

Informe N° 01-2025-CF

Opinión del Consejo Fiscal sobre el Informe de Actualización de Proyecciones Macroeconómicas 2025-2028

El presente documento contiene la opinión colegiada del Consejo Fiscal (CF) sobre el Informe de Actualización de Proyecciones Macroeconómicas 2025-2028 (IAPM), publicado por el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) el 30 de abril de 2025¹. Este informe contiene la actualización de las proyecciones macroeconómicas y fiscales presentadas en el Marco Macroeconómico Multianual 2025-2028 (MMM)² de agosto del año pasado.

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)³, en el Decreto Supremo que establece disposiciones para la implementación y funcionamiento del CF⁴ y en sus normas modificatorias.

Principales mensajes y recomendaciones del Consejo Fiscal

- **El CF opina que la proyección de crecimiento del PBI para los años 2025-2026 podría ser optimista** (3,5% y 3,2%, respectivamente), especialmente por el contexto internacional actual de elevada incertidumbre y el proceso electoral de 2026. Un exceso de optimismo en las proyecciones macroeconómicas puede derivar en asignaciones presupuestales basadas en estimaciones de ingresos que finalmente no se concreten.
- **El CF considera factible cumplir las reglas fiscales que establecen límites al déficit fiscal y al gasto público en 2025. No obstante, para ello será indispensable que la ejecución del gasto público no se desvíe de los topes establecidos en el IAPM.** En ese sentido, es necesario tomar medidas que aseguren un estricto control del gasto, evitando autorizaciones adicionales que excedan lo actualmente presupuestado, salvo que estas sean compensadas con reducciones en otros rubros y que no impliquen incrementos en los siguientes años.
- **El CF considera muy poco probable el cumplimiento de las reglas fiscales a partir de 2026 en ausencia de medidas de consolidación fiscal significativas.** Por ello, exhorta a adoptar, en el corto plazo, medidas concretas para cumplir con la senda fiscal vigente. No retornar a una senda fiscal equilibrada podría llevar a un deterioro de la calificación crediticia del país, lo que afectaría tanto el costo de financiamiento del sector público como del sector privado, y podría influir negativamente en los flujos de inversión.
- **Las proyecciones del IAPM trasladan la mayor parte del esfuerzo de consolidación fiscal al próximo gobierno.** Esta situación genera un problema de inconsistencia temporal que resta credibilidad a las metas fiscales de mediano plazo. Esto podría agravarse todavía más si el nuevo impulso que está dando el gobierno a las Asociaciones Público-Privadas (APP) genera obligaciones de gasto que superen el espacio fiscal disponible consistente con las metas de consolidación.
- **El CF advierte que el incremento de ingresos fiscales previsto para este año responde principalmente a factores transitorios.** Para generar credibilidad en el proceso de consolidación, se debe evitar el uso de ingresos de naturaleza transitoria para financiar gastos permanentes.

¹ Documento disponible en: https://www.mef.gob.pe/contenidos/pol_econ/marco_macro/IAPM_2025-2028.pdf.

² Publicado el 23 de agosto de 2024.

³ Decreto Legislativo N° 1276, publicado en diciembre de 2016 y sus modificatorias.

⁴ Decreto Supremo N° 287-2015-EF, publicado en octubre de 2015 y sus modificatorias.

- **El CF señala que, si bien en los últimos años se han implementado algunas medidas tributarias que aumentan los ingresos permanentes, su efecto positivo, pero moderado, se ve contrarrestado por la proliferación de beneficios tributarios aprobados.** Ante ello, el CF exhorta a evitar la creación de tratamientos tributarios preferenciales que erosionan la base tributaria y hacen más complejo el sistema tributario.
- La economía peruana está expuesta a múltiples riesgos fiscales, y varios de ellos surgen de las autoridades del Poder Legislativo y del Poder Ejecutivo. Estos riesgos incluyen: (i) el deterioro del contexto económico global; (ii) optimismo en las proyecciones que se emplean para la formulación presupuestal; (iii) iniciativas legislativas que generan mayor gasto público o limitan la capacidad recaudatoria; (iv) la situación financiera de Petroperú; y (v) presiones de gasto asociadas a la ejecución simultánea de grandes proyectos de infraestructura que excedan el espacio fiscal disponible a mediano plazo. Ante estos riesgos, **el CF insta a incorporar criterios de responsabilidad fiscal en las decisiones de los distintos poderes del Estado** con el fin de no menoscabar la sostenibilidad fiscal del país.
- **El CF reitera su llamado a las autoridades del Poder Legislativo a evitar la promulgación de iniciativas legislativas que socaven la responsabilidad fiscal**, ya sea mediante la aprobación de beneficios tributarios o incrementos del gasto público inconsistentes con la disponibilidad presupuestal o que no cuentan con su respectivo financiamiento. En ese sentido, corresponde al Poder Ejecutivo ejercer su deber constitucional frente a este tipo de medidas, ya sea mediante la observación de las autógrafas y, en los casos en que amerite, recurriendo ante el Tribunal Constitucional.
- **El CF considera fundamental que el IAPM** —documento base para la elaboración del presupuesto— **sea evaluado por este órgano colegiado antes de su publicación**, tal como ocurre con el MMM. Bajo el mecanismo actual, el CF solo puede emitir su opinión una vez publicado el IAPM, lo que le impide alertar oportunamente al MEF sobre posibles sesgos o riesgos en las proyecciones, debilitando así la institucionalidad fiscal.

Contenido del Informe de Actualización de Proyecciones Macroeconómicas 2025-2028

Escenario macroeconómico

Para 2025, en el IAPM se revisó a la baja la proyección de **crecimiento económico mundial** a 2,8% (MMM: 3,1%), como consecuencia de la elevada incertidumbre internacional relacionada con la guerra comercial iniciada por Estados Unidos; además de otros factores, como el deterioro del sector inmobiliario chino y la lenta recuperación del sector industrial en la Zona Euro. Para el periodo 2026-2028, en el IAPM se mantiene la proyección de crecimiento económico global promedio de 3,0% (MMM: 3,0%), en tanto que se revisaron al alza las proyecciones de algunas economías claves en el contexto actual, como las de Estados Unidos (IAPM: 1,9%; MMM: 1,8%) y China (IAPM: 4,0%; MMM: 3,9%). Señalan que dichas previsiones se darían en un escenario de normalización de la demanda interna, reducción de tasas de política monetaria y disipación de la incertidumbre geopolítica⁵.

Respecto a los **commodities**, en el IAPM se estima un crecimiento del índice de precios de exportación (IPX) de 3,0% en 2025 (MMM: -0,9%). En particular, prevén que el precio del cobre alcance, en promedio, ¢US\$ 425 por libra este año⁶. Según el IAPM, esto se atribuye a la mayor actividad manufacturera vinculada a programas de transición energética, aun cuando la incertidumbre global

⁵ Asimismo, según el IAPM, la actividad económica mundial podría enfrentar riesgos asociados a: (i) la guerra comercial y la incertidumbre geopolítica; (ii) la persistencia de la inflación; (iii) los diferenciales de tasas de interés que influyen en los mercados de capitales; y (iv) el menor crecimiento de China.

⁶ Mayor que lo registrado en 2024 (¢US\$/lb. 415) y lo previsto en el MMM (¢US\$/lb. 395).

sea alta. En el caso del oro, esperan un precio promedio de US\$ 2 550 por onza troy⁷, lo cual estaría explicado por su rol como activo refugio y por el aumento en las compras de bancos centrales. Por otro lado, proyectan que el índice de precios de importación (IPM) se reduzca 1,6% en 2025 (MMM: -0,3%), determinado por el precio del petróleo que estiman promediaría US\$ 72 por barril, afectado por la mayor producción de países OPEP+ y no OPEP+. Considerando ello, esperan que los términos de intercambio (Tdl) aumenten 4,6% este año (MMM: -0,6%).

Para el periodo 2026-2028, en el IAPM se proyecta una caída del IPX de 1,0% anual⁸ (MMM: -0,2%), y una reducción del IPM de 0,8%⁹ (MMM: -0,2%), resultando en una contracción promedio de los Tdl de 0,1% (MMM: 0,0%).

En cuanto a la **actividad económica local**, para 2025 en el IAPM se revisa al alza la proyección de crecimiento del Producto Bruto Interno (PBI) a 3,5% (MMM: 3,1%). Esta revisión la atribuyen a una mayor fortaleza de la demanda interna, sobre todo por el dinamismo esperado de la inversión privada, tanto minera como no minera. Asimismo, se indica que habría un aporte favorable de las exportaciones, apoyado en el incremento de la oferta de productos mineros, agropecuarios y pesqueros¹⁰.

Para el periodo 2026-2028, en el IAPM se proyecta que el PBI crezca en promedio 3,2% anual (MMM: 3,0%), impulsado por la continuidad del avance de la demanda interna y de proyectos estratégicos. Según el IAPM, la inversión privada seguiría siendo un motor clave gracias a la ejecución de proyectos desarrollados bajo la modalidad de Asociaciones Público-Privadas (APP) adjudicados y por adjudicar, inversiones portuarias, ferroviarias e hídricas, así como a iniciativas emergentes como el desarrollo del hidrógeno verde¹¹. Asimismo, prevén una mayor inversión minera bajo condiciones normativas más favorables, junto con la ejecución de megaproyectos incluidos en el Plan Nacional de Infraestructura Sostenible para la Competitividad (PNISC)¹².

Finanzas públicas

Según el IAPM, en 2025 los **ingresos corrientes del Gobierno General (ICGG)** crecerían en 8,1% en términos reales y alcanzarían 19,8% del PBI (2024: 19,1% del PBI; MMM: 20,3% del PBI). Este resultado estaría impulsado por el crecimiento económico, un entorno internacional favorable y factores puntuales, como la regularización extraordinaria del impuesto a la renta (IR) y el Régimen Especial de Fraccionamiento (FRAES). En 2026, los ingresos crecerían en 2,1% debido a la disipación de los factores puntuales registrados en 2025. Para el periodo 2027-2028, los ingresos crecerían a un ritmo promedio de 3,2% anual, estabilizándose en 19,5% del PBI. De acuerdo con el IAPM, esta proyección se sustenta en un crecimiento económico promedio de 3,2%, menores precios de exportación (-0,8% en promedio) y el impacto de las medidas de política y administración tributaria implementadas en años previos.

⁷ También superior a lo observado el año pasado (US\$/oz.tr. 2 388) y a lo esperado en el MMM (US\$/oz.tr. 2 000).

⁸ El precio del cobre en el periodo 2026-2028 promediaría ¢US\$/lb. 405 (MMM: ¢US\$/lb. 385) y el oro US\$/oz.tr. 2 100 (MMM: US\$/oz.tr. 1 800).

⁹ Para el periodo 2026-2028, precio del petróleo promediaría los US\$/bar. 71 (MMM: US\$/bar. 71).

¹⁰ Segundo el IAPM, a estos factores se suman la mejora de las expectativas empresariales, la reducción de la inflación, menores costos de financiamiento y la implementación de medidas de impulso económico, entre las que destacan el “shock desregulatorio” y la adjudicación de proyectos por más de US\$ 8 800 millones.

¹¹ En 2025 y 2026 se prevé la adjudicación de 80 proyectos APP y en activos por más de US\$ 17 000 millones, así como la suscripción de 12 adendas por más de US\$ 15 000 millones, incluyendo infraestructura vial, portuaria, energética y sanitaria.

¹² Segundo el IAPM, el Gobierno ha identificado una cartera adicional de 39 proyectos en estructuración por más de US\$ 41 700 millones, destacando iniciativas en transporte (como las Líneas 3 y 4 del Metro de Lima y el Ferrocarril Marcona-Andahuaylas), irrigación, saneamiento y telecomunicaciones, con alto impacto en productividad y competitividad territorial.

Por otra parte, en 2025, el IAPM estima que el **gasto no financiero del Gobierno General (GNFGG)** tendría un ligero incremento de 0,2% real (2,9% si no se considera aporte de capital a Petroperú de 2024), ubicándose en 20,3% del PBI (2024: 21,2% del PBI; MMM: 20,7% del PBI). En cuanto al gasto corriente, en el IAPM se proyecta un crecimiento de 2,7% real y una participación de 14,7% del PBI (MMM: 14,9% del PBI). Por su parte, la formación bruta de capital (FBK) crecería en un 5,3% real, alcanzando un 5,1% del PBI, igual a lo esperado en el MMM. En 2026, el GNFGG crecería 0,1% real, ubicándose en 19,6% del PBI (MMM: 20,0% del PBI). Entre 2027 y 2028, en el IAPM se proyecta que el GNFGG crecería en promedio 1,2% real, ubicándose en 18,9% del PBI hacia 2028 (MMM: 19,2% del PBI). Para este periodo, se registraría una reducción del gasto corriente como porcentaje del PBI hasta 13,7%, registrando un crecimiento real de 0,9% en promedio.

De acuerdo con el IAPM, el **déficit fiscal** del Sector Público No Financiero (SPNF) alcanzaría 2,2% del PBI en 2025, inferior en 1,3 p.p. del PBI respecto al del año anterior (2024: 3,5% del PBI) e igual a lo proyectado en el MMM. La reducción del déficit respecto a 2024 se explicaría por una reducción del GNFGG (0,9 p.p. del PBI) y un incremento de los ingresos del Gobierno General (0,7 p.p. del PBI), siendo atenuada por la reducción del superávit primario de las empresas públicas no financieras (0,2 p.p. del PBI). En 2026 se registraría una nueva reducción del déficit fiscal a 1,8% del PBI. Esta reducción se daría por una disminución de los GNFGG (0,7 p.p. del PBI), siendo atenuada por una disminución de los ingresos del Gobierno General (0,2 p.p. del PBI) y un incremento en el pago de intereses (0,1 p.p. del PBI). Para los años 2027 y 2028 prevén que el déficit fiscal continúe reduciéndose, alcanzando 1,4% y 1,0% del PBI, respectivamente. Cabe resaltar que la senda de déficit fiscal proyectada en el IAPM para el periodo 2025-2028 coincide con los límites de la regla del déficit fiscal vigente.

Respecto a la **deuda pública**, el IAPM proyecta un nivel de endeudamiento bruto de 33,2% del PBI en 2025, cifra superior en 0,5 p.p. del PBI respecto a lo registrado en el 2024 (32,7% del PBI). El incremento de la deuda se daría principalmente por el efecto de la tasa de interés real (0,8 p.p. del PBI), el déficit primario (0,5 p.p. del PBI) y otros flujos (0,3 p.p. del PBI). Estos factores serían parcialmente contrarrestados por el efecto del PBI real (-1,1 p.p. del PBI) y la apreciación de la moneda local (-0,1 p.p. del PBI). Para 2026 prevén que la deuda se mantenga estable como participación del PBI y sólo a partir de 2027 se presente una reducción gradual, pasando de 33,2% del PBI en 2026 a 32,2% del PBI en 2028. Más allá del horizonte 2025-2028, en el IAPM se prevé que la deuda pública continuaría reduciéndose, alcanzando niveles por debajo del 30% del PBI en 2035.

Por otra parte, en el IAPM se proyecta que la **deuda neta** al cierre de 2025 alcanzaría 24,9% del PBI, 0,8 p.p. del PBI por encima de lo registrado en 2024 (24,1% del PBI). En 2026 la deuda neta seguiría subiendo hasta un valor máximo de 25,2% del PBI, para luego descender a 25,1% y 24,6% del PBI en 2027 y 2028, respectivamente. Si bien no se presenta una proyección explícita de los **activos financieros del SPNF**, en el IAPM se resalta que estos representaron 8,6% del PBI al cierre de 2024, de los cuales 1,1% del PBI corresponden al Fondo de Estabilización Fiscal (FEF).

Finalmente, en el IAPM se presenta una sección de **riesgos macrofiscales**, en la cual se evalúa la sensibilidad de los ingresos a choques macroeconómicos, escenarios determinísticos para la trayectoria de endeudamiento a choques en distintas variables macrofiscales, y la proyección estocástica de la deuda. En el análisis de escenarios determinísticos del IAPM se destaca que un choque de depreciación cambiaria tendría el mayor impacto sobre la trayectoria de endeudamiento, incrementando la deuda significativamente por encima de la meta de 30% del PBI en 2035. En su proyección estocástica, se resalta que las probabilidades de que la deuda supere umbrales de 38% y 50% del PBI serían de 25% y 5%, respectivamente.

Opinión del Consejo Fiscal sobre el IAPM

Escenario macroeconómico

En cuanto al **panorama internacional**, el CF observa que los ajustes en las proyecciones de crecimiento de nuestros principales socios comerciales (Estados Unidos y China) presentadas en el IAPM podrían no estar internalizando plenamente el impacto potencial de la actual incertidumbre comercial¹³. Tras ello, pese a que diversas instituciones internacionales han realizado ajustes a la baja importantes en sus recientes proyecciones de crecimiento de dichos países¹⁴, las previsiones del IAPM no reflejan revisiones significativas respecto a lo que se proyectaba previamente¹⁵.

Sumado a lo anterior, aun dentro de un contexto global incierto, el CF también nota que las previsiones de 2027 y 2028 se han ajustado ligeramente al alza en el IAPM, tanto para el crecimiento mundial como para el de Estados Unidos y de China¹⁶. En esa línea, si bien recientemente se ha observado una desescalada en las tensiones comerciales debido a la reversión parcial de las medidas arancelarias¹⁷, se trata de medidas temporales que no eliminan por completo los niveles de incertidumbre a escala global. Por ello, el CF considera que no debería subestimarse la persistencia de choques externos de este tipo, ya que sus efectos podrían tener implicancias duraderas sobre la actividad económica global¹⁸. En ese sentido, el CF recomienda realizar una evaluación de los mecanismos de transmisión de estos choques, y monitoreos continuos de sus efectos sobre la actividad económica global y local.

En cuanto a los **precios de materias primas** de exportación, el CF expresa que, pese a las revisiones al alza, las estimaciones presentadas en el IAPM son razonables para el corto y el mediano plazo. A pesar de ello, el CF recuerda que los precios de nuestros principales *commodities* son susceptibles de experimentar correcciones abruptas, tal como se ha evidenciado incluso en el pasado reciente¹⁹. Por ello, el CF recalca²⁰ que es positivo mantener un enfoque conservador en torno a las proyecciones de precios, a fin de prevenir una sobreestimación de los recursos presupuestales disponibles para los años siguientes.

Con relación al **escenario local**, el CF considera que la proyección de crecimiento de 3,5% para 2025 podría presentar un sesgo optimista²¹, especialmente si se toma en cuenta el agotamiento de factores extraordinarios que impulsaron el gasto privado en 2024 (retiros de fondos de las Administradoras de

¹³ A partir del 2 de abril de 2025 se presentó un punto de inflexión en la política comercial mundial por la imposición de aranceles de parte de EE. UU. sobre la mayoría de los países. Pese a que las medidas iniciales suponían aranceles de gran magnitud, posteriormente se han observado ciertos retrocesos en la aplicación de dichos aranceles a nivel global.

¹⁴ Por ejemplo, respecto a lo que se estimaba antes del 2 de abril, actualmente (mayo de 2025) Oxford Economics ha ajustado sus proyecciones de crecimiento de Estados Unidos y de China para 2025 en -0,7 puntos porcentuales (p.p.) y -0,5 p.p., respectivamente; y para 2026, en -0,9 p.p. y -0,3 p.p., respectivamente.

¹⁵ Para 2025, el ajuste entre el IAPM y el MMM fue de -0,1 p.p. para el crecimiento de EE. UU. y de China; mientras que para 2026, casi no hubo revisión (alrededor de 0,0 p.p. para ambas economías).

¹⁶ Promedio 2027-2028: (i) mundo: 3,1% (MMM: 3,0%); (ii) EE. UU.: 1,9% (MMM: 1,8%); (iii) China: 4,0% (MMM: 3,9%).

¹⁷ Durante la primera quincena de mayo, Estados Unidos redujo sus aranceles sobre la mayoría de los productos chinos al 30% por 90 días, en tanto que China redujo sus aranceles generales sobre los productos estadounidenses al 10% durante el mismo periodo.

¹⁸ La evidencia muestra que los choques de incertidumbre reducen sostenidamente la actividad económica. Su impacto se acentúa en el mediano plazo por menor inversión en I+D y cambios en el empleo. Para un análisis más detallado, véanse: (i) Bloom, N. (2017), "Observations on Uncertainty"; y (ii) Cieślik, A., & Turgut, M. B. (2023). *Uncertainty and long-run economy: the role of R & D and business dynamism*.

¹⁹ En el caso del cobre, entre fines de mayo y principios de agosto de 2024, su precio cayó 20,6%; durante la primera semana de noviembre de 2024, 8,5%; y entre fines de marzo y principios de abril de 2025, 14,5%. Por su parte, el Banco Mundial proyecta que el precio promedio del cobre llegará a los cUS\$/lb. 372 este año (caída de 10% respecto a 2024), y a los cUS\$/lb. 363 en 2026. Ello se debería a un crecimiento más débil de la demanda y una oferta en aumento.

²⁰ Véanse informes N° 05-2024-CF, N° 01-2024-CF, N° 03-2023-CF y N° 01-2023-CF.

²¹ A la fecha, analistas e instituciones prevén una menor tasa de crecimiento del PBI para 2025 en comparación con la esperada en el IAPM. Por ejemplo: Goldman Sachs (abr-25): 3,3%; BCRP (mar-25): 3,2%, BCP (mar-25): 3,2%; BBVA (mar-25): 3,1%; Banco Mundial (abr-25): 2,9%; FocusEconomics (abr-25): 2,9%; FMI (abr-25): 2,8%; Barclays Capital (abr-25): 2,6%.

Fondos de Pensiones (AFP) y de Compensación por Tiempo de Servicios (CTS)²², así como el rebote de la demanda tras la contracción registrada en 2023. A pesar del buen desempeño de la economía en el primer trimestre (3,9% anual), habría un efecto base negativo que podría limitar la expansión de la demanda interna en la segunda mitad del presente año²³. A ello se suma, por un lado, un entorno internacional menos favorable, caracterizado por tensiones comerciales y una alta exposición externa de la economía peruana²⁴; y, por otro lado, el contexto electoral que podría deteriorar las expectativas empresariales y ralentizar la inversión privada²⁵. Estos factores también afectarían negativamente el crecimiento en 2026, año para el cual el CF también identifica un posible sesgo optimista²⁶.

En línea con lo señalado previamente, el CF sugiere que el análisis de las previsiones para 2026 del próximo MMM sea más detallado, separándolo del de otros años²⁷ e incluyendo una evaluación de riesgos y escenarios. Esto es relevante dado que la proyección del crecimiento de 2026 tiene implicancias directas en la formulación del presupuesto público de dicho año.

Para el periodo 2027-2028, el crecimiento promedio proyectado de 3,2% (revisado al alza en torno a 0,2 p.p. respecto a lo previsto en el MMM) se apoya principalmente en una trayectoria sostenida de la inversión privada, especialmente en obras de infraestructura y proyectos APP; sin embargo, estos enfrentan riesgos significativos que podrían limitar su materialización. Muchos de estos proyectos sufren retrasos asociados a la entrega de predios o cierres financieros²⁸, y carecen de cronogramas claros de ejecución, tal como ha venido advirtiendo el CF²⁹. Asimismo, si bien se reconoce la implementación de medidas como el “shock desregulatorio” y la adjudicación de proyectos APP, su impacto económico es aún incierto, dado que muchas de estas iniciativas se encuentran en etapas tempranas de desarrollo. Este escenario exige una mejora significativa en la capacidad de gestión e implementación de parte del Estado. Por otro lado, en lo que respecta a la inversión minera, el CF reitera que la cartera de proyectos está conformada, en su mayoría, por iniciativas altamente susceptibles a retrasos^{30,31}. Esta situación podría conllevar a una sobreestimación tanto de la inversión privada proyectada como del impulso previsto en el sector primario durante la fase de producción de dichos proyectos.

²² Según estimaciones de la DEM-STCF, el impacto del último retiro de los fondos previsionales sobre el crecimiento de 2024 fue de aproximadamente 0,7 p.p., con lo que esto generaría un efecto base negativo de alrededor de 0,6 p.p. para el crecimiento del presente año. Para mayor detalle, véase Recuadro N° 1 del Reporte Técnico N° 03-2024-CF.

²³ Este año, mediante la Ley N° 32328, se autorizó el retiro del 100% de la CTS hasta diciembre de 2026. No obstante, se estima que el impacto de esta medida sería limitado y no logaría contrarrestar plenamente el efecto base negativo, debido al progresivo agotamiento de los saldos disponibles en las cuentas de CTS.

²⁴ Estudios como el de Rodríguez y Vassallo (2022) resaltan que, en el caso peruano, los choques externos explican más del 60% de las fluctuaciones de la actividad económica. Véase Rodríguez, G., & Vassallo, R. (2022). *Time evolution of external shocks on macroeconomic fluctuations in Pacific Alliance countries: empirical application using TVP-VAR-SV models*.

²⁵ En adición a la incertidumbre generada antes de las elecciones y el potencial retraso en inversiones, un hecho estilizado de las finanzas públicas subnacionales es la contracción de la formación bruta de capital que se registra en el primer año de gobierno de nuevas autoridades. Para mayor detalle, véase Jimenez et al. (2020), “*Local Public Investment Drivers in Peru*”.

²⁶ Al igual que para 2025, a la fecha, analistas e instituciones proyectan una menor tasa de crecimiento del PBI para 2026 respecto a la prevista en el IAPM. Por ejemplo: BCRP (mar-25): 2,9%, BCP (mar-25): 2,8%; FocusEconomics (abr-25): 2,8%; BBVA (mar-25): 2,7%; FMI (abr-25): 2,6%; Goldman Sachs (abr-25): 2,6%; Banco Mundial (abr-25): 2,5%; Barclays Capital (abr-25): 2,2%; entre otros.

²⁷ Tal como se ha sugerido en otras oportunidades (véanse informes N° 01-2024-CF y N° 03-2023-CF).

²⁸ Por ejemplo, la Contraloría General de la República en su informe N° 23963-2024-CG/APP-SCC advierte una situación adversa relacionada a la entrega de áreas de concesión de la Etapa 2-L2 del proyecto de la Línea 2 del metro de Lima.

²⁹ Véanse informes N° 05-2024-CF, N° 01-2024-CF, N° 03-2023-CF y N° 01-2023-CF.

³⁰ En la proyección de mediano plazo del IAPM, varios proyectos mineros relevantes se han postergado reiteradamente el inicio de su construcción (Zafranal, Corocochuayco, Trapiche y Corani registran retrasos de entre cinco y siete años).

³¹ Cabe mencionar que, en línea con lo indicado previamente (véase Informe N° 05-2024-CF), se reconoce que el proyecto Yanacocha Sulfuros (US\$ 2 500 millones) haya sido retirado de la cartera de principales proyectos del MEF, dado que hasta la fecha se desconoce la decisión que tomará la empresa Newmont acerca de invertir en dicho proyecto.

Cabe indicar que en el IAPM se menciona una serie de proyectos estratégicos de alto impacto económico, tales como el desarrollo de la industria del hidrógeno verde, la expansión de la infraestructura ferroviaria y una cartera sustantiva de proyectos de irrigación. Sin embargo, el documento no ofrece claridad suficiente sobre si estos proyectos han sido efectivamente incorporados en el escenario central de proyección de crecimiento del PBI³². En consecuencia, el CF recomienda brindar mayor detalle respecto a si estos proyectos han sido considerados en las proyecciones oficiales. En caso contrario, debe consignarse expresamente que se trata de proyectos no incluidos, pero que constituyen un potencial sesgo al alza en las estimaciones de crecimiento.

El CF reitera³³ que alcanzar cifras de crecimiento en torno a 3,0% representará un desafío considerable en el mediano y largo plazo. En este contexto, resulta fundamental la adopción de medidas orientadas a dinamizar la inversión privada y elevar la productividad, con el objetivo de impulsar el crecimiento potencial de la economía. Dichas acciones deben evitar la generación de compromisos fiscales que puedan comprometer la sostenibilidad de las finanzas públicas, como beneficios tributarios mal focalizados, cofinanciamientos o garantías sin una evaluación técnica rigurosa ni mecanismos adecuados de control³⁴. En esa línea, el CF advierte que un exceso de optimismo en las proyecciones macroeconómicas podría derivar en una sobreestimación de los ingresos fiscales, comprometiendo la sostenibilidad de las finanzas públicas y dificultando el cumplimiento de las metas fiscales establecidas.

Proyecciones fiscales

Con respecto a la proyección de **ingresos públicos**, el CF señala que las estimaciones de ingresos para el período 2025-2028 presentadas en el IAPM se encuentran alineadas con los supuestos macroeconómicos y tributarios del propio informe. Sin embargo, advierte que los supuestos de crecimiento económico subyacentes –especialmente el 3,5% proyectado para 2025 y el 3,2% para el 2026– podrían ser optimistas dado el actual entorno internacional volátil, en el que predominan riesgos a la baja. Como se señaló anteriormente, este optimismo en las proyecciones macroeconómicas podría traducirse en una sobreestimación de los ingresos fiscales, afectando tanto el cumplimiento de las reglas fiscales³⁵ como la formulación del presupuesto público para 2026.

En cuanto a la proyección de ingresos para 2025, el CF advierte que el significativo incremento de ingresos proyectado (8,1% en términos reales) responde principalmente a factores de naturaleza transitoria, como el proceso de regularización tributaria extraordinaria³⁶. En este contexto, el CF enfatiza la necesidad de evitar el uso de ingresos no recurrentes para financiar gastos permanentes, práctica que comprometería el proceso de consolidación fiscal. Esta preocupación adquiere mayor

³² Esta omisión es relevante considerando que dichas iniciativas representan inversiones de gran envergadura, con capacidad significativa para modificar la trayectoria del crecimiento económico. Por ejemplo, se identifican 14 proyectos de irrigación por más de US\$ 21 000 millones; el Ferrocarril Marcona-Andahuaylas implica una inversión estimada en US\$ 8 162 millones; y en el caso del hidrógeno verde, si bien se reconoce su potencial transformador, no se especifica si las inversiones previstas están incluidas en los supuestos del IAPM.

³³ Véase informes N° 05-2024-CF, N° 01-2024-CF, N° 03-2023-CF, N° 01-2023-CF y N° 04-2022-CF.

³⁴ Asimismo, es importante señalar que los impactos de este tipo de medidas tienden a materializarse con rezagos y con un grado elevado de incertidumbre, particularmente en un entorno complejo y volátil, marcado por el contexto preelectoral.

³⁵ Como se mencionó en el informe N° 05-2024-CF, en 2023 la proyección de los ingresos corrientes del Gobierno General contenida en el MMM 2024-2027 presentó un error de proyección de 0.7 p.p. del PBI. Este desvío, junto con un ajuste insuficiente del gasto público, contribuyó al incumplimiento de las reglas fiscales establecidas para ese año.

³⁶ El aumento de la regularización en 2025 refleja: (i) el efecto positivo del incremento en los precios de los minerales sobre las utilidades de las empresas mineras durante el 2024; (ii) coeficientes de pago a cuenta reducidos aplicables a distintos sectores económicos en ese mismo año; y (iii) un ingreso extraordinario por la venta de activos de una empresa eléctrica (0,2% del PBI).

relevancia ante el historial reciente de incumplimientos de las reglas fiscales y la ausencia de metas que permitan generar ahorros en periodos de alto crecimiento y precios elevados de los *commodities*.

Para 2026, el CF señala que el menor ritmo de crecimiento proyectado en los ingresos refleja precisamente el carácter transitorio de los ingresos fiscales en 2025, lo que refuerza la necesidad de aplicar criterios más prudentes en las proyecciones que sirvan de base para la formulación del presupuesto público.

Respecto a los ingresos de mediano plazo, el CF nota que los ingresos proyectados en el IAPM se componen de ingresos asociados a recursos naturales (IRRNN) relativamente altos y en niveles estables de ingresos no asociados a recursos naturales (INORRNN), en torno al 17,8% del PBI a lo largo del horizonte de proyección. El CF considera que esta composición revela una fuerte dependencia de fuentes sujetas a alta volatilidad, así como la ausencia de avances concretos para incrementar los ingresos de carácter más permanente, incluso ante escenarios de crecimiento económico favorables en el mediano plazo.

En materia de **política tributaria**, el CF destaca que, si bien se han implementado algunas medidas tributarias que aumentan los ingresos de forma permanente (como el IGV e ISC aplicados a servicios digitales³⁷), su efecto positivo se ve contrarrestado por la proliferación de beneficios tributarios aprobados en los últimos años. Desde 2023³⁸ se han aprobado 19 leyes que otorgan beneficios de este tipo³⁹. Además, a la fecha, el CF ha identificado al menos 32 iniciativas legislativas en el Congreso de la República que proponen crear, ampliar o prorrogar beneficios tributarios⁴⁰. Ante este panorama, el CF reitera 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, insta al Poder Ejecutivo a adoptar una postura más enérgica frente a estas iniciativas, ya sea mediante la observación de las autógrafas o, cuando lo amerite, recurriendo al Tribunal Constitucional, con el objetivo de evitar la proliferación de beneficios carentes de un sustento técnico adecuado.

El CF nota que la proyección del **gasto no financiero del gobierno general** (GNFGG) del IAPM para todo el horizonte de proyección (2025-2028) estaría siendo determinada para forzar el cumplimiento de la regla del déficit fiscal⁴¹, en lugar de reflejar un proceso planificado de consolidación fiscal, con una senda ordenada y realista de los distintos rubros del gasto público.

Para cumplir con la proyección del IAPM en 2025, el CF advierte que el GNFGG debería contraerse 1,8% en términos reales en lo que resta del año⁴² (o crecer 1,9% real excluyendo el aporte de capital de Petroperú de 2024). Esto exigirá una desaceleración en el crecimiento de los rubros

³⁷ Según información enviada por el MEF, ambas medidas supondrían una recaudación adicional, en promedio, por 0,06% del PBI (S/ 790 millones) para el periodo 2025-2028.

³⁸ Con información al 14 de mayo de 2025.

³⁹ De acuerdo con las estimaciones realizadas por el MEF, solo tres leyes promulgadas en ese periodo suponen un costo fiscal anual conjunto de 0,1% del PBI. Estas son: (i) la Ley 31969 (2023), que otorga una serie de beneficios tributarios a los sectores textil, confecciones y agrario; (ii) la Ley 32219 (2024), que prorroga la tasa reducida del IGV para el sector restaurantes y hoteles hasta 2027; y (iii) la Ley 32317 (2025) que restituye el crédito fiscal especial del IGV para la región San Martín.

⁴⁰ Aquí destacan: (i) el dictamen que recae en el proyecto de ley (PL) 02421, que busca otorgar nuevos beneficios tributarios para el sector agrario con un costo fiscal estimado por encima de los S/1 000 millones anuales (ver informe N° 0174-2024-EF/61.01 del MEF); (ii) el dictamen que recae en el PL 02707, que propone la creación de Zonas Especiales de Desarrollo Turístico; y (iii) la autógrafo que propone la creación de un nuevo marco legal para las Zonas Económicas Especiales Privadas (ZEEP), sobre la cual el Ejecutivo tiene hasta el 22 de mayo de 2025 para decidir su promulgación u observación.

⁴¹ En ese sentido los niveles de gasto se definirían en forma residual, dadas las proyecciones de ingresos y otros agregados fiscales como intereses y resultado de las empresas públicas no financieras.

⁴² En el periodo enero-abril 2025 el GNFGG habría crecido 5,4% real.

“remuneraciones” y “formación bruta de capital”⁴³ en los siguientes meses del año, mientras que el rubro “otros gastos de capital” debería reducirse en 26% en términos reales⁴⁴. Dada la magnitud del ajuste requerido, el CF considera inviable alcanzar estas metas si no se implementan medidas concretas para contener el gasto público, evitar la aprobación de créditos suplementarios y establecer mecanismos de monitoreo que garanticen el cumplimiento del techo de gasto definido en el IAPM.

Adicionalmente, el CF advierte un serio riesgo de incumplimiento de la regla del gasto corriente, ya que, según las proyecciones del IAPM, el crecimiento de dicho agregado fiscal estaría prácticamente en el límite permitido por la regla en 2025⁴⁵.

El CF considera que las proyecciones del IAPM para el GNFGG para 2025-2028 son de muy difícil cumplimiento y, por lo tanto, poco creíbles, ya que implican una desaceleración significativa en el ritmo de crecimiento del gasto público, cuya implementación quedaría en manos de la próxima gestión de gobierno. A continuación, se detallan los factores por los cuales el CF considera improbable que se cumpla la trayectoria del GNFGG planteada en el IAPM, salvo que exista un firme compromiso por retomar un manejo fiscal responsable del gasto:

- a) **Magnitud del ajuste de gasto proyectado:** en el IAPM se proyecta que el GNFGG se reducirá de 21,2% del PBI en 2024 a 18,9% del PBI en 2028. Esta reducción implicaría que el gasto público alcance su menor ratio respecto al PBI desde 2011, y se ubique cerca de 1,1 p.p. del PBI por debajo del promedio registrado en los 5 años previos a la pandemia.
- b) **Crecimiento muy bajo:** entre 2025 y 2028 el GNFGG crecería en promedio 0,7% en términos reales por año, una tasa significativamente inferior al promedio de 1,8% real registrado en los cinco años previos a la pandemia. Este bajo crecimiento resulta retador considerando las persistentes y crecientes presiones sobre el gasto público.
- c) **Focalización de ajuste en gasto corriente:** según el IAPM, el ajuste del GNFGG se concentraría principalmente en el gasto corriente, el cual pasaría de 15,0% en 2024 a 13,7% del PBI en 2028, alcanzando cifras no registradas desde 2012.
- d) **Crecimiento del gasto en remuneraciones:** el rubro que requeriría el mayor ajuste para cumplir con la senda de GNFGG sería el de remuneraciones, el cual debería reducirse en 0,7 p.p. del PBI entre 2024 y 2028, en un contexto de fuertes presiones para incrementar el gasto en personal en el Sector Público⁴⁶. Para que se cumplan las proyecciones del IAPM, las remuneraciones deberán crecer, en promedio, S/ 2 mil millones anuales en ese periodo, cifra considerablemente inferior al incremento promedio registrado en los dos últimos años (S/ 6,2 mil millones anuales) e incluso menor al crecimiento promedio registrado antes de la pandemia (S/ 3 mil millones anuales).
- e) **Riesgos al alza en otros gastos de capital:** entre 2024 y 2028, el rubro “otros gastos de capital” deberá reducirse en más de S/ 1,7 mil millones (sin considerar la capitalización a Petroperú de 2024). Esta proyección no resulta coherente con el impulso a las APP anunciado por el Gobierno,

⁴³ El rubro remuneraciones debería crecer únicamente 1,9% en términos reales después de que habría crecido 5,3% en los primeros 4 meses del año. Por su parte la inversión pública debería desacelerarse de un crecimiento de 11,0% (entre enero y abril) a 3,5% (para mayo y diciembre).

⁴⁴ Esto sería sin considerar el aporte de capital a Petroperú de setiembre de 2024 y luego de que en abril habría crecido en 15% real.

⁴⁵ De acuerdo con el IAPM, el crecimiento del gasto corriente neto de mantenimiento para 2025 sería de 2,0% real, por debajo, aunque muy cerca del límite de esta regla que asciende a 2,1% real. Así, un gasto corriente superior en S/ 170 millones a la proyección de gasto corriente del IAPM para 2025, conllevaría a que se incumpla la referida regla.

⁴⁶ Solo en el 2024 se estima que 1 de cada 10 leyes aprobadas por el Congreso de la República estuvieron dirigidas a incrementar el gasto en remuneraciones, alrededor del 70% se aprobaron por insistencia y el 30% restante por la vía regular (es decir, sin observaciones del Poder Ejecutivo).

pues el gasto público asociado a las APP⁴⁷ se registra en dicho rubro. Tampoco es consistente con la reciente propuesta normativa para APP impulsada por el MEF y el Congreso⁴⁸, y aprobada por esta última entidad, la cual debilita la rectoría del MEF en la administración financiera de los recursos públicos, y podría generar contingencias fiscales significativas en el futuro.

Por lo expuesto, el cumplimiento de las proyecciones de gasto del IAPM requiere un estricto control presupuestal frente a las crecientes presiones de gasto. Estas presiones provienen tanto del Poder Ejecutivo –principalmente a través de ambiciosos proyectos de infraestructura– como del Legislativo, mediante la aprobación de normas que incrementan el gasto público. Ambas fuentes comprometen la sostenibilidad de las finanzas públicas y exigen la implementación de medidas correctivas oportunas.

En el caso de los proyectos de infraestructura, el Gobierno viene promoviendo una cartera valorizada en aproximadamente US\$ 70 mil millones (22% del PBI)⁴⁹. Si bien es prioritario lograr un cierre progresivo de la brecha de infraestructura que permita elevar la productividad y prestación de servicios a la población, el CF advierte que la envergadura de los proyectos podría generar cargas fiscales –ya sea por cofinanciamiento o materialización de pasivos contingentes– que excedan la capacidad presupuestal de las entidades involucradas, lo que limitaría los recursos asignados para otras prioridades de gasto y podría sobrepasar el espacio fiscal disponible en el mediano y largo plazo. Frente a este riesgo, el CF recomienda: i) transparentar con urgencia el impacto fiscal que tendría la cartera de inversiones priorizada; y ii) precisar el espacio fiscal disponible, asegurando su consistencia con el proceso de consolidación fiscal en curso en el mediano plazo y la capacidad presupuestal de largo plazo⁵⁰.

Paralelamente, el Congreso continúa aprobando normas que generan gasto público, a pesar de la prohibición del artículo 79° de la Constitución. En ese sentido, el CF insta al Poder Ejecutivo a ejercer su deber constitucional de observar iniciativas legislativas que carezcan de un financiamiento adecuado. Asimismo, recomienda realizar una oportuna priorización en la asignación de recursos y mantener la rectoría en su administración financiera.

Desde una perspectiva más amplia, la fuerte reducción requerida en el GNFGG se debe al marcado incremento en el pago de intereses de la deuda (gasto financiero) y al estancamiento de los ingresos fiscales como porcentaje del PBI. Según las proyecciones del IAPM, los intereses del SPNF pasarían de representar un 1,0% del PBI en 2015 a un 1,8% del PBI en 2028. Este aumento refleja, en gran medida, la acumulación de déficits fiscales en los últimos años, los cuales han elevado la deuda pública y, por tanto, los pagos de intereses. Por esta razón, seguir postergando la consolidación del déficit fiscal implicaría, en el futuro, la necesidad de recortar aún más el GNFGG o de aumentar los ingresos.

⁴⁷ Cabe indicar que, para fines estadísticos, los gastos en APP que tienen un componente de cofinanciamiento como es el Pago Anual por Obra (PAO), Pago por tren de kilómetro recorrido (PKT), Retorno por Inversión (RPI), expropiaciones se registran como otros gastos de capital.

⁴⁸ Véase la nota de prensa del Congreso sobre la aprobación de la autógrafo, disponible en: <https://goo.su/7FKFWI>.

⁴⁹ Dicha cartera de proyectos se compone por: (i) proyectos a adjudicar entre 2025 y 2026 por US\$17 mil millones, (ii) proyectos adicionales en transportes por US\$ 19 mil millones (líneas de metro, teleféricos y ferrocarril Marcona Andahuaylas; (iii) proyectos adicionales en irrigación por US\$ 24 mil millones y (iv) adendas priorizadas por US\$ 9,500 millones. Fuente: Reinversión (Presentación y nota de prensa).

⁵⁰ para el desarrollo de proyectos de infraestructura pública bajo cualquier modalidad de inversión que requiera del compromiso de recursos públicos, ya sea APP cofinanciada, Obras por Impuestos, Gobierno a Gobierno, Proyectos en Activos, Proyectos Especiales de Inversión Pública u obra pública, los pliegos presupuestarios deben sustentar ante el MEF su capacidad presupuestal tomando en cuenta un horizonte de proyección de diez años. Sin embargo, dada la naturaleza de largo plazo de las obligaciones firmes y contingentes, que estos proyectos generan (en muchos casos de treinta o más años), el periodo de análisis de capacidad presupuestal debería extenderse a fin de identificar riesgos sobre la sostenibilidad fiscal en todos los horizontes.

Respecto a la proyección del **déficit fiscal**, el CF considera factible alcanzar la meta de 2,2% del PBI para 2025, aunque advierte que ello requerirá respetar los techos de gasto público establecidos en el MMM y el IAPM⁵¹. Hasta abril, el déficit fiscal acumulado a 12 meses se redujo a 2,9% del PBI, impulsado por la mayor recaudación tributaria en los primeros 4 meses del año. Sin embargo, una vez culminada la campaña de regularización del IR de las principales empresas, continuar con la reducción del déficit fiscal dependerá principalmente de la capacidad para contener la dinámica del gasto público en los próximos meses. En línea con las proyecciones anuales del IAPM, el cumplimiento de la regla fiscal para 2025 requerirá que, entre mayo y diciembre, los ingresos fiscales crezcan 5,7% en términos reales, mientras que el gasto público deberá reducirse en 1,8% real durante el mismo periodo. El CF enfatiza que el logro de estos objetivos exigirá una estricta disciplina presupuestaria.

En ese sentido, el CF reitera⁵² su recomendación de publicar proyecciones fiscales del año en curso con frecuencia mensual, a fin de facilitar el monitoreo de la trayectoria de los indicadores fiscales y asegurar su consistencia con el cumplimiento de las reglas fiscales. Ello permitiría reaccionar oportunamente ante posibles desvíos de dicha trayectoria. En este contexto, el CF recomienda tomar medidas que aseguren un estricto control del gasto, evitando autorizaciones adicionales que excedan lo actualmente presupuestado, salvo que estas sean compensadas con reducciones en otros rubros.

El CF considera altamente improbable el cumplimiento de las reglas fiscales a partir de 2026 en ausencia de medidas de consolidación fiscal concretas que permitan incrementar los ingresos fiscales permanentes y contener las presiones por mayor gasto público. El CF opina que, en ausencia de estas medidas tomadas prontamente, se generará un problema de inconsistencia temporal⁵³ debido a que se trasladará la mayor parte de la consolidación al próximo gobierno. Como muestra de este problema, el GNFGG (excluyendo la capitalización de Petroperú en 2024) se incrementaría en aproximadamente S/ 11 mil millones en 2025, mientras que en los años siguientes ese gasto crecería, en promedio, S/ 7,4 mil millones.

Como se ha señalado en informes previos⁵⁴, el CF opina que establecer proyecciones de déficit fiscal iguales a los límites establecidos por regla, tal como se plantea en el IAPM para el periodo 2025-2028, no es una práctica adecuada. 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 metas y sus límites, incluso desviaciones mínimas en los supuestos de proyección pueden llevar al incumplimiento de las reglas fiscales.

En cuanto a la proyección de la **deuda pública** el CF resalta que, si bien la trayectoria 2025-2028 es consistente con los supuestos macrofiscales contemplados en el IAPM, su cumplimiento está sujeto a una reducción poco creíble del déficit fiscal. El CF reitera⁵⁵ que mantener dicho nivel de endeudamiento en los próximos años no generaría un problema serio de sostenibilidad fiscal, pero deben tenerse presentes los altos riesgos a los que está expuesta una economía como la peruana y que podrían generar desviaciones sustanciales en la trayectoria de la deuda pública y al mayor pago de sus correspondientes intereses. En ese sentido, el CF resalta que mantener el control del endeudamiento requiere de restringir el tamaño del gasto público a la disponibilidad de ingresos permanentes en general.

⁵¹ En ambos casos cercanos a S/ 234 mil millones en términos nominales.

⁵² Ver informe N° 05-2024-CF.

⁵³ 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.

⁵⁴ Informes N° 05-2024-CF, N° 04-2024-CF, N° 01-2024-CF y N° 03-2023-CF.

⁵⁵ Ver informes N° 05-2024-CF.

Más allá del horizonte de proyección del IAPM, el CF reitera⁵⁶ que reducir la deuda pública por debajo del umbral de 30% del PBI necesita la generación de resultados primarios superavitarios durante períodos de tiempo prolongados. Bajo las proyecciones del IAPM, esto implica mantener un superávit primario promedio de al menos 0,5% del PBI durante los siguientes 10 años⁵⁷, un registro no observado desde 2014⁵⁸ y cuya dificultad seguirá incrementándose conforme más se posponga el proceso de consolidación⁵⁹. Para ello, se requiere de reformas que no han sido contempladas en el IAPM, tanto para el control del gasto público como para la generación de mayores ingresos permanentes, y que deberán sostenerse a lo largo múltiples administraciones gubernamentales.

Con relación a la **deuda neta**, el CF considera positivo que en el IAPM se haya incluido una proyección explícita de esta variable para el periodo 2025-2028, pero también sugiere que la discusión en torno al endeudamiento neto podría profundizarse⁶⁰. Respecto a ello, el CF resalta que el crecimiento de la deuda neta desde un mínimo de 2,7% del PBI registrado en 2013 hasta el pico de 25,2% del PBI previsto en el IAPM para 2026, refleja el deterioro gradual y sostenido de la solidez de nuestras cuentas fiscales. Este resultado se explica no solo por el incremento de la deuda bruta, sino también por la reducción continua del tamaño de los **activos financieros** del SPNF⁶¹, dentro de los cuales el FEF en particular todavía se mantiene significativamente por debajo de los niveles prepandemia⁶². Frente a ello, el CF reitera⁶³ la importancia de recuperar la disponibilidad de activos líquidos (*buffers*) suficiente para enfrentar escenarios adversos, especialmente dado que el país es vulnerable a eventos con impactos significativos, tales como serios desastres naturales, crisis internacionales, entre otros.

Respecto al análisis de **riesgos fiscales**, el CF coincide con la importancia de varios de los riesgos identificados en el IAPM tales como la incertidumbre del contexto internacional, la exposición de la deuda a riesgo cambiario, y la materialización de presiones legislativas que irrogan gasto o brindan tratamientos tributarios preferenciales. En informes y comunicados previos⁶⁴ el CF ha alertado sobre la relevancia de estos riesgos, y considera que siguen latentes, siendo necesario continuar con su monitoreo y gestión.

Sobre la aprobación de iniciativas legislativas en particular, el CF reitera⁶⁵ su exhortación a las autoridades del Poder Legislativo a evitar la proliferación de medidas que generen presiones adicionales sobre las cuentas fiscales, pues este tipo de decisiones deben adoptarse en coordinación con el MEF a fin de preservar el equilibrio presupuestal. De no ser así, el CF exhorta al Poder Ejecutivo a asumir un rol activo y firme frente a este tipo de iniciativas, ya sea mediante la observación de las autógrafas y, en los casos en que amerite, recurriendo ante el Tribunal Constitucional.

⁵⁶ Ver informes N° 05-2024-CF, N° 01-2024-CF, N° 03-2023-CF y N° 01-2023-CF.

⁵⁷ Promedio 2025-2034.

⁵⁸ En dicho año, el resultado primario del SPNF fue de 0,8% del PBI. En ningún año entre el 2015 y 2024 se volvió a registrar un resultado primario superavitario bajo la cobertura del SPNF.

⁵⁹ Conforme mayor sea el tamaño de la deuda, mayor será el pago de intereses asociado y, por tanto, mayor el resultado primario requerido para generar una trayectoria de endeudamiento sostenible.

⁶⁰ Respeto a la deuda neta, en el IAPM (página 120) señala que: “*la deuda neta del país en 2028 (23,8% del PBI) se mantendrá como una de las más bajas en comparación con los países de América Latina (57,1% del PBI) y las economías emergentes (47,4% del PBI)*”.

⁶¹ Desde el 2013 hasta el 2024, la deuda bruta se incrementó en 13,5 p.p. del PBI (de 19,2% a 32,7% del PBI) y, a su vez, los activos financieros del SPNF se redujeron en 7,8 p.p. del PBI (de 16,4% a 8,6% del PBI).

⁶² A abril de 2025, el FEF asciende a US\$ 3212 millones, equivalente a 1,0% del PBI previsto para 2025. En 2019 el FEF ascendió a 2,3% del PBI, mientras que en 2013 alcanzó un máximo de 4,4% del PBI.

⁶³ Ver informes N° 05-2024-CF y N° 03-2024-CF

⁶⁴ Ver informes N° 05-2024-CF y N° 01-2023-CF respecto a la incertidumbre del contexto internacional, los informes N° 05-2024-CF y N° 03-2024-CF respecto al riesgo cambiario, y comunicados N° 05-2024-CF, N° 03-2024-CF y N° 05-2022-CF respecto a la aprobación de iniciativas legislativas.

⁶⁵ Ver Comunicado N° 02-2025-CF.

El CF considera importante destacar otros riesgos particularmente importantes y que no han sido abordados en el IAPM. Estos incluyen la persistencia de la negativa situación financiera de Petroperú, que al primer trimestre de 2025 registra una pérdida neta de US\$ 111 millones; las presiones de gasto que se derivarían de la ejecución simultánea de grandes proyectos de infraestructura bajo cofinanciamiento estatal; y la posible eliminación o flexibilización inadecuada de disposiciones que buscan salvaguardar el efecto fiscal de los proyectos de APP⁶⁶.

La gestión de los riesgos descritos previamente recae principalmente sobre las autoridades del Poder Legislativo y del Poder Ejecutivo, motivo por el que el CF los insta a incorporar criterios de responsabilidad fiscal en sus decisiones a fin de evitar comprometer el cumplimiento de las metas fiscales y generar presiones de gasto incompatibles con la capacidad presupuestaria de largo plazo, que menoscaben la sostenibilidad fiscal del país. En adelante, el cumplimiento de las metas fiscales debe ser una prioridad para todos los actores políticos, pues incumplimientos recurrentes pueden deteriorar la calificación crediticia del país, afectando el costo de financiamiento del sector público y el sector privado⁶⁷, e influyendo negativamente en los flujos de inversión.

Aspectos institucionales

El CF saluda la apertura del MEF y de su equipo técnico para compartir, previo a la publicación del IAPM, parte de los supuestos empleados para la formulación de proyecciones oficiales, así como el envío oportuno de información para el desarrollo del presente informe de opinión⁶⁸. Sin desmerecer lo señalado anteriormente, el CF considera fundamental que el **IAPM** —documento base para la elaboración del presupuesto— **sea evaluado por este órgano colegiado antes de su publicación**, tal como se realiza con el MMM. Bajo el mecanismo actual, el CF solo puede emitir su opinión una vez publicado el IAPM, lo que le impide alertar oportunamente al MEF sobre posibles sesgos o riesgos en las proyecciones.

Ante ello, el CF propone implementar las modificaciones normativas necesarias para que su opinión sobre el IAPM se realice antes de su publicación oficial, siguiendo el mismo procedimiento que se aplica al MMM. Esta medida fortalecería la institucionalidad fiscal, pues contribuiría a realizar correcciones oportunas y asegurar una mayor transparencia en el proceso de planificación presupuestaria.

Con relación a las **cuentas estructurales**, el CF coincide con lo expresado en el IAPM en cuanto a la necesidad de revisar la metodología utilizada para el cálculo del resultado fiscal estructural. Como ya se advirtió desde el informe N° 02-2022-CF, la metodología actual presenta limitaciones importantes, particularmente en las estimaciones del PBI potencial⁶⁹ y de los precios tendenciales de minerales⁷⁰. En consecuencia, el CF considera pertinente que el MEF remita 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

⁶⁶ Ver: <https://wb2server.congreso.gob.pe/spley-portal/#/expediente/2021/10512>.

⁶⁷ Para una discusión más amplia sobre del impacto de la pérdida del grado de inversión o rebajas de calificación crediticia, véase el recuadro N°2 del RT N° 04-2021-CF.

⁶⁸ La información complementaria para el análisis del IAPM fue enviada casi en su totalidad el día de publicación del IAPM (30 de abril), algo que no se había realizado desde el año 2017.

⁶⁹ La metodología actual no muestra un ajuste consistente con la caída de la actividad económica provocada por el COVID-19. Esto conlleva a un mayor crecimiento potencial, el cual se traduce en unos ingresos estructurales sobreestimados.

⁷⁰ 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.

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.

Finalmente, el CF hace notar que, considerando que en 2024 se incumplió la regla fiscal del GNF GG, la definición de los límites de gasto este año está determinado por el mecanismo de corrección de desvíos previsto en el MRTF-SPNF⁷¹ y en su reglamento, y por el principio de cumplimiento conjunto de las reglas fiscales. A pesar de que el marco legal vigente establece que dicho mecanismo debe ser explicitado preliminarmente en el IAPM⁷² el documento publicado por el MEF se ha limitado a indicar que el gasto está determinado por ese mecanismo sin mostrar los cálculos ni el nivel de gasto consistente con ese mecanismo, lo cual establecerá el límite para el cumplimiento de la regla fiscal en 2025, una vez finalizado el presente año fiscal. En ese sentido, en aras de incrementar la transparencia respecto al límite de gasto vinculante para el presente año fiscal y el cumplimiento de la normativa vigente, el CF recomienda que en próximos documentos oficiales (como la Declaración de Cumplimiento de Responsabilidad Fiscal o el MMM) se explice cómo se aplica la corrección de desvíos prevista en dicha normatividad.

Lima, 15 de mayo de 2025.

CONSEJO FISCAL DE PERÚ

⁷¹ El numeral 6.2 del Art. 6 del Decreto Legislativo 1276, Decreto Legislativo que aprueba el Marco de Responsabilidad y Transparencia Fiscal del Sector Público no Financiero, indica que “[...] los desvíos respecto al cumplimiento de las reglas señaladas en el presente artículo se compensan en el año fiscal siguiente, con el fin de mitigarlos, en la forma y condiciones que establezca el reglamento de la presente norma. Esta compensación se efectúa siempre y cuando sea consistente con el cumplimiento conjunto de las reglas macrofiscales antes referidas.”

⁷² El literal 3) del numeral 8.1 del artículo 8 del Decreto Supremo N° 150-2017-EF, dispone lo siguiente: “*La compensación [por desvíos a la regla de gasto no financiero] se explica en el Marco Macroeconómico Multianual y, de forma preliminar, en el informe de actualización de las principales variables macroeconómicas y fiscales [...]*”. El subrayado es nuestro.