



## De Fujimori a Toledo: de las Privatizaciones a los Bonos

Giovanna Aguilar

Profesora Asociada, Pontificia Universidad Católica del Perú.

Sílvio Rendon

Profesor e Investigador, Instituto Tecnológico Autónomo de México.

Febrero, 2006

**Síntesis:** A primera vista pareciera que las políticas económicas del gobierno de Alejandro Toledo son la continuación del gobierno de Alberto Fujimori, sin embargo, hay diferencias fundamentales. La economía de los noventa estuvo enfocada en las privatizaciones, aprovechando la gran popularidad del Ejecutivo. El gobierno actual no pudo seguir con la política de privatización debido a la resistencia de la población y a lo poco que quedaba por privatizar. Ante ello, utilizó una forma de financiamiento distinta: la emisión de bonos soberanos. Dada la coyuntura electoral nos preguntamos ¿qué política y modelo económico ofrecerá el próximo gobernante?

Un aspecto crucial de la política macroeconómica es la estrategia de financiación. Las fuentes de recursos necesarios para solventar los diversos gastos públicos suelen ser muy limitadas. En este artículo analizamos las políticas de financiación en los gobiernos de Fujimori y de Toledo. Al respecto, los datos disponibles nos indican diferencias muy pronunciadas en los modelos económicos seguidos por ambos gobiernos.

En época electoral, las diversas propuestas de políticas y modelos económicos compiten por el apoyo del público. Podemos recordar las elecciones del 2000 cuando el entonces candidato Alejandro Toledo se declaró “no opositor, sino alternativo” a Fujimori, partidario de “un fujimorismo sin Fujimori” y, más aun, en un aviso televisivo, dispuesto a construir “el segundo piso de la casa sobre este andamiaje”. En aquel entonces, el consenso público estaba claramente a favor de las políticas económicas aplicadas por el gobierno de Fujimori.

Que Toledo haya cumplido con continuar y profundizar las políticas económicas iniciadas con Fujimori es todavía motivo de debate. Por un lado, el discurso oficial ha resaltado las diferencias con las políticas aplicadas por Fujimori. Más de una vez se nos ha mostrado presentaciones en Power Point describiendo indicadores económicos según gobiernos<sup>1</sup>: Belaunde, García, Fujimori I (1990-1995), Fujimori II (1996-2001), y Toledo, a fin de ilustrarnos las mejoras habidas con Toledo<sup>2</sup>. Por otro lado, se dice que el gobierno de Toledo no habría sido más que un “fujimorismo económico”<sup>3</sup> y que se trata de las mismas políticas “neoliberales”.

Evidentemente, desde un punto de vista partidario de las políticas económicas del “Perú Heterodoxo” de la época de Alan García, ambos modelos son “neoliberales”. Por el

<sup>1</sup> [http://palestra.pucp.edu.pe/portal/especial\\_01/textos/pp\\_mendoza\\_economia.ppt](http://palestra.pucp.edu.pe/portal/especial_01/textos/pp_mendoza_economia.ppt).

<sup>2</sup> Una variante de esta visión es la expresada por Félix Jiménez, ex Director General de Crédito Público del Ministerio de Economía y Finanzas, en el diario La República del 28 de diciembre del 2005: [http://www.larepublica.com.pe/archivo/index.php?option=com\\_content&task=view&id=98521&Itemid=481&fecha\\_edicion=2005-12-28](http://www.larepublica.com.pe/archivo/index.php?option=com_content&task=view&id=98521&Itemid=481&fecha_edicion=2005-12-28).

<sup>3</sup> Este término fue usado intensamente por Alan García en su campaña electoral contra Alejandro Toledo. Entre los economistas que usan este término destacan Alan Fairlie, (en [http://palestra.pucp.edu.pe/pal\\_est/?file=analisiscoy/fairlie.htm](http://palestra.pucp.edu.pe/pal_est/?file=analisiscoy/fairlie.htm)) y, con una visión más favorable hacia el gobierno de Fujimori, Carlos Adrianzen (<http://www.peru.com/articles/2001/02/finanzas/20010305/index.asp>).



contrario, si reconocemos que el consenso se ha afinado a favor de políticas de mercado y de promoción de exportaciones, acabaremos por ver diferencias mucho más pronunciadas. Es el caso de las políticas de financiación seguidas por los gobiernos de Fujimori y Toledo, tan diferentes entre sí que no es posible hablar de una continuidad de modelos económicos entre ambos regímenes.

## **Fujimori: del populismo a las privatizaciones y la libertad de la dictadura**

Fujimori comienza a gobernar en medio de una guerra interna y del fracaso del populismo económico en el país. En las elecciones de 1990, el público se pronuncia contra un programa de ajuste, mal llamado “shock”. Cuando Fujimori ejecuta lo contrario a lo que promete, no hay gran oposición contra esta medida: la población acaba por aceptar y apoyar el “shock”. Se convence de que no hay otro camino, que eso es lo que hay que hacer. Dos años después, la opinión pública recibe bien la ruptura del sistema democrático y su reemplazo por una dictadura.

Fujimori tiene así carta libre para ejecutar medidas como la agresiva política de privatizaciones, la creación de un sistema privado de Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP), la eliminación de la banca de fomento, la creación de un sistema privado de seguridad social con las Empresas Prestadoras de Salud (EPS), la paralización de la descentralización, y otras. De estas medidas, conviene centrar la atención en las privatizaciones ya que fueron una pieza fundamental de la política económica del gobierno de Fujimori. Además del cambio en la estructura económica y de regulación que representan<sup>4</sup>, tienen un beneficio inmediato para el gobierno: “hacer caja”. Después de varios años de números rojos, de una hiperinflación y del “fuji-shock”, el gobierno comienza a exhibir, por fin, números azules.

En el Cuadro 1 podemos ver que el Perú durante los dos gobiernos de Fujimori vive un auténtico *boom* privatizador. En su primer gobierno se efectúan numerosas privatizaciones de grandes empresas, aunque con una pronunciada dispersión de tamaño. En su segundo gobierno, aumenta el número, pero cae el promedio y la variedad del tamaño de las empresas privatizadas. Con Toledo, si bien hay algunas privatizaciones grandes como Electroandes y Yuncán, éstas caen sensiblemente en monto, número y tamaño.

---

<sup>4</sup> En algunos sectores, como las telecomunicaciones, electricidad, fondos de pensiones, la privatización vino aparejada de la creación de organismos estatales destinados a regular a las empresas privadas. El estado ya no produce, sólo regula



**Cuadro 1**  
**Privatizaciones por gobierno**

Privatizaciones	Fujimori			Total
	Fujimori I	II	Toledo	
Número	78	109	42	229
Monto total (en millones US\$)	4196.4	3346.3	613.2	8152.4
Monto promedio (millones US \$)	53.8	30.7	14.6	35.6
Desviación estándar (millones US \$)	174	97.5	45.4	124
Monto mínimo (millones US \$)	0.15	0.01	0.005	0.005
Monto máximo (millones US \$)	1390	918	227	1390
Privatizaciones de más de 100 millones de dólares como porcentaje del total	81.42	60.93	65.76	71.83
<b>Privatizaciones por sector (en %)</b>				
Telecomunicaciones	33.64	39.64	0	33.58
Electricidad	23.27	28.71	81.97	29.91
Minería	15.98	10.49	5.23	12.92
Otros sectores	27.11	21.16	12.8	23.59

Fuente: Agencia de Promoción de la Inversión Privada (PROINVERSIÓN).

Las privatizaciones se concentran en el sector de las telecomunicaciones, minería y electricidad durante la gestión de Jorge Camet como ministro de economía (de enero de 1993 a junio de 1998). El Cuadro 2 nos ofrece una lista de las privatizaciones más grandes (de más de 100 millones de dólares americanos) realizadas en el país en los últimos quince años. Éstas representan el 71% del monto privatizado.

**Cuadro 2**

**Principales Privatizaciones de Empresas Públicas**  
**( montos mayores a 100 millones de dólares)**

Periodo	Año	Empresa	Adjudicatario	Monto (Mill. US \$)	Ministro de Economía	
Fujimori I	1992	Empresa Minera de Hierro Perú	Consorcio Shougan	120	Boloña	
	1993	Petromar1	Petrotech	200	Camet	
	1994	ENTEL Compañía Peruana de Teléfonos	Telefónica de España	Sindicato de Inversiones y Administración (SIA)	1391	Camet
		Cementos Lima			103	Camet
		Empresa de Distribución Eléctrica del Norte (Edelnor)	Inversiones Distrilima		176	Camet
		Empresa de Distribución del Sur (Edelsur)	Ontario Quinta AVV		212	Camet

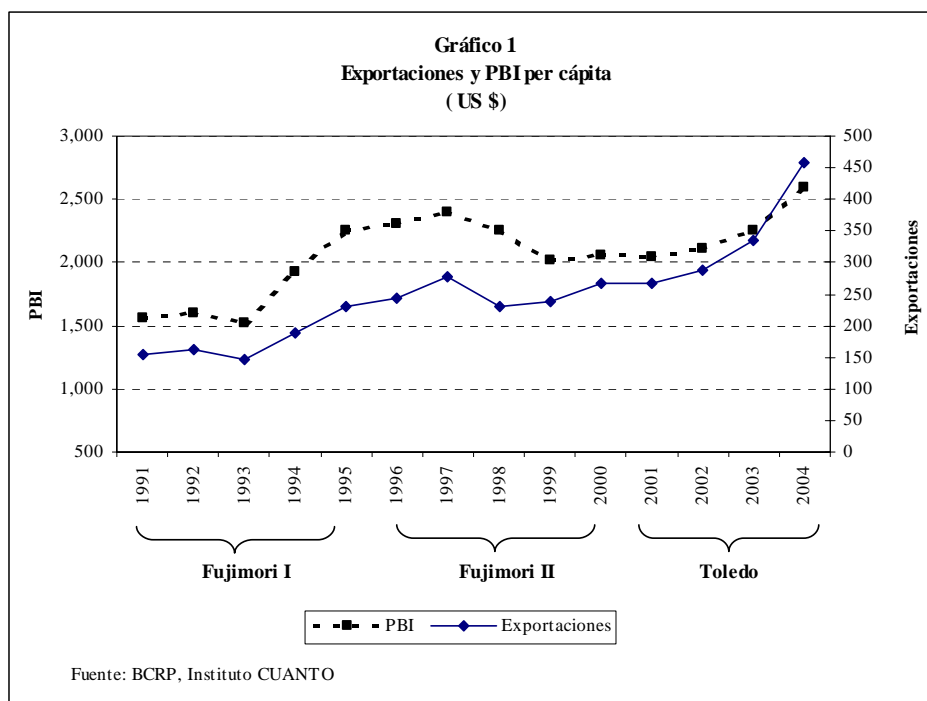


		Empresa Minera Especial Tintaya	MAGMA Copper Company/ Global MAGMA Inc.	277	Camet
		Refinería de Zinc Cajamarquilla	COMINCO Ltd. Y MARUBENI Corporation	155	Camet
	<b>1995</b>	Banco Continental	Banco Bilbao Vizcaya de España y Grupo Brescia	256	Camet
		Edegel	Generandes Co.	524	Camet
<b>Fujimori II</b>		Sider Perú S.A.	WS ACERCO Steel Corporation	186	Camet
	<b>1996</b>	Petroperú - Refinería La Pampilla	REPSOL de España, YPF de Argentina, Mobil, Graña y Montero, Inversiones Wiese, Fund Privatization o Peru	181	Camet
		Empresa de Generación Eléctrica Nor Perú S.A.	Inv. Dominion Peru S.A	228	Camet
		Acc. Telefónica del Perú S.A. T. Minorista Local	Participación ciudadana	280	Camet
		Acc. Telefónica del Perú S.A.-T. Internacional	Venta Internacional	918	Camet
	<b>1997</b>	Empresa Metalúrgica de la Oroya S. A.	DOE RUN Perú S.R.L	122	Camet
Empresa Minera Mahr Túnel S.A.		Volcán Cía. Minera S. A	128	Camet	
<b>Toledo</b>	<b>2001</b>	ELECTROANDES S.A.	PSEG Global	227	Kuczynski
	<b>2004</b>	Central Hidroeléctrica Yuncán	Enersur (Tractebel de Bélgica)	176	Kuczynski
<b>Total</b>				<b>5,861</b>	
<b>Como % del Total de Privatizaciones</b>				<b>71</b>	

Fuente: Agencia de Promoción de la Inversión Privada (PROINVERSIÓN).



Este *boom* privatizador de la administración de Camet va aparejado de un fuerte crecimiento, que se frena en el 98 como consecuencia de la crisis financiera internacional (crisis asiática) que reduce el crédito al sector privado y desacelera el crecimiento (ver Gráfico 1).



Superado el efecto de la crisis asiática, la economía comienza a recuperarse en el 2000. Si bien la aprobación pública al gobierno de Fujimori cae sensiblemente (a la vez que se dan verdaderos fracasos como el rompimiento de las negociaciones de Camisea durante la gestión de Joy Way, ministro de economía, y Hokama, ministro de energía y minas), la economía no deja de crecer. Más aun, la población aprecia las políticas económicas llevadas a cabo, especialmente en contraste con el desastre económico de la época de García y Vázquez-Bazán.

**Toledo: el agotamiento de las privatizaciones y las restricciones que pone la democracia**

Después de un periodo de transición, Toledo asume el poder con la bandera de la democracia en unas elecciones limpias en las que derrota a García en segunda vuelta. A quince años de una experiencia populista, el consenso político está a favor de políticas económicas similares a las aplicadas por Fujimori, tanto así que hasta el propio García trata de desmarcarse de las políticas económicas que aplicó en su primer gobierno.

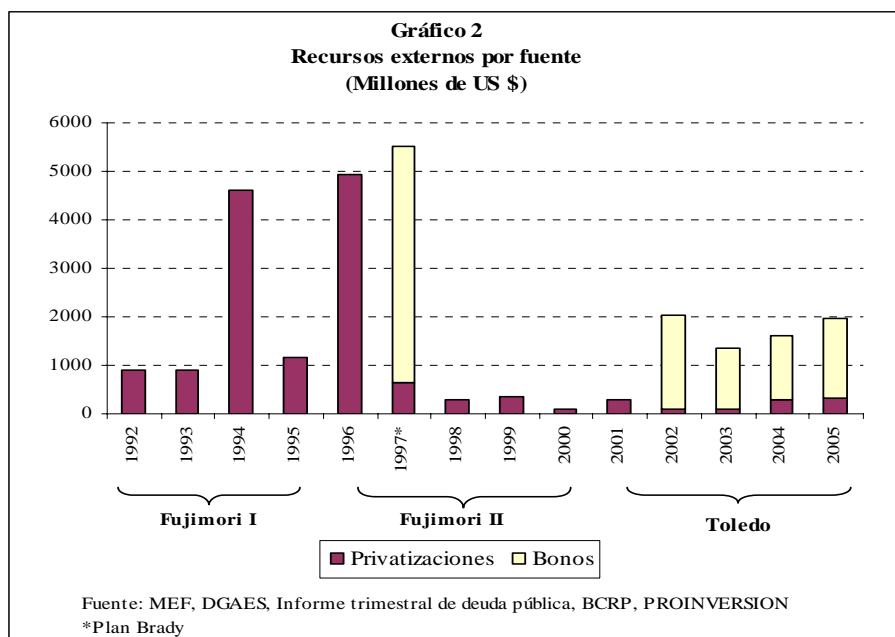
Toledo anuncia que conservará “lo bueno” del gobierno de Fujimori. Sin embargo, lo que la población entiende como “lo bueno” no necesariamente es lo que el gobernante entiende por tal. Más aun, conservar “lo bueno” de Fujimori en democracia no resulta nada fácil. Un claro ejemplo de esto son las privatizaciones. Toledo promete no privatizar las empresas eléctricas públicas de Arequipa en su discurso electoral. Sin embargo, una vez en el gobierno, pretende profundizar las privatizaciones en ese rubro, generando así un clima hostil. Los intentos de privatizar EGASA Y EGESUR se ven frustrados por las protestas



en Arequipa (el “characatazo”) durante los primeros meses del 2002. Estas manifestaciones dan una clara señal de que los tiempos han cambiado y que no se podrán realizar muchas más privatizaciones.

Además de las restricciones impuestas por estas protestas, queda también claro que hay menos empresas y de menor cuantía por privatizar. Con esto, el gobierno va quedando atado de manos para “hacer caja” por esa vía. Así, el modelo de financiación vía privatizaciones se agota y es ahí donde aparece el ministro de economía, Pedro Pablo Kuczynski (PPK), con un viraje en la forma de “hacer caja”: la emisión de bonos. El Perú llevaba 74 años sin acudir a los mercados de capital, incluso en momentos de gran necesidad de recursos financieros externos. Tradicionalmente, para su financiación, el país había recurrido a los organismos multilaterales como el Banco Mundial y se había acogido a programas de reestructuración de la deuda externa, como el plan Brady. La emisión de bonos resulta ser una nueva modalidad de financiación que coloca al Perú de cara a Wall Street. Con trayectoria, buenas relaciones y entendido en los quehaceres del mundo financiero internacional y, por lo tanto, con una imagen que da confianza ante los inversionistas, PPK realiza una importante innovación. La emisión de bonos permite que muchos inversionistas cambien los ilíquidos bonos Brady por bonos nuevos, mucho más atractivos y emitidos directamente por una economía emergente con credibilidad.<sup>5</sup>

En el Gráfico 2 se puede apreciar cómo durante el gobierno de Toledo, coincide una caída en los flujos por privatizaciones con un incremento sustancial por la emisión de bonos. Hay un evidente cambio en el modo de financiación: a menos privatizaciones más emisiones de bonos.



En el Cuadro 3 se reporta las emisiones de bonos realizadas en cada período de los ministros de economía del gobierno de Toledo así como a qué consorcio asesor de colocación se contrató para ello. Si bien se observa la participación de muchos bancos de inversión, hay una evidente concentración en la asignación de las emisiones: de las 11 colocaciones realizadas entre el 2002 y el 2005, 6 de ellas son realizadas por el J.P. Morgan

<sup>5</sup> Al respecto, Susana de la Puente, del J.P. Morgan, expone las ventajas de la emisión de bonos sobre otras fuentes de financiación:  
<http://wharton.universia.net/index.cfm?fa=viewArticle&id=523&language=english&specialId=83>.



, que es contratado para colocarlas en el mercado internacional<sup>6</sup>. Como se observa en el mismo cuadro, la mayoría de contrataciones de este banco de inversión se realiza durante la gestión de PPK como ministro de economía. Esta concentración no pasa desapercibida por el público. Por el contrario, motiva denuncias en el Congreso por presuntas infracciones institucionales, que, sin embargo, no llegan a mayores manifestaciones, como las protestas de Arequipa. En octubre del 2005, el Congreso declara improcedentes estas denuncias. En realidad, la imagen sobre la emisión de bonos es positiva, pues con un bajo incremento de la deuda externa, se reperfila la deuda Brady del Perú. El cuestionamiento no se hace a la política de emisión de bonos en sí, sino a las supuestas preferencias a favor de un agente financiero.<sup>7</sup>

**Cuadro 3**  
**Emisiones de Bonos en el mercado internacional**

Años	Monto (Mill. de US \$)	Fecha de emisión	Consortio asesor en la colocación	Ministro de Economía
2002	500	Feb-02	J.P Morgan Chase- Salomon Smith Barney	Pedro Pablo Kunczynski
	930	Feb-02	J.P Morgan Chase- Salomon Smith Barney	Pedro Pablo Kunczynski
	500	Nov-02	Credit Suisse First Boston, JP Morgan	Javier Silva Ruete
2003	500	Ene-03	Deutsche Bank Securities y Merrill Lynch & Co.	Javier Silva Ruete
	250	Mar-03	Deutsche Bank Securities	Javier Silva Ruete
	500	Nov-03	J.P Morgan, Citigroup y Deutsche Bank Securities	Jaime Quijandría
2004	500	Abr-04	Citigroup	Pedro Pablo Kunczynski
	796	Oct-04	J.P Morgan Chase Bank, Deutsche Bank, UBS Investment Bank	Pedro Pablo Kunczynski
2005	400	Ene-05	Deutsche Bank Securities Inc and Morgan Stanley & Co. Incorporated	Pedro Pablo Kunczynski
	750	Jul-05	JP Morgan UBS Investment Bank	Pedro Pablo Kunczynski
	500	Dic-05	Citigroup	Fernando Zavala
<b>Tota</b>	<b>1</b>		<b>6,126</b>	

Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas. <http://www.mef.gob.pe>  
<http://www.sec.gov/cgi-bin/srch-edgar?text=peru+republic+of&first=2002&last=2005>

Paralelamente al crecimiento de la caja vía bonos, se evidencia la ampliación de la capacidad exportable que permite al gobierno de Toledo alzar la bandera del crecimiento basado en exportaciones y más aun decir que como no se avizoran problemas en el frente externo en un futuro cercano, el crecimiento es sostenible. A esto se suma la firma el proyecto del gas

<sup>6</sup> A éstas se puede añadir dos colocaciones realizadas por el consorcio Citigroup del mismo grupo de J.P Morgan.

<sup>7</sup> Félix Jiménez en un artículo publicado en La República, el 10 de enero del 2005 ([http://www.larepublica.com.pe/antiores/index.php?option=com\\_content&task=view&id=64471&Itemid=481&fecha\\_edicion=2005-01-10](http://www.larepublica.com.pe/antiores/index.php?option=com_content&task=view&id=64471&Itemid=481&fecha_edicion=2005-01-10)), sostiene que el reperfilamiento de la deuda no se debió a la acción de PPK sino del equipo integrado, entre otros, por Kurt Burneo y el propio Félix Jiménez.



de Camisea, gran fracaso de Fujimori, y el Tratado de Libre Comercio (TLC) que, a pesar de los cuestionamientos de algunos sectores, se presenta como una esperanza de aumento de bienestar a futuro.

### Conclusiones y perspectivas

Fujimori puede realizar su agresiva política de privatizaciones después de una traumática experiencia populista y sin someterse a las restricciones impuestas por la democracia. A Toledo le toca enfrentar un contexto distinto, enfrentándose, por un lado, al agotamiento de las privatizaciones y, por el otro, al rechazo de la población. El modelo de financiación cambia: de una obtención de recursos de los organismos multilaterales característica de los gobiernos de los setentas y ochentas (en los que también participa PPK), pasando por las privatizaciones de Fujimori y Camet, se pasa a una financiación mediante bonos vinculada a Wall Street, impulsada por Toledo y PPK. Es interesante anotar que tanto en las privatizaciones como en la emisión de bonos los gobernantes cuentan con ministros de economía de larga duración como Camet y PPK que se encargan de hacer funcionar bien cada modelo (Ver Cuadro 5).

**Cuadro 5**  
**Ministros de Economía**

<b>Fujimori I y Fujimori II</b>	<b>Periodo</b>		<b>Meses</b>
Carlos Hurtado Miller	Jul-90	Feb-91	8
Carlos Boloña	Feb-91	Ene-93	24
Jorge Camet	Ene-93	Jun-98	65
Jorge Baca			
Campodónico	Jun-98	Ene-99	8
Víctor Joy Way	Ene-99	Oct-99	10
Efraín Goldenberg	Oct-99	Jul-00	10
Carlos Boloña	Jul-00	Nov-00	5
<b>Transición</b>			
Javier Silva Ruete	Nov-00	Jul-01	9
<b>Toledo</b>			
Pedro Pablo Kuczynski	Jul-01	Jul-02	13
Javier Silva Ruete	Jul-02	Jul-03	13
Jaime Quijandría	Jul-03	Feb-04	9
Pedro Pablo Kuczynski	Feb-04	Ago-05	19
		actualida	
Fernando Zavala	Ago-05	d	7

Hasta el momento, no se ha escuchado a ningún candidato a la presidencia hablar de “conservar lo bueno” de Fujimori y Toledo, o de “crear el tercer piso”. Esto es llamativo, pues los indicadores económicos son muy positivos: estamos viviendo un gran impulso exportador y un periodo de crecimiento que nos puede llevar a recuperar el nivel de PIB per cápita máximo alcanzado por el Perú en el año 1973. El año electoral se presenta en un momento de gran despegue económico que ningún candidato tendría por qué tratar de interrumpir. Sin embargo, pareciera que los resultados económicos no fueran tan



apreciables (“no chorrea”) y que el modelo económico debiera ser cambiado. El trauma populista de hace veinte años va quedando atrás en la mente de una población joven. Quedará entonces por verse si el Perú continúa con el modelo que ha venido siguiendo hasta ahora o se suma al viraje político hacia la izquierda experimentado en la región latinoamericana, y si, de darse tal cambio, mantiene lo esencial de las políticas económicas seguidas hasta ahora, como ha ocurrido en la mayoría de casos en la región, o regresa a modelos económicos populistas. En cualquier caso, una gran interrogante se cierne sobre el modelo de financiación inaugurado por PPK. Históricamente, los mercados internacionales no han recibido señales de credibilidad de gobiernos de orientación izquierdista, al menos no en Latinoamérica.