

Informe N° 04-2025-CF

Opinión del Consejo Fiscal sobre el proyecto de Marco Macroeconómico Multianual 2026-2029

I. Principales mensajes de la opinión del Consejo Fiscal

- El Consejo Fiscal (CF) considera que el Marco Macroeconómico Multianual 2026-2029 (MMM) contiene proyecciones optimistas de crecimiento económico para 2025 y 2026 (3,5% y 3,2%, respectivamente), sobre todo en el contexto del próximo proceso electoral interno, así como de la actual incertidumbre global que tendría efectos negativos persistentes. Un exceso de optimismo en las proyecciones macroeconómicas deriva en asignaciones presupuestales basadas en estimaciones de ingresos que finalmente pueden no concretarse, generando desbalances fiscales.
- El CF reafirma que mantener tasas de crecimiento promedio de 3,0% o superiores en el mediano plazo, como se prevé en el MMM, constituye un enorme desafío de política económica, principalmente en un contexto de reducción progresiva del crecimiento potencial.
- El CF reitera la necesidad de implementar medidas de mediano plazo orientadas a incrementar los ingresos fiscales de carácter permanente y gestionar de forma eficiente y responsable el gasto público. No obstante, a juicio del CF, resulta más urgente —y con mayor impacto fiscal en el corto plazo— limitar la proliferación de leyes del Congreso de la República que aprueban beneficios tributarios o generan mayor gasto público.
- El CF observa una incongruencia entre lo expresado en el MMM —que promueve la racionalización de beneficios tributarios— y las decisiones adoptadas por el Poder Ejecutivo en materia tributaria. Desde 2023, se han publicado al menos 20 leyes que reducen la recaudación tributaria, pero solo 11 de ellas fueron observadas.
- El CF alerta que, producto de la ausencia de medidas de control del gasto público, para 2025 existen altas probabilidades de que se incumplan las reglas fiscales que limitan el déficit fiscal, el gasto no financiero y el gasto corriente excluyendo mantenimiento. Muestra de ello es que las proyecciones del MMM para dichos agregados fiscales se encuentran prácticamente en los límites establecidos por las respectivas reglas fiscales.
- El CF valora la declaración de intención de cumplir con el límite de gasto establecido en el MMM, pues hacerlo es indispensable para cumplir el conjunto de reglas fiscales en 2025. Ello no significa que la asignación presupuestal no pueda responder a nuevas demandas de gasto durante el año, pero corresponde a una gestión fiscal prudente realizar las repriorizaciones y reasignaciones que correspondan, dentro de los límites vigentes del techo de gasto total.
- El CF advierte que la senda de proyección del gasto público prevista en el MMM traslada el esfuerzo de consolidación fiscal al siguiente gobierno, lo cual genera un problema de inconsistencia temporal que resta credibilidad a las metas fiscales de mediano plazo.

- El CF considera que, en ausencia de medidas correctivas, es poco probable el cumplimiento de las reglas fiscales a partir de 2026. Por ello, reitera su exhortación a adoptar medidas concretas para: (i) contener presiones por mayor gasto público y beneficios tributarios sin sustento, y (ii) promover la generación de mayores ingresos permanentes. El CF reitera que el incumplimiento recurrente de las metas fiscales deterioraría la calificación crediticia del país, afectando tanto el costo de financiamiento del sector público como el del sector privado, además de influir negativamente en los flujos de inversión.
- El CF considera fundamental que la formulación y aprobación del presupuesto público de 2026 sea consistente con el crecimiento del gasto público previsto en el MMM para ese año (0,4% real) y que este no se vea afectado ante presiones por gastos adicionales, como ha sucedido en los últimos años.
- El CF señala que el incumplimiento de las reglas fiscales en 2023 y 2024 aceleró el incremento de la deuda neta y la reducción de los activos financieros. Según el MMM, la deuda bruta, como porcentaje del PBI, comenzaría a disminuir a partir de 2027, mientras que la deuda neta no se reduciría de forma significativa entre 2025 y 2029. En este contexto, los activos financieros continuarían disminuyendo, lo que comprometería los márgenes de maniobra fiscal frente a escenarios adversos, especialmente dados los niveles relativamente bajos de activos disponibles del Tesoro Público. Por ello, el CF recomienda que, en el marco de la Estrategia de Gestión Integral de Activos y Pasivos, se incluya un análisis sobre la escala y la composición de los activos financieros necesarios para enfrentar choques no anticipados.
- El CF identifica un conjunto de riesgos fiscales que no se evalúan exhaustivamente en el MMM, los cuales podrían afectar sus proyecciones: (i) el deterioro progresivo y pronunciado del contexto económico global; (ii) el uso de proyecciones optimistas para la formulación presupuestal que posteriormente no se materialicen; (iii) la aprobación de iniciativas legislativas que generen mayor gasto público o que limiten la capacidad recaudatoria; (iv) la situación financiera negativa de Petroperú; y (v) las presiones de gasto que se derivarían de la ejecución simultánea de grandes proyectos de infraestructura con un importante componente de cofinanciamiento estatal que excedan el espacio fiscal disponible. Considerando que la capacidad de gestionar la mayoría de tales riesgos recae sobre las autoridades del Poder Legislativo y del Poder Ejecutivo, el CF insta a incorporar criterios de responsabilidad fiscal en sus decisiones a fin de no menoscabar la sostenibilidad fiscal del país.

II. Introducción del Informe N° 04-2025-CF

El presente informe contiene la opinión colegiada del CF sobre el Marco Macroeconómico Multianual 2026-2029 (en adelante, MMM). El Marco Macroeconómico Multianual es el documento más importante en materia económica que emite el gobierno anualmente y que contiene las proyecciones macroeconómicas y fiscales para los próximos cuatro años. En este se definen los principales supuestos a utilizar en el proceso presupuestario en consistencia con las reglas fiscales; por consiguiente, el MMM es vinculante para la formulación y aprobación del presupuesto público de 2026.

De esta forma, el CF cumple con su función de contribuir con el análisis técnico independiente de la política fiscal, establecida en el Decreto Legislativo que aprueba el Marco de la Responsabilidad y Transparencia Fiscal del Sector Público No Financiero (MRTF-SPNF)¹, la Ley de Fortalecimiento del Consejo Fiscal², y en el Decreto Supremo que establece disposiciones para la implementación y funcionamiento del Consejo Fiscal³.

La opinión del CF considera la versión del MMM enviada por el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF), mediante Oficio N° 0708-2025-EF/10.01⁴, y la información complementaria proporcionada hasta el 4 de agosto de 2025*.

III. Contenido del proyecto de Marco Macroeconómico Multianual 2026-2029

Escenario macroeconómico

La proyección de **crecimiento global** del MMM para 2025 es de 2,8%, similar a la del Informe de Actualización de Proyecciones Macroeconómicas (IAPM) de abril. Si bien se ha revisado a la baja el crecimiento de Estados Unidos, ello se ve compensado por ligeras revisiones al alza en los crecimientos previstos para la Zona euro y Latinoamérica. En cuanto a China, se mantiene la proyección de crecimiento de 4,3%, respaldada por políticas fiscales y monetarias expansivas⁵. Para el periodo 2026-2029, se prevé que el crecimiento mundial converja a una tasa promedio de 3,0% (IAPM: 3,1%⁶), en un entorno de normalización de la inflación, reducción gradual de las tasas de política monetaria y disipación de la incertidumbre geopolítica⁷.

En cuanto a los **precios de materias primas**, en el MMM se espera que el índice de precios de exportación (IPX) crezca 9,3% en 2025 (IAPM: 3,0%). Esta proyección se sustenta en un

¹ Decreto Legislativo N° 1276, publicado en diciembre de 2016.

² Ley N° 31681, publicada en febrero de 2023.

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

⁴ Documento recibido por la Secretaría Técnica del Consejo Fiscal el 31 de julio de 2025.

* **Nota aclaratoria:** La versión publicada el 28 de agosto de 2025 del MMM 2026-2029 presenta algunos cambios respecto del documento evaluado por el CF. En particular, los Ingresos Corrientes del Gobierno General para los años 2027-2029 fueron revisados al alza (de 19,1% del PBI a 19,2% del PBI). Por su parte la proyección de gastos no financieros del Gobierno General también fue revisada al alza en términos nominales, sin cambios cuando se expresa como porcentaje del PBI. Además, la versión publicada del MMM también incorpora 13 recuadros que añaden información adicional al documento evaluado por el CF. Sin perjuicio de ello, el CF reafirma su opinión vertida en el presente informe.

⁵ En el caso de China, en el MMM se señala que existen riesgos asociados a la crisis del sector inmobiliario, la persistencia de un escenario de deflación y los efectos negativos de la guerra comercial con Estados Unidos.

⁶ Dicha tasa promedio corresponde al periodo 2026-2028.

⁷ Cabe añadir que en el MMM se contemplan otros riesgos que podrían afectar la recuperación de la actividad económica global: (i) escalamiento de la guerra comercial; (ii) tensiones geopolíticas y conflictos bélicos; (iii) persistencia de la inflación y políticas monetarias contractivas; y (iv) cambio climático y desastres naturales.

incremento del precio del cobre, el cual se estima alcanzaría, en promedio, ¢US\$ 430 por libra⁸, debido a una mayor demanda anticipada ante la imposición de aranceles por parte de Estados Unidos. Adicionalmente, el oro promediaría los US\$ 3 180 por onza troy⁹ en 2025, atribuido principalmente a la mayor demanda por su rol como activo de refugio. Por otra parte, se estima que el índice de precios de importación (IPM) caería 2,8% este año (IAPM: -1,6%), ya que el precio del petróleo cotizaría, en promedio, US\$ 68 por barril¹⁰, explicado por una mayor oferta mundial y una demanda afectada por la guerra comercial. Con ello, se prevé que los términos de intercambio (Tdi) crezcan 12,4% en 2025 (IAPM: 4,6%). Para el periodo 2026-2029 se espera una estabilización de los Tdi, con un crecimiento promedio de 1,5%, ante un aumento promedio del IPX de 1,0%¹¹ y una reducción promedio del IPM de 0,5%¹².

En el **escenario local**, se proyecta que el PBI crezca 3,5% en 2025, igual a lo estimado en el IAPM. No obstante, en el MMM se muestra un cambio en la composición de dicha estimación. Por el lado del gasto, se tienen mejores perspectivas para la demanda interna —especialmente la inversión privada¹³— en un contexto de mejores expectativas y de reducción gradual de los costos de financiamiento. Desde un enfoque sectorial, se prevé un mayor dinamismo en construcción, comercio y manufactura no primaria; no obstante, se estima un menor crecimiento de sectores como pesca, minería e hidrocarburos, debido al cierre o paralizaciones temporales de puertos, minas y plantas de hidrocarburos, respectivamente.

Para 2026, el crecimiento económico esperado también se mantiene sin cambios en comparación con el IAPM (3,2%). Según el MMM, esta proyección se sustenta en la ejecución de grandes inversiones mineras y de infraestructura¹⁴, así como en una mayor oferta primaria exportable (minería, agricultura y pesca), en un entorno de condiciones climáticas neutras y precios externos favorables. Para el periodo 2027-2029, en el MMM se proyecta que en cada año el PBI crezca 3,2%, sin variación respecto a lo proyectado en el IAPM. Este crecimiento estaría respaldado por un mayor dinamismo de la inversión privada —en especial, en minería, proyectos adjudicados bajo la modalidad de Asociaciones Público-Privadas (APP), y otros proyectos¹⁵—, además del fortalecimiento de la infraestructura logística y la diversificación productiva.

Proyecciones fiscales

Según el MMM, en 2025 los **ingresos corrientes del Gobierno General (ICGG)** crecerían 8,4% real hasta alcanzar los S/ 228 823 millones (19,3% del PBI). Este resultado estaría explicado por un contexto macroeconómico favorable (PBI: 3,5%; IPX: 9,3%), así como por el efecto positivo de factores temporales, como la regularización extraordinaria del

⁸ Mayor que lo registrado en 2024 (415 ¢US\$/lb.) y lo estimado en el IAPM (425 ¢US\$/lb.).

⁹ Superior a lo observado el año pasado (2 388 US\$/oz.tr.) y a lo esperado en el IAPM (2 550 US\$/oz.tr.).

¹⁰ Menor que lo registrado en 2024 (77 US\$/bar.) y lo esperado en el IAPM (72 US\$/bar.).

¹¹ Para ese periodo, el precio del cobre promediaría 439 ¢US\$/lb. (IAPM, periodo 2026-2028: 405 ¢US\$/lb.); y del oro, 3 187 US\$/oz.tr. (IAPM, periodo 2026-2028: 2 100 US\$/oz.tr.).

¹² Para ese periodo, el precio del petróleo promediaría 69 US\$/bar. (IAPM, periodo 2026-2028: 71 US\$/bar.).

¹³ La inversión privada se revisó al alza (MMM: 4,5%; IAPM: 4,0%).

¹⁴ En infraestructura destaca el avance de obras como la Línea 2 del Metro de Lima, el inicio de inversiones de APP adjudicadas y el despliegue de inversiones en sectores estratégicos (logístico, portuario, hídrico y energético).

¹⁵ Cabe agregar que en el MMM se mencionan compromisos de inversión minera por US\$ 8,6 mil millones y una agenda ambiciosa de proyectos de infraestructura: 25 proyectos de irrigación (US\$ 24 mil millones), 11 de transporte (US\$ 19 mil millones) y la segunda etapa del Puerto de Chancay (US\$ 2,5 mil millones).

Impuesto a la Renta (IR), los ingresos asociados al Régimen Especial de Fraccionamiento (FRAES) aprobado en 2024 y las transferencias extraordinarias de utilidades de entidades públicas al Tesoro Público. No obstante, este crecimiento se vería parcialmente atenuado por el aumento de las devoluciones tributarias.

Para 2026, se estima un crecimiento más moderado de los ICGG (2,3% real), alcanzando los S/ 239 370 millones (19,1% del PBI), debido a la disipación de los factores temporales. En el periodo 2027-2029, los ICGG crecerían a una tasa promedio real de 3,1% y se estabilizarían en 19,1% del PBI. De acuerdo con el MMM, esta proyección se sustenta en un crecimiento económico promedio de 3,2%, el efecto de las medidas de política y administración tributaria, y en un entorno internacional favorable, con precios de exportación que se mantendrían en niveles históricamente elevados.

En el MMM se estima que en 2025 el **gasto no financiero del Gobierno General (GNFGG)** crecería hasta alcanzar los S/ 234 987 millones (19,9% del PBI), similar al límite establecido por la regla fiscal vigente¹⁶. Excluyendo el efecto base por el aporte de capital a Petroperú de 2024, el GNFGG crecería 3,2% real en 2025, explicado principalmente por el crecimiento en los rubros de remuneraciones (3,1% real), bienes y servicios (2,6% real) y formación bruta de capital (5,3% real).

En 2026, el GNFGG moderaría su crecimiento hasta 0,4% real, alcanzando los S/ 241 423 millones (19,3% del PBI), en línea con el cumplimiento conjunto de las reglas fiscales. A partir de 2027, el GNFGG continuaría su trayectoria decreciente, como porcentaje del PBI, convergiendo a 18,5% del PBI en 2028 y 2029. No obstante, en términos nominales, el GNFGG entre 2026 y 2028 mostraría incrementos de aproximadamente S/ 7 mil millones anuales en promedio, mientras que en 2029 crecería aproximadamente S/ 14 mil millones¹⁷. En cuanto a su composición, para el mediano plazo se espera una moderación en el crecimiento del gasto corriente, el cual alcanzaría 13,2% del PBI en 2029, cifra no observada desde 1995¹⁸. Por su parte, la inversión pública se estabilizaría en alrededor de 4,8% del PBI, mientras que los otros gastos de capital caerían durante todo el horizonte de proyección, a excepción de 2029¹⁹.

En materia de **déficit fiscal**, las proyecciones del MMM para el periodo 2025-2029 coinciden con los límites establecidos por las reglas fiscales vigentes²⁰. Así, para los años 2025, 2026, 2027, 2028 y 2029 se prevé un déficit fiscal de 2,2%, 1,8%, 1,4%, 1,0% y 1,0% del PBI, respectivamente. A partir de 2025, las reducciones del déficit fiscal se sustentarían, principalmente, en reducciones del GNFGG, como porcentaje del PBI: 0,9

¹⁶ Dado el incumplimiento de la regla del GNF en 2024, para la determinación del límite de la regla fiscal del GNF se debe considerar el mecanismo de compensación de desvíos del marco fiscal vigente (numeral 6.2 del artículo 6 del MRTF-SPNF), que señala que los desvíos se compensan en el año fiscal siguiente. De acuerdo con el MMM, el límite del GNFGG para 2025, consistente con ese mecanismo, es de S/ 234 994 millones.

¹⁷ El GNFGG crecería en promedio 0,9% real entre 2027 y 2028, mientras que en 2029 crecería 3,5% real.

¹⁸ Además, de acuerdo con el MMM, el gasto corriente crecería 0,3% real en 2028, equivalente a un incremento nominal de S/ 4 590 millones. Este crecimiento es menor al promedio registrado entre 2004 y 2019, de 5,8% real. Durante esos años, solo se registró un periodo en el que se alcanzó una tasa inferior a lo que se prevé en el MMM: en 2016, cuando el gasto corriente cayó en 0,1% real debido a un ajuste fiscal realizado por el lado del gasto.

¹⁹ Entre 2026 y 2028 dicho rubro caería 12,7% real en promedio, mientras que en 2029 crecería 36,1% real.

²⁰ Correspondientes a la regla de resultado económico establecida en el Decreto Legislativo N° 1621 para los años entre 2025 y 2028, y a la regla de resultado económico establecida en el Decreto Legislativo N° 1276 a partir de 2029.

puntos porcentuales (p.p.) en 2025²¹, 0,6 p.p. en 2026, y 0,4 p.p. tanto en 2027 como en 2028.

Respecto a la **deuda pública bruta**, el MMM proyecta que esta se mantendrá en 32,1% del PBI en 2025 y 2026, nivel similar al registrado en 2024. Esta estabilidad reflejaría un balance entre presiones al alza asociadas al déficit primario y al pago de intereses, y las contribuciones a la baja del crecimiento económico y la inflación. Entre 2027 (32,0% del PBI) y 2029 (30,8% del PBI), la reducción de la deuda como porcentaje del PBI estaría impulsada, principalmente, por la generación de superávits primarios: 0,4% del PBI en 2027, 0,8% del PBI en 2028 y 0,7% del PBI en 2029. Para el largo plazo, en el MMM se proyecta una trayectoria de deuda pública decreciente en la cual se alcanzarían valores por debajo de 30% del PBI a partir de 2032 en su escenario base.

En cuanto a la **deuda pública neta**, el MMM estima que esta alcanzaría el 24,0% del PBI en 2025, por encima del 23,5% registrado en 2024. Para el periodo 2026-2029, se proyecta que la deuda neta se mantenga en valores cercanos al 24,5 % del PBI. Por su parte, en el MMM se señala que los **activos financieros del SPNF** alcanzaron el 8,6% del PBI en mayo de 2025, de los cuales 1,0% del PBI corresponde al Fondo de Estabilización Fiscal (FEF). De acuerdo con la información provista por el MEF, y en consistencia con la proyección de la deuda neta, se calcula que los activos del SPNF como porcentaje del PBI se reducirían de forma continua desde el 8,6% del PBI registrado en 2024 hasta 6,5% del PBI en 2029.

Finalmente, el MMM incluye una sección de **riesgos macrofiscales**. En el análisis determinístico de la deuda pública ante choques macroeconómicos, el MMM destaca que el riesgo de mayor impacto sería el asociado a una depreciación cambiaria, la cual elevaría la deuda bruta a niveles cercanos al 36% del PBI hacia 2027. Respecto a su análisis estocástico, se estima que las probabilidades de que la deuda pública por factores macrofiscales supere, en un horizonte de diez años, los umbrales de 38% del PBI (límite de la regla fiscal hasta 2034) y 50% del PBI, son de 25% y 5%, respectivamente²². Otros riesgos evaluados en el MMM incluyen un recuento del saldo de pasivos contingentes explícitos a 2024, una discusión en torno a los riesgos asociados a desastres naturales, y una evaluación conceptual relacionada con riesgos institucionales.

²¹ De los cuales, 0,5 p.p. del PBI corresponden al efecto estadístico por el aporte de capital a Petroperú de 2024.

²² Para el análisis estocástico se generan simulaciones a partir de la proyección central del MMM, considerando la variabilidad inherente a los determinantes de la dinámica de la deuda. Tales simulaciones se formulan considerando un modelo que utiliza información macroeconómica y fiscal pasada (información anual para el periodo 2000-2019).

IV. Opinión del Consejo Fiscal sobre el proyecto de MMM 2026-2029

Escenario macroeconómico

El CF considera que las proyecciones de **crecimiento de la economía global**, tanto en el corto como en el mediano plazo, resultan razonables y se encuentran alineadas con las estimaciones del consenso de mercado²³. No obstante, el actual contexto internacional de alta incertidumbre²⁴ configura un riesgo importante que podría afectar negativamente el desempeño de la economía mundial que no debe ser tomado a la ligera²⁵. Por otro lado, el propio MMM prevé una desaceleración estructural de la economía china hacia el mediano plazo²⁶, lo cual podría tener efectos relevantes y duraderos sobre la actividad económica local, dada su condición de principal socio comercial del país²⁷.

En cuanto a los **precios de materias primas** de exportación, el CF advierte sobre el cambio de enfoque observado en este MMM. A diferencia de ediciones anteriores donde se adoptaba una postura conservadora proyectando precios por debajo del consenso de mercado —criterio valorado positivamente por el CF—, el MMM actual se alinea al consenso. Este cambio implica revisiones significativas al alza respecto de las proyecciones del IAPM, especialmente en el caso del cobre y el oro²⁸. Dada la elevada volatilidad que caracteriza a estos precios²⁹ y el contexto de persistente incertidumbre en la economía global, el CF considera que este nuevo enfoque representa un alejamiento de la prudencia que ha caracterizado la formulación de las proyecciones de precios en el MMM. En ese sentido, el CF reafirma³⁰ la importancia de mantener un enfoque conservador en la formulación de las proyecciones de precios de exportación ya que, a diferencia de las proyecciones de agentes privados, las estimaciones oficiales contenidas en el MMM tienen implicancias directas sobre la formulación de la política fiscal, por lo que es importante mantener cautela en este aspecto.

Sobre la **actividad económica local**, el CF considera que la proyección de crecimiento de 3,5% para **2025** presenta un sesgo optimista³¹, pese al buen desempeño de la economía en

²³ Las proyecciones de crecimiento de los principales socios comerciales se encuentran alineadas con lo esperado por el consenso de mercado (“*LatinFocus Consensus Forecast*” de FocusEconomics de agosto de 2025) y por el FMI (“*World Economic Outlook Update*” de julio de 2025).

²⁴ En esa línea, el FMI (“*World Economic Outlook Update*” de julio de 2025) señala que, pese al menor crecimiento de las tasas arancelarias respecto a lo inicialmente anunciado, los niveles de incertidumbre global se han mantenido elevados desde abril del presente año.

²⁵ La evidencia muestra que los choques de incertidumbre afectan sostenidamente la actividad económica. Su impacto se acentúa en el mediano plazo por menor gasto en inversión y por cambios en el empleo.

²⁶ En comparación con el IAPM, que estimaba un crecimiento de China de 4,0 % para cada año del periodo 2026-2028, en el MMM se proyecta una desaceleración en el mediano plazo, con una trayectoria que converge a 3,7% hacia 2029.

²⁷ Según Rodríguez y Vassallo (2021), por 1 p.p. de menor crecimiento de China, el crecimiento de Perú podría reducirse en alrededor de 0,8 p.p. en el primer año. Para mayor detalle, véase Rodríguez y Vassallo (2021) “*Impacto de Choques Externos sobre la Economía Peruana: Aplicación Empírica usando Modelos TVP-VAR-SV*”.

²⁸ En el caso del cobre, la revisión en el precio promedio para 2025 fue de 5 ¢US\$/lb.; sin embargo, para el periodo 2026-2028, la revisión fue, en promedio, de 34 ¢US\$/lb. En el caso del oro, las revisiones promedio para 2025 y para el periodo 2026-2028 fueron de 630 US\$/oz.tr. y 1 100 US\$/oz.tr., respectivamente. Asimismo, para el periodo 2027-2029, se destaca que la proyección del MMM (3 150 US\$/oz.tr.) se ubica por encima de la estimada por el consenso de mercado (FocusEconomics) a la fecha (3 061 US\$/oz.tr.). Además, dicha proyección no sería coherente con la propia expectativa del MMM de una menor incertidumbre global en el mediano plazo.

²⁹ Lo cual se ha observado incluso en episodios recientes, como ocurrió con el precio del cobre entre fines de marzo y principios de abril de este año (caída de 14,5%).

³⁰ Véanse los informes N° 01-2025-CF, N° 05-2024-CF, N° 01-2024-CF, N° 03-2023-CF y N° 01-2023-CF.

³¹ A la fecha, analistas e instituciones prevén una tasa de crecimiento del PBI para 2025 menor a la esperada en el MMM: BCP (3,2%), BCRP y BBVA Research (3,1%), FocusEconomics y Goldman Sachs (3,0%), Banco Mundial (2,9%), FMI (2,8%) y Barclays Capital (2,6%).

el primer semestre del año³². Esta apreciación se sustenta en la previsión de una progresiva normalización del gasto privado durante el segundo semestre del año, tras el agotamiento de los factores extraordinarios que lo impulsaron desde el tercer trimestre del año pasado hasta el primer semestre de 2025³³. Adicionalmente, cabe destacar que, en el cuarto trimestre de 2024, la demanda privada creció 8,0%³⁴, lo que genera un efecto base negativo para el cierre de este año. Dado este contexto, a juicio del CF, resultará retador alcanzar el crecimiento económico previsto en el MMM para el segundo semestre (al menos 3,6%)³⁵.

El CF valora positivamente la inclusión de una descripción más detallada de la proyección y los riesgos al crecimiento para **2026**. Sin embargo, el CF también identifica un sesgo optimista para ese año³⁶. El CF advierte que varias de las iniciativas que sustentarían el crecimiento económico en dicho periodo, principalmente inversiones mineras y proyectos APP, aún no han alcanzado etapas efectivas de ejecución, lo que introduce incertidumbre respecto a su concreción. Además, en el mismo MMM se prevé un escenario macroeconómico menos favorable en 2026 basado en: (i) la desaceleración de los TdI³⁷; (ii) la menor contribución del gasto público, tanto en consumo como en inversión; y (iii) el contexto electoral que podría deteriorar las expectativas empresariales y afectar la inversión privada.

Para el **periodo 2027-2029**, el CF nota que la proyección promedio del MMM (3,2%) se ubica por encima de las estimaciones del crecimiento potencial³⁸ y, además, se encuentra expuesta a un conjunto relevante de riesgos. En particular, el crecimiento previsto se apoya principalmente en una trayectoria sostenida de la inversión privada, especialmente en obras de infraestructura y proyectos APP. El CF reitera que existen riesgos significativos que podrían limitar su materialización, dado que muchos proyectos presentan retrasos relacionados con la obtención del cierre financiero y la entrega de predios³⁹, además de que carecen de cronogramas de ejecución claros⁴⁰. Por el lado de la inversión minera, el CF recalca que parte de la cartera de proyectos está conformada por iniciativas susceptibles a retrasos⁴¹, lo que podría llevar a una sobrestimación del crecimiento de la inversión privada y del impulso previsto para el sector primario.

³² Según información del INEI, el PBI creció 3,3% en el primer semestre de 2025.

³³ Según estimaciones de la DEM-STCF, el último retiro de los fondos previsionales impulsó temporalmente la actividad económica contribuyendo con 0,7 p.p. al crecimiento de 2024, lo cual genera un efecto base negativo para 2025 que sería especialmente importante desde junio de 2025. Para mayor detalle, véase el Recuadro N° 1 del Reporte Técnico N° 03-2024-CF.

³⁴ El mayor registro desde el año 2013, excluyendo la pandemia (2020-2021).

³⁵ Algunos indicadores adelantados ya muestran una moderación de la actividad económica: la producción eléctrica se estabilizó en 2%, en tanto que las importaciones de bienes de consumo y de capital en julio crecieron por debajo de sus promedios recientes.

³⁶ Al igual que para 2025, la proyección de crecimiento del PBI para 2026 del MMM se ubica por encima de las estimaciones de diversos analistas e instituciones especializadas: BCRP (2,9%), BCP (2,8%), FocusEconomics y BBVA Research (2,7%), FMI y Goldman Sachs (2,6%), Banco Mundial (2,5%) y Barclays Capital (2,2%).

³⁷ Según el MMM, tras un repunte significativo en 2025 (12,4%), los TdI crecerían 4,2% en 2026.

³⁸ De acuerdo con estimaciones de la DEM-STCF, el crecimiento potencial se ubicaría en torno a 2,7% en el periodo 2025-2029. Por su parte, el BCRP estima un crecimiento potencial de 2,7% y 2,9% para 2025 y 2026, respectivamente.

³⁹ En particular, la Contraloría General de la República ha identificado factores que retrasan el avance de proyectos de infraestructura emblemáticos. En el caso de la Línea 2 del Metro de Lima, en su informe N° 23963-2024-CG/APP-SCC, advirtió una situación adversa relacionada con la entrega de áreas de concesión.

⁴⁰ Véanse los informes N° 01-2025-CF, N° 05-2024-CF, N° 01-2024-CF, N° 03-2023-CF y N° 01-2023-CF.

⁴¹ Algunos de los proyectos mineros relevantes cuyo inicio de ejecución ha sido postergado reiteradamente y que conforman la cartera de mediano plazo del MMM son Los Chancas, Integración Corocchohuayco y Trapiche.

En un contexto en el que el crecimiento potencial de la economía ha mostrado una desaceleración sostenida⁴², el CF reitera que alcanzar tasas de crecimiento superiores a 3% en el mediano plazo será desafiante, especialmente en el escenario externo actual de alta incertidumbre⁴³. Para lograr dicho objetivo, resulta imprescindible asegurar condiciones que permitan una ejecución oportuna de las inversiones —tanto mineras como no mineras—, así como diseñar e implementar una estrategia económica integral orientada a elevar la productividad, fortalecer la competitividad y reducir las vulnerabilidades estructurales de la economía. No obstante, el CF vuelve a exhortar⁴⁴ que tales acciones deben evitar la generación de compromisos fiscales que pongan en riesgo la sostenibilidad de las finanzas públicas. Mantener esta prudencia fiscal contribuiría a reforzar la consistencia entre las proyecciones macroeconómicas y los principios de sostenibilidad fiscal, permitiendo una gestión más eficiente de los riesgos, un uso más realista y responsable de los recursos públicos disponibles, y un mejor entorno para la inversión privada.

Escenario fiscal

El CF exhorta a que en la versión final del MMM se incluya una sección que presente las proyecciones trimestrales de los principales agregados macrofiscales para el año en curso, las cuales no se han incluido en la versión enviada al CF. Esta información resulta necesaria no solo para evaluar la consistencia interna de las proyecciones fiscales, sino también para realizar un seguimiento adecuado de cara al cumplimiento de las reglas fiscales, sirviendo como un sistema de alerta temprana.

Con relación a la proyección de ICGG para 2025, el CF señala que su cumplimiento dependerá de dos factores: (i) que se alcancen las tasas de crecimiento económico previstas para lo que resta del año; y (ii) que se materialicen los supuestos tributarios incorporados en la proyección, especialmente los vinculados al FRAES y a las acciones de SUNAT orientadas a disminuir la evasión y elusión tributaria⁴⁵.

En particular, el CF advierte que el incremento de ingresos fiscales previsto para 2025 responde mayormente a factores temporales que no se repetirían en la misma magnitud en 2026⁴⁶. Por ello, el CF reitera⁴⁷ que, para generar credibilidad en el proceso de consolidación, se debe evitar el uso de ingresos de naturaleza transitoria para financiar gastos permanentes. En el mismo sentido, el CF expresa estar de acuerdo con el criterio de

⁴² Según estimaciones de la DEM-STCF, en la última década (2015-2024) el crecimiento potencial promedio se ubicó en alrededor de 2,5%, cifra que contrasta significativamente con el promedio de la década previa (2005-2014), de aproximadamente 6%. Véanse los informes N° 01-2025-CF, N° 05-2024-CF, N° 01-2024-CF, N° 03-2023-CF, N° 01-2023-CF y N° 04-2022-CF.

⁴³ El contexto internacional ha sido marcado por cambios en las reglas que regulan el comercio y la integración económica, lo cual no solo eleva la incertidumbre global, sino que también propicia una desaceleración del crecimiento económico mundial de naturaleza estructural y permanente, y no meramente transitoria.

⁴⁴ Véase el Informe N° 01-2025-CF.

⁴⁵ De acuerdo con la información remitida por el MEF, estas acciones de SUNAT tendrían un impacto fiscal de S/ 3 883 millones en 2025 y S/ 3 437 millones en promedio para el periodo 2026-2028.

⁴⁶ Según el MMM, los ingresos de carácter temporal registrados en 2025 —vinculados principalmente a la regularización del IR y al registro de ingresos extraordinarios— no se repetirían en la misma magnitud en 2026. La disipación de estos factores temporales implicaría una reducción de los ingresos fiscales de aproximadamente 0,4 p.p. del PBI, lo cual sería parcialmente atenuado por la menor previsión de devoluciones tributarias (-0,2 p.p. del PBI).

⁴⁷ Véanse los informes N° 01-2025-CF, N° 05-2024-CF, y N° 01-2024-CF.

responsabilidad fiscal que se recoge en el MMM⁴⁸, que indica que cualquier aumento del gasto público deberá estar respaldado por incrementos equivalentes en los ingresos públicos. Por ello, dicho criterio debe ser efectivamente implementado y respetado en todas las decisiones de política fiscal de los poderes Ejecutivo y Legislativo.

De otra parte, **el CF considera que la proyección de ICGG para 2026** es optimista, dado que los supuestos macroeconómicos del MMM para ese año también presentan dicho sesgo. Aun cuando la proyección de ICGG para 2026 como porcentaje del PBI muestra una reducción respecto a 2025 —atribuida a la disipación de factores temporales—, en términos nominales se estima un incremento sustancial de casi S/ 11 mil millones.

En cuanto a los ingresos de mediano plazo, el CF señala que la estimación del MMM se sustenta en un supuesto de crecimiento económico auspicioso (3,2% a partir de 2026); en precios del cobre que se mantendrían en niveles elevados (promedio de $\text{¢US\$ 440}$ por libra en el periodo 2027-2029); y en un escenario de devoluciones tributarias con una trayectoria decreciente que no ha sido adecuadamente sustentada.

Respecto a los supuestos macroeconómicos, el CF considera que el MMM plantea un escenario macroeconómico optimista, bajo el cual la economía peruana crecería durante cinco años consecutivos (3,3% en promedio) por encima de su nivel potencial (estimado entre 2,7% y 2,9% por el BCRP y en torno a 2,7% por la DEM-STCF). En relación con los precios de materias primas de exportación, el CF reitera un cambio de enfoque en la formulación de sus proyecciones, dejando de lado el enfoque conservador adoptado en MMM anteriores. El presente MMM ha optado por un escenario favorable, pese al contexto de elevada incertidumbre global. A juicio del CF, este giro hacia un enfoque menos conservador incrementa el riesgo de sobreestimar los ingresos fiscales, lo que podría comprometer tanto la formulación realista del presupuesto público como el cumplimiento de las reglas fiscales vigentes.

Respecto a los supuestos tributarios, el CF resalta que la proyección de devoluciones tributarias en el MMM (reducción de 2,4% del PBI en 2025 a 2,0% del PBI en 2029) podría ser optimista, considerando que: (i) las devoluciones han sido superiores al 2,2% del PBI desde 2016; y (ii) la mayor producción minera prevista en el MMM podría generar un incremento de las devoluciones por saldos a favor del exportador. En este sentido, el CF sugiere analizar con mayor detalle la proyección de devoluciones tributarias para los próximos años y recuerda que, en el pasado, errores de proyección en esta variable han generado desbalances fiscales de hasta 0,6% del PBI⁴⁹.

En este contexto, el CF reitera⁵⁰ que el optimismo en las proyecciones macroeconómicas o tributarias deriva en aumentos presupuestales basados en estimaciones de ingresos que finalmente no se concretarían, generando desequilibrios fiscales. Por ello, el CF considera que el MEF debe ser especialmente cauto, dado que sus errores de proyección se traducen en desbalances presupuestales. Como ejemplo de lo anterior, el CF resalta que las

⁴⁸ En el MMM se señala que: "... el Fondo Monetario Internacional recomienda que todo incremento permanente del gasto esté respaldado por ingresos fiscales permanentes..." (página 67). Asimismo, "para preservar la sostenibilidad de las cuentas fiscales, cualquier aumento del gasto público por encima de lo estimado en este documento deberá estar respaldado por un incremento equivalente en los ingresos públicos" (página 85).

⁴⁹ En 2016 y 2017, las devoluciones tributarias se subestimaron en 0,6% y 0,5% del PBI, respectivamente.

⁵⁰ Véanse los informes N° 01-2025-CF, N° 05-2024-CF, N° 01-2024-CF y N° 02-2023-CF.

proyecciones de ICGG con fines presupuestales para los años 2023⁵¹ y 2024⁵² se sobreestimaron en 1,3 y 1,2 p.p. del PBI, respectivamente⁵³. Esto resulta particularmente preocupante ya que se produjo en un contexto de precios elevados de materias primas⁵⁴ y, en el caso de 2024, en ausencia de choques adversos no esperados.

El CF advierte que la proyección de ingresos del MMM para el mediano plazo no contempla aumentos significativos de ingresos, estabilizándose en 19,1% del PBI a partir de 2026, a pesar de estar sustentada en un escenario macroeconómico favorable. Frente a este panorama, el CF reitera la necesidad de implementar medidas orientadas a incrementar los ingresos tributarios de carácter permanente. No obstante, a juicio del CF, resulta más urgente —y con mayor impacto en el corto plazo— contener la aprobación de nuevos beneficios tributarios que erosionan la base imponible. En simultáneo, el CF recomienda que el MEF realice un diagnóstico integral, transparente y actualizado de la situación tributaria actual, que incluya un análisis detallado de los factores que afectan la base tributaria, incluyendo: (i) la cuantificación del impacto de las medidas tributarias adoptadas en los últimos años; (ii) el costo fiscal de las leyes aprobadas por el Congreso con implicancias tributarias; y (iii) el costo fiscal estimado de la cartera de proyectos de ley actualmente en trámite con impacto potencial sobre la recaudación.

En línea con lo anterior, el CF observa una clara incongruencia entre lo expresado en el MMM —sobre promover la racionalización de beneficios tributarios⁵⁵— y las decisiones adoptadas por el Poder Ejecutivo. Desde 2023 se han publicado al menos 20 leyes con impacto fiscal, pero solo 11 fueron observadas. Resulta especialmente preocupante que no se haya observado la Ley N° 32219, que redujo el IGV para restaurantes y alojamientos turísticos, pese a que el MEF emitió una opinión desfavorable y estimó un costo fiscal de S/ 780 millones anuales⁵⁶.

Entre las leyes aprobadas por el Congreso⁵⁷, destaca también —por su impacto fiscal— la Ley N° 32392, que propone la creación de Zonas Económicas Especiales de Turismo. Según estimaciones del MEF, esta norma tendría un costo fiscal de al menos S/ 2 011 millones anuales⁵⁸; sin embargo, fue aprobada sin oposición técnica por parte del MEF ni observación del Poder Ejecutivo. Esta falta de coherencia entre las declaraciones oficiales y las decisiones adoptadas debilita la credibilidad de la política fiscal y pone en entredicho el compromiso con una consolidación fiscal responsable.

⁵¹ En el MMM 2023-2026 (agosto de 2022), la proyección de ICGG para 2023 ascendió a S/ 210 754 millones.

⁵² En el MMM 2024-2027 (agosto de 2023), la proyección de ICGG para 2024 ascendió a S/ 220 140 millones.

⁵³ El error de proyección es calculado como la diferencia en millones de soles entre la proyección de ICGG a un año y los ICGG observados, expresados como porcentaje del PBI ejecutado.

⁵⁴ En el pasado, las sobreestimaciones en las proyecciones de ingresos se produjeron en contextos marcados por choques no previstos (como en 2009, 2017 o 2020) o durante periodos de caídas sostenidas en el IPX y bajo crecimiento económico (como entre 2013-2016, y en 2019).

⁵⁵ Como señala el MMM (página 15): “*los beneficios tributarios, como exoneraciones (tax holidays) o tasas reducidas son ineficaces para promover la inversión o el empleo, además, reducen los recursos públicos y promueven una conducta evasiva por parte de los contribuyentes*”.

⁵⁶ Calculado en el Informe N° 0101-2024-EF/61.01 (26/09/24) elaborado por el MEF para la Comisión de Economía.

⁵⁷ Como parte de este grupo podría incluirse el dictamen aprobado en segunda votación el 14 de agosto de 2025, que propone nuevos beneficios tributarios para el sector agrario. Este dictamen tiene un costo fiscal estimado por el MEF superior a los S/ 1 100 millones anuales (ver Informe N° 0174-2024-EF/61.01 del MEF). Una vez convertido en autógrafa, el Poder Ejecutivo contará con un plazo de hasta 15 días para observar o publicar dicha autógrafa.

⁵⁸ Calculado en el Informe N° 0022-2025-EF/61.05 (03/07/25) elaborado por el MEF.

Ante este contexto, el CF reitera⁵⁹ su exhortación a evitar la creación de tratamientos tributarios preferenciales, los cuales no solo erosionan la base tributaria, sino que también aumentan la complejidad e ineficiencia del sistema tributario. Por ello, se insta al Poder Ejecutivo a adoptar una postura más firme y coherente frente a estas iniciativas, a fin de evitar la proliferación de beneficios carentes de un sustento técnico adecuado⁶⁰. En este sentido, el CF enfatiza que la aprobación de exoneraciones y beneficios tributarios debe regirse por las reglas establecidas en la Norma VII del Código Tributario, entre las cuales se incluye: “... el análisis cuantitativo del costo fiscal estimado de la medida, especificando el ingreso alternativo respecto de los ingresos que se dejarán de percibir a fin de no generar déficit presupuestario, y el beneficio económico sustentado por medio de estudios y documentación que demuestren que la medida adoptada resulta la más idónea para el logro de los objetivos propuestos”⁶¹.

Respecto a la proyección de GNFGG, el CF advierte que los niveles previstos en el MMM, a lo largo de todo el horizonte de proyección, se determinan de manera residual en función de las proyecciones de ingresos fiscales y de las reglas fiscales vigentes. En este marco, el GNFGG proyectado no incorpora plenamente los compromisos de gasto ya asumidos ni un proceso planificado de optimización en el uso de los recursos públicos, lo cual puede devenir en inconsistencias entre el gasto ya aprobado o por aprobarse y los límites vigentes. Más aún, la materialización de cualquier presión adicional sobre la senda de gasto planteada en el MMM⁶² podría derivar en una nueva postergación del proceso de consolidación fiscal. Por ello, el CF reitera que resulta indispensable establecer un control riguroso y planificado de la trayectoria del gasto público, con el compromiso de todos los actores involucrados en la formulación, aprobación y ejecución presupuestaria. En ese sentido, resulta urgente contener la aprobación de leyes del Congreso de la República que generan mayor gasto público, pese a la prohibición constitucional al respecto⁶³.

Sobre la proyección del gasto público para 2025, el CF advierte que, para alcanzar las metas del MMM, el GNFGG deberá contraerse en 5,4% real en lo que resta del año⁶⁴, o limitarlo a un crecimiento de solo 0,1% real excluyendo el efecto del aporte de capital a Petroperú del año pasado, lo que implicaría una marcada desaceleración respecto al crecimiento de 5,9% real registrado a julio. Si bien todos los rubros del GNFGG deberían desacelerarse, el ajuste más exigente recaería en remuneraciones, bienes y servicios, y

⁵⁹ Véanse los informes N° 01-2025-CF, N° 05-2024-CF y N° 01-2024-CF.

⁶⁰ Al 15 de agosto de 2025, la DEM-STCF ha identificado por lo menos 37 dictámenes en el Congreso que proponen crear, ampliar o prorrogar beneficios tributarios. De este grupo, destacan: (i) el dictamen que recae en el Proyecto de Ley (PL) N° 06331/2023-CR, que propone incorporar nuevos gastos deducibles para el pago del IR de cuarta y quinta categoría, con un costo fiscal superior a los S/ 2 000 millones anuales (ver Informe N° 0064-2024-EF/61.01 del MEF); y (ii) la autógrafa por insistencia que recae en el PL 09433/2024-CR que propone extender el régimen de arrastre de pérdidas, con un costo fiscal total de S/ 5 100 millones (ver Informe N° 0038-2025-EF/61.01 del MEF).

⁶¹ Véase el acápite a) de la Norma VII del Código Tributario.

⁶² Estas presiones provienen de: (i) iniciativas legislativas que aumentan gastos permanentes en personal y pensiones; (ii) la aprobación de convenios colectivos anuales que implican aumentos salariales o nuevas obligaciones económicas hacia los trabajadores; (iii) los anuncios del Poder Ejecutivo de llevar a cabo diversos megaproyectos de infraestructura con un alto componente de cofinanciamiento estatal; y (iv) la asignación de mayores recursos por FONCOMUN a los gobiernos locales, según lo dispuesto en la Ley N° 32387.

⁶³ Por ejemplo, el pasado 14 de agosto el Congreso aprobó por insistencia la autógrafa que homologa el incentivo CAFAE al monto más alto dentro de un nivel remunerativo para los trabajadores bajo el régimen laboral del DL 276 de los gobiernos regionales. La autógrafa había sido observada previamente por el Poder Ejecutivo debido a que es inconstitucional al crear gasto público. El MEF estima que tenga un costo fiscal anual de S/ 2 621 millones.

⁶⁴ Si la situación financiera y operativa de Petroperú no mejora, podría reducir el resultado de las empresas públicas, lo que afectaría el déficit del SPNF.

formación bruta de capital⁶⁵. En este contexto, el CF reitera que, en ausencia de medidas concretas que garanticen la desaceleración del gasto público, no será posible cumplir con las proyecciones de GNFGG previstas en el MMM para 2025. En ese sentido, el CF alerta que, en el presente ejercicio fiscal, existe una alta probabilidad de incumplir las reglas fiscales que limitan el crecimiento del gasto dado y el déficit fiscal. Muestra de ello es que según las proyecciones del MMM, tales agregados fiscales se ubicarían prácticamente en el límite permitido por las respectivas reglas fiscales⁶⁶.

El CF considera que la senda del gasto público en los últimos años ha sido poco prudente, dado que parte de los gastos temporales generados durante la pandemia fueron reemplazados por gastos de carácter permanente, lo cual contribuyó a generar mayores niveles de gasto y a incumplimientos de las reglas fiscales. Por ejemplo, en 2024, se incumplieron las reglas fiscales debido al importante incremento en remuneraciones, inversión pública y otros gastos de capital. En el caso de remuneraciones, es un fenómeno sostenido que se produjo luego de que en 2023 se registrara un aumento histórico de S/ 7,1 mil millones, lo cual conlleva a una mayor rigidez presupuestal⁶⁷. Por tanto, el CF advierte que el crecimiento significativo del gasto en años anteriores ha reducido el espacio fiscal disponible, limitando la capacidad del Estado para financiar nuevas iniciativas en el corto y mediano plazo.

Para 2026, año para el cual se está formulando el presupuesto, el **CF nota que el GNFGG deberá crecer únicamente 0,4% en términos reales**, lo cual configura un crecimiento austero del gasto público. En ese sentido, el CF considera importante que la formulación y aprobación del presupuesto del año 2026 sean consistentes con dicho crecimiento del gasto y que no se vea expuesto a presiones de gasto adicionales. El CF considera que mantener esa prudencia en el crecimiento del gasto resulta importante para avanzar en el proceso de consolidación fiscal en un contexto macroeconómico auspicioso, como el previsto en el MMM. El CF recuerda que dicho escenario macroeconómico base prevé un contexto internacional favorable con precios de materias primas en niveles históricamente altos, en el que no se anticipan choques adversos y un crecimiento económico local por encima de su potencial, por lo cual no se requeriría una política fiscal expansiva.

El respeto del límite de gasto previsto en el MMM no significa que la asignación presupuestal no pueda responder a nuevas demandas de gasto, pero corresponde a una gestión fiscal prudente realizar las repriorizaciones y reasignaciones que correspondan, dentro del límite establecido.

El CF nota que en el rubro remuneraciones el incremento nominal para 2026 es de S/ 2,1 mil millones, el cual es marcadamente inferior al registrado en los últimos dos años⁶⁸. Si

⁶⁵ El rubro remuneraciones debería crecer en 0,6% real (ene-jul: 5,0% real); el rubro bienes y servicios debería caer 1,1% real (ene-jul: 6,2% real); y, por su parte, formación bruta de capital debería desacelerarse de un crecimiento de 5,9% real (entre enero y julio) a 4,7% real (entre agosto y diciembre).

⁶⁶ Según el MMM, se proyecta que en 2025 el GNFGG en 2025 sería S/ 234 987 millones, únicamente S/ 7 millones por debajo del límite de la regla fiscal (S/ 234 994 millones.) Por su parte, el gasto corriente sin mantenimiento crecería 2,0% real, mientras que la regla fiscal correspondiente tiene un límite de crecimiento de 2,1% real (margen de aproximadamente S/260 millones). En el caso del déficit fiscal se proyecta un nivel de 2,2% del PBI, coincidente con el límite permitido por la regla fiscal.

⁶⁷ El CF lo ha destacado en varios pronunciamientos, como, por ejemplo, los informes N° 01-2024-CF (página 10), N° 04-2024-CF (página 5) y N° 05-2024-CF (página 14), en donde se alerta sobre la tendencia creciente del gasto en remuneraciones.

⁶⁸ Entre 2023 y 2024, el rubro “remuneraciones” creció en promedio S/ 6 230 millones anuales.

bien ese incremento es consistente con la necesidad de avanzar en el proceso de consolidación fiscal y con la menor inflación promedio, no parece guardar consistencia con las medidas adoptadas a la fecha en materia remunerativa. En particular, el CF observa que para 2026, una gran parte de ese espacio para incremento del gasto en remuneraciones ya se ha comprometido con medidas de incrementos salariales, pues S/1,8 mil millones (86% del incremento total previsto para dicho rubro) corresponden a gasto adicional en remuneraciones que se destinarían a incrementos para el personal militar y policial, y el financiamiento del convenio colectivo centralizado⁶⁹.

Respecto a la proyección del GNFGG entre 2027 y 2029, el CF advierte que dicha senda traslada el esfuerzo de reducción del gasto a la siguiente administración de gobierno⁷⁰. Entre los factores que hacen poco verosímil la senda de gasto prevista en el MMM se encuentran: (i) la tendencia creciente del gasto en remuneraciones en el Sector Público derivada de diversas iniciativas legislativas que autorizan mayores gastos permanentes en materia de personal⁷¹ y pensiones⁷², así como de negociaciones colectivas que sobrepasan las capacidades presupuestales; y (ii) los anuncios de autoridades del Poder Ejecutivo de impulsar grandes proyectos de infraestructura que sobrepasan las capacidades presupuestales de mediano plazo. En ese sentido, el CF considera poco probable que se cumpla la trayectoria del GNFGG planteada en el MMM, a menos que exista un firme compromiso por retomar un manejo fiscal responsable del gasto.

En cuanto a la proyección del déficit fiscal, el CF resalta la importancia de alcanzar la meta de 2,2% del PBI para 2025 establecida por regla fiscal, pero advierte que para ello será indispensable respetar el techo de gasto público planteado en el MMM. Hasta julio, el déficit fiscal acumulado a 12 meses alcanzó el 2,6% del PBI, superando en 0,4 p.p. del PBI la proyección para el cierre de año. En ese sentido, reducir el déficit fiscal requerirá de la contención del gasto público en los últimos cinco meses del año, el cual deberá reducirse 5,4% real durante dicho periodo y 0,8 p.p. del PBI respecto al acumulado a 12 meses registrado en julio. En este contexto, el CF reitera la necesidad de adoptar, con urgencia, medidas que aseguren un estricto control del gasto para cumplir las reglas fiscales en 2025.

Para facilitar el seguimiento al cumplimiento de las reglas fiscales en 2025, el CF exhorta a incluir en el MMM una sección que presente proyecciones fiscales para el año en curso, con una frecuencia mensual o trimestral. Ello permitiría identificar, de forma anticipada, posibles desvíos en la trayectoria de los distintos agregados fiscales y adoptar medidas correctivas oportunas. Esta práctica adquiere especial relevancia en un contexto en el que ya se han registrado dos años consecutivos de incumplimiento de las reglas fiscales, y en el que los mecanismos formales de seguimiento de las reglas fiscales (como los reportes trimestrales de seguimiento de tales reglas) no han mostrado ser efectivos.

⁶⁹ El aumento al personal militar y policial aprobado en la Ley de Presupuesto del Sector Público del año 2025 implica un costo fiscal adicional de S/ 863 millones en 2026, según estimaciones de la DEM-STCF. Por su parte, el costo de la negociación colectiva centralizado tendría un costo fiscal asociado de S/ 952 millones, de acuerdo con el Informe N° 0073-2025-EF/53.07 del último convenio colectivo centralizado (30/06/25).

⁷⁰ Dicho esfuerzo sería mayor si el GNFGG no se circunscribe al límite previsto en el MMM para 2025.

⁷¹ Por ejemplo, la norma recientemente aprobada que homologa el incentivo del CAFAE. Ver nota al pie N° 63.

⁷² Como es el caso de la próxima aprobación del Reglamento de la Ley de pensiones (Ley N° 32123) que incluye, entre otras medidas, las condiciones y requisitos para el acceso a una pensión mínima de los afiliados al Sistema Privado de Pensiones que implicaría un costo fiscal adicional para el Estado.

En ausencia de medidas concretas de consolidación fiscal orientadas a incrementar los ingresos permanentes y contener las presiones por mayor gasto público, el CF considera poco creíble el cumplimiento de la senda de déficit y de las reglas fiscales a partir de 2026. En opinión del CF, la falta de credibilidad en el cumplimiento de los objetivos fiscales de mediano plazo se agrava debido a que se traslada el esfuerzo de consolidación al siguiente gobierno, generando un problema de inconsistencia temporal⁷³. Como muestra de ello, la reducción del déficit fiscal planteada en el MMM se sustenta en una continua reducción del GNFGG entre 2026 y 2028 (0,4 p.p. del PBI cada año). Ello se evidencia también en términos estructurales: desde 2025 hasta 2029 se plantea una reducción acumulada del déficit fiscal estructural equivalente a 2 p.p. del PBI potencial, luego de mantenerse en niveles muy altos, cercanos al 3% del PBI potencial entre 2023 y 2025. En ese sentido, el CF exhorta a la actual administración de gobierno a adoptar medidas concretas para contener las presiones por mayor gasto público y la expansión de beneficios tributarios que erosionan la base imponible.

Tal como se ha señalado en informes previos⁷⁴, el CF reitera que proyectar déficits fiscales iguales a los límites establecidos por la correspondiente regla fiscal, como plantea el MMM para el periodo 2025-2029, no es una práctica adecuada. El CF recuerda que toda proyección económica está sujeta a choques que pueden llevar a una desviación entre lo previsto y lo ejecutado; por ello, cuando no hay margen entre las proyecciones y los límites, incluso desviaciones mínimas en los supuestos de proyección pueden llevar al incumplimiento de las reglas fiscales.

Respecto a la metodología oficial de cálculo de las cuentas estructurales, el CF coincide con lo señalado en el MMM sobre la necesidad de revisar la metodología utilizada para estimar el resultado fiscal estructural. Tal como se advirtió desde el Informe N° 02-2022-CF, la metodología vigente presenta limitaciones importantes, particularmente en las estimaciones del PBI potencial⁷⁵ y de los precios tendenciales de minerales⁷⁶. En consecuencia, el CF reitera⁷⁷ que el MEF debería remitir una nueva propuesta metodológica, a fin de que este colegiado pueda emitir su opinión técnica *ex ante*, conforme a su mandato de emitir opinión no vinculante sobre la metodología del resultado fiscal estructural. Cabe recordar que el último ajuste metodológico de las cuentas estructurales, implementado en 2016, contó con la opinión previa del CF, tal como consta en el Informe N° 001-2016-CF.

Respecto a la proyección de la deuda pública, el CF resalta que la trayectoria 2025-2029 está condicionada al cumplimiento de la senda de déficit fiscal y a los supuestos macroeconómicos considerados para dicho periodo, así como a la posible materialización de contingencias. En ese sentido, deben tenerse en cuenta los distintos riesgos que podrían llevar a desviaciones significativas en la trayectoria de la deuda pública y a un mayor pago de intereses, todo ello pudiendo afectar seriamente la sostenibilidad en el

⁷³ El problema de inconsistencia temporal hace referencia a que existen incentivos para posponer indefinidamente el proceso de consolidación conforme se acerca el periodo de mayor reducción del déficit.

⁷⁴ Véanse los informes N° 05-2024-CF, N° 04-2024-CF, N° 01-2024-CF y N° 03-2023-CF.

⁷⁵ La metodología actual no muestra un ajuste consistente con la caída de la actividad económica por el COVID-19. Esto conlleva a un mayor crecimiento potencial, el cual se traduce en unos ingresos estructurales sobreestimados.

⁷⁶ El cálculo de los precios tendenciales mediante promedios móviles a 15 años (11 años precedentes, el año actual y la proyección de los siguientes 3 años) puede generar una sobreestimación en el nivel tendencial de los precios de minerales al considerar la información entre dos picos de precios consecutivos para su elaboración.

⁷⁷ Véase el Informe N° 01-2025-CF.

mediano y largo plazo. Frente a ello, el CF reitera la necesidad de implementar medidas de consolidación fiscal en el corto plazo, a fin de facilitar el control de la deuda pública y la carga de los intereses sobre el presupuesto.

Más allá del horizonte de proyección del MMM, el CF reitera⁷⁸ que reducir la deuda pública por debajo del umbral de 30% del PBI requiere de la generación de resultados primarios superavitarios durante periodos de tiempo prolongados. Bajo un cumplimiento estricto de las proyecciones macroeconómicas y fiscales del MMM, la deuda podría reducirse hasta alcanzar el 29,8% del PBI en 2032, pero para ello se requiere mantener un superávit primario promedio de al menos 0,4% del PBI entre 2025 y 2032, una cifra no observada desde el año 2014⁷⁹. Tal esfuerzo en términos de resultado primario no solo responde al proceso de consolidación, sino también al incremento de la carga de los intereses en la última década (de 1,0% del PBI en 2015 a 1,7% del PBI en 2024), producto del incremento de la deuda pública en dicho periodo. En ese sentido, el CF destaca la importancia de reducir la deuda pública, lo que permitiría también reducir la carga de los intereses sobre el presupuesto público y el tamaño del esfuerzo para cumplir con la regla fiscal sobre la deuda en el mediano plazo. Para ello, el CF reitera que se requiere de un compromiso a lo largo de múltiples administraciones gubernamentales para la implementación de reformas que aseguren el control del gasto público y la generación de mayores ingresos permanentes.

Respecto a la deuda neta, el CF considera que este indicador evidencia un deterioro sostenido de las fortalezas fiscales del país. Como muestra de ello, luego de dos años consecutivos en los que las reglas fiscales fueron incumplidas, la deuda neta pasó de 20,7% del PBI en 2022 a 23,5% del PBI en 2024. El CF nota que esta presión hacia un mayor nivel de endeudamiento neto ahonda la tendencia creciente observada desde 2013⁸⁰, la cual no se espera revertir de forma significativa en el horizonte 2025-2029. Para este periodo, el CF destaca que la proyección de la deuda neta difiere respecto a la de la deuda bruta ya que, aun con un estricto cumplimiento de las reglas fiscales, se prevé una reducción continua de los activos financieros del SPNF como porcentaje del PBI.

Sobre los activos financieros, el CF nota que el MMM proyecta una disminución constante, desde 8,6% del PBI en 2024 hasta 6,5% en 2029⁸¹. Este nivel sería significativamente inferior al registrado antes de la pandemia y representaría un mínimo histórico desde que se tiene información⁸². Asimismo, el CF resalta que, de los activos financieros acumulados a mayo del presente año, únicamente el 37% (3,2% del PBI) son recursos disponibles del Tesoro Público, mientras que el resto se encuentra comprometido para otros fines⁸³. Ante esta situación, el CF sugiere que, en el marco de la Estrategia de Gestión Integral de Activos y Pasivos (EGIAP), se incluya un análisis, sobre escala y composición de los activos financieros necesarios para enfrentar choques no anticipados.

⁷⁸ Véanse los informes N° 01-2025-CF, N° 05-2024-CF, N° 01-2024-CF, N° 03-2023-CF y N° 01-2023-CF.

⁷⁹ En 2014, el resultado primario del SPNF fue de 0,8% del PBI. Desde 2015, el resultado primario ha sido deficitario.

⁸⁰ Año en el que la deuda neta alcanzó un mínimo de 2,7% del PBI.

⁸¹ Esto refleja una proyección nominal constante, que a lo largo del tiempo se reduce como porcentaje del PBI.

⁸² Con la información histórica disponible (2001-2024), el valor más bajo se registró en 2004 (8,3% del PBI) y el más alto en 2017 (17,6% del PBI). En 2019, año previo a la pandemia, los activos financieros fueron de 13,4 % del PBI.

⁸³ Según el MMM, a mayo, los activos financieros distintos de los del Tesoro Público y del FEF corresponden a: (i) "Recursos que se encuentran en el Tesoro Público, pero que pertenecen a los pliegos presupuestarios"; y (ii) "Activos del Estado depositados en la banca privada y que, en su mayoría, son intangibles".

Respecto al FEF, el CF resalta que dicho fondo aún mantiene niveles significativamente por debajo de los niveles alcanzados antes de la pandemia⁸⁴ y que, en los próximos años, no se prevé una asignación de recursos para su restitución. A juicio del CF, esta situación puede comprometer los márgenes de maniobra fiscal ante escenarios adversos y, por ello, reitera⁸⁵ la importancia de ir recuperando activos líquidos, conjuntamente con una disminución de la deuda bruta, que permitan enfrentar la materialización de eventos con impactos negativos significativos, tales como desastres naturales, crisis internacionales, entre otros⁸⁶.

En cuanto al análisis de riesgos fiscales, el CF reitera⁸⁷ la importancia de continuar con el monitoreo de varios riesgos identificados y evaluados en el MMM, pues se considera que siguen siendo relevantes y latentes. Estos riesgos incluyen la incertidumbre del contexto internacional, la exposición a pasivos contingentes explícitos, la sensibilidad de la deuda a variaciones cambiarias, la materialización de choques macroeconómicos, entre otros. No obstante, el CF considera que existen riesgos específicos, tanto explícitos como implícitos, que han sido omitidos o poco profundizados y que, dada su relevancia, deberían ser rigurosamente evaluados como parte del análisis del MMM.

A juicio del CF, los riesgos específicos más evidentes, cuyo análisis debería ser incorporado o profundizado en el MMM, incluyen: (i) la persistente situación financiera negativa de Petroperú⁸⁸; (ii) las presiones de gasto que se derivarían de la ejecución simultánea de grandes proyectos de infraestructura que contemplen un importante componente de cofinanciamiento estatal⁸⁹; y (iii) la aprobación de iniciativas legislativas que generen mayor gasto público o que limiten la capacidad recaudatoria al erosionar la base tributaria. A diferencia del análisis de riesgos tradicional —cuyo énfasis está en la evaluación de desvíos transitorios de variables macroeconómicas—, los riesgos descritos previamente tienen mayor relevancia en un plazo más amplio debido a que su materialización puede incidir de forma permanente sobre el déficit fiscal y, por tanto, sobre la tendencia de largo plazo del endeudamiento público.

En ese sentido, el CF recuerda que la gestión de los riesgos previamente señalados recae principalmente sobre las autoridades del Poder Legislativo y del Poder Ejecutivo. En tal sentido, se insta a que estas autoridades incorporen criterios de responsabilidad fiscal en sus decisiones a fin de no comprometer el proceso de consolidación y el cumplimiento de los objetivos fiscales⁹⁰. Tal como se ha señalado en informes anteriores⁹¹, el CF considera que el cumplimiento de las reglas fiscales debe ser una prioridad para todos los actores políticos, pues incumplimientos recurrentes pueden deteriorar la calificación crediticia del

⁸⁴ A mayo de 2025, el FEF asciende a US\$ 3 200 millones, equivalente a 1,0% del PBI previsto para 2025. En 2019, el FEF ascendió a 2,3% del PBI, mientras que en 2014 alcanzó un máximo de 4,5% del PBI.

⁸⁵ Véase los informes N° 05-2024-CF y N° 03-2024-CF.

⁸⁶ Por ejemplo, del 2016 al 2019, el FEF se redujo en 1,8 p.p. del PBI en el contexto del Fenómeno del Niño Costero. Del 2019 al 2021, el FEF se redujo en 2,3 p.p. del PBI como parte de la respuesta a la crisis sanitaria.

⁸⁷ Véanse los informes N° 03-2025-CF, N° 01-2025-CF, N° 05-2024-CF, N° 01-2024-CF y N° 03-2023-CF.

⁸⁸ Que durante los primeros dos trimestres de 2025 acumula una pérdida neta de US\$ 278,2 millones.

⁸⁹ Como ha señalado el CF en su comunicado sobre las proyecciones del IAPM 2025-2028. Para más información respecto al tema, véase el Comunicado N° 03-2025-CF.

⁹⁰ Decisiones del Poder Ejecutivo y del Poder Legislativo carentes de sustento técnico adecuado pueden generar: i) consumo del espacio fiscal disponible, ii) reducción de los ingresos fiscales permanentes, iii) incremento del gasto público menos eficiente, iv) deterioro de la calidad del gasto y mayores restricciones para la provisión de bienes y servicios que incidan efectivamente en la calidad de vida de la población.

⁹¹ Véanse los informes N° 01-2025-CF, N° 05-2024-CF y N° 04-2024-CF.

país, encarecer el financiamiento del sector público y privado, y afectar negativamente los flujos de inversión.

Finalmente, **el CF considera pertinente plantear algunas interrogantes que surgen del presente informe**, las cuales se recomienda sean abordadas en la versión final del MMM o en la respuesta del MEF a este informe de opinión:

1. Explicar las razones que sustentan el ajuste significativo al alza en las proyecciones de los precios del cobre y del oro respecto al IAPM de abril, especialmente en el caso del oro, cuyas estimaciones en el MMM superan al consenso de mercado en el mediano plazo.
2. Detallar las proyecciones trimestrales de agregados macroeconómicos y fiscales para 2025.
3. Explicar el sustento para proyectar una reducción de las devoluciones tributarias de 2,4% del PBI a 2,0% entre 2025 y 2029, considerando que en el pasado los errores de proyección de esta variable han generado desbalances fiscales importantes.
4. Detallar las medidas orientadas a incrementar los ingresos de carácter permanente, así como las acciones que implementará el MEF para contener la aprobación de nuevos beneficios tributarios que erosionan la base tributaria.
5. Precisar las medidas de contención del gasto en lo que resta de 2025 para asegurar el cumplimiento de las reglas fiscales en 2025.
6. Explicar la cuantificación del impacto fiscal en 2026 y su consistencia con el presupuesto público en los rubros de remuneraciones y bienes y servicios de las siguientes medidas: (i) continuidad del incremento remunerativo del personal militar y policial (tercer tramo), y (ii) entrada en vigor del convenio colectivo centralizado 2025-2026.
7. Precisar las medidas que podrían implementarse para revertir la tendencia decreciente de los activos financieros del SPNF —incluyendo el FEF— y restablecer niveles de *buffers* fiscales con fines precautorios.
8. Detallar la estrategia de reestructuración financiera y riesgos asociados a la sostenibilidad de Petroperú.

Lima, 15 de agosto de 2025.

CONSEJO FISCAL DEL PERÚ