

INTRODUCCIÓN

Este libro recoge las investigaciones que realicé para fundamentar mis propuestas de política, en el período en el que ejercí los cargos de asesor del viceministro de Hacienda y de director general de la actual Dirección Nacional de Endeudamiento Público. La oportunidad que me brindó Kurt Burneo, viceministro de Hacienda durante los años 2001-2004, la aproveché para, mediante la investigación aplicada, apoyar propuestas de cambio orientadas a mejorar la eficiencia en la gestión de la hacienda pública. Preocupaban, al inicio de la nueva administración, la sostenibilidad y riesgos de las cuentas fiscales; el significativo peso de la deuda pública en los gastos totales del gobierno; la magnitud del déficit y el efecto de su reducción sobre la inversión pública; y la ausencia de reglas fiscales claras en la ley de prudencia y transparencia fiscal, que posteriormente fue modificada y derogada por la ley de responsabilidad y transparencia fiscal. En ese momento, era la manera profesional de ejercer la función pública en el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF), una institución que, junto al Banco Central de Reserva del Perú (BCRP), tenía la grave responsabilidad de combatir la recesión desencadenada por la crisis financiera internacional de los años 1998-2000, y de sentar las bases para el crecimiento sostenido de la economía. Pero, también, era el único modo de discutir, con rigor, las propuestas anuales que sobre política fiscal hacían las misiones del Fondo Monetario Internacional (FMI). Aunque no se implementaron todas nuestras propuestas, podemos decir que se pudo cambiar o innovar en aspectos fundamentales de la política fiscal y de la gestión de la hacienda pública. Este libro es, por lo tanto, un informe-balance que permitirá a sus lectores, espero, ponderar lo que falta por hacer y lo que no se hizo en los años noventa, período de la notable incursión neoliberal en el aparato del Estado.

En el año 2002, cuando el BCRP modificaba su función de reacción con una regla donde la tasa de interés se convertía en el instrumento fundamental de política para administrar los desvíos de la inflación de su valor meta o la brecha del producto efectivo respecto al potencial, en el MEF trabajábamos en la institucionalización del Programa de Creadores de Mercado Interno de Deuda Pública en Soles, como parte de una estrategia de sustitución gradual de deuda externa por interna, a fin de reducir los riesgos a los que está expuesta la deuda pública total, asociados a las variaciones del tipo de cambio y de las tasas de interés.

Este programa, puesto en funcionamiento en marzo de 2003 con la participación de cinco importantes bancos privados, constituye una de las principales reformas de mercado efectuadas por la administración del gobierno de Alejandro Toledo. Con esta reforma se hacía posible el mantenimiento de un perfil de endeudamiento público con niveles de riesgo aceptables. Los bonos soberanos de plazos de vencimiento mayores a un año, como activos financieros alternativos al dinero, se fueron incorporando al mercado interno sobre la base de un reglamento detallado con prerrogativas y obligaciones de las instituciones financieras participantes como creadores de mercado. Igual destino habrían tenido las letras del tesoro, concebidas como instrumentos para administrar la estacionalidad de la caja fiscal, pero la existencia de los certificados de depósitos del BCRP y la poca confianza que las instituciones financieras tenían, al inicio, sobre el mercado de bonos, nos obligaron a excluirlas del Programa de Creadores de Mercado.

El programa tenía como propósito, además, estimular la expansión del mercado doméstico de capitales en soles mediante el desarrollo de una curva de rendimientos en el mercado de deuda pública interna, que se constituiría en referencia para las emisiones de deuda por parte del sector privado, en la misma moneda local. Con estas emisiones, también la deuda privada reduciría su riesgo cambiario y, por supuesto, se ayudaría a combatir la dolarización de la economía. En nuestra opinión, no había otra manera de hacer posible la transformación de los ahorros disponibles en inversión productiva doméstica de mediano y largo plazo y, por lo tanto, un crecimiento económico liderado realmente por el sector privado doméstico en una economía menos vulnerable y volátil. Un mercado doméstico de capitales desarrollado permite superar la restricción de financiamiento que enfrenta la inversión productiva doméstica orientada a la producción para el mercado interno y la producción de exportables no tradicionales. Su anterior raquitismo explica el dominio de la inversión privada extranjera que usualmente no enfrenta restricciones de financiamiento ni de demanda, y que se orienta principalmente a la producción de *commodities* y de algunos servicios de alta tecnología.

Los neoliberales del fujimorismo alentaron la dolarización de la economía. Propusieron el camino argentino y, claro, no podían imaginar la necesidad de fortalecer

el mecanismo de transmisión de un esquema institucional de política monetaria como el actual. Según este esquema adoptado en el año 2002, los cambios de la tasa interbancaria de muy corto plazo, sobre la que ejerce influencia directa la autoridad monetaria según la regla mencionada anteriormente, deberían generar movimientos similares en las tasas de mediano y largo plazo, que son precisamente las tasas que finalmente influyen en el gasto privado doméstico y, por consiguiente, en la demanda agregada. Fortalecer este mecanismo de transmisión de la política monetaria fue otro de los objetivos del Programa de Creadores de Mercado.

En casi cuatro años que tiene de funcionamiento este programa, hay logros importantes. Deseo mencionar solo dos. Desde su inicio, las tasas de interés mostraron una marcada tendencia a la baja. Aun en el escenario de presiones al alza, las colocaciones se hicieron a tasas menores de las que se obtendrían sin el programa, en todos los tramos de la curva de rendimientos. Además, ahora existen precios y rendimientos de mercado para referencias que van hasta los veinte años de plazo de vencimiento, a renta fija y en soles. La curva de rendimientos generada ha servido de referencia para las crecientes emisiones privadas efectuadas poco tiempo después de la puesta en marcha del programa. Estas emisiones con plazos mayores a un año y en soles muestran una fuerte correlación con las emisiones de bonos soberanos.

Hay que reiterar que, por primera vez en la historia económica de nuestro país, con el desarrollo del programa se crearon las condiciones para que la inversión productiva privada nacional encuentre financiamiento de mediano y largo plazos en el mercado doméstico de capitales. No solo bajaron relativamente las tasas de interés durante los tres últimos años, sino también los niveles de dolarización de la economía.

Otro cambio importante en el esquema institucional de gestión de la política fiscal fue la introducción de un instrumento de programación y análisis de la sostenibilidad de la deuda pública basado en la restricción presupuestaria intertemporal del gobierno. Reformulamos el trabajo de Blanchard (1990) y su indicador de sostenibilidad, elaborado para países que no habían cometido el «pecado original» de emitir deuda externa en monedas distintas a la suya. Al inicio de la administración de Alejandro Toledo se escuchaba hablar, entre periodistas y analistas, de que los déficit fiscales de 2% o 2,5% del PBI eran insostenibles, pero no todos los que discutían o hablaban de los efectos de esas magnitudes de déficit fiscal sabían el significado del concepto de sostenibilidad y menos cómo operar con él o cómo cuantificarlo. Dos años y medio más tarde, un orondo economista de un conocido instituto que en la década pasada recibió financiamiento del Programa de Fortalecimiento Institucional afirmaba que contar con un instrumento

como el mencionado no era relevante, pues lo tenía cualquier banco de inversión. Era el modo en que «fundamentaban» sus posiciones los neoliberales en las «discusiones» que «sostenían» con las misiones del FMI en la época del fujimorismo.

Así, por primera vez en la historia del MEF, construimos, para uso interno, un modelo dinámico de análisis de la sostenibilidad de la deuda y, por lo tanto, de la sostenibilidad de la política fiscal. A diferencia de los modelos conocidos, basados en Domar (1944) y Blanchard (1990), este incorpora dos tipos de deuda —interna y externa— y hace explícito el incumplimiento de la paridad no cubierta de intereses —en los mercados interno y externo de la deuda pública—. La otra novedad de este modelo, que incluye además el de programación de la deuda, es que endogeniza el déficit fiscal bajo el supuesto de una trayectoria temporal de los superávits primarios. Sobre la base del supuesto de ausencia de financiamiento Ponzi¹ —es decir, de nueva deuda para pagar intereses de la deuda antigua— el modelo permite obtener el superávit primario que mantiene constante el porcentaje de deuda respecto al PBI o que lo reduce a un nivel objetivo durante un determinado período.

De acuerdo con los resultados del modelo, el superávit que hace sostenible la deuda depende no solo de la magnitud inicial de la misma y de las tasas de interés doméstica y de crecimiento del PBI de largo plazo, sino también del porcentaje de deuda externa respecto al PBI, de la tasa de interés internacional y del tipo de cambio real. Así, el modelo revela que el esfuerzo en generación de superávits primarios para que la política fiscal sea sostenible es mayor cuanto mayor es la participación de la deuda externa, dada una ratio de deuda pública total. Pero, además, como es obvio, también se requerirá un superávit mayor cada vez que aumente la tasa de interés internacional o que aumente el tipo de cambio real.

El modelo de programación y sostenibilidad permitió ponderar la importancia de sustituir deuda externa por interna para atenuar la fragilidad de las finanzas públicas al riesgo cambiario y a los *shocks* externos adversos de tasas de interés. Para hacer viable dicha sustitución se requería contar, ciertamente, con un mercado de deuda pública interna y, por tanto, con un mercado interno de capitales más desarrollado. El Programa de Creadores de Mercado fue concebido precisamente con ese fin.

Asimismo, con el modelo se puede definir un perfil relativamente óptimo de endeudamiento público en términos de una combinación de tasas de interés y de plazos que

¹ El esquema Ponzi debe su nombre al italiano Charles Ponzi (1882-1949), que emigró a Boston a los veintiún años. Es un sistema de inversión que asegura altos beneficios sin ser respaldado por un negocio real. Los beneficios se obtienen de las aportaciones que realizan los inversores que se van incorporando. Los nuevos inversores son los que pagan los intereses de los antiguos inversores. Este esquema Ponzi se sostiene hasta que disminuye el número de nuevos inversores.

minimicen el peso de los servicios a lo largo del tiempo y que también lo distribuyan con cierto grado de homogeneidad, para evitar los costos de los ajustes significativos que habría que realizar cuando se acumulan pagos en uno o más años.

Aparte del Programa de Creadores de Mercado y de los modelos de programación y sostenibilidad de la deuda, durante el año 2003 trabajamos en la formulación de un programa que llamamos de reperfilamiento de la deuda pública. ¿Por qué es importante este programa? Si nos hubiéramos guiado solo por las tendencias del déficit fiscal —disminuyó de 3,3% del PBI en el año 2000 a 1,7% en el 2003— y del superávit primario —subió de -0,8% del PBI en el 2000 a 0,4% en el 2003—, podríamos haber concluido, *ceteris paribus*, que su sostenibilidad estaba asegurada a mediano plazo, puesto que con la disminución relativa del nuevo endeudamiento también decrecería la relación de la deuda con respecto al PBI. Sin embargo, esto no era verdad tanto por el alto nivel de la deuda pública —que en el año 2003 ascendía a 47% del PBI, más de tres veces que la de Chile y que se reflejaba en servicios que superaban el 4% del PBI— como por los riesgos de mercado para las finanzas públicas que generaba su estructura.

La deuda pública tenía —y aún tiene— una estructura dominada por los préstamos externos, con servicios altamente concentrados en los próximos años y expuesta a notorios riesgos de mercado al haber sido pactada en distintas monedas y a tasas de interés variables. No obstante, la operación de reperfilamiento que se realizó con el primer prepago al Club de París, la deuda externa sigue predominando en el total (72,1%). Pero el peso de la deuda pública total con respecto al PBI disminuyó a 32,6%. De otro lado, a fines del año 2004, el porcentaje de participación de la deuda externa era mayor al 80% y el 83,7% de sus servicios se concentraba entre los años 2005 y 2014. Estos porcentajes se reducen con las operaciones de manejo de pasivos realizadas en los últimos años y con el propio desarrollo del Programa de Creadores de Mercado; sin embargo, la deuda externa todavía mantiene una estructura riesgosa para la sostenibilidad de las cuentas fiscales: el 71% de sus servicios se concentra en los próximos diez años (2007-2016); el 31,6% está en monedas distintas al dólar, principalmente en euros y yenes; el 41,6% tiene tasas de interés variables; el 26% se concentra en el Club de París, donde la deuda comercial es mayoritaria; y el 35,6% proviene de organismos multilaterales. Los riesgos que enfrenta la política fiscal se originan justamente en este tipo de estructura. Es importante, por lo tanto, cubrirse de las variaciones en la relación dólar/sol, pero lo es más de las variaciones del dólar frente al euro y al yen. Recuérdese que la deuda aumentó en los años 2001-2003 en

US\$ 1.986 millones solo por el efecto tipo-de-cambio, mientras que por los nuevos desembolsos netos de amortizaciones aumentó solo en US\$ 1.921 millones.

A este riesgo cambiario hay que adicionarle el asociado a las variaciones de las tasas de interés y, ciertamente, el riesgo de refinanciamiento por la concentración de sus servicios. El lector recordará que el incumplimiento de los pagos de los servicios de la deuda por el primer gobierno de Alan García aisló al país del mercado financiero internacional: se nos declaró inelegibles para los préstamos del FMI y del Banco Mundial; y, a principios de 1990, la banca internacional enjuició al país en reclamo del pago de sus acreencias. Pero cuando se normalizaron las relaciones con los acreedores durante el fujimorismo, la nueva programación de los servicios de la deuda y de los nuevos créditos concertados por esa administración concentró las amortizaciones e intereses justamente en los primeros años de la presente década —alrededor de US\$ 2,625 millones en promedio entre los años 2004-2009—.

Esta política de reestructuración, que acentuó la vulnerabilidad de las cuentas fiscales ante choques externos, no podía repetirse. Había que modificar la estructura de los plazos de amortización de la deuda, su composición por foros y la estructura de las tasas de interés, para generar un perfil relativamente estable de sus servicios y con un nivel menor al 4% del PBI. Para ello no era suficiente contar con una estrategia de sustitución progresiva de la deuda externa por interna, sino también con un programa de reperfilamiento basado en modelos de valuación financiera para distintas operaciones de pasivos —intercambio de bonos Brady, intercambio de bonos domésticos, *swaps* de monedas, *swaps* y *caps* de tasas de interés, prepagos, etcétera—. Ahora se cuenta con estos instrumentos técnicos y, por lo tanto, se puede evaluar propuestas sobre operaciones similares que frecuentemente llegan de los bancos de inversión.

La ejecución del programa de reperfilamiento, junto con el Programa de Creadores de Mercado, permitió alargar la duración y vida media de la deuda, amortiguar los efectos de los *shocks* internacionales adversos y reducir el valor presente de la deuda o incluso su valor nominal. Su efecto inmediato es, sin duda, el mejoramiento de la posición crediticia del país en el mercado internacional. Buena parte de las operaciones de reperfilamiento que propusimos y dejamos por escrito son de mercado, precisamente para aprovechar las condiciones favorables del contexto nacional e internacional. Las operaciones que no son de mercado, como las de conversión de deuda, dependen absolutamente de la voluntad del acreedor.

Es importante destacar que en el marco de dicho programa de reperfilamiento, el 20 de agosto de 2004 se realizó la primera operación de intercambio de bonos domésticos, íntegramente estructurada por la Dirección de Endeudamiento, sin asesoramiento de ningún banco de inversión. Se canjeó el 86% de los bonos 08OCT2004

por bonos VAC de 6,5 años de plazo de vencimiento. Su impacto positivo fue mayor que el meramente presupuestal: durante los días que duró la operación, aumentaron los precios de todos los bonos soberanos en soles transados en el mercado secundario. Bajaron los rendimientos en todos los plazos, no obstante el contexto, en ese período, de incremento de las tasas de referencia locales e internacionales.

Desde el inicio de mi trabajo en el MEF busqué modificar el carácter procíclico de la política fiscal contenido en la ley de prudencia y transparencia fiscal, la misma que fue modificada después por la actual ley de responsabilidad y transparencia fiscal. No pudimos avanzar mucho, cambió el nombre de la ley y algunos artículos, pero nada más, pues nuestra área de responsabilidad era Hacienda. Sin embargo, dejamos un trabajo riguroso de análisis de la ley, donde se muestra el carácter contraproducente de una política fiscal procíclica en una economía abierta, con libre movilidad internacional de capitales y expuesta a choques externos adversos como la peruana. Fue nuestro primer trabajo, que aparece en este libro como su primer capítulo. No pudimos completar la otra pata del *trijos* de la política macroeconómica que teníamos en mente. A la institucionalización de una nueva política monetaria basada en metas de inflación y con una regla monetaria a la Taylor, desde el MEF se acompañó con un Programa de Creadores de Mercado que, además de permitir un manejo más eficiente de la deuda y de la política fiscal, permitía mejorar la eficiencia de la nueva política monetaria. Faltaba y falta todavía una regla de política fiscal contracíclica basada en un estabilizador automático.

Pero esta tercera pata de nuestro *trijos*, para ser óptima, requiere de una condición. Blanchard, a este respecto, nos dice que la discusión de los economistas sobre política fiscal sufre de esquizofrenia. Hay economistas que gustan de los estabilizadores automáticos, pero no caen en la cuenta de que su eficacia depende de un sistema de tributación progresivo, basado en relativamente menos impuestos indirectos. Esto, que es válido para economías como la nuestra, se ha convertido ahora en algo imposible. En lugar de una reforma tributaria orientada a la institucionalización de un sistema más progresivo, se ha institucionalizado el «óbolo minero» y, con ello, se ha puesto un límite mayor a la eficiencia de una regla fiscal contracíclica basada en estabilizador automático.²

² *A country with a more progressive income tax structure has stronger stabilizers. [...] Clearly, if we like automatic stabilizers, we should not be blindly accepting what history left us, but thinking hard instead about to design the tax/transfer system so as to achieve the optimal degree of optimal automatic stabilization* (Blanchard 2005: 14).

Daniel Schydrowsky fue otro amigo que promovía las propuestas fundamentadas teórica y empíricamente. En artículos periodísticos argumentábamos que la inversión privada nacional enfrenta restricciones de financiamiento y de mercado. El Programa de Creadores de Mercado, si lograba estimular el desarrollo del mercado de capitales en el país, relajaría notablemente la restricción de financiamiento. Pero la restricción de mercado había sido acentuada por los neoliberales: sus políticas procíclicas afectaron significativamente a la inversión pública. El gasto en infraestructura se había reducido hasta descuidar el mantenimiento de lo que existía. El sector privado no podía ni puede superar solo el enorme déficit de infraestructura del país. Y se sabe que un país como el nuestro, sin infraestructura, limita enormemente las posibilidades de expandir sus mercados internos. Por lo tanto, las oportunidades de inversiones privadas productivas orientadas al mercado interno se habían reducido aún más. Pensábamos entonces que, al igual que lo hicieron algunos países europeos y asiáticos para superar los efectos negativos de la guerra, nosotros podíamos implementar la «regla de oro» en la política fiscal, es decir, sacar de la contabilidad del déficit los gastos de inversión pública, sin, por supuesto, erosionar la sostenibilidad ni la regla contracíclica de la política fiscal.

Daniel generó la oportunidad de elaborar rigurosamente esta propuesta y presentarla en la Cumbre del Cusco, en junio del año 2004, como parte de los llamados «Mecanismos Financieros Innovadores para Asegurar la Gobernabilidad Democrática». El artículo con la propuesta aparece como el cuarto capítulo de este libro. A pedido de Daniel, también para esta misma cumbre, preparamos, con la colaboración de funcionarios del MEF y del BCRP, otra propuesta que consiste en «atar» el pago de los servicios de la deuda externa al ciclo económico del país. Esta propuesta constituye el quinto capítulo de este libro.

Estas dos últimas propuestas no tuvieron eco en el país y menos en las oficinas del FMI, ni siquiera en la CEPAL, donde llegamos a presentarlas. Recuerdo que algunos amigos nos decían, cuando empezamos nuestro trabajo en el MEF, que éramos soñadores. Me habían asignado un pequeño espacio en la oficina de programación presupuestaria del MEF que compartí con mi asistente de investigación, en ese entonces, Julio Villavicencio. En lo que a mí respecta, el adjetivo de «soñador» lo tomaba con agradecimiento y humildad, no solo porque sabía que mis amigos lo decían con su *buen corazón*, pues ellos mismos me hacían participar en trabajos de sus áreas de responsabilidad, distintas de la del viceministerio de Hacienda; sino también porque soy un convencido de que hay que tener «sueños, buenos sueños» para contribuir con el cambio del país. De Julio Villavicencio debo decir que era un estudiante permanente y riguroso; hoy es un reconocido economista, entregado a sus estudios de posgrado en la Universidad Católica de Chile.

No quiero terminar sin agradecer sinceramente a todos los que me dieron la oportunidad de trabajar en la Administración Pública, en especial a Kurt, a Daniel y a Óscar Dancourt. De Óscar debo destacar su amistad y su calidad profesional. Se dio tiempo —a pesar de sus agotadoras responsabilidades en el BCRP— para discutir ideas y algunos modelos que desarrollo en este libro, a través del correo electrónico y, a veces, en un almuerzo de cuarenta minutos.

Mi agradecimiento también a todos los que me ayudaron directa o indirectamente a desarrollar mi trabajo en el MEF; en especial, a mis asistentes de investigación de esa época, hoy brillantes profesionales, Julio Villavicencio, Augusto Rodríguez y Sofía León. Y, finalmente, a los funcionarios de carrera, leales y honestos, que tienen mucho que decir cuando se abre la posibilidad del diálogo; estoy pensando en Rosalía Álvarez, de cuya experiencia en la administración pública aprendí mucho.

A todos ellos, y también a mi hijo Gabriel que me acompañó varios fines de semana al MEF, dedico este libro.