBI.

Estructura de la deuda pública: 1999-2021

Durante el período 1999-2021, se realizaron diversas medidas para optimizar la estructura de la deuda pública, para fomentar el desarrollo del mercado doméstico de deuda pública y ampliar la base de inversionistas (Cuadro 1, p. 40). En particular, estas acciones estuvieron orientadas a reducir la proporción de deuda en tasa variable, en moneda extranjera y en plazos cortos de vencimiento, con el objetivo de mitigar la exposición de la deuda a riesgos financieros.

CUADRO 1 ■ Medidas para optimizar la gestión de la deuda pública

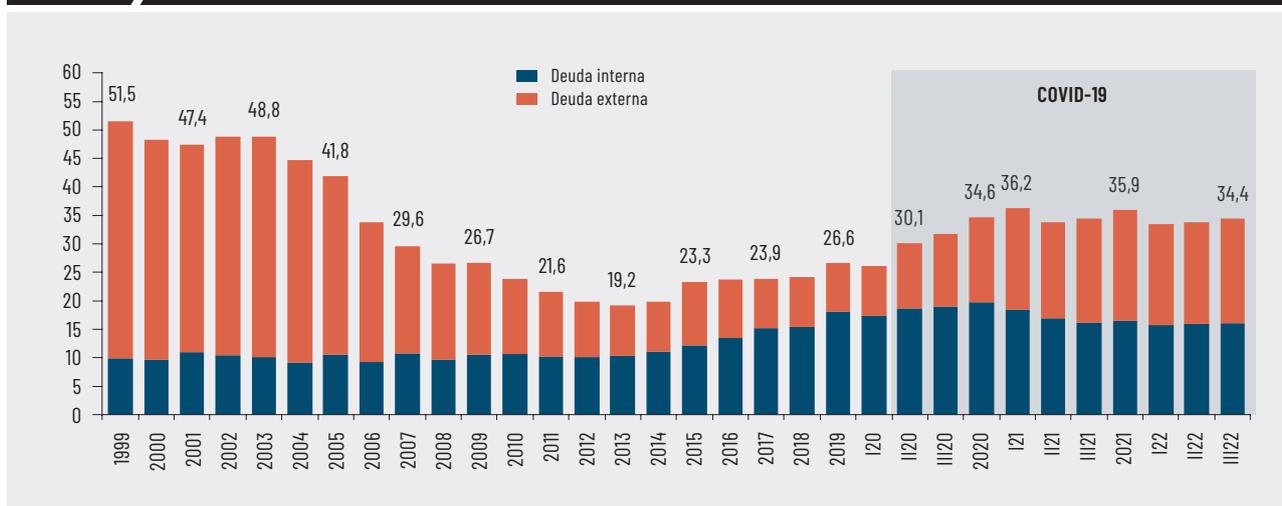
Estrategia de Colocaciones y de Operaciones del Manejo de Deuda Pública (2003)	Primer reglamento del Programa de Creadores de Mercado con el fin de fomentar el desarrollo del mercado de deuda pública doméstico, fundamentalmente a tasa fija y en moneda nacional.
Ley N.º 28563, Ley General del Sistema Nacional de Endeudamiento	Esta fue perfeccionándose con normas complementarias para adaptar la gestión de la 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 Gobierno para profundizar el desarrollo del mercado de valores de deuda pública, contribuyendo a asegurar la sostenibilidad fiscal, y 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.
D. L. N.º 1437 – Decreto Legislativo del Sistema Nacional de Endeudamiento Público	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.
R. M. N.º 221-2021-EF/52. Marco del Bono soberano sostenible	Los recursos obtenidos de estos bonos son dirigidos a financiar gasto público relacionado proyectos verdes y proyectos sociales. Entre sus principales ventajas se tienen las siguientes: posibilidad de obtener una menor tasa de interés que un bono convencional, diversificar el portafolio de inversionistas de bonos soberanos y publicación de informes periódicos sobre el uso de estos recursos.

Como resultado de una gestión más activa de activos y pasivos, de la creación de un mercado de deuda a tasa fija y en moneda nacional, de operaciones de administración de deuda (OAD)⁶ y el menor nivel de deuda, varios indicadores mejoraron, reflejando un menor nivel de riesgo. El desarrollo del mercado interno de deuda pública permitió que la deuda pública interna tenga una mayor proporción dentro de la deuda pública total (Gráfico 6). Por su parte, la vida media de la deuda del sector público aumentó de 7,6 a 12,2 años, en línea con el incremento de la vida media

de los bonos soberanos (Gráfico 7). Además, entre 2003 y 2019, el porcentaje de la deuda del SPNF en moneda extranjera se redujo de forma importante de 82,0 a 31,8 por ciento de la deuda total, mientras que el porcentaje de la deuda del SPNF a tasa variable disminuyó de 39,4 a 6,2 por ciento de la deuda total en dicho periodo. En particular, entre 2009 y 2017 se registraron las mayores caídas en dicho indicador, producto de OAD de conversión de tasas y de prepago de deuda (Gráfico 8).

La mejora en los indicadores de deuda, reflejado en una menor deuda en moneda extranjera, a tasa variable y ma-

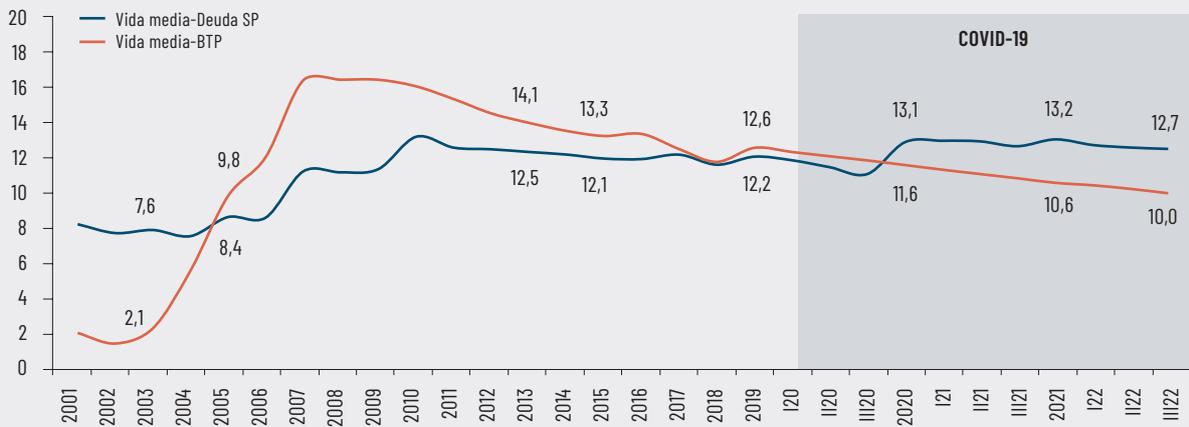
GRÁFICO 6 ■ Deuda pública interna y externa (En porcentaje del PBI)



FUENTE: BCRP Y MEF.

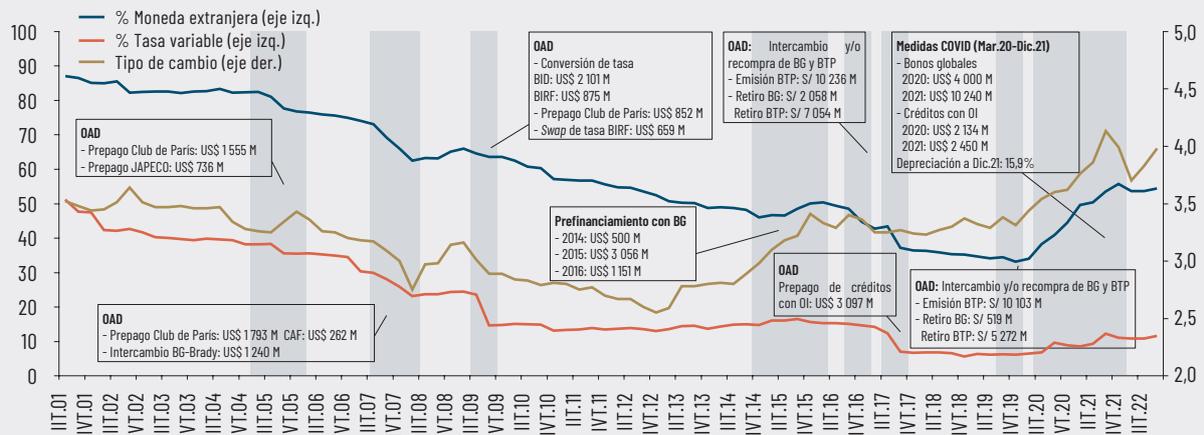
⁶ Una operación de administración de deuda se refiere a una operación de endeudamiento destinada a cambiar la estructura o condiciones de la deuda pública. Por ejemplo, realizar una emisión de bonos soberanos en soles para prepagar créditos externos en dólares, con el objetivo de reducir la proporción de deuda en moneda extranjera y/o a tasa variable.

GRÁFICO 7 ■ Indicadores de vida media de la deuda (En años)



FUENTE: BCRP Y MEF.

GRÁFICO 8 ■ Porcentaje de deuda del SPNF en moneda extranjera y tasa variable (En porcentaje de la deuda bruta del SPNF)



FUENTE: BCRP Y MEF.

ELABORACIÓN: PROPIA.

por vida promedio de la deuda, implicaba un menor riesgo cambiario, de tasa y de refinanciamiento, respectivamente.

Debido a la pandemia de la COVID-19, este panorama cambió. Entre 2019 y 2021, el porcentaje de deuda del SPNF en moneda extranjera aumentó de 31,8 a 54,4 por ciento; el porcentaje de la deuda del SPNF a tasa variable aumentó de 6,2 a 11,0 por ciento; y la vida media de la deuda del sector público se elevó de 12,2 a 13,2 años, debido a las emisiones de nuevas referencias en dólares americanos con vencimientos largos; mientras que la vida media de los bonos soberanos disminuyó de 12,6 a 10,6 años, debido a que no se han realizado emisiones de nuevas referencias.

A fines de junio de 2022, porcentaje de deuda del SPNF en moneda extranjera disminuyó a 52,9 por ciento de la deuda total, por la apreciación del sol, y el porcentaje de la deuda a tasa variable aumentó ligeramente a 11,1 por ciento del PBI, por el desembolso de créditos con organismos internacionales.

Estos resultados responden a la estrategia de financiamiento basada en captar recursos en el mercado externo, mediante emisiones de bonos globales y concertación de créditos con organismos internacionales, debido principalmente a dos factores:

- Una menor demanda de bonos en el mercado interno, debido a las ventas de inversionistas institucionales como las AFP entre 2020 y 2021 (que constituían uno de los mayores demandantes de estos instrumentos), principalmente, para enfrentar los retiros de fondos de pensiones por efecto de leyes aprobadas por el Congreso de la República; y las ventas de no residentes en el primer semestre de 2021, como resultado de la incertidumbre política.
- Un contexto de tasas de interés de bonos soberanos en dólares, euros y yenes que se encontraban en mínimos históricos a nivel mundial. De esta manera, si bien se redujo la proporción de deuda pú-

blica en moneda local, se limitó el impacto del pago de intereses en sus déficits fiscales de los siguientes años dadas las bajas tasas de interés que se obtuvieron en dichas emisiones.

A fines de setiembre de 2022, porcentaje de deuda del SPNF en moneda extranjera disminuyó a 53,6 por ciento de la deuda total, en parte por la apreciación del sol y el mayor financiamiento en moneda local, y porcentaje de la deuda a tasa variable aumentó a 11,8 por ciento del PBI, por el desembolso de créditos con organismos internacionales.

Descomposición de la deuda del SPNF

Para realizar la descomposición de la deuda del SPNF, como ratio del PBI, se utiliza la siguiente ecuación de acumulación de deuda:

$$\Delta d_t = dp_t + \Delta na_t + \frac{\tilde{r}_t}{1 + \gamma_t} d_{t-1} - \frac{\gamma_t}{1 + \gamma_t} d_{t-1} + \varepsilon_t \left(\frac{\alpha_{t-1} d_{t-1}}{1 + \gamma_t} \right) - o_t$$

En la ecuación:

d_t es la ratio de deuda del SPNF como porcentaje del PBI al cierre del período.

dp_t es el déficit primario del SPNF.

Δna_t es la variación en el nivel de activos expresado como porcentaje del PBI (*proxy* del uso o acumulación de activos).

\tilde{r}_t es la tasa de interés nominal implícita sobre la deuda del SPNF.

γ_t es la tasa de crecimiento del PBI nominal.

ε_t es la tasa de variación del tipo de cambio nominal.

α_t es la participación de los pasivos en moneda extranjera sobre el total de pasivos.

o_t son otros flujos que financian el déficit.

En el Cuadro 2 se presentan los resultados del ejercicio de descomposición, teniendo en cuenta para el

análisis los períodos 1999-2003 (período de baja reducción de la deuda), 2003-2013 (período de mayor reducción), 2014-2019 (período de aumento de la deuda), 2020-2021 (pandemia) y junio de 2022.

- **1999-2003:** La deuda del SPNF disminuyó en 2,6 puntos porcentuales (p.p.) del PBI, principalmente por factores asociados al fisco (2,0 p.p., al mantenerse déficits primarios bajos y utilizarse activos) y, en menor medida, por factores automáticos (0,9 p.p., dado el crecimiento del PBI y la apreciación del sol, factores que fueron contrarrestados en parte por el efecto de las tasas de interés).
- **2004-2013:** La deuda del SPNF disminuyó en 29,6 p.p. del PBI, debido a factores automáticos (altas tasas de crecimiento del PBI y apreciación del sol), así como factores asociados al fisco (superávits primarios). Cabe indicar que los superávits fiscales permitieron una acumulación de activos del SPNF.
- **2014-2019:** La deuda del SPNF aumentó en 7,4 p.p. del PBI como resultado de los déficits fiscales y el efecto tasa de interés y depreciación del sol, así como por operaciones de endeudamiento para prefinanciamiento (acumulación de activos). Estos efectos fueron compensados por el PBI nominal.
- **2020:** El aumento de la deuda del SPNF se explica, principalmente, por el déficit primario del SPNF, la caída del PBI, el pago de intereses y la depreciación del sol. Todo ello en el contexto de la emergencia sanitaria. Cabe resaltar que la utilización de activos compensó parcialmente a los mencionados factores (en particular del FEF).
- **2021:** La deuda del SPNF aumentó en 1,3 p.p. del PBI, debido al déficit del resultado primario del SPNF, el pago de intereses y la depreciación del sol, a los que se suma la acumulación de ac-

CUADRO 2 ■ Descomposición de la deuda del SPNF (En porcentaje del PBI)

	1999	PRE-COVID-19			COVID-19		
		2000-2003	2004-2013	2014-2019	2020	2021	Set.22
1. Ratio de deuda bruta (fin de período)	51,5	48,8	19,2	26,6	34,6	35,9	34,4
2. Variación en el ratio de deuda bruta		-2,6	-29,6	7,4	8,0	1,3	-1,5
a. Factores asociados al fisco		-2,0	-7,8	7,1	4,9	5,0	-1,1
i. Déficit Primario		0,8	-26,0	4,3	7,3	1,0	-2,1
ii. Variación en el nivel de activos (-: uso / +: acumulación)		-2,8	18,2	2,8	-2,3	4,0	1,0
Del cual:							
Fondo de Estabilización Fiscal		0,4	5,9	-1,7	-2,7	0,0	0,6
Prefinanciamiento		0,0	0,2	1,0	0,0	0,4	-0,8
b. Flujos automáticos de deuda		-0,9	-19,0	1,2	4,6	-3,4	-0,6
i. Tasa de interés		9,8	16,2	7,4	1,7	1,5	1,2
ii. Tasa de crecimiento del PBI nominal		-10,1	-30,6	-7,7	2,1	-6,2	-1,8
iii. Variación del tipo de cambio		-0,6	-4,6	1,4	0,9	1,2	0,0
c. Otros flujos		0,3	-2,8	-0,9	-1,5	-0,3	0,2
Nota:							
% de deuda en moneda extranjera (fin de período)	88,6	82,0	45,5	31,8	42,9	54,4	53,6
% de deuda a tasa variable (fin de período)	-	39,4	13,7	6,2	8,8	11,0	11,8

FUENTE: BCRP Y MEF.
ELABORACIÓN: PROPIA.

tivos con los recursos obtenidos para el prefinanciamiento de operaciones fiscales de 2022. Estos factores fueron compensados en parte por la recuperación del PBI.

- **A setiembre de 2022:** La ratio de deuda del SPNF disminuyó en 1,5 p.p. como resultado, principalmente, del superávit primario, así como por el crecimiento del PBI.

Descomposición de los activos financieros del SPNF

Para realizar la descomposición de los activos del SPNF, como ratio del PBI, se utiliza la siguiente ecuación de acumulación de deuda:

$$\Delta a_t = a_{t-1} \left(\frac{1}{1 + \gamma_t} - 1 \right) + \frac{\varepsilon_t a_{t-1}^e}{(1 + \gamma_t)} + f i_t + o_t$$

En la ecuación:

a_t es el ratio de activos del SPNF como porcentaje del PBI al cierre del período.

Δa_t es la variación en el ratio de activos como porcentaje del PBI.

γ_t es la tasa de crecimiento del PBI nominal.

ε_t es la tasa de variación del tipo de cambio nominal.

a_t^e es la participación de los activos en moneda extranjera sobre el total de activos.

$f i_t$ corresponde a flujos de activos relacionados a cuentas del Tesoro Público (FEF, saldos de balance, prefinanciamientos, entre otros).

o_t son otros flujos.

En el Cuadro 3 se presentan los resultados del ejercicio de descomposición de los activos financieros del SPNF:

- **1999-2003:** El ratio de activos a PBI disminuyó en 5,0 p.p., principalmente por el crecimiento del PBI nominal y por el uso de saldos de balance, lo cual fue parcialmente compensado por la acumulación de depósitos en el FEF.
- **2004-2013:** El ratio de activos a PBI aumentó en 7,7 p.p. debido a los superávits fiscales registrados en el período, que se tradujeron en la acumulación de saldos de balance y en el FEF. Ello fue contrarrestado por el crecimiento del PBI y la apreciación del sol.
- **2014-2019:** El ratio de activos a PBI disminuyó en 2,8 p.p., como reflejo de los déficits fiscales registrados en el período, que se tradujeron en el uso de los recursos del FEF, a lo que se suma el efecto del crecimiento del PBI nominal. Ello fue parcialmente compensado por la acumulación de activos por prefinanciamientos y por saldos de balance, así como por la depreciación del tipo de cambio.
- **2020:** El ratio de activos a PBI disminuyó en 1,3 p.p. por el uso de activos para enfrentar la pandemia de la COVID-19, principalmente obtenidos del FEF, así como de otros depósitos y transferencias de entidades públicas. Ello fue contrarrestado, en parte, por la depreciación del sol.
- **2021:** El ratio de activos a PBI aumentó en 1,8 p.p., debido a la variación de saldos de balance —mayores ingresos tributarios que se reflejaron en un mayor saldo de recursos ordinarios disponible, y que posteriormente se transfirieron a la Reserva Secundaria de Liquidez (RSL) y al FEF—, operaciones de prefinanciamiento realizadas en 2020 y depreciación del sol. El aumento del PBI nominal y el uso de otros activos para enfrentar la pandemia contrarrestaron, en parte, los factores mencionados.

CUADRO 3 ■ Descomposición de los activos del SPNF
(En porcentaje del PBI)

	1999	PRE-COVID-19			COVID-19		
		2000-2003	2004-2013	2014-2019	2020	2021	Set.22
1. Ratio de activos (fin de periodo)	13,8	8,8	16,4	13,7	12,4	14,2	14,4
2. Variación en el ratio de activos		-5,0	7,7	-2,8	-1,3	1,8	0,2
a. Factores asociados al fisco		-0,7	17,7	0,7	-2,9	3,3	-0,8
i. Fondo de Estabilización Fiscal		0,4	5,9	-1,7	-2,7	0,0	0,6
ii. Prefinanciamiento 1/		0,0	0,2	1,0	0,0	0,4	-0,8
iii. Variación de saldos de balance		-1,1	11,6	1,4	0,6	3,2	-0,6
iv. Otros activos usados frente a la COVID-19		0,0	0,0	0,0	-0,9	-0,3	0,0
b. Flujos automáticos de ratio de activos		-2,3	-11,3	-4,5	1,6	-1,9	-0,7
i. Tasa de crecimiento del PBI nominal		-2,2	-10,5	-5,6	1,1	-2,2	-0,7
ii. Variación del tipo de cambio		-0,1	-0,8	1,1	0,5	0,3	0,0
c. Otros flujos 2/		-2,0	1,2	1,0	0,0	0,4	1,8
Nota:							
% de activos en moneda extranjera (fin de periodo)	74,5	64,3	38,0	36,9	26,7	19,9	18,6

1/ LOS DATOS DE LOS PREFINANCIAMIENTOS CONSIDERAN LOS FLUJOS NETOS (DESEMBOLSOS DE PREFINANCIAMIENTOS Y USOS DE PREFINANCIAMIENTOS) EN CADA AÑO. POR ELLO, POR EJEMPLO, EL DATO DE PREFINANCIAMIENTO PARA 2021 CORRESPONDE A LA DIFERENCIA ENTRE EL PREFINANCIAMIENTO REALIZADO EN 2021 (PARA GASTOS DE 2022) Y EL USO DE PREFINANCIAMIENTOS REALIZADOS EN 2020 (QUE FUERON PARA GASTOS DE 2021). EN EL CASO DE LOS PERIODOS DE LA TABLA, LOS DATOS SON EQUIVALENTES AL PREFINANCIAMIENTO REALIZADO EN EL ÚLTIMO AÑO DEL PERIODO.

2/ EL DATO CORRESPONDIENTE A "OTROS FLUJOS" DE SETIEMBRE DE 2022 SON EXPLICADOS, DE MANERA GENERAL, POR LA ALTA DINÁMICA DE LOS INGRESOS FISCALES QUE CONTINUARON REGISTRÁNDOSE DURANTE EL PRIMER SEMESTRE DE 2022, EN UN CONTEXTO DE ALTOS PRECIOS DE COMMODITIES COMO EL COBRE (ASÍ, LA VARIACIÓN REAL DE LOS INGRESOS FISCALES DEL PERIODO ENERO-JUNIO DE 2022 VS EL PERIODO ENERO-JUNIO DE 2021 FUE APROXIMADAMENTE 17%). LOS RECURSOS DE "OTROS FLUJOS" DE SETIEMBRE DE 2022 AÚN NO ENTRAN EN LA CONTABILIZACIÓN DE "VARIACIÓN DE SALDOS DE BALANCE", YA QUE ESTE ÚLTIMO RUBRO CORRESPONDE AL RESULTADO DEL CIERRE DE CADA AÑO.

FUENTE: BCRP Y MEF.

ELABORACIÓN: PROPIA.

GRÁFICO 9 ■ Retos de la política fiscal pos COVID-19 y riesgos



ELABORACIÓN: PROPIA.

- **Setiembre 2022:** El aumento en 0,2 p.p. en la ratio de activos del SPNF se explica principalmente por la mayor recaudación, en particular, durante la campaña de regularización del impuesto a la renta, parcialmente compensado por el aumento del PBI nominal.

3. RETOS DE LA POLÍTICA FISCAL RELACIONADOS A LA SOSTENIBILIDAD FISCAL POS-COVID-19

La política fiscal a nivel mundial, principalmente en países emergentes y en desarrollo, se enfrenta a importantes retos y riesgos pos-COVID-19⁷ (Gráfico 9), en un contexto de deudas públicas históricamente altas (Gráfico 10). Ante ello, es relevante que las acciones

de política fiscal sean consistentes con mantener la sostenibilidad de las finanzas públicas, para no generar desequilibrios macroeconómicos que puedan comprometer el crecimiento en el mediano plazo y que profundicen los efectos negativos producto del nuevo coronavirus.

En el caso de Perú, las principales acciones de política fiscal que el país debería seguir para los siguientes años estarán relacionadas a reducir su déficit fiscal⁸; continuar optimizando la estructura de la deuda pública y la gestión de activos financieros; y mejorar la eficiencia del gasto público y fortalecer la política tributaria. Un mayor detalle de estas acciones se observa en el Gráfico 11.

GRÁFICO 10 ■ Deuda pública de países avanzados y emergentes (En porcentaje del PBI)



FUENTE: FMI.

⁷ Para un mayor detalle, ver FMI (2022), Banco Mundial (2021), Moody's (2021), Izquierdo y Pessino (2021), y Cárdenas et al. (2021).

⁸ La reducción del déficit fiscal también 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.

GRÁFICO 11 Principales desafíos de Perú respecto a la política fiscal pos-COVID-19

Llevar a cabo una reducción gradual del déficit fiscal para mantener la sostenibilidad de las finanzas públicas

Ello debido a que la dinámica automática de la deuda pública, determinada por la diferencia entre el crecimiento nominal del PBI y la tasa de interés implícita de la deuda pública, ya no sería tan favorable como en años previos (Gráfico 12), por lo que la dinámica de la deuda pública estará determinada principalmente por la trayectoria de los déficits fiscales.

Al respecto, se publicó la Ley N.º 31541 en agosto de 2022, con la cual se establece una reducción gradual del déficit fiscal hasta ubicarlo en 1,0 por ciento del PBI en el año 2026. Además, dicha ley también establece que la deuda pública debe ubicarse en 30 por ciento del PBI o menos como máximo en el año 2032 (a partir de 2032, la deuda debe ser menor a 30 por ciento del PBI). De esta manera, la reducción del déficit fiscal permitirá mantener a la deuda pública en niveles sostenibles y generará las condiciones para poder acumular activos financieros en los siguientes años.

Continuar con el fortalecimiento de la estructura de la deuda para limitar su exposición a riesgos y optimizar la gestión de los activos 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.

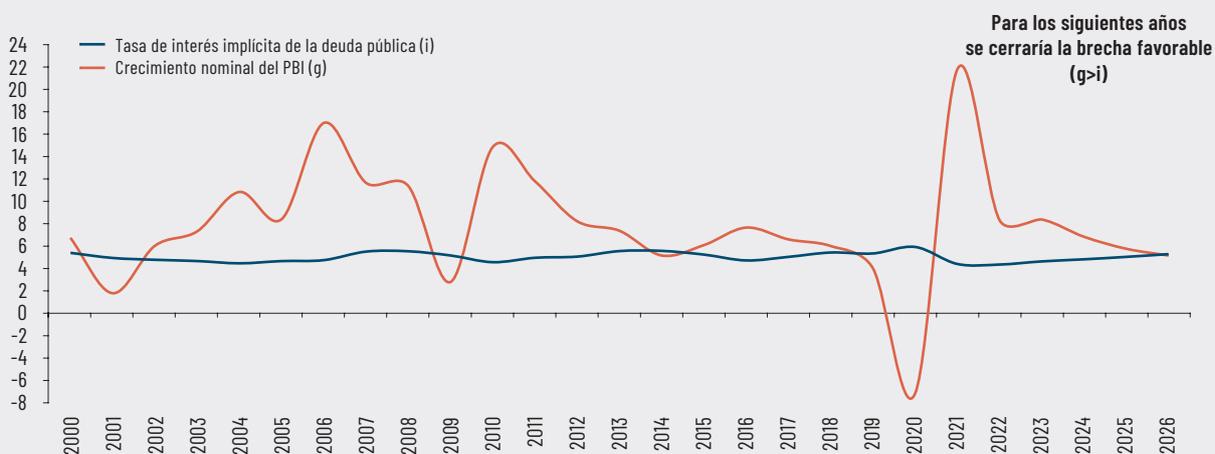
Por otra parte, también será relevante acumular ahorros fiscales en los siguientes años (principalmente con base en la generación de superávits fiscales en épocas favorables) y optimizar la gestión de dichos ahorros con el objetivo de maximizar su rentabilidad.

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 (como el alto grado de informalidad del país) que podrían tener las medidas tributarias.

ELABORACIÓN: PROPIA.

GRÁFICO 12 Crecimiento nominal del PBI y tasa de interés implícita de la deuda pública



NOTA: LA DINÁMICA AUTOMÁTICA SE REFIERE A LAS VARIACIONES ANUALES DEL RATIO DE DEUDA PÚBLICA SOBRE PBI ASOCIADAS AL EFECTO DIRECTO QUE TIENEN EL CRECIMIENTO DEL PBI Y LA TASA DE INTERÉS IMPLÍCITA DE LA DEUDA PÚBLICA SOBRE DICHO RATIO. ESTOS FACTORES SE PUEDEN CALIFICAR DE EXÓGENOS PARA LA AUTORIDAD FISCAL DE UN PAÍS. DICHA DINÁMICA AUTOMÁTICA ES FAVORABLE CUANDO EL CRECIMIENTO NOMINAL DEL PBI ES MAYOR A LA TASA DE INTERÉS IMPLÍCITA DE LA DEUDA PÚBLICA.

FUENTE: BCRP Y MEF.

La deuda pública de Perú (33,8 por ciento del PBI a junio de 2022) se encuentra por debajo del promedio de países emergentes y de países de América Latina (alrededor de 70 por ciento del PBI). En adelante, serán necesarias acciones como las señaladas en el Gráfico

11 para continuar manteniendo una deuda pública relativamente baja y sostenible. Ello es más relevante considerando que la dinámica automática de la deuda pública ya no sería tan favorable en los siguientes años (Gráfico 12).

4. CONCLUSIONES

En este documento se presenta una descripción y análisis de la evolución de la deuda bruta, así como de su composición, y de los activos financieros del SPNF en las dos últimas décadas. Durante dicho periodo se impulsaron diversas medidas de gestión de deuda pública que permitieron fortalecer la sostenibilidad fiscal, que se reflejó en el bajo nivel de deuda, menor porcentaje de deuda tanto en moneda extranjera como a tasa variable, así como en plazos cortos de vencimientos. Debido a la pandemia del COVID-19, se tuvieron que implementar medidas extraordinarias y temporales, como financiamiento externo mediante emisiones de bonos globales y créditos contingentes, y el uso de ahorros fiscales como el FEF, para financiar el mayor gasto producto de la emergencia sanitaria. Ello tuvo implicancias sobre un mayor nivel de deuda y de porcentaje de deuda en moneda extranjera; sin embargo, la deuda pública del Perú se ubica como una de las más bajas en la región. Cabe señalar que el Perú enfrenta importantes retos y riesgos pos-COVID-19 y sus acciones frente a ellos deberían estar orientadas a reducir el déficit fiscal y continuar con una buena gestión de la deuda pública y de los activos financieros.



Durante el período 1999-2021, se realizaron diversas medidas para optimizar la estructura de la deuda pública, para fomentar el desarrollo del mercado doméstico de deuda pública y ampliar la base de inversionistas.



REFERENCIAS:

- **Balassone, F., y Franco, D. (2000).** *Assessing Fiscal Sustainability: A Review of Methods with a View to EMU*. Banca d'Italia. https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/altri-atti-convegni/2000-fiscal-sustainability/021-060_balassone_and_franco.pdf?language_id=1
- **Banco Mundial (2021).** *The Global Economic Outlook in five charts*. World Bank Blogs. World Bank. <https://blogs.worldbank.org/voices/global-economic-outlook-five-charts-0>
- **Burriel, P., Checherita-Westphal, C., Jacquinot, P., Schön, M., y Stähler, N. (2020).** *Economic consequences of high public debt: evidence from three large scale DSGE models*. Working Paper Series 2450. European Central Bank. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2450~e008f3b9ae.en.pdf>
- **Cárdenas, M., Ricci, L., Roldos, J., y Werner, A. (2021).** *Fiscal Policy Challenges for Latin America during the Next Stages of the Pandemic: The Need for a Fiscal Pact*. Working Paper 21/77. International Monetary Fund. <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>
- **Das, U., Papapioannou, M., Pedras, G., Ahmed, F., y Surti, J. (2010).** *Managing Public Debt and Its Financial Stability Implications*. Working Paper 10/280. International Monetary Fund. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp10280.pdf>
- **Fondo Monetario Internacional (FMI). (2015).** *Fiscal Policy and Long-Term Growth*. IMF Policy Paper. <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2015/042015.pdf>
- **Fondo Monetario Internacional (FMI). (2017).** *Fiscal Monitor 2017: Achieving More with Less*. <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2017/04/06/fiscal-monitor-april-2017>
- **Fondo Monetario Internacional (FMI). (2018).** *Fiscal Monitor 2018: Managing Public Wealth*. <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2018/10/04/fiscal-monitor-october-2018>
- **Fondo Monetario Internacional (FMI). (2022).** *Fiscal Monitor 2022: Fiscal Policy From Pandemic To War*. <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2022/04/12/fiscal-monitor-april-2022>
- **Henao Arbelaez, C., y Sobrinho, N. (2017).** *Government Financial Assets and Debt Sustainability*. IMF Working Paper 17/173. International Monetary Fund. <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2017/07/25/Government-Financial-Assets-and-Debt-Sustainability-45103>
- **Izquierdo, A., y Pessino, C. (2021).** *A Post COVID-19 Fiscal Strategy for Latin America and the Caribbean*. Inter-American Development Bank blogs. Inter-American Development Bank. <https://blogs.iadb.org/ideas-matter/en/a-post-covid-19-fiscal-strategy-for-latin-america-and-the-caribbean/>
- **Koh, W., Kose, A., Nagle, P., Ohnsorge, F., y Sugawara, N. (2020).** *Debt and Financial Crises*. Policy Research Working Paper 9116. World Bank. <https://documents1.worldbank.org/curated/en/560291579701550183/pdf/Debt-and-Financial-Crises.pdf>
- **Moody's (2020).** *Sovereign crises lead to sharp spikes in emerging market corporate and subsovereign default rates*. *Sovereign Defaults Series*. https://www.moody's.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_1239484
- **Moody's (2021).** *Scarring from COVID-19 pandemic will increase fiscal risks and social pressures*. *Sovereign Defaults Series*. https://www.moody's.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_1280797