

# Índice

LISTA DE ABREVIATURAS	11
INTRODUCCIÓN	13
CAPÍTULO I	
REGLAS FISCALES Y SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA PÚBLICA	23
1. Introducción	23
2. El modelo teórico: regla fiscal procíclica y demanda agregada	26
3. Recesión, <i>shocks</i> externos y política macroeconómica	33
3.1. <i>Shock</i> externo adverso: recesión internacional	34
3.2. Disminución de la tasa de interés internacional	35
3.3. <i>Shock</i> de demanda doméstica: política monetaria expansiva	36
3.4. ¿Cómo enfrentar el estancamiento de la demanda mundial y reactivar la economía sin renunciar a la política fiscal procíclica?	38
4. Reglas sobre el balance fiscal, la deuda pública y el fondo de contingencia: propuestas de modificación de la ley de prudencia y transparencia fiscal	39
4.1. Regla sobre el balance presupuestal	42
4.1.1. Meta de balance fiscal	42
4.1.2. Meta de gasto no financiero	43
4.2. Regla sobre la deuda pública	45
4.3. Regla sobre el fondo de contingencia	46
CAPÍTULO II	
SOSTENIBILIDAD, BALANCE ESTRUCTURAL Y PROPUESTA DE UNA REGLA FISCAL	47
1. Introducción	47
2. Evolución reciente de las finanzas públicas y de la deuda en el Perú	49
3. La sostenibilidad de la política fiscal, 2002-2022	53
3.1. Restricción presupuestaria y superávit primario del gobierno	53
3.2. La sostenibilidad y los efectos de la devaluación y de los cambios en las tasas de interés internacional y doméstica	55
3.3. El indicador de sostenibilidad y la paridad no cubierta de intereses: aspectos metodológicos para el análisis empírico	60
3.3.1. El indicador de sostenibilidad y la paridad no cubierta de intereses	60
3.3.2. Sostenibilidad, paridad no cubierta de intereses y nueva deuda externa con nueva tasa de interés	70
3.3.3. Simulaciones y evaluación de la sostenibilidad de la política fiscal	77
a) Restricción presupuestaria de largo plazo: aspectos técnico-operativos	77
b) Deuda pública, resultado económico y superávit primario: breve análisis <i>ex post</i> de la política fiscal de los años noventa	80

c) Simulación básica: deuda pública, resultado económico y superávit primario en el largo plazo	81
d) Evaluación de la viabilidad de la política fiscal del programa económico multianual que sustenta el acuerdo con el FMI	83
e) Simulación de sostenibilidad con paridad no cubierta de intereses	90
f) Simulación de la sostenibilidad fiscal con paridad no cubierta de intereses y nueva deuda externa pactada a una tasa de interés más alta	107
4. El balance estructural del gobierno central, 1990-2001	112
4.1. Aspectos metodológicos	112
4.1.1. El balance primario cíclico y estructural	112
4.1.2. Sensibilidad del balance presupuestal al ciclo del PBI	114
4.1.3. El producto potencial	115
4.1.4. El producto y los balances presupuestales tendenciales	115
4.2. Balance estructural del gobierno central, 1991-2001	116
5. La regla fiscal contracíclica: metodología y aplicación para los años 2002-2003	119

### CAPÍTULO III

#### PROGRAMA DE CREADORES DE MERCADO DE DEUDA PÚBLICA INTERNA: EVALUACIÓN DE LA ESTRATEGIA DE COLOCACIONES Y DE OPERACIONES DE MANEJO DE DEUDA

	125
1. Introducción	125
2. La deuda interna: situación inicial	130
2.1. Bonos específicos (1994-2001)	131
2.2. Bonos soberanos (2001-2002)	132
2.3. Certificados de depósito del BCRP	133
3. Diseño del mercado de deuda pública y del Programa de Creadores de Mercado	134
3.1. Mercado primario	134
3.1.1. Definición y mecanismo de subasta	134
3.1.2. Proceso de la subasta o primera vuelta	136
3.1.3. Segunda vuelta	137
3.2. Programa de Creadores de Mercado	139
3.2.1. Aspirantes a creadores de mercado	140
3.2.2. Creadores de mercado	140
3.2.3. Bancos no creadores de mercado	144
3.2.4. Fijación de precios de los bonos y curva de rendimientos	145
3.2.5. Colocación en situaciones excepcionales	146
3.3. Mercado secundario	147
3.3.1. Aspectos generales	147
3.3.2. Primer nivel	147
3.3.3. Segundo nivel	148
3.3.4. Sistemas centralizados de negociación	148
a) Sistemas de negociación	148
b) Sistema de transacciones de deuda pública	150

3.3.5. Inversionistas institucionales	150
3.3.6. Mecanismos de canalización del ahorro de pequeños y medianos inversionistas nacionales	151
4. Evaluación de la estrategia de colocaciones y de operaciones de manejo de deuda, y del Programa de Creadores de Mercado	151
4.1. Principios orientadores de la estrategia	151
4.2. Tipos de instrumentos	155
4.2.1. Bonos soberanos a tasa fija y en soles	155
4.2.2. Bonos soberanos indexados a la inflación	156
4.2.3. Bonos soberanos indexados al tipo de cambio	157
4.2.4. Letras del tesoro	157
4.3. Fases de la estrategia de colocaciones de bonos soberanos en el mercado doméstico	159
4.3.1. Primera etapa	161
4.3.2. Segunda etapa	161
4.3.3. Tercera etapa	161
4.4. Evaluación del desempeño del Programa de Creadores de Mercado, 2003-2007	162
4.5. Bonos <i>benchmark</i> y préstamo temporal de bonos soberanos	168
4.6. Operaciones de administración de deuda pública	169
4.6.1. Operaciones de refinanciación (prepago o renegociación)	170
4.6.2. Reprogramación de deudas	171
4.6.3. Canjes de deuda	172
4.6.4. Sustitución de deuda externa por deuda interna	172
a) Operaciones de cobertura de riesgos	172
b) Operaciones de manejo de deuda realizadas con bonos soberanos	173
ANEXO 3.1.	
CARACTERÍSTICAS Y CONDICIONES FINANCIERAS DE LOS BONOS DEL TESORO PÚBLICO	176
ANEXO 3.2.	
EMISIÓN DE LETRAS DEL TESORO	180
CAPÍTULO IV	
REGLA DE ORO, SOSTENIBILIDAD Y REGLA FISCAL CONTRACÍCLICA	189
1. Introducción	189
2. El punto de partida	190
3. <i>Regla de oro</i> para la inversión pública	192
3.1. Experiencias internacionales	192
3.2. Regla de oro y déficit del sector público	194
4. Regla de la sostenibilidad de la deuda pública	196
5. Regla de oro y balance presupuestal corriente	199
6. Regla de oro, sostenibilidad y regla fiscal contracíclica	200
7. Sistema integral de contabilidad fiscal y regla de oro	202
7.1. De la contabilidad fiscal «de base caja» a la contabilidad fiscal «de base devengada»	202

7.2. Déficit fiscal, sostenibilidad y condicionalidad del FMI	204
7.3. La regla de oro y el patrimonio neto	206
7.4. Implementación del sistema integral de contabilidad pública	209
8. Condiciones de la transición	209
8.1. Análisis de experiencias internacionales	210
8.1.1. Nueva Zelanda	210
8.1.2. Australia	211
8.1.3. Reino Unido	213
8.2. Inversión pública y participación privada	214
8.3. Reforma del Estado: racionalización y eficiencia del gasto	215
8.4. Sistema tributario estable	217
9. Conclusiones	218

## CAPÍTULO V

BONOS SOBERANOS INDEXADOS A LA CAPACIDAD DE PAGO: PROPUESTA PARA ASEGURAR LA SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA PÚBLICA EXTERNA	219
1. Introducción	219
2. Propósito del bono indexado	220
3. Lecciones de experiencias previas de indexación de deudas	221
4. Bono soberano y variable de indexación	224
4.1. La importancia de la indexación a la capacidad de pago	224
4.2. ¿Indexar flujo de amortizaciones o flujo de intereses?	225
4.3. Pertinencia de la variable con la cual indexar los flujos de intereses	225
5. Bono soberano indexado al PBI y <i>swap</i> de tasas de interés: una difícil solución de mercado	226
6. Bonos soberanos indexados al PBI para las instituciones financieras internacionales: una solución de cuasi mercado para asegurar la sostenibilidad de la deuda pública externa	228
6.1. Colocación en instituciones financieras internacionales (IFI)	228
6.2. Indexación del cupón	229
6.2.1. Regla de indexación y sostenibilidad de la deuda pública	229
6.2.2. Regla de indexación, volatilidad del crecimiento y límites del cupón	232
6.2.3. Cláusula de ajuste del servicio de intereses	233
6.2.4. Simulación dinámica de los efectos de la indexación del flujo de intereses sobre el ratio deuda/PBI	234
6.2.5. Indexación de los flujos de amortización de la deuda	236
6.3. Bonos indexados para el canje de deuda	237
7. Conclusiones	238
BIBLIOGRAFÍA	239

## LISTA DE ABREVIATURAS

ACM	:	Aspirantes a creadores de mercado
AFP	:	Administradoras de Fondos de Pensiones
BCRP	:	Banco Central de Reserva del Perú
BID	:	Banco Interamericano de Desarrollo
BN	:	Banco de la Nación
BVL	:	Bolsa de Valores de Lima
CAF	:	Corporación Andina de Fomento
CAVALI	:	Caja de Valores de Lima
CD	:	Certificado de depósito
CIMD	:	Corretaje e Información Monetaria y de Divisas
CM	:	Creadores de mercado
CONASEV	:	Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores
DATATEC	:	Datos Técnicos S. A.
DGTP	:	Dirección General del Tesoro Público
DNEP	:	Dirección Nacional del Endeudamiento Público
DVP	:	<i>Delivery Versus Payment</i> (sistema de entrega contra pago)
ELEX	:	<i>Electronic Exchange</i> (sistema de software tipo cliente/servidor)
FED	:	Federal Reserve System (Reserva Federal Americana)
FMI	:	Fondo Monetario Internacional
FONAVI	:	Fondo Nacional de Vivienda
FOPE	:	Fortalecimiento Patrimonial de Empresas
GC	:	Gobierno central
ICLV	:	Institución de compensación y liquidación de valores
IFI	:	Instituciones financieras internacionales

ISDA	:	International Swaps and Derivatives Association
JAPECO	:	Japan Peru Oil Corporation
LBTR	:	Liquidación bruta en tiempo real
LIBOR	:	London Inter-Bank Offering Rate
LPTF	:	Ley de prudencia y transparencia fiscal
LTP	:	Letras del tesoro público
MEF	:	Ministerio de Economía y Finanzas
OECD	:	Organisation for Economic Co-operation and Development
PBI	:	Producto bruto interno
PCM	:	Programa de Creadores de Mercado
PNCI	:	Paridad no cubierta de intereses
REPOS	:	<i>Repurchase agreement</i> (acuerdo de recompra)
RFA	:	Rescate financiero agropecuario
SAB	:	Sociedades agentes de bolsa
SBS	:	Superintendencia de Banca y Seguros
SIF-GARBAN PERÚ	:	Servicios de integración financiera Garban (antes CIMD)
SPNF	:	Sector público no financiero
TIPMEX	:	Tasa de interés pasiva en moneda extranjera
TIPMN	:	Tasa de interés pasiva en moneda nacional
VAC	:	Valor adquisitivo constante