

Informe N° 04-2026-CF

Opinión del Consejo Fiscal sobre el proyecto de Marco Macroeconómico Multianual 2027-2030

El presente informe contiene la opinión colegiada del Consejo Fiscal (CF) sobre el proyecto de Marco Macroeconómico Multianual 2027-2030 (en adelante, MMM) remitido por el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) el 20 de agosto de 2026¹. El Marco Macroeconómico Multianual es el documento más importante en materia macroeconómica que emite el gobierno anualmente y que contiene las proyecciones y metas macroeconómicas y fiscales para los próximos cuatro años. En este se definen los principales supuestos a utilizar en el proceso presupuestario; por consiguiente, el MMM es vinculante para la formulación y aprobación del presupuesto público de 2027.

De esta forma, el CF cumple con su función de contribuir al 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)², la Ley de Fortalecimiento del Consejo Fiscal (CF)³ y el Decreto Supremo que establece disposiciones para la implementación y funcionamiento del Consejo Fiscal⁴.

I. Principales mensajes de la opinión del Consejo Fiscal

- El MMM 2027-2030 presenta una particularidad que debe tenerse en cuenta para interpretar sus proyecciones fiscales. **Si bien el Gobierno anuncia su intención de modificar las reglas fiscales y la trayectoria de consolidación, las proyecciones remitidas al CF han sido elaboradas conforme al marco fiscal actualmente vigente.** En consecuencia, estas proyecciones deben entenderse como referenciales pues estarán sujetas a revisión si se aprueba la modificación anunciada. El CF emite su opinión sobre las proyecciones formalmente contenidas en el MMM y, al mismo tiempo, identifica los principales elementos que deberían considerarse en una eventual revisión del marco fiscal.
- **El CF considera que la modificación anunciada del marco fiscal no debería limitarse a cambiar los parámetros numéricos de las reglas, sino abordar las debilidades que han permitido una conducción procíclica de la política fiscal.** En particular, la revisión debería evaluar el rol de las cuentas fiscales estructurales para evitar que ingresos asociados a condiciones cíclicas o transitorias se traduzcan en compromisos permanentes de gasto, preservar anclas fiscales prudentes y fortalecer los mecanismos de corrección de desvíos. Un mejor diseño, sin embargo, será insuficiente si no está acompañado de un compromiso efectivo y creíble con el cumplimiento de las reglas fiscales.
- **El CF advierte que para asegurar la sostenibilidad de las finanzas públicas se requerirá implementar simultáneamente medidas sobre los ingresos y el gasto**

¹ Remitido mediante Oficio N° 239-2026-EF/10.01. Considera también la información complementaria proporcionada hasta el 22 de agosto de 2026.

² Decreto Legislativo N° 1276, publicado en diciembre de 2016.

³ Ley N° 31681, publicada en febrero de 2023.

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

público. Ello implica fortalecer los ingresos permanentes, contener la generación de nuevas obligaciones de gasto sin financiamiento, enfrentar la creciente rigidez y el deterioro de la composición del gasto público y mejorar su eficiencia. **El CF valora que el MMM 2027-2030 reconozca con mayor claridad estos desafíos** y considera que la credibilidad de la estrategia fiscal dependerá de su materialización en medidas concretas y verificables.

- **El CF considera exigentes las proyecciones de crecimiento económico del MMM.** En el corto plazo, persisten riesgos relevantes asociados a la magnitud y persistencia del impacto económico del Fenómeno El Niño (FEN). Por otra parte, alcanzar un crecimiento anual de 4,0% en el mediano plazo requeriría sostener un elevado dinamismo de la inversión privada y que la mejora reciente de las expectativas empresariales se traduzca efectivamente en mayores decisiones de inversión, en un contexto de restricciones para la ejecución de proyectos, una cartera minera de menor escala y persistencia de riesgos externos.
- **El CF advierte que el fuerte incremento de los ingresos registrado en los últimos años** ha sido explicado, en buena medida, por los elevados precios de materias primas de exportación, por lo cual **no debe interpretarse como una mejora estructural de la capacidad recaudatoria.** Cabe recordar que estos precios son altamente volátiles y, como ha sucedido en el pasado, pueden experimentar correcciones abruptas y persistentes. El CF considera que la estrategia para fortalecer los ingresos permanentes planteada en el MMM requiere, además de avanzar en la reducción de la evasión y la elusión tributaria, preservar la base tributaria mediante la revisión y racionalización de los beneficios tributarios, especialmente aquellos que carecen de una adecuada justificación técnica.
- **El CF observa que a pesar de que en el MMM se ha revisado al alza la proyección de gasto público para 2026, no se ha modificado la proyección de déficit fiscal de 1,8% del PBI.** En un contexto en el que el déficit fiscal anualizado se ha reducido significativamente producto de un incremento extraordinario -y posiblemente transitorio- de los ingresos fiscales, el CF considera que la reducción temporal de déficit no debería justificar una expansión adicional del gasto público. Por el contrario, constituye una oportunidad para reducir la prociclicidad de la política fiscal, recomponer ahorros y fortalecer el margen de respuesta frente al FEN u otros choques adversos.
- El CF considera positivo que el MMM detalle los riesgos fiscales que enfrenta la economía peruana y coincide con la relevancia de varios de los riesgos identificados, en particular los asociados al FEN y a la vigencia de normas con efectos fiscales adversos. No obstante, **el CF advierte que el MMM no profundiza otros riesgos relevantes** como la situación financiera de Petroperú y las presiones de gasto que podría generar la ejecución simultánea de grandes proyectos de infraestructura.

II. Introducción del Informe N° 04-2026-CF

De acuerdo con lo señalado en el MMM, el Gobierno plantea modificar las reglas fiscales para guiar un nuevo proceso de consolidación que brinde mayor espacio fiscal para financiar la respuesta frente al FEN y contribuya al cierre de brechas de infraestructura. No obstante, en tanto no se apruebe dicha propuesta, las proyecciones del MMM han sido elaboradas siguiendo la senda del déficit fiscal establecida por la regla vigente.

Así, el MMM remitido al CF proyecta un crecimiento real del Producto Bruto Interno (PBI) de 3,4% tanto en 2026 como en 2027 y de 4,0% anual durante el periodo 2028-2030, así como déficits fiscales de 1,8% del PBI en 2026, 1,4% del PBI en 2027 y 1,0% del PBI a partir de 2028. En los anexos 1 y 2 del presente informe se presenta un resumen de las principales proyecciones macroeconómicas y fiscales contenidas en el MMM remitido al CF.

En cumplimiento de su mandato institucional, el CF emite su opinión sobre las proyecciones macrofiscales formalmente contenidas en el MMM. Sin perjuicio de ello, reconoce que estas proyecciones serán revisadas en función a las modificaciones de las reglas fiscales. Cuando el Poder Ejecutivo presente el proyecto de ley correspondiente, y en ejercicio de sus competencias asignadas, el CF evaluará dicha propuesta y emitirá oportunamente una opinión técnica y detallada.

En ese sentido, el CF considera que las proyecciones macrofiscales presentadas en el MMM deben entenderse como referenciales. Por ello, el siguiente análisis no solo se enfoca en evaluar la consistencia y factibilidad de las proyecciones presentadas, sino también en considerar los elementos necesarios para revisar el marco fiscal y su consistencia con la sostenibilidad de las finanzas públicas.

III. Sobre las propuestas de modificación del marco macrofiscal

Respecto a la modificación del marco fiscal anunciada en el MMM, el CF considera que esta debería partir de una evaluación integral del funcionamiento de las reglas fiscales vigentes y no limitarse a ajustes de sus parámetros numéricos. En particular, la revisión debería considerar la capacidad del marco fiscal para promover una conducción prudente y contracíclica de la política fiscal.

El esquema actual de reglas fiscales buscó, por un lado, brindar mayor transparencia y facilitar su seguimiento mediante el uso de variables observables y, por otro, limitar la prociclicidad de la política fiscal a través del cumplimiento conjunto de las reglas. En particular, durante periodos de fuerte crecimiento de los ingresos, la interacción entre las reglas de déficit y de gasto buscaba aproximar el funcionamiento del marco fiscal al de una regla estructural, limitando que los mayores ingresos se traduzcan íntegramente en mayor gasto y favoreciendo la generación de ahorros fiscales. Sin embargo, en la práctica, **el incumplimiento conjunto de las reglas fiscales en los últimos años y la falta de aplicación efectiva de los mecanismos de compensación del gasto previstos ante dichos incumplimientos han contribuido a una conducción procíclica de la política fiscal.**

En este contexto, el CF considera que la modificación anunciada del marco fiscal debe abordar no solo los parámetros de las reglas, sino también los elementos de diseño que determinan su capacidad para evitar una política fiscal procíclica. En particular, resulta necesario evaluar el rol que deben desempeñar las cuentas estructurales en la

orientación de la política fiscal y de la senda de consolidación, de modo que los ingresos asociados a condiciones cíclicas o transitorias no se traduzcan en compromisos permanentes de gasto. Asimismo, el nuevo marco deberá preservar anclas fiscales prudentes, privilegiar la transparencia y fortalecer los mecanismos efectivos de corrección de desvíos.

El CF enfatiza que cualquier modificación del marco fiscal debe estar acompañada de un compromiso efectivo y creíble de las autoridades económicas con su cumplimiento. La experiencia reciente muestra que las modificaciones de los parámetros de las reglas fiscales no garantizaron su posterior cumplimiento y, en la práctica, permitieron mayores niveles de gasto. Esta experiencia evidencia que un mejor diseño del marco fiscal resulta insuficiente si no está acompañado de un compromiso efectivo con el cumplimiento de las reglas establecidas.

Finalmente, el CF considera positivo que el MMM señale explícitamente que la modificación del marco fiscal seguirá los canales regulares previstos en el marco vigente, mediante la presentación de un proyecto de ley y su remisión al CF para su opinión previa no vinculante. Respetar este procedimiento resulta fundamental para propiciar un debate técnico amplio, preservar la transparencia y fortalecer la legitimidad de las reglas, el compromiso con su cumplimiento y la predictibilidad de la política fiscal.

Por otra parte, el MMM plantea modificaciones al rol y la institucionalidad del CF, mediante una mayor participación en el análisis y la estimación del costo fiscal de las iniciativas legislativas, así como la implementación de un esquema de mandatos escalonados para sus miembros. El CF considera que modificaciones de su mandato y su diseño institucional deben evaluarse conforme a las mejores prácticas internacionales para instituciones fiscales independientes como las recomendadas por la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE)^{5, 6}.

Además, cabe señalar que el CF viene gestionando un proceso de evaluación externa e independiente a cargo de la OCDE, de conformidad con las mejores prácticas internacionales y con su marco normativo vigente. **Dado que esta evaluación tiene precisamente por objeto analizar el funcionamiento del CF e identificar oportunidades para fortalecer su institucionalidad, el CF considera que cualquier modificación de su rol y funcionamiento debería tomar en consideración sus resultados y recomendaciones.**

⁵ El principio 4.1 de los principios de la OCDE para instituciones fiscales independientes (2014) establece que el mandato de una institución fiscal independiente debe ser acorde con los recursos que se le asignen, de modo que pueda cumplirse de manera creíble.

⁶ En OCDE (2025), “Estudios Económicos de la OCDE: Perú 2025”, se señala que: “*El Consejo está bien alineado con los principios de la OCDE para instituciones fiscales independientes, (...). Para reforzar el papel del Consejo puede que sea necesario realizar estimaciones de costos de determinadas nuevas propuestas de políticas, profundizar en el análisis de la sostenibilidad fiscal a largo plazo y analizar también las finanzas públicas regionales, en donde existen reglas fiscales regionales que no están sujetas a una supervisión independiente OECD (2023). Si se amplían las responsabilidades del Consejo, deberá proporcionarse también un presupuesto y personal suficiente para garantizar que este organismo tenga las capacidades técnicas necesarias para elaborar análisis independientes y de alta calidad (Caldera Sánchez et al., 2024; von Trapp and Nicol, 2017).*”.

IV. Opinión del Consejo Fiscal sobre el proyecto de MMM 2027-2030

Opinión sobre el escenario macroeconómico

Respecto al **entorno internacional**, el CF considera que el escenario del crecimiento mundial previsto en el MMM es razonable, en línea con la dinámica global observada a la fecha y con el consenso de mercado⁷. La ligera revisión a la baja del crecimiento mundial respecto al Informe de Actualización de Proyecciones Macroeconómicas (IAPM) responde, en buena medida, al aumento de la incertidumbre asociado a diversos factores, entre los cuales destaca la continuidad del conflicto en Medio Oriente⁸, así como la persistencia de tensiones comerciales, riesgos climáticos, entre otros factores. La materialización o prolongación de estos factores podría incrementar la exposición de la economía peruana a choques externos. Asimismo, el CF advierte como un riesgo relevante de mediano plazo el debilitamiento estructural del crecimiento de China, dado su potencial efecto sobre el dinamismo de la economía peruana⁹. Por ello, el CF recomienda mantener un monitoreo constante de la actividad económica mundial, a fin de preservar la prudencia y fortalecer la solidez de las cuentas fiscales ante eventuales desvíos externos.

Sobre los **precios de materias primas** de exportación, el CF observa que las proyecciones del MMM para el cobre y el oro se encuentran en línea con el consenso de mercado. En ese sentido, el MMM ha modificado su enfoque habitual en el que estas proyecciones se encontraban por debajo de lo esperado por el consenso de mercado. Al respecto, cabe señalar que estos precios son susceptibles de revertirse rápidamente¹⁰, por lo que no necesariamente se mantendrían elevados de manera permanente en un contexto de alta incertidumbre. En ese contexto, el CF recomienda mantener prudencia en el uso de ingresos extraordinarios o no permanentes, procurando que la programación presupuestaria se sustente principalmente en fuentes de ingresos más estables. Ello contribuiría a reducir la exposición del gasto público a la volatilidad de los precios de los *commodities* y a preservar un margen de maniobra fiscal ante eventuales choques.

Cabe indicar que, respecto a la evolución y perspectivas del FEN global, que podría alcanzar una intensidad excepcional y ubicarse entre los episodios más severos registrados históricamente, el MMM no explicita sus posibles efectos sobre el crecimiento de los principales socios comerciales ni sobre los precios de los *commodities*¹¹. En ese

⁷ Las proyecciones de crecimiento global y de los principales socios comerciales se encuentran alineadas con lo esperado por el consenso de mercado (*“LatinFocus Consensus Forecast”* de FocusEconomics de agosto de 2026) y por el Fondo Monetario Internacional (*“World Economic Outlook Update”* de julio de 2026).

⁸ Y el subsecuente aumento de los precios de la energía. Al respecto, en abril y mayo se reportaron niveles superiores a los US\$/bar. 100 en el precio del petróleo. Si bien tuvo lugar el acuerdo preliminar entre Estados Unidos e Irán, los episodios de tensión continuaron posteriormente.

⁹ 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”*.

¹⁰ En los últimos años se han registrado episodios de correcciones significativas en periodos relativamente cortos en los precios de estos metales. En el caso del cobre, el precio se redujo 32,6% entre mediados de abril y mediados de julio de 2022; 20,6% entre mediados de mayo e inicios de agosto de 2024; y 14,6% entre fines de enero y mediados de marzo de 2026. En el caso del oro, las caídas fueron de 9,7% entre mediados de octubre e inicios de noviembre de 2025 y de 17,8% durante marzo de 2026.

¹¹ El FEN global puede generar lluvias intensas e inundaciones en algunas regiones, y sequías y déficits de precipitación en otras, afectando la producción agrícola, la oferta mundial de alimentos y, con ello, los precios internacionales de productos relevantes para las importaciones peruanas. Para mayor detalle, véase FAO (2026) *“GIEWS Update: Agricultural production risks associated with El Niño conditions and shipping disruptions linked to the Middle East conflict”*.

contexto, el CF sugiere incorporar una evaluación más detallada de los mecanismos de transmisión mediante los cuales este fenómeno podría afectar dichas variables y, a través de ellas, la actividad económica y las finanzas públicas locales. Asimismo, el CF recomienda fortalecer el análisis de estos riesgos, considerando además posibles respuestas asimétricas ante distintos choques externos y, cuando sea factible, probabilidades de ocurrencia para los escenarios evaluados, a fin de dimensionar con mayor precisión sus potenciales impactos macrofiscales.

Con relación al **escenario económico local**, el CF considera que la proyección de crecimiento del PBI de 3,4% para **2026** se encuentra sujeta a un sesgo a la baja, considerando el desempeño observado durante el primer semestre y, especialmente, la elevada incertidumbre en torno a la magnitud del impacto económico del FEN costero y/o global¹². En particular, para alcanzar la tasa prevista en el MMM, la actividad económica tendría que acelerarse significativamente durante el segundo semestre y registrar un crecimiento promedio cercano al 3,8%, tras expandirse alrededor del 3,0% en la primera mitad del año¹³. Si bien el contexto externo favorable, el dinamismo de la demanda interna y la mejora de las expectativas empresariales constituyen factores de soporte, el principal riesgo radica en que el impacto económico del FEN resulte considerablemente mayor que el previsto, con efectos potencialmente significativos sobre la infraestructura y el crecimiento de la actividad económica¹⁴.

En cuanto a las perspectivas para **2027** —que constituyen supuestos relevantes para la formulación del presupuesto público—, a juicio del CF, la tasa de crecimiento económico de 3,4% prevista se encuentra sujeta a riesgos significativos a la baja. El principal factor de incertidumbre está asociado a la magnitud y persistencia¹⁵ de los efectos del FEN costero y/o global durante la primera parte del año¹⁶, sobre todo ante la posibilidad de que sus efectos resulten más severos de lo contemplado. A ello se suman: (i) un entorno internacional incierto, que podría afectar el crecimiento de los principales socios comerciales y los términos de intercambio¹⁷; (ii) la eventual materialización de conflictos sociales con potencial impacto en sectores relevantes, como la minería¹⁸; y (iii) una posible

¹² Según el BCRP (2023), los episodios del FEN han generado impactos sobre el PBI de entre 0,8 p.p. y 4,1 p.p., dependiendo de su magnitud, con efectos más pronunciados en eventos extraordinarios.

¹³ Cabe señalar que la recuperación prevista para el segundo semestre enfrentaría una base de comparación exigente, dado el crecimiento de 10,8% de la inversión privada registrado en la segunda mitad de 2025 y el impulso transitorio al consumo asociado a la liberación de fondos previsionales y de la CTS.

¹⁴ En mayo y junio de 2026 ya se observó una moderación importante de la actividad económica, asociada principalmente a los efectos del FEN costero. En dicho periodo, el PBI creció 2,0% interanual en promedio, por debajo del 3,6% registrado entre enero y abril del mismo año.

¹⁵ Estudios recientes muestran que el FEN afecta de forma más inmediata a los sectores primarios, mientras que sus efectos sobre los no primarios se materializan con mayor rezago, pero son más persistentes. Para mayor detalle, véase Aguirre et al. (2025), *Economic activity, inflation, and monetary policy after extreme weather events: ENSO and its economic impact on the Peruvian economy*, BIS Working Papers No. 1276.

¹⁶ Según el Comunicado Oficial ENFEN N° 14-2026, se prevé que el FEN costero se prolongue hasta los primeros meses de 2027 y alcance una magnitud entre fuerte y extraordinaria. Asimismo, la NOAA advierte una alta probabilidad de que el FEN global alcance una intensidad muy fuerte e incluso sin precedentes desde que se cuenta con registros, lo que podría amplificar sus efectos sobre la actividad económica doméstica y generar presiones sobre algunos *commodities* de importación.

¹⁷ En el MMM se proyecta una moderación del crecimiento de China, de 4,7% en 2026 a 4,4% en 2027, y un deterioro del IPX, cuya variación pasaría de 23,9% a -0,9%. Según Rodríguez y Vassallo (2021), ambos choques podrían tener efectos adversos relevantes sobre el crecimiento de la economía peruana.

¹⁸ Según la Defensoría del Pueblo, entre enero y julio de 2026 se registraron, en promedio, 158 conflictos sociales activos a nivel nacional, 8,5% más que en similar periodo de 2025. En el sector minero, se registraron en promedio 55 conflictos activos, con un incremento interanual de 9,7%.

desaceleración de la inversión pública vinculada a la transición de autoridades, especialmente en los gobiernos subnacionales¹⁹. La materialización conjunta o parcial de estos riesgos podría deteriorar las expectativas empresariales y limitar el dinamismo de la inversión privada.

No obstante, el balance de riesgos no es exclusivamente a la baja. En 2026 y 2027, un escenario internacional más favorable, asociado, por ejemplo, a una menor incertidumbre geopolítica, mejores términos de intercambio o un mayor dinamismo de los principales socios comerciales, junto con una mejora sostenida de las expectativas empresariales a nivel local que impulse una mayor ejecución de proyectos de inversión, podría compensar parcialmente los riesgos a la baja señalados previamente.

Para el periodo **2028-2030**, el CF considera que la proyección de crecimiento promedio de 4,0%, superior al 3,2% previsto en el IAPM y al crecimiento potencial estimado actualmente²⁰, resulta notablemente exigente. Esta proyección supone que la mejora reciente de las expectativas empresariales se sostenga en el tiempo y se traduzca efectivamente en un mayor dinamismo de la inversión privada, lo cual constituye un supuesto relevante del escenario de mediano plazo. En particular, alcanzar dicha tasa supone, en buena medida, una expansión elevada y sostenida de la inversión privada, que crecería en promedio un 7,5% anual, por encima del 5,7% contemplado en el IAPM. En opinión del CF, este supuesto debe evaluarse con especial cautela, considerando que la cartera minera prevista es de menor escala que la observada en ciclos anteriores de expansión²¹, que persisten postergaciones recurrentes de proyectos relevantes²² y que se observa un deterioro en los indicadores de competitividad minera²³. Asimismo, en infraestructura, sobre todo bajo la modalidad de Asociaciones Público-Privadas (APP), persisten riesgos para la ejecución efectiva de los proyectos, asociados a problemas de liberación de predios y coordinación interinstitucional²⁴. En ese sentido, en opinión del CF, la contribución esperada de la inversión al crecimiento a mediano plazo debe evaluarse con prudencia, y se reitera²⁵ la importancia de generar las condiciones que permitan una ejecución oportuna de los proyectos y una mejora sostenida de la productividad y la

¹⁹ La evidencia histórica muestra, generalmente, caídas o un desempeño particularmente débil de la inversión pública durante los primeros años de gestión de nuevas autoridades subnacionales, asociado, entre otros factores, al proceso de aprendizaje institucional.

²⁰ Según estimaciones de la DEM-STCF, el crecimiento potencial pasó de un promedio de 3,5% entre 2014 y 2019 a 2,6% entre 2022 y 2025; al incorporar la proyección del MMM para 2026, actualmente se ubicaría en torno a 3,0%.

²¹ A diferencia de ciclos de inversión minera anteriores en los que el impulso provino de megaproyectos de gran escala (Las Bambas, Quellaveco, etc.), la cartera considerada en el MMM está compuesta principalmente por proyectos de menor tamaño, con una capacidad más acotada para generar impactos macroeconómicos persistentes.

²² Proyectos como Trapiche, Los Chancas y Michiquillay —los más grandes considerados en la cartera del MMM— registran postergaciones sucesivas por varios años.

²³ Por ejemplo, según el índice de atracción de la inversión minera elaborado por el Fraser Institute, Perú registró un marcado deterioro en su posicionamiento relativo, al pasar del puesto 19 entre 91 jurisdicciones en 2017 al puesto 41 entre 68 jurisdicciones en 2025.

²⁴ Un riesgo adicional para la inversión privada viene dado por una eventual reversión de los términos de intercambio desde sus actuales niveles elevados, u otros choques externos adversos. Para Perú, la evidencia muestra una alta sensibilidad de la inversión a los precios de exportación y los términos de intercambio (Mendoza y Collantes, 2018; Rodríguez, Villanueva y Castillo, 2018). Además, estos efectos pueden ser asimétricos: los choques negativos en los precios de los *commodities* generan efectos más rápidos y pronunciados sobre el PBI y la inversión que los choques positivos (Gazzani, Herrera y Vicondoa, 2024). Para mayor detalle, véanse *The Determinants of Private Investment in a Mining Export Economy. Peru: 1997-2017*; *Driving Economic Fluctuations in Peru: The Role of the Terms of Trade*; y *The Asymmetric Effects of Commodity Price Shocks in Emerging Economies*.

²⁵ Véanse los informes N° 02-2026-CF, N° 04-2025-CF y N° 01-2025-CF.

competitividad, evitando, al mismo tiempo, compromisos fiscales que puedan afectar la sostenibilidad de las finanzas públicas.

Opinión sobre el escenario fiscal

Ingresos del Gobierno General

Con relación a la proyección de Ingresos Corrientes del Gobierno General (ICGG) para 2026, el CF observa que el MMM prevé un incremento de los ingresos superior a S/ 30 mil millones respecto de 2025 y superior a S/ 21 mil millones respecto de las proyecciones utilizadas para elaborar el presupuesto público de este año (MMM de agosto de 2025). Este sería el mayor incremento registrado en términos nominales de los últimos 25 años, excluyendo el periodo de recuperación posterior a la pandemia, y, en términos reales, sería comparable a los incrementos observados durante el boom previo de los precios de los minerales. El CF considera que el cumplimiento de esta proyección dependerá del cumplimiento de los supuestos macroeconómicos previstos en el propio MMM. Los efectos de estos factores sobre los ingresos podrían operar en sentidos contrapuestos: un mayor impacto negativo del FEN sobre la actividad económica reduciría la recaudación, mientras que eventuales presiones al alza sobre la cotización internacional de los minerales podrían incrementar los ingresos vinculados al sector minero.

El CF observa, además, que el incremento excepcional de los ingresos en 2026 se sustenta principalmente en factores de carácter volátil y transitorio. En particular, los elevados precios de exportación de materias primas han contribuido al incremento de la recaudación en 2025 y 2026. A ello se suman, en el presente año, factores puntuales, como las mayores transferencias extraordinarias de utilidades al Tesoro Público, los resultados favorables de la campaña de regularización del Impuesto a la Renta (IR) y los mayores coeficientes de pago a cuenta. En ese sentido, el CF enfatiza que el fuerte incremento de los ingresos previsto para 2026 no debe interpretarse como una mejora estructural de la capacidad recaudatoria.

Respecto a la proyección de ICGG para 2027, el MMM prevé un incremento de aproximadamente S/ 15 mil millones respecto de su previsión de 2026. El cumplimiento de esta proyección dependerá, entre otros factores, de los efectos que el FEN pudiera generar en la actividad económica y de la evolución de los precios de exportación. Este último factor resulta particularmente relevante debido a la elevada volatilidad de los precios de exportación y a la posibilidad de que experimenten correcciones abruptas. En este sentido, los ejercicios de sensibilidad realizados por la DEM-STCF²⁶ muestran que una corrección transitoria de estos precios podría reducir los ingresos fiscales en aproximadamente 1,2 puntos porcentuales (p.p.) del PBI. Este resultado refuerza la necesidad de actuar con prudencia en la formulación y aprobación presupuestaria.

A juicio del CF, antes de considerar una nueva modificación de las reglas fiscales para atender necesidades adicionales y transitorias que pudieran derivarse del FEN, debe evaluarse el margen fiscal generado por los significativos incrementos de los ingresos proyectados para 2026 y 2027. Esta evaluación deberá considerar también la evolución

²⁶ A partir de un modelo econométrico que relaciona los ingresos corrientes del Gobierno General con el PBI, el IPX y variables dicotómicas de crisis, se estima que una caída de una desviación estándar de la tasa de crecimiento del IPX (-15 p.p.) en 2027, respecto de una proyección base, reduciría los ingresos fiscales en aproximadamente 1,2 p.p. del PBI.

del gasto y los compromisos fiscales existentes, a fin de determinar si resulta efectivamente necesario modificar las reglas fiscales. En particular, el CF considera que la atención de los efectos del FEN no debería utilizarse como justificación para destinar espacio fiscal a financiar otros gastos.

Respecto a la proyección de ICGG de mediano plazo (2028-2030), el CF observa que la trayectoria de ingresos prevista se sustenta en un escenario macroeconómico favorable, caracterizado por un crecimiento del PBI cercano a 4,0% (1,0 p.p. superior al considerado en el IAPM de abril de 2026) y por precios de exportación que permanecerían en niveles elevados (precio del cobre 40 ¢US\$/lb por encima de lo proyectado en el IAPM).

Por un lado, los elevados precios de las materias primas previstos en el MMM sostienen mayores ingresos vinculados a recursos naturales a lo largo del horizonte de proyección. Sin embargo, la experiencia histórica muestra que estas condiciones externas favorables pueden revertirse y mantenerse en niveles menos favorables durante periodos prolongados. Los ejercicios de sensibilidad realizados por la DEM-STCF muestran que, bajo un escenario de caída de los precios de exportación similar al observado entre 2013 y 2016²⁷, la pérdida de ingresos podría alcanzar alrededor de 2,6 p.p. del PBI hacia el final del horizonte de proyección. Este ejercicio ilustra la magnitud del riesgo fiscal asociado a sustentar la programación de mediano plazo en niveles elevados de precios de exportación.

Por otro lado, pese al mayor crecimiento económico previsto respecto del IAPM, el MMM no proyecta un incremento significativo de los ingresos no vinculados a recursos naturales como porcentaje del PBI, que se mantendrían en torno a 16,9% durante el horizonte de proyección. Esto evidencia la limitada capacidad del sistema tributario para traducir un mayor crecimiento económico en mayores ingresos fiscales de carácter permanente. Esta limitación responde a problemas estructurales reconocidos en el propio MMM, entre ellos los elevados niveles de informalidad e incumplimiento tributario y la proliferación de beneficios tributarios, que erosionan la base imponible y generan distorsiones que pueden afectar el cumplimiento.

Por ello, el CF considera que la programación fiscal de mediano plazo debe ser especialmente prudente en el uso de los ingresos asociados a recursos naturales, evitando que recursos sustentados en condiciones externas favorables y potencialmente reversibles deriven en compromisos no transitorios del gasto.

Tareas pendientes en materia tributaria

La vulnerabilidad de los ingresos frente al ciclo externo y las limitadas perspectivas de incrementar la recaudación a mediano plazo refuerzan la necesidad de preservar y ampliar la base tributaria.

En este contexto, el CF coincide, en términos generales, con el diagnóstico y los lineamientos de política fiscal y tributaria planteados en el MMM, en particular con la necesidad de fortalecer los ingresos fiscales permanentes, reducir el incumplimiento tributario y racionalizar los tratamientos tributarios preferenciales. No obstante, el CF

²⁷ En este ejercicio, se estima la sensibilidad de los ingresos fiscales en el período 2026-2030 replicando las tasas de crecimiento del IPX observadas entre 2013 y 2016 (-6,7%, -6,8%, -15,3% y -3,2%, respectivamente), período caracterizado por una caída persistente de los precios de exportación, respecto de una proyección base.

considera que la credibilidad de los lineamientos planteados en el presente MMM dependerá de su materialización en medidas concretas y verificables.

Esta necesidad resulta particularmente evidente en materia de beneficios tributarios. El propio MMM reconoce que la aprobación reciente de nuevos tratamientos tributarios preferenciales ha reducido la capacidad recaudatoria del Estado y ha erosionado la base imponible, incluso mediante medidas que contaron con opinión técnica desfavorable del MEF o que no cumplieron con los criterios establecidos en la Norma VII del Código Tributario. Pese a este diagnóstico, durante el periodo legislativo 2021-2026 se aprobaron 46 leyes que crean, amplían o prorrogan beneficios tributarios, de las cuales solo 14 fueron observadas por el Poder Ejecutivo; entre las restantes, 11 fueron impulsadas por el Poder Ejecutivo y 8 no habrían contado con la opinión del MEF²⁸. Estos resultados muestran que, en el pasado, los lineamientos planteados para racionalizar los beneficios tributarios no siempre se han traducido en una actuación consistente del Poder Ejecutivo en la aprobación de nuevos beneficios, lo que ha contribuido a la erosión de la base tributaria.

En consecuencia, el CF considera que los esfuerzos para fortalecer los ingresos permanentes deben contemplar tanto la reducción del incumplimiento tributario como la preservación de la base tributaria. Si bien es necesario avanzar en las medidas orientadas a reducir la evasión y la elusión, resulta igualmente relevante la revisión y racionalización de los beneficios tributarios, particularmente de aquellos que carecen de una adecuada justificación técnica. En este ámbito, resulta necesaria una actuación más decidida del Poder Ejecutivo, utilizando efectivamente los instrumentos institucionales disponibles, incluyendo la observación de este tipo de iniciativas y, cuando corresponda, la interposición de acciones de inconstitucionalidad contra normas aprobadas. La adopción de acciones concretas en esta dirección contribuiría a otorgar credibilidad a los compromisos planteados por la nueva administración en materia tributaria.

Gastos No Financieros del Gobierno General (GNFGG)

Las perspectivas de gasto público del presente MMM parten de una base alta, reflejo de aumentos importantes en el gasto corriente en los últimos años. De hecho, en 2025 el GNFGG ascendió a S/ 242 mil millones, S/ 35 mil millones por encima de lo registrado en 2022 y en torno a S/ 26 mil millones por encima de lo que se preveía para dicho año en el MMM 2022-2025 (elaborado en agosto de 2021)²⁹. Este incremento se concentró principalmente en el gasto corriente, cuyo nivel fue S/ 24 mil millones superior al observado en 2022. Si bien esto se debe principalmente a las presiones derivadas de iniciativas legislativas, muchas de las cuales aún no han materializado plenamente su impacto sobre el gasto público y podrían generar obligaciones adicionales en los próximos años, también han contribuido a este aumento no previsto del GNFGG diversas medidas propuestas por el Poder Ejecutivo.

²⁸ De las 46 leyes identificadas, resaltan aquellas que establecen beneficios preferenciales para sectores específicos, como la Ley N° 31556, que fija una tasa reducida del IGV para restaurantes y alojamientos turísticos con un costo anual de S/ 600 millones, y la Ley N° 32434, que crea un régimen tributario especial para el sector agrario con un costo anual de S/ 1 170 millones. Asimismo, se observan leyes que otorgan beneficios según criterios territoriales, como la Ley N° 32392, que establece zonas especiales de desarrollo turístico con un costo anual de S/ 2 011 millones.

²⁹ Incluso, en términos acumulados a 12 meses, el GNFGG a julio del presente año alcanza los S/ 252 mil millones, de los cuales S/ 185 mil millones corresponden a gasto corriente, que viene creciendo a razón de 9,0% nominal en el año.

Por otra parte, como se indicó anteriormente, **el MMM anuncia que se buscará modificar las reglas fiscales**, especialmente con el fin de ampliar el espacio fiscal para el gasto público. En ese sentido, el MMM señala que la senda de GNFGG presentada es de difícil cumplimiento, principalmente en el periodo 2027-2030, en el que deberá hacerse efectiva la consolidación fiscal evitando medidas estructurales que incrementen los ingresos o reduzcan los gastos que perjudiquen el crecimiento de largo plazo. Por ello, **la senda de GNFGG planteada debe entenderse como referencial y sujeta a revisión en caso de que se concrete una modificación de las reglas fiscales**. En este contexto, más que evaluar la credibilidad de las proyecciones presentadas, el siguiente análisis se enfoca en considerar los elementos necesarios para plantear una senda de gasto creíble, acorde con los objetivos fiscales de la presente administración.

El CF observa un avance significativo en el diagnóstico referido al GNFGG que se presenta en el MMM **respecto de los factores que vienen deteriorando la flexibilidad y la composición del gasto público**. En particular, el documento reconoce expresamente que la acumulación de presiones de gasto derivadas de decisiones de política y de normas que generan obligaciones de carácter permanente ha elevado la participación del gasto corriente, reducido el espacio disponible para la inversión pública y dificultado la reasignación de recursos hacia nuevas prioridades. El CF valora positivamente que estos elementos, sobre los cuales ha advertido reiteradamente, hayan sido incorporados de manera central en la estrategia fiscal del MMM³⁰.

No obstante, el CF considera importante enfatizar que **el desafío actual no responde solo a la mayor rigidez** y al deterioro de la composición del gasto público, **sino también a que en los últimos años la ejecución del GNFGG superó lo previsto** en los respectivos marcos macroeconómicos multianuales, lo que elevó de manera persistente la base sobre la cual deberá realizarse la consolidación fiscal. Esta dinámica refleja decisiones tanto del Poder Ejecutivo como del Poder Legislativo y ha reducido el margen para reasignar recursos, particularmente hacia la inversión³¹.

Para **2026**, el MMM proyecta que el gasto no financiero del gobierno general (GNFGG) ascienda a alrededor de S/ 262 mil millones. Este monto excedería en aproximadamente S/ 10 mil millones el límite resultante de aplicar la regla de gasto no financiero, incluida la compensación por el desvío registrado en 2025. Asimismo, el gasto corriente excluyendo mantenimiento, previsto en el MMM, se situaría considerablemente por encima del nivel compatible con su regla específica³². De materializarse estas proyecciones, en **2026 se incumplirían conjuntamente las reglas fiscales por cuarto año consecutivo**.

³⁰ Este reconocimiento resulta especialmente relevante porque el MMM cuantifica algunos de estos fenómenos. Entre 2023 y 2026, la participación del gasto corriente dentro del PIA habría aumentado de 68,7% a 74,3%, mientras que la participación de la inversión pública se redujo de 28,5% a 22,3%. Asimismo, el costo fiscal anual asociado a normas aprobadas en materia de recursos humanos entre 2021 y 2026 ascendería a cerca de S/ 50 mil millones en 2027 y continuaría incrementándose en los siguientes años. Estas cifras confirman que la rigidez no constituye únicamente un riesgo prospectivo, sino una restricción que ya afecta la composición del presupuesto y el margen para atender nuevas prioridades.

³¹ Como consecuencia, entre 2023 y 2026 la participación del gasto corriente en el PIA no financiero aumentó de 68,7% a 74,3%, mientras que la participación de la inversión pública se redujo de 28,5% a 22,3%.

³² Para 2026, se proyecta que el gasto corriente excluyendo mantenimiento crezca 6,6% en términos reales, por encima del límite de 2,4% establecido por la regla fiscal.

El CF considera importante subrayar que, en un contexto de elevado crecimiento de los ingresos fiscales, como el observado en 2025 y el previsto para 2026, el cumplimiento de los límites al crecimiento del gasto público permite reducir la prociclicidad de la política fiscal y destinar una parte de los ingresos extraordinarios recaudados al fortalecimiento de la posición fiscal. Ello contribuiría a fortalecer la capacidad del Estado para afrontar futuros choques adversos. En ese sentido, el CF resalta que el significativo incremento de los ingresos y la consecuente reducción del déficit fiscal no deberían justificar el abandono de los esfuerzos orientados a contener el crecimiento del gasto público.

Para 2027, año para el cual se viene formulando el presupuesto, se prevé que el GNFGG crezca 1,7% en términos reales. Si bien esta tasa de crecimiento representa una moderación importante respecto del dinamismo observado en 2025 y 2026, dicha desaceleración resulta necesaria para reconducir el gasto hacia una trayectoria compatible con la consolidación fiscal. En ese sentido, el principal desafío es asegurar que el Presupuesto Público de 2027 sea, desde su formulación, consistente con la senda prevista en el MMM. Esto resulta especialmente relevante para evitar que se repitan las inconsistencias observadas en años anteriores, en los que la programación presupuestaria y las ampliaciones posteriores del gasto terminaron por generar niveles de ejecución superiores a los inicialmente previstos en el marco macrofiscal.

Resulta positivo que el MMM mencione la aplicación potencial de medidas de eficiencia y priorización, la contención de nuevas obligaciones permanentes y acciones institucionales frente a normas de elevado impacto fiscal. No obstante, **el CF considera que el MMM y el Presupuesto 2027 deberían identificar expresamente las normas involucradas, el costo fiscal asociado, el momento a partir del cual se espera que dejen de generar obligaciones y la senda alternativa que se aplicaría si las acciones de inconstitucionalidad no obtienen un resultado favorable o este se produce después de lo previsto.** La responsabilidad fiscal exige que la línea base también pueda sostenerse frente a este riesgo³³. De manera similar, **el CF considera necesario conciliar la cifra agregada** de alrededor de S/ 50 mil millones del costo anual **de las normas en materia de recursos humanos** con las proyecciones de remuneraciones, pensiones y beneficios incluidas en el presupuesto. Por ello, **debería distinguirse entre: (i) costo ya implementado y presupuestado; (ii) incremento adicional que se materializará en 2027; (iii) obligaciones pendientes de implementación; y (iv) costo incremental esperado para 2028-2030.**

Asimismo, el CF reitera su preocupación por la acumulación de obligaciones derivadas de iniciativas legislativas. Su impacto fiscal debe evaluarse de manera agregada, pues la concurrencia de múltiples obligaciones de carácter permanente podría hacer inviable la senda de gasto prevista, aun cuando cada medida considerada individualmente parezca manejable. En este ámbito, el CF saluda que el MMM haya

³³ Esta precaución resulta particularmente relevante porque el propio MMM muestra que, en ausencia de medidas que contengan las obligaciones ya aprobadas, la trayectoria fiscal sería significativamente más desfavorable. De asumirse íntegramente estas obligaciones y preservarse simultáneamente la inversión y la continuidad de los servicios esenciales, el déficit fiscal ascendería a alrededor de 2,7% del PBI en 2027 y se mantendría próximo a 2,8% entre 2028 y 2030, mientras que la deuda pública aumentaría hasta alrededor de 33,8% del PBI al final del horizonte. Este escenario evidencia que la credibilidad de la senda base depende fundamentalmente de la efectividad de las medidas que permitan contener las presiones de gasto.

cuantificado el costo creciente de las medidas en materia de recursos humanos. También considera positivo que el Poder Ejecutivo manifieste expresamente su intención de evitar nuevas normas que incrementen el gasto rígido sin financiamiento permanente y señale, entre los instrumentos disponibles, la interposición de acciones de inconstitucionalidad. Este reconocimiento coincide con advertencias previas del CF sobre la necesidad de que todos los poderes del Estado internalicen el impacto fiscal de sus decisiones.

Sin embargo, **la evaluación no debería circunscribirse a las normas para las cuales actualmente existe una estimación de costo**. La ausencia de cuantificación no implica que una medida carezca de efectos fiscales: algunas pueden generar obligaciones de magnitud incierta o mecanismos automáticos de gasto que se materializan de forma progresiva. Por ello, el análisis debe considerar tanto las medidas de costo conocido como aquellas cuya naturaleza pueda generar riesgos fiscales relevantes. Asimismo, el CF considera que el MMM debería incorporar un registro transparente del impacto fiscal de la legislación reciente. Este debería distinguir entre medidas plenamente implementadas, parcialmente implementadas y pendientes de ejecución, e identificar su costo previsto para 2027, su costo anualizado y el tratamiento considerado en la programación multianual³⁴.

En este ámbito, **el CF considera positiva la reciente jurisprudencia del Tribunal Constitucional** que reafirma los principios constitucionales presupuestarios, la preeminencia del Poder Ejecutivo en materia de iniciativa de gasto y su competencia para administrar la hacienda pública³⁵. Para que estos criterios contribuyan efectivamente a preservar la sostenibilidad fiscal, **el informe previo de sostenibilidad fiscal exigido** para las iniciativas que generen obligaciones de gasto **debe contener una evaluación sustantiva y favorable de su sostenibilidad y de su compatibilidad con el equilibrio presupuestario**. A juicio del CF, esta evaluación debería considerar el costo y la trayectoria multianual de la medida, la suficiencia y permanencia de su financiamiento, su compatibilidad con las reglas fiscales y sus efectos agregados al considerar obligaciones similares ya aprobadas. También debería hacer explícito su costo de oportunidad, en particular, qué gasto o prioridad dejaría de financiarse si se recurre a reasignaciones, para mostrar cómo la iniciativa afectaría el margen de priorización presupuestaria. La mera existencia formal de dicho informe, con independencia de sus conclusiones, restaría efectividad a este mecanismo de control.

El CF considera asimismo positivo que el MMM reconozca las acciones de inconstitucionalidad como uno de los mecanismos disponibles para enfrentar normas que vulneren los principios presupuestarios. No obstante, **estas acciones no sustituyen otras herramientas de política y gestión**. Según la naturaleza de cada norma, puede ser

³⁴ La información agregada presentada por el MMM representa un avance, pero todavía no permite reconstruir plenamente la trayectoria «desde abajo», norma por norma. Esta reconciliación es especialmente necesaria porque la senda 2027 depende, entre otros supuestos, de que determinadas obligaciones dejen de producir efectos como consecuencia de acciones jurídicas.

³⁵ En particular, la Sentencia 158/2026, recaída en el Expediente 00018-2023-PI/TC, se aparta del criterio de 2021 y establece que la prohibición del artículo 79 de la Constitución no se limita al gasto imputable al presupuesto vigente, sino que comprende también los gastos que impacten hacia el futuro. Asimismo, admite excepcionalmente proyectos de iniciativa congresal con incidencia en el gasto vinculados con derechos económicos, sociales y culturales, siempre que identifiquen una fuente efectiva de financiamiento, se haya requerido previamente un informe de sostenibilidad fiscal del órgano competente del Poder Ejecutivo, prioricen necesidades sociales básicas y contemplen una implementación progresiva coordinada con el MEF.

necesario evaluar su modificación, derogación, reglamentación compatible con el marco fiscal u otras iniciativas del Poder Ejecutivo. Además, la nueva jurisprudencia puede contribuir a evitar la generación de futuras obligaciones, pero no elimina automáticamente los compromisos ya vigentes.

El CF saluda especialmente que el MMM haga explícito el objetivo de proteger la inversión pública. Para 2027, la inversión del Gobierno General crecería 0,5% en términos reales y se mantendría alrededor del 4,5% del PBI. Posteriormente, se proyecta una expansión real promedio anual de 7,2% entre 2028 y 2030, hasta alcanzar 4,9% del PBI. Esta trayectoria busca revertir gradualmente el desplazamiento de la inversión generado por el aumento del gasto corriente. De hecho, una consolidación fiscal que descansa fundamentalmente en reducciones de inversión o de mantenimiento puede mejorar temporalmente los agregados fiscales, pero deteriorar la infraestructura, la productividad, el crecimiento potencial y la provisión futura de servicios. De otro lado, también deben priorizarse los distintos proyectos de inversión para asegurar que puedan ejecutarse dentro de los márgenes presupuestarios.

En este contexto, preservar la inversión pública no implica que exista espacio fiscal para ejecutar simultáneamente toda la cartera de proyectos anunciada. En un contexto de restricciones presupuestarias y mayores obligaciones permanentes, **el CF considera indispensable fortalecer la priorización de las inversiones, concentrando los recursos en proyectos con mayor rentabilidad económica y social y adecuada capacidad de ejecución.** Esta evaluación debe incorporar no solo el costo directo de la inversión, sino también el perfil multianual de los compromisos fiscales firmes y contingentes que puedan generarse. De este modo, la expansión de la inversión deberá ser compatible con el espacio fiscal efectivamente disponible y con la sostenibilidad de las finanzas públicas.

El CF también saluda que el MMM incorpore una agenda explícita de calidad y eficiencia del gasto, incluyendo mejoras en la inversión pública, las compras públicas, la gestión de proyectos y la evaluación de intervenciones. Para que esta agenda se traduzca en mejoras efectivas, resulta importante fortalecer la planificación del gasto y su vinculación con objetivos e indicadores de desempeño que permitan medir resultados, identificar brechas y orientar la asignación de recursos hacia las intervenciones de mayor impacto. Esta agenda responde a una dimensión que el CF ha venido enfatizando: el objetivo de la consolidación no debe ser simplemente gastar menos, sino también gastar mejor y obtener resultados verificables.

Sin embargo, **el CF considera importante distinguir conceptualmente entre una brecha estimada de eficiencia y un ahorro fiscal efectivamente realizable.** Las estimaciones de 2,4%-2,5% del PBI citadas por el MMM aproximan recursos que podrían utilizarse de manera más eficiente, pero no constituyen automáticamente recursos presupuestarios que puedan descontarse de la línea base. Para sustentar la senda fiscal, las medidas de eficiencia deberían traducirse en intervenciones identificables, con responsables, cronograma, costos de implementación y estimación del ahorro neto permanente que podría incorporarse de manera prudente en las proyecciones.

El CF considera que la credibilidad de la senda de GNFGG para el periodo 2028-2030 dependerá fundamentalmente de la existencia de medidas permanentes cuyos efectos

puedan cuantificarse. Las reformas de eficiencia, las revisiones de gasto y la contención de nuevas obligaciones son orientaciones adecuadas, pero todavía deben traducirse en una estrategia fiscal operativa que permita, cada año, reconciliar el gasto proyectado con el stock de obligaciones, la programación presupuestaria y los límites fiscales aplicables.

Déficit fiscal y endeudamiento

En cuanto a la proyección del déficit fiscal para 2026-2030, el CF advierte que la senda prevista en el MMM coincide con los límites establecidos por la regla fiscal correspondiente. El CF reafirma³⁶ que no resulta adecuado formular proyecciones de déficit fiscal que coincidan con dichos límites o con topes derivados del cumplimiento de otras reglas fiscales. Toda proyección macrofiscal está sujeta a choques y desviaciones respecto del escenario base. Además, en el actual contexto de mayores ingresos fiscales, resulta necesario promover la generación de ahorros precautorios. En ausencia de un margen prudencial entre las proyecciones y los límites fiscales, se tiende a utilizar plenamente el espacio fiscal disponible, reduciendo la capacidad para absorber desviaciones y elevando el riesgo de incumplimiento de las reglas fiscales, incluso ante choques de magnitud moderada.

En cuanto al déficit fiscal para 2026, el CF advierte que su reciente evolución no debe interpretarse como evidencia de una mejora permanente de las finanzas públicas. En los primeros siete meses del año, la dinámica del déficit fiscal ha sido favorecida por una mayor recaudación de ingresos transitorios, por lo que el déficit fiscal acumulado a 12 meses se redujo hasta 1,0% del PBI. En ese sentido, el CF considera factible la proyección de déficit fiscal para este año. Sin embargo, aún se requerirán esfuerzos orientados a la contención del crecimiento del gasto entre agosto y diciembre³⁷, a fin de asegurar el proceso de consolidación.

Respecto al déficit fiscal para 2027, el CF advierte que una reducción adicional del déficit está sujeta a un elevado grado de incertidumbre, pues depende de dos supuestos clave. En primer lugar, los ingresos fiscales deberían mantenerse en niveles similares a los previstos para 2026, lo que implica que el IPX permanezca en niveles elevados y que la actividad económica crezca a una tasa superior a la del promedio del quinquenio anterior³⁸. En segundo lugar, el crecimiento del gasto no financiero debería mantenerse acotado respecto del año anterior³⁹. En este contexto, una caída de los precios de exportación, un FEN de mayor intensidad que el previsto o la vigencia de leyes con impacto fiscal adverso podrían generar desviaciones en los ingresos y los gastos respecto de lo previsto y, en consecuencia, afectar la dinámica del déficit fiscal a partir de 2027.

En el mediano plazo, el CF considera que alcanzar y mantener niveles de déficit fiscal sostenibles requerirá adoptar medidas concretas de consolidación fiscal. En particular, el

³⁶ Ver informes N°02-2026-CF y N°04-2025-CF.

³⁷ Para ser consistente con la previsión anual del MMM, el gasto deberá restringir su ritmo de crecimiento por debajo de 4,3% en términos reales durante los últimos cinco meses del año, respecto al mismo periodo del año anterior. Asimismo, en el MMM se señala que *“si bien el déficit fiscal anualizado ha mostrado una tendencia decreciente durante la primera parte de 2026, se espera que esta se revierta hacia el cierre del año, conforme se ejecute los compromisos pendientes en sectores prioritarios y se materialice el desempeño previsto en el resultado de las empresas públicas no financieras.”*.

³⁸ Considerando la tasa de crecimiento del PBI prevista en el MMM para 2026, el crecimiento promedio 2022-2026 es de 2,6%, 0,8 p.p. por debajo de la proyección de 2027.

³⁹ Como porcentaje del PBI, el gasto no financiero deberá reducirse en 0,5 p.p.

CF destaca que, según el MMM, la convergencia del déficit se sustenta en una reducción permanente del gasto no financiero como porcentaje del PBI, que debería estabilizarse en torno a 18,5%, aproximadamente 0,6 p.p. del PBI por debajo del nivel previsto para los ingresos. Para que ello sea factible, será necesario revertir el impacto fiscal adverso de las normas aprobadas, contener las presiones de gasto y adoptar medidas que incrementen de manera permanente los ingresos fiscales. En ausencia de estas acciones, el CF considera poco creíble la convergencia del déficit fiscal hacia su guía de mediano plazo.

En cuanto al déficit fiscal estructural previsto en el MMM, el CF destaca que durante el horizonte 2026-2030 el déficit estructural promedio supera significativamente el déficit fiscal observado promedio. Esta diferencia refleja una posición fiscal subyacente más expansiva de la que sugieren las cuentas fiscales observadas, cuya evolución se ve favorecida por factores transitorios. En ese sentido, el CF considera importante complementar la evaluación de las finanzas públicas y del proceso de consolidación fiscal con un análisis detallado de las cuentas fiscales estructurales y los principales insumos para su construcción.

Respecto a la trayectoria de deuda pública bruta para 2026-2030, el CF observa que el MMM prevé una tendencia decreciente, con niveles que se mantendrían por debajo del umbral del 30% del PBI, consistente con los supuestos macrofiscales considerados. No obstante, el CF recuerda que esta trayectoria está condicionada por el cumplimiento de la senda de déficit fiscal, la evolución de las variables macroeconómicas y la eventual materialización de contingencias fiscales o eventos no previstos. En consecuencia, desviaciones desfavorables respecto del escenario base podrían elevar el nivel de endeudamiento y la carga de intereses a mediano y largo plazo. Frente a estos riesgos, el CF reitera la necesidad de adoptar oportunamente medidas de consolidación fiscal que permitan generar y sostener resultados primarios superavitarios, de modo que se reduzca de manera sostenida la deuda pública y se contenga la carga de intereses sobre el presupuesto.

Respecto de la trayectoria de la deuda pública neta, el CF reafirma⁴⁰ la importancia de ampliar el análisis de esta variable en el MMM, pues considera que su evolución evidencia la erosión de las fortalezas fiscales del país en los últimos doce años. Desde 2013, la deuda neta se ha incrementado en alrededor de 20 p.p. del PBI, casi el doble del aumento registrado por la deuda bruta en el mismo periodo⁴¹, y esta tendencia no se revierte en las proyecciones para 2026-2030. Esta divergencia entre la deuda neta y la deuda bruta refleja la reducción sostenida de los **activos financieros del SPNF**, que alcanzaron un mínimo histórico en 2025⁴². Ante ello, y siempre que no se materialicen riesgos fiscales relevantes, el CF considera que la actual coyuntura de mayores ingresos debería aprovecharse para reducir la deuda pública neta y recomponer activos con fines precautorios, tal como ocurrió en episodios anteriores de altos precios de las materias primas de exportación⁴³.

⁴⁰ Ver informes N° 02-2026-CF y N°04-2025-CF.

⁴¹ Entre 2013 y 2025, la deuda bruta se incrementó en alrededor de 11 p.p. del PBI.

⁴² En este año los activos financieros del SPNF fueron de 7,4% del PBI, el menor registro desde 2001.

⁴³ Por ejemplo, entre 2003 y 2008 el IPX se incrementó en 146% mientras que los activos financieros se incrementaron 4,2 p.p. del PBI y la deuda neta disminuyó en 26,4 p.p. del PBI. Entre 2009 y 2013, el IPX se incrementó en 45% mientras que los activos financieros se incrementaron en 3,0 p.p. del PBI y la deuda neta disminuyó en 10,5 p.p. del PBI.

En particular, el CF recomienda evaluar el mecanismo vigente de acumulación de recursos en el Fondo de Estabilización Fiscal (FEF). Como señala la normativa correspondiente⁴⁴, los recursos que podrían destinarse al FEF se transfieren previamente a la Reserva Secundaria de Liquidez (RSL), donde pueden acumularse hasta un límite del 1,5% del PBI y utilizarse para un amplio conjunto de fines⁴⁵, como ocurrió entre 2022 y 2024⁴⁶. En ese sentido, el CF considera que, en la actual coyuntura de mayores ingresos transitorios, debería facilitarse la acumulación de recursos en el FEF, a fin de fortalecer su función como activo precautorio, cuyo uso está restringido a fines específicos asociados a situaciones excepcionales o de crisis.

Riesgos fiscales

El CF coincide con la relevancia de la mayoría de los riesgos identificados en el MMM, en particular, aquellos asociados al FEN, la vigencia de leyes con impacto fiscal adverso, la vulnerabilidad de las finanzas públicas ante fluctuaciones macroeconómicas y las contingencias derivadas de APP, entre otros. No obstante, el CF considera necesario profundizar en el análisis de algunos de estos riesgos y, a su vez, incorporar otros que no han sido identificados en el MMM.

A juicio del CF, la materialización de un **FEN de mayor intensidad que la prevista** constituye el principal riesgo que la actual administración deberá gestionar en el corto plazo. Ante ello, el CF considera que la priorización y asignación de recursos públicos deberán orientarse a las acciones de prevención, mitigación y respuesta inmediata. Asimismo, además del impacto macroeconómico presentado en el MMM, el CF recomienda ampliar el análisis de este riesgo mediante la incorporación de proyecciones alternativas de gasto que contemplen distintas necesidades de respuesta y reconstrucción, según la severidad del FEN respecto del escenario base.

Respecto de la **vigencia de leyes con impacto fiscal adverso**, el CF recuerda que estas siguen representando un riesgo para la sostenibilidad de las finanzas públicas. Durante el periodo parlamentario 2021-2026, el Poder Legislativo aprobó 316 leyes identificadas con impacto fiscal adverso⁴⁷. De ellas, 70 tendrían un costo anual conjunto estimado en cerca de S/ 40 mil millones, mientras que otras 5 representarían un costo total estimado en S/ 132 mil millones⁴⁸. Frente a ello, el proceso de consolidación fiscal requiere adoptar medidas orientadas a contener y revertir estos potenciales efectos. En tal sentido, el CF opina que corresponde al Poder Ejecutivo interponer las acciones de inconstitucionalidad

⁴⁴ Establecida en los Decretos Legislativos N°1276 y N°1441.

⁴⁵ Según el artículo 16 del Decreto Legislativo N°1441, modificado por la Primera Disposición Complementaria Modificatoria de la Ley N° 31640, los recursos de la RSL se utilizan para (i) proveer de financiamiento para la atención de los gastos considerados en la Ley de presupuesto, (ii) financiar operaciones de administración de deuda, (iii) restituir recursos utilizados como parte de mecanismos de apoyo financiero temporal y (iv) realizar inversiones en instrumentos financieros del Tesoro Público.

⁴⁶ En 2022, la RSL alcanzó un máximo de S/ 13 mil millones, los cuales fueron empleados como fuente de financiamiento complementaria a la emisión de deuda. Parte de estos recursos fueron recompuestos en 2023 y 2024, pero fueron empleados para el mismo fin. A junio de 2026 la RSL no cuenta con recursos disponibles.

⁴⁷ Este ejercicio fue realizado por la DEM-STCF y corresponde a una actualización de Merino y Murga (2025), Nota de Discusión N° 01-2025, “Análisis de las leyes e iniciativas legislativas con impacto fiscal adverso del Congreso de la República: periodo 2021-2026”. De las 316 leyes identificadas, 256 corresponden a leyes que incrementan el gasto, 48 leyes que reducen la recaudación tributaria y 12 que afectan las finanzas públicas subnacionales.

⁴⁸ Los costos fiscales considerados corresponden a las estimaciones contenidas en los informes técnicos publicados en la web del Congreso de la República, principalmente los emitidos por el MEF y, según corresponda, por otras entidades públicas. No obstante, 241 leyes con impacto fiscal adverso no cuentan con estimaciones sobre el costo fiscal que generan.

que resulten pertinentes y al Poder Legislativo evaluar la modificación o derogación de las normas que generan dichos impactos.

En cuanto a los **riesgos no identificados en el MMM**, el CF reitera⁴⁹ la necesidad de profundizar el análisis de algunos de ellos. En particular, el CF resalta los riesgos asociados a: (i) la persistente **situación financiera de Petroperú**; y (ii) las presiones de gasto que podrían derivarse de la **ejecución simultánea de grandes proyectos de infraestructura** con un componente significativo de cofinanciamiento estatal. En el caso de Petroperú, el CF considera necesario acompañar el proceso de reestructuración con un monitoreo continuo y reforzar la comunicación periódica sobre su situación financiera, a fin de adoptar oportunamente medidas que reduzcan el riesgo de nuevos requerimientos de recursos del Tesoro Público. Respecto de los grandes proyectos de infraestructura, el CF considera necesario transparentar qué parte de sus costos correspondería directamente a financiamiento estatal y cuál es la magnitud de las contingencias fiscales asociadas, independientemente del mecanismo de financiamiento para su ejecución. Sobre esta base, la ejecución de estos proyectos debería priorizarse en función de la disponibilidad presupuestaria y del espacio fiscal disponible.

Frente a los riesgos antes señalados, el CF considera que corresponde principalmente a las autoridades de los Poderes Ejecutivo y Legislativo gestionarlos y mitigarlos. El actual contexto de altos precios de las materias primas de exportación constituye una oportunidad excepcional para demostrar un compromiso efectivo con la disciplina fiscal mediante el control y la priorización del gasto, así como la adopción de medidas que incrementen de manera permanente los ingresos fiscales. Por ello, el CF insta a ambos poderes del Estado a incorporar criterios de responsabilidad fiscal en sus decisiones, con el fin de avanzar en la consolidación fiscal y asegurar el cumplimiento de las reglas fiscales, fortaleciendo así la credibilidad en la gestión de la política fiscal.

En adición a las opiniones y recomendaciones vertidas en el presente informe, el CF exhorta a incluir en la versión final del MMM 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 del cumplimiento de las reglas fiscales, sirviendo como un sistema de alerta temprana.

Lima, 25 de agosto de 2026.

CONSEJO FISCAL DEL PERÚ

⁴⁹ Ver informes N° 02-2026-CF y N°04-2025-CF.

Anexos

Anexo 1. Proyecciones macroeconómicas del MMM 2027-2030

Tabla A1. Principales indicadores macroeconómicos

	2025 ¹	2026	2027	2028	2029	2030	Promedio 2027 -2030
PBI SOCIOS COMERCIALES							
Mundo (Variación porcentual real)	3,5	3,0	3,1	3,1	3,2	3,2	3,2
Socios Comerciales (Variación porcentual real)	3,0	2,8	2,8	2,7	2,6	2,6	2,7
PRECIOS DE COMMODITIES							
Oro (US\$/oz.tr.)	3 442	4 580	4 400	4 300	4 200	4 100	4 250
Cobre (cUS\$/lb.)	451	590	570	560	560	560	563
Petróleo (US\$/bar.)	65	80	75	70	70	70	71
TÉRMINOS DE INTERCAMBIO							
Términos de Intercambio (Variación porcentual)	19,9	16,7	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Índice de Precios de Exportación (Variación porcentual)	17,5	23,9	-0,9	-0,5	0,0	0,0	-0,3
Índice de Precios de Importación (Variación porcentual)	-2,0	6,2	-1,0	-0,5	0,0	0,0	-0,4
PRODUCTO BRUTO INTERNO							
Producto Bruto Interno (Miles de millones de Soles)	1 214	1 347	1 428	1 516	1 608	1 705	1 564
Producto Bruto Interno (Variación porcentual real)	3,4	3,4	3,4	4,0	4,0	4,0	3,8
Demanda Interna (Variación porcentual real)	5,6	5,9	3,7	4,1	4,2	4,3	4,1
Consumo Privado (Variación porcentual real)	3,6	3,6	3,4	3,6	3,6	3,6	3,6
Consumo Público (Variación porcentual real)	3,3	2,9	0,0	0,0	0,2	0,2	0,1
Inversión Privada (Variación porcentual real)	10,0	10,5	6,5	7,0	7,5	8,0	7,3
Inversión Pública (Variación porcentual real)	5,7	0,0	3,7	4,0	8,0	8,0	5,9
Inversión Privada (Porcentaje del PBI)	16,6	17,0	17,5	18,0	18,6	19,4	18,4
Inversión Pública (Porcentaje del PBI)	5,0	4,6	4,6	4,6	4,8	5,0	4,7
SECTOR EXTERNO							
Cuenta Corriente (Porcentaje del PBI)	3,5	3,9	3,5	3,5	3,4	3,4	3,4
Balanza comercial (Millones de US dólares)	35 433	47 494	47 846	49 191	51 046	51 902	49 996
Exportaciones (Millones de US dólares)	93 993	116 731	119 363	123 727	129 272	134 228	126 647
Importaciones (Millones de US dólares)	-58 560	-69 236	-71 517	-74 536	-78 225	-82 326	-76 651
SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO							
Ingresos del GG (Porcentaje del PBI)	19,0	19,4	19,3	19,1	19,1	19,1	19,1
Intereses del SPNF (Porcentaje del PBI)	1,6	1,6	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
Resultado primario (Porcentaje del PBI)	-0,6	-0,2	0,2	0,7	0,7	0,6	0,6
Resultado económico (Porcentaje del PBI)	-2,2	-1,8	-1,4	-1,0	-1,0	-1,0	-1,1
Resultado económico estructural (Porcentaje del PBI) ²	-3,2	-2,9	-2,3	-1,8	-1,7	-1,0	-1,7
SALDO DE DEUDA PÚBLICA							
Total (Porcentaje del PBI)	30,1	29,3	29,3	28,9	28,3	27,7	28,6

1/ Con información del BCRP a agosto de 2026, excepto por el PBI de socios comerciales y el resultado económico estructural, que provienen de la información remitida al CF junto con el proyecto de MMM 2027-2030. 2/ El cálculo se elabora considerando la metodología de cálculo de las Cuentas Estructurales aprobada por la Resolución Ministerial N° 024-2016-EF/15. **Fuente:** MEF, MMM 2027-2030. **Elaboración:** DEM-STCF.

Anexo 2. Resumen de las cuentas fiscales del MMM 2027-2030

Tabla A2. Resumen de cuentas fiscales del SPNF (millones de soles, % del PBI, % PBI potencial)

	2025	2026	2027	2028	2029	2030	Promedio 2027-2030
I. Ingresos del gobierno general	230 801	261 610	276 163	289 641	306 664	324 859	299 332
% del PBI	19,0	19,4	19,3	19,1	19,1	19,1	19,1
II. Gastos no financieros del gobierno general	241 743	261 653	272 364	279 821	296 834	315 732	291 188
% del PBI	19,9	19,4	19,1	18,5	18,5	18,5	18,6
2.1. Gastos corrientes	173 693	192 268	201 111	205 930	214 436	223 238	211 179
% del PBI	14,3	14,3	14,1	13,6	13,3	13,1	13,5
2.2. Gastos de capital	68 050	69 385	71 253	73 890	82 399	92 494	80 009
% del PBI	5,6	5,2	5,0	4,9	5,1	5,4	5,1
III. Resultado primario de empresas públicas	3 746	-2 333	- 597	738	1 099	1 559	700
% del PBI	0,3	-0,2	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0
IV. Resultado primario (I-II+III)	-7 196	-2 376	3 202	10 559	10 929	10 686	8 844
% del PBI	-0,6	-0,2	0,2	0,7	0,7	0,6	0,6
V. Intereses	19 230	21 272	23 685	26 044	27 358	28 534	26 405
% del PBI	1,6	1,6	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
VI. Resultado económico del SPNF (IV-V)	-26 426	-23 648	-20 482	-15 485	-16 429	-17 848	-17 561
% del PBI	-2,2	-1,8	-1,4	-1,0	-1,0	-1,0	-1,1
VII. Resultado económico estructural¹	-38 482	-38 448	-32 789	-27 789	-27 783	-17 848	-26 552
% del PBI potencial	-3,2	-2,9	-2,3	-1,8	-1,7	-1,0	-1,7
VIII. Deuda pública del SPNF	365 604	394 372	418 254	438 659	455 089	472 937	446 235
% del PBI	30,1	29,3	29,3	28,9	28,3	27,7	28,6

1/ Para el cálculo del resultado estructural se utilizó la metodología aprobada por la Resolución Ministerial N° 024-2016-EF/15. Se excluyen los ingresos extraordinarios provenientes de grandes ventas de activos de no domiciliados, entre otros. **Fuente:** MEF, MMM 2027-2030. **Elaboración:** DEM-STCF.