

HITOS DE LA REFORMA MACROECONÓMICA EN EL PERÚ 1990-2020

LA RECOMPENSA DE LOS TAMÍAS



**MARCO ORTIZ
DIEGO WINKELRIED**
Editores



UNIVERSIDAD
DEL PACÍFICO

60 AÑOS

HITOS DE LA REFORMA MACROECONÓMICA EN EL PERÚ 1990-2020

LA RECOMPENSA DE LOS TAMÍAS

**MARCO ORTIZ
DIEGO WINKELRIED**
Editores



**UNIVERSIDAD
DEL PACÍFICO**

60 AÑOS

Reglas e instituciones fiscales

JOSÉ VALDERRAMA*

Durante la década de 1990, luego de una drástica y larga crisis macroeconómica, fue urgente e impostergable la corrección de los fuertes desequilibrios macroeconómicos y la creación de las condiciones para un crecimiento sostenible. Este capítulo se centra en las reformas institucionales orientadas a cimentar una política fiscal prudente, que permita generar confianza y credibilidad y, consecuente con ello, que brinde la posibilidad de mitigar, al contrario de acentuar, los efectos macroeconómicos de los fuertes choques a los que el país está periódicamente expuesto. Se discutirá el diseño de estas reformas, sus objetivos deseados, su implementación y los principales desafíos pendientes.

1 Introducción

En este capítulo revisamos el papel que jugó la política fiscal en colaborar con la estabilidad y el crecimiento de los últimos 30 años, poniendo énfasis en el rol que tuvieron las reglas formales e informales que se introdujeron en los noventa y se consolidaron en este siglo. Luego de presentar la evolución de los principales parámetros fiscales, se reseñarán las principales reformas en esta área (diferenciando la de los noventa y las posteriores). Lo anterior se complementará con una revisión de parte de la literatura sobre algunos resultados macroeconómicos que se pudieron dar. Finalmente, resaltaré lo que considero son algunos de los principales retos generales a futuro en este tema.

* Deseo agradecer a los editores y a la Universidad del Pacífico por la invitación a esta serie de conferencias en honor a mi gran amigo Renzo Rossini. Es una enorme pena su temprana partida, cuando todavía tenía mucho más que darnos. En aras de la transparencia, es oportuno aclarar que participé en el quehacer diario de la política macro fiscal entre 1994 y 1998 asesorando al MEF, y también colaboré, vía diversas consultorías con organismos internacionales, en el diseño de las diferentes leyes de responsabilidad fiscal; con mayor responsabilidad en las de 1999 y 2013, aunque también participé en algunas propuestas introducidas en 2003.

2 Los agregados fiscales en los últimos 50 años

En charlas anteriores se discutió cómo la economía peruana tuvo un desempeño económico bastante malo en los setenta y peor aún en los ochenta, con cierta recuperación en los noventa y un despegue en los primeros quince años de este siglo. Se dio un claro incremento en el crecimiento económico y una evidente reversión de la inflación desde una hiperinflación hacia niveles similares a los de países avanzados. Como señala Yamada (2022), este panorama facilitó una mayor movilidad social junto con una significativa reducción de la pobreza y la desigualdad.

Para poner en perspectiva las reformas introducidas desde los noventa, es preciso revisar la evolución de los principales agregados fiscales en los últimos 50 años para notar que desde 1990 se dio un drástico cambio en el manejo fiscal, permitiendo una mayor disciplina fiscal. En la figura 1 se presenta la evolución del resultado económico del sector público no financiero, del resultado primario y de los gastos en intereses desde 1970. La tabla 1 muestra promedios y desviaciones estándares por décadas. Deseo destacar tres hechos.

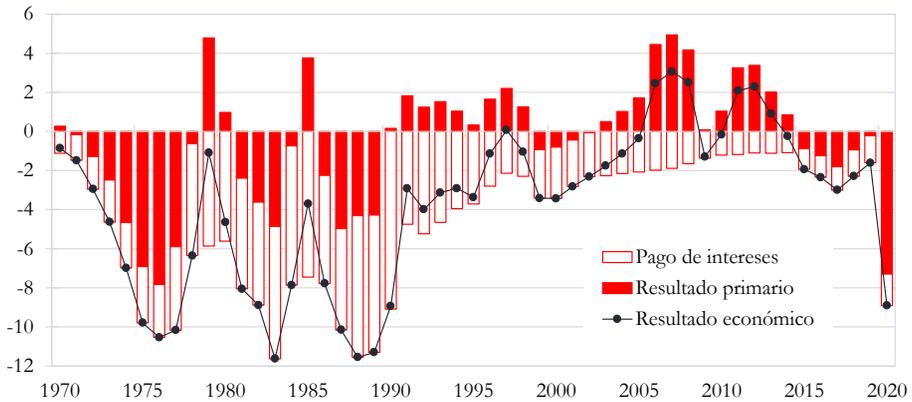
Primero, se consiguió una sustancial e inmediata mejora de los resultados fiscales desde el inicio de la década de 1990. El déficit fiscal convencional se redujo a 2.9 % del PBI en 1991 desde un promedio de 11 % entre 1987 y 1989, o incluso desde un 13 % si incluyéramos los subsidios del BCRP al gobierno y a la banca de fomento (Fondo Monetario Internacional, 1991). Luego se aprecia una ligera tendencia a un menor déficit, especialmente durante el *boom* de los precios de las materias primas y el mayor crecimiento de la economía desde mediados de la primera década de este siglo, que trajeron fuertes incrementos en los ingresos tributarios. Después de 2012 se percibe una tendencia decreciente moderada hasta 2019, para posteriormente sufrir un fuerte revés por el manejo de la pandemia.

El notorio esfuerzo fiscal de inicios de los noventa se revela mejor viendo el resultado primario, que excluye los gastos de los intereses de la deuda. Los intereses reflejan muy poco las operaciones realizadas en el año en cuestión; principalmente son el resultado de decisiones de años anteriores que afectan el saldo y el costo de la deuda. Es decir, son en gran parte el fruto de medidas adoptadas en años anteriores, como el aumento de la deuda en los setenta y pagos parciales e impagos en los ochenta. El resultado primario pasó rápidamente a positivo, de 0.2 % del PBI en 1990 y 1.8 % en 1991, de valores altamente negativos como -4.5 % entre 1987 a 1989. Se mantuvo en terreno positivo por buena parte de los noventa, y en buena parte de los años siguientes de este siglo, especialmente durante el *boom* de los precios de las materias primas.

En segundo lugar, los resultados fiscales se volvieron menos erráticos a partir de los noventa. Por ejemplo, se registraron déficits totales de dos dígitos entre 1975

Figura 1

Resultado económico, primario e intereses del sector público no financiero (% del PBI)



Fuente: Banco Central de Reserva del Perú. Elaboración propia.

a 1977, a inicios de los ochenta y entre 1987 a 1989, mientras que desde 1990 no vuelven a registrarse cifras tan grandes. Además, la desviación estándar de los resultados fiscales fue menos de la mitad en los noventa que en las dos décadas previas. En el nuevo milenio, la volatilidad fue algo mayor en relación con la de los noventa, pero todavía bastante menor que antes de 1990. Claro, ello hasta antes de 2020 y la severa recesión que trajo la COVID-19 y su manejo. Cabe resaltar que la menor volatilidad no sugiere necesariamente que la política fiscal fuera más o menos procíclica o contracíclica, cosa que se tratará más adelante.

Asimismo, la política fiscal luego de 1990 no engendró crisis fiscales que involucraran renegociaciones de deuda o aumentos sustanciales en la inflación. Hasta 1997 se enfrentaron complicadas renegociaciones con los acreedores, pero por los impagos de las décadas anteriores. Por su parte, los mayores déficits de 1999 (ligado al Fenómeno del Niño y la crisis rusa de 1998), de 2009 (por el impacto de la Gran Recesión) y el 2017 y 2018 (por El “Niño costero”) se resolvieron sin traumas. Esperamos lo mismo con la crisis derivada de la pandemia.

Tercero, la perseverancia en una disciplina fiscal con déficits reducidos fue un elemento importante en la disminución de los pagos de interés como participación del producto. Ella se redujo de un abismal 7 % del PBI a finales de los ochenta, a 2.4 % en el 2000, 1.6 % en 2020 y con un mínimo de 1 % en 2015.

En este relato panorámico inicial, también es importante revisar cómo se fueron financiando dichos déficits. Como se aprecia en la tabla 1, en las décadas de 1970 y 1980, casi la mitad de los déficits públicos fueron financiados vía créditos

Tabla 1
Resultados fiscales por décadas

	Económico	Primario	Fuentes del déficit económico		
			Externo	Interno	Privatización
1971 - 1980	-5.9 (3.5)	-2.4 (3.9)	3.0	2.8	0.0
1981 - 1990	-9.0 (2.4)	-2.3 (2.8)	5.2	3.8	0.0
1991 - 2000	-2.5 (1.3)	0.9 (1.1)	1.8	-0.7	1.5
2001 - 2010	-0.2 (2.1)	1.7 (2.0)	0.2	-0.2	0.2
2011 - 2019	-0.7 (2.0)	0.5 (2.0)	0.0	0.6	0.1

Nota: Promedios de datos expresados como porcentaje del PBI. Entre paréntesis se presentan desviaciones estándares. Las fuentes del déficit no suman el total por efectos del redondeo.

Fuente: Banco Central de Reserva del Perú. Elaboración propia.

internos y el gran grueso de estos créditos eran otorgados por el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP), directamente o a través del Banco de la Nación, y en mucho menor medida vía otros acreedores, que en gran parte fueron colocados en forma compulsiva, a tasas de interés negativas en términos reales. Es decir, se obtuvieron vía la fuerte represión financiera que prevaleció en el mercado en moneda local. Ante el mayor costo de mantener liquidez en moneda local, los agentes respondieron cada vez con mayor rapidez en deshacerse lo antes posible de la moneda local con la que se financiaban estos déficits fiscales; con ello, la intermediación financiera comenzó a desplomarse y, como los requerimientos del gobierno continuaban, el BCRP tenía que emitir más en términos nominales, llevando a una inflación galopante en los últimos años de los ochenta, como bien lo describen Martinelli y Vega (2021).

Por otro lado, durante los setenta hubo un fuerte flujo de capitales de los bancos internacionales que tenían fondos prestables en abundancia por el aumento en los precios del petróleo y los ahorros de los principales países productores, los cuales permitieron financiar el mayor rol que le quería dar al sector público el gobierno militar. Ello incluyó un significativo incremento en las inversiones públicas, tanto del gobierno general como de las empresas públicas, y se comenzaron a registrar déficits considerables. Es decir, se aprovecharon del acceso a capitales privados extranjeros extraordinarios, a tasas aceptables al inicio, para financiar mayores gastos públicos con la creencia de que con la mayor intervención en la economía y el posible descubrimiento de petróleo se sostendría un alto crecimiento de la economía en el mediano plazo, incrementando la capacidad de repago. Sin embargo, pocos años después se generó una crisis de balanza de pagos y fiscal.

Se tuvo que tomar medidas austeras, solo aliviadas temporalmente en los últimos años de los setenta por un fuerte aumento de los precios de las materias primas. El intento del gobierno del presidente Belaúnde de fomentar la inversión pública en infraestructura, se vio severamente afectado por el aumento en las tasas de interés a nivel mundial sumado a un Fenómeno del Niño totalmente inesperado y dañino, lo que en la práctica llevó al inicio de una moratoria (*default*) con los acreedores comerciales. Luego, el presidente García acentuó dicha política del impago y la generalizó a prácticamente todos los acreedores (privados y oficiales) en la segunda mitad de los ochenta. Al inicio obtuvo más recursos para su meta de un fuerte aumento en la demanda interna, pero los recursos frescos del exterior pararon de venir. El incremento que se observa en el financiamiento externo representa en gran medida los intereses que se iban acumulando por los atrasos.

Así, se terminó con el aislamiento de los mercados de capitales, tanto de los acreedores externos como de los tenedores internos, además del fuerte daño al mercado financiero nacional. El único dinero nuevo era el que seguía viniendo del BCRP a costa de una galopante inflación. La confianza en el país se derrumbó por completo. En cambio, el financiamiento interno se detuvo casi inmediatamente a inicios de los noventa, e incluso fue negativo en algunos años dados los ingresos de privatización que en parte sustituyeron el financiamiento de gastos de inversión en lugar del crédito tradicional. Estos recursos también se usaron para financiar el intento de una política expansiva fiscal en 1999 luego de los efectos de la crisis asiática, el Fenómeno del Niño y en especial la crisis rusa. Se continuó con un financiamiento interno en la práctica nulo hasta aproximadamente 2015, ahorrando así una buena parte de los mayores ingresos fiscales producto de un mayor crecimiento del PBI y de altos precios de los minerales.

El financiamiento externo en los noventa fue positivo. Los atrasos se redujeron mediante refinanciaciones y nuevos desembolsos bilaterales y de multilaterales, además del recorte de cerca de la mitad de la deuda comercial vía el Plan Brady de 1997. La persistencia en el manejo macroeconómico prudente mejoró paulatinamente la confianza en el gobierno. Además, el aumento de la madurez promedio de la deuda gracias a dicho Plan y otras reestructuraciones, especialmente con el reperfilamiento del saldo con los acreedores del Club de París en 1996, crearon las condiciones básicas para que se emitieran bonos, primero denominados en moneda extranjera en 2001, y luego tímidamente en moneda local en 2002. Al inicio, las emisiones fueron relativamente pequeñas y no periódicas; luego se aceleraron de manera significativa. No obstante, su manejo no implicó un incremento significativo en el financiamiento externo ni en el saldo de la deuda pública como porcentaje del PBI, que continuó con una clara tendencia decreciente.

3 Cambio de régimen en los noventa

La fuerte reducción del déficit fue un cambio drástico en el manejo fiscal. Luego de la inflación galopante y una profunda recesión sin poder financiar los gastos esenciales del Estado, el sustancial viraje en las políticas económicas contaba con gran respaldo entre la mayoría de los técnicos serios, en distintos políticos y grupos empresariales. Entre las medidas fiscales que se adoptaron para hacerlo posible y persistente destacan cinco.

Primero, la eliminación de los fuertes subsidios generalizados, y la creación de programas de asistencia focalizada a los más vulnerables. En gran medida, esta supresión de subsidios se dio desde agosto de 1990 (con el denominado *Fujishock*) y fue una tarea ardua, en particular en los primeros años. Ello finaliza con la privatización o liquidación de buena parte de las numerosas empresas públicas, a cambio de la creación de órganos reguladores en los sectores con dominio monopólico.

Segundo, se apostó por una política tributaria más simple y menos distorsionante, dentro de las capacidades de recaudación de entonces. Esto implicó la dación inicial de impuestos fáciles de recaudar, como un alto impuesto selectivo a los combustibles o impuestos a los capitales, considerados antitécnicos. Luego, se migró de un alto número de tributos con diferentes tasas, excepciones y exoneraciones a un sistema mucho más simple y eficiente. Se dio especial importancia al impuesto al valor agregado, el impuesto general a las ventas (IGV), generalizándolo a casi todas las actividades a una tasa uniforme, y al impuesto a la renta, con una tasa uniforme para las corporaciones (excepto las muy pequeñas) y solo dos tramos para las personas naturales, sin beneficios específicos.

Tercero, se fortaleció la agencia de administración tributaria (Sunat). Si bien la Sunat fue creada en 1988, solo luego de las reformas del año noventa se le dio independencia funcional y operativa, con ingresos predeterminados y con un capital humano más idóneo. Ello, junto con los elementos de simplificación tributaria y mayores herramientas de fiscalización, posibilitó un mayor control de la evasión, ayudó a un mayor cumplimiento tributario y a ampliar su base.

Cuarto, se formalizó el Comité de Caja en la Ley de Presupuesto para 1991. Antes, dicho comité no tenía el rol de aprobar los máximos gastos presupuestales y menos evitar el financiamiento por parte del BCRP al fisco. Ello cambió radicalmente y el comité pasó a autorizar, mes a mes, el gasto presupuestal en función de los ingresos disponibles. Aunque se trataba de un manejo consistente con la meta operativa de financiamiento doméstico nulo, tenía sus limitaciones, ya que era propenso a la prociclicidad y no brindaba seguridad a las unidades ejecutoras sobre los recursos disponibles en un horizonte de planeación corto (el presupuesto anual se modificaba constantemente).

Quinto, el impedimento constitucional del BCRP de financiar al gobierno y entes estatales. La Constitución de 1993 y la nueva Ley Orgánica del BCRP institucionalizaron los cambios ya introducidos de prohibir que el BCRP otorgue créditos al gobierno u otro ente público. Esto fue vital para el manejo fiscal, pues acabó con la tentación siempre presente de recurrir a las emisiones del BCRP, lo que promovió un manejo mucho más ordenado y perdurable en el diseño e implementación de política fiscal, evitando la dominancia fiscal de las décadas anteriores.

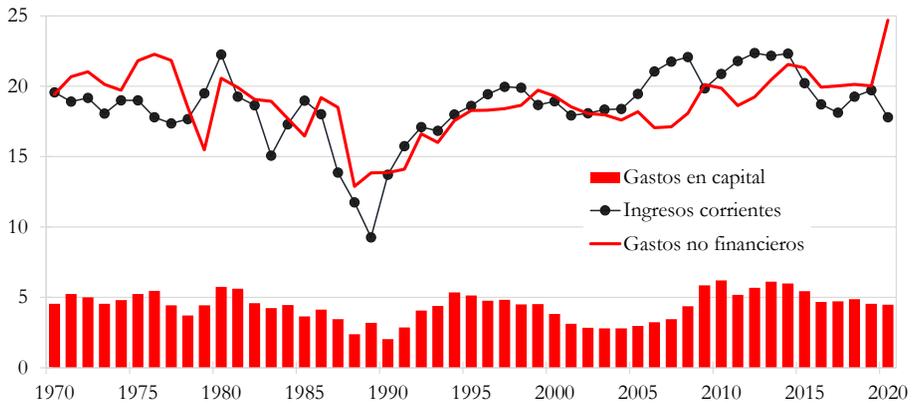
Si bien la introducción de un cambio de régimen se percibía en su momento como la única alternativa viable con un amplio consenso, en su implementación surgieron innumerables dificultades y no todo fue color de rosa. Entre ellas, resaltan desencuentros dentro del propio gobierno. Me referiré a dos de ellos.

Primero, recuperar confianza toma tiempo y dedicación a los detalles. Por ejemplo, en los primeros años de los noventa, no existía la confianza en que las acciones tomadas resolvieran el problema fiscal en forma duradera, y se tenía que ser cuidadoso para que no se percibiera que se podrían revertir los logros alcanzados, como sucedió con los ajustes en la administración anterior con el bien intencionado ministro Salinas. Como ilustran Velarde y Rodríguez (1992, 1994), fue necesaria una buena coordinación (no siempre lograda) entre las medidas del BCRP y el MEF para no agravar las expectativas inflacionarias en circunstancias donde la inflación, aunque decreciente, todavía permanecía alta.

Segundo, las demandas de gasto vienen de distintos actores dentro del propio ejecutivo, que no internalizan el pozo común del cual salen los recursos. Como se discute en Ríos (2004) y Carranza, Chávez, y Valderrama (2006), a pesar del deseo de un manejo fiscal disciplinado, es usual que los ministerios y otros entes soliciten recursos adicionales, tanto en la fase de formulación presupuestal como en la ejecución. En los noventa, las mayores demandas fueron particularmente notorias en años preelectorales, mostrándose fuertes expansiones del déficit más allá de lo previsto por factores ligados al ciclo económico.

Como se aprecia en la figura 2, el ajuste de los noventa se manifestó a través de una notoria recuperación en los ingresos fiscales (que cayeron con fuerza en los últimos años de los ochenta), sobre todo en el período de 1993 a 1997, año en el que alcanzan su pico de 20 % del PBI. Los gastos no financieros del gobierno general aumentaron especialmente después de 1992, pero a un ritmo menos acentuado, y en gran medida a uno similar al del crecimiento del PBI. Dentro de estos gastos también se observa un aumento en los de bienes de capital, aunque con una cierta desaceleración en los últimos años de la década y en especial en 2000 y, como veremos, luego en los primeros años del presente siglo. Lo que sí se dio fue la eliminación de los déficits de las empresas públicas, producto de la eliminación de precios subsidiados, y la venta o la liquidación de muchas de ellas.

Figura 2
Ingresos y gastos no financieros del gobierno general (% del PBI)



Fuente: Banco Central de Reserva del Perú. Elaboración propia.

4 Reglas e instituciones en el presente siglo

Naturalmente, en lo que va de este siglo se dieron una serie de medidas que influenciaron el manejo macro fiscal. Entre ellas destaca la influencia del proceso de descentralización iniciado con la enmienda constitucional de 2002. También se dieron mejoras en el lado tributario y su administración, en el manejo de deuda y activos financieros, y en el Sistema Integrado de Administración Financiera (SIAF) en línea, el sistema de inversión pública y en la presupuestación por resultados. A continuación, nos concentraremos en las reformas centradas en el manejo macro fiscal, referidas a las normas y nuevas instituciones creadas para reformar los aspectos macroeconómicos relacionados al proceso presupuestario y a contrapesar los sesgos al déficit y la deuda pública.

Hago hincapié en las dos motivaciones más saltantes que se tuvieron desde mediados de los noventa en la importancia de introducir una reforma en esta dirección. Primero, dar continuidad a un manejo disciplinado y transparente luego de que se culminaran los acuerdos con el FMI. Esta fue una preocupación que compartíamos y discutíamos mucho con Renzo Rossini, pues era relevante tanto para el manejo monetario (BCRP) como el fiscal (MEF). En el manejo fiscal hay que tener en cuenta la presencia de distintos actores, muchos de ellos motivados por oportunismos de corto plazo y también por obtener mayores recursos en proyectos de su sector sin que incorporen plenamente la restricción agregada (el problema del *common pool* o pozo común). Los acuerdos logrados con las misiones

del FMI ayudaban mucho a mitigar dichas presiones y tener una visión más global y sostenible. Estos acuerdos recogían en gran medida lo que deseábamos en términos macroeconómicos, y las desviaciones con lo pactado fueron marginales en relación con lo deseable. Por otro lado, se cumplieron escrupulosamente las metas y objetivos (condicionalidades ahí establecidas) en todos los acuerdos desde 2003, excepto desvíos en 2009. Los acuerdos se publicaban en español justo después de concluirse, limitando las presiones que se presentaban y que podían descarrilar el rumbo trazado, y logrando no solo una transparencia sobre lo alcanzado *ex post*, sino, más importante, *ex ante* sobre las metas deseadas para el año en cuestión. En la práctica, el FMI jugaba un rol similar al de un Consejo Fiscal independiente.

La segunda motivación fue proporcionar la debida importancia a la formulación presupuestaria antes del periodo de ejecución para hacer más creíble y predecible el presupuesto aprobado, con una visión menos cortoplacista. Para reforzar la formulación y los acuerdos con los distintos actores ejecutores del gasto era conveniente contar con los supuestos macro y con las principales metas antes del inicio de la formulación del presupuesto, para que así se incorporen en este las restricciones agregadas. Así, se esperaba que el presupuesto en la etapa de ejecución fuera menos oscilante, y que las decisiones del Comité de Caja se dieran tomando en cuenta una perspectiva más larga, en vez de una mensual o trimestral.

Por supuesto, las dificultades que se dieron por la crisis de 1998-1999 cumplieron también un rol, pero creo que las dos grandes motivaciones fueron las ya mencionadas. Algunos de estos deseos se fueron introduciendo de manera informal e irregular durante los noventa, y se institucionalizaron finalmente con la *Ley de Prudencia y Transparencia Fiscal* de finales de 1999. Sus principales propósitos y componentes específicos fueron numerosos y se resumen en la tabla 2. Todos estos elementos se vieron como complementarios, necesarios para un manejo más disciplinado del presupuesto desde una perspectiva macroeconómica, desde su formulación hasta su ejecución y rendición de cuentas, con un manejo transparente tanto en los supuestos como en las metas, y con el afán de seguir una política que respete la sostenibilidad fiscal, un manejo más estabilizador, y elementos necesarios para reducir los sesgos al déficit y deuda fiscales.

En los años siguientes se presentaron variaciones a la ley inicial. Los principales cambios se reseñan en la tabla 3, donde se aprecia que las modificaciones legales se centraron en ajustes a las reglas fiscales, tanto en los valores numéricos como en cobertura. La modificación introducida en 2013 fue más profunda, especialmente con la inclusión de una guía basada en los ingresos sostenibles, así como la creación de un Consejo Fiscal independiente. Empero, este nuevo esquema fue nuevamente modificado a finales de 2016, que en buena medida volvió al esquema de las primeras leyes pero respetando algunas innovaciones incluidas en 2013 e introdu-

Tabla 2
Componentes introducidos en la Ley de Prudencia y Transparencia Fiscal

Introducir una visión de mediano plazo en el presupuesto. Es decir, un marco macro-fiscal plurianual con la publicación del Marco Macroeconómico Multianual (MMM), con supuestos de proyección para el año siguiente y por lo menos los dos siguientes (hoy en día, tres), y las metas más importantes. No detalla las asignaciones específicas (no es un marco presupuestal), solo diferencia los gastos corrientes de los de capital deseados.

Enfatizar un enfoque “top-down” en dos etapas en la formulación presupuestal. El MMM debe guiar la elaboración del presupuesto. Por ello, se publica a mediados del año anterior al del inicio de su ejecución (revisable luego, con las justificaciones del caso). En negociaciones del MEF con entes ejecutores se toma en cuenta el total del posible presupuesto, aprobado por el Consejo de Ministros, y los entes han de justificar sus necesidades dentro de este.

Reforzar el seguimiento y rendición de cuentas. A través de informes dentro del período de ejecución y Declaración de Cumplimiento dentro del primer semestre del año siguiente.

Reducir el sesgo al déficit, usando como principio general un balance en el mediano plazo. Se establece que el resultado fiscal como promedio del ciclo sea balanceado, principio que supeditaría demás preceptos para evitar un sesgo al déficit. Literalmente: “El Estado debe asegurar el equilibrio o superávit fiscal en el mediano plazo, acumulando superávit fiscales en los períodos favorables y permitiendo únicamente déficit fiscales moderados y no recurrentes en períodos de menor crecimiento” (Artículo 2, Principio general).

Introducir reglas fiscales. En esencia, fueron dos: (i) un déficit fiscal del sector público no financiero no mayor a 1 % del PBI, permitiendo una reducción gradual inicial a 2 % para 2000 y a 1.5 % para 2021, y (ii) un tope al incremento del gasto real de 2 % anual. Estas fueron complementadas con reglas especiales para años electorales y cláusulas de excepción para situaciones excepcionales.

Establecer un Fondo de Estabilización Fiscal. El propósito fue el uso de ahorro, generado en épocas buenas, durante crisis agudas (*sudden stops*, Fenómeno del Niño fuerte, terremotos o similares) para ayudar con la estabilización, cuando recurrir a nueva deuda habría sido muy costoso o inviable. Inició con un tope de 2 %; luego fue aumentando.

ciendo nuevos ajustes (como diferenciando el máximo aumento en los gastos de capital de los corrientes). A la vez, en 2006 y en 2018 se agregaron cambios en las leyes generales de presupuesto y de endeudamiento para hacerlas más consistentes con el esquema macro, además de otras mejoras.

Salvo en 2000, las reglas de responsabilidad aplicables al gobierno central se cumplieron *legalmente*. Ello a diferencia de las reglas dirigidas a los gobiernos subnacionales, que mayoritariamente se han incumplido de forma permanente. Pero, en prácticamente todos los más de 20 años de implementación, se suspendió la aplicación de por lo menos una de las reglas a nivel de gobierno central o sector

Tabla 3
Principales modificaciones al esquema macro fiscal desde 2003

Al igual que la norma inicial de 1999, las siguientes modificaciones se hicieron mediante normas con rango de ley ordinaria (aprobadas por el Congreso, excepto la de 2016 aprobada por el Ejecutivo vía delegación del parlamento), y entraron a regir al año siguiente de ser aprobadas (la del 2013 entró en pleno funcionamiento en el subsiguiente):

Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal, 2003. Se introdujeron (junto con la Ley de Descentralización Fiscal) un gran número de reglas para los gobiernos subnacionales, dado el proceso de descentralización en curso. Además, se establecieron regulaciones para un regreso progresivo de 3 años a las metas normales si entraba en vigor la cláusula de excepción. Finalmente, se elevó el tope al aumento del gasto del gobierno general a 3 % en términos reales (consistente con una revisión del crecimiento potencial).

Ley Anual de Presupuesto, 2006. Se redujo la cobertura de la regla del gasto, del gobierno general al central. Además, se limitó a gastos corrientes, con diferentes coberturas por otras modificaciones en los siguientes años, pero en general ampliándose la exclusión a la regla a cada vez mayores gastos (como mantenimiento y en 2012 incluso a todos los gastos de un buen número de programas presupuestales).

Ley de Fortalecimiento de la Responsabilidad y Transparencia Fiscal, 2013. Derivó de las recomendaciones de una comisión para reforzar el marco fiscal. Se estableció que cada nueva administración fije para su mandato un resultado económico como guía, desvinculado de los ingresos volátiles que derivan de un estudio de sostenibilidad fiscal, pero no mayor a 1 % del PBI. Se instituyó una meta operativa al gasto del gobierno central (incluyendo empresas públicas no financieras y transferencias discrecionales a gobiernos subnacionales) fijado *ex ante* sobre la base de estimados de los ingresos estructurales consistente con la guía. *Ex post* el cumplimiento se evaluaba en relación con el monto en soles del gasto calculado en el ejercicio antes dicho. Se introdujo un tope a la deuda pública (30 % del PBI), se creó el Consejo Fiscal, se simplificaron las reglas subnacionales, entre otras normas.

Marco de la Responsabilidad y Transparencia Fiscal, 2016. Se vuelve a una regla del déficit convencional para el sector público no financiero no mayor a 1 % del PBI, conjuntamente con una regla sobre el aumento del gasto del gobierno general no mayor a un “potencial” calculado sobre la base de un promedio de 20 años (15 pasados y 5 proyectados), con un tope menor para la tasa de crecimiento de los gastos corrientes. Se mantuvo el tope a la deuda pública y el Consejo Fiscal, pero se establecieron nuevas reglas para los gobiernos subnacionales (en decreto legislativo aparte). Se regresa a un principio de superávit fiscal en buenas épocas con solo déficit transitorios.

público, se impusieron límites temporales menos estrictos para facilitar su cumplimiento, o usaron cláusulas de excepción. Bajo los distintos esquemas se requirió de enmiendas *ex ante* para cumplirlas completamente. No obstante, como veremos más adelante, las desviaciones no fueron muy grandes.

Desde la introducción de la primera ley, la mayor atención académica y la del público en general se han centrado en las reglas fiscales en el sentido estricto de la expresión, siguiendo la definición usada en Kopits y Symansky (1998); es decir, a los límites al déficit, al gasto y recientemente a la deuda en el caso peruano. Prácticamente no se hace referencia al principio general del balance en el ciclo como un todo (excepto durante los pocos años en los que la regla del gasto se basaba en ingresos estructurales). Dicho principio fue incluido para ser la guía con la cual los límites específicos al déficit y al gasto debían establecerse. A pesar de su posible imprecisión (por las dificultades inherentes en calcular y menos en predecir un ciclo económico), el principio era vital, dado que las reglas al déficit y al gasto estaban establecidas como topes, no como metas, consistente con dicho principio. En varios estudios académicos, y me da también la impresión incluso en muchos MMM, se contemplan las reglas numéricas como metas por seguir, por lo menos en relación con la que se percibe como la más restrictiva en la situación esperada para el año en cuestión. Eso en contra de la intención.

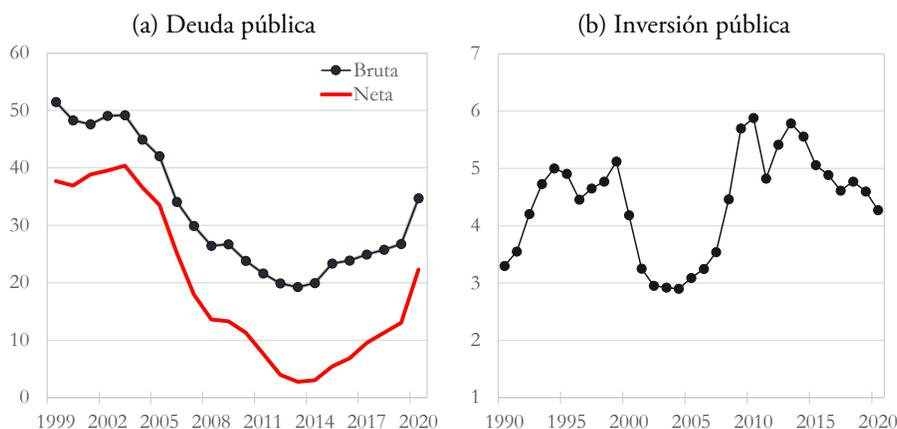
5 Algunos resultados del manejo fiscal

Me parece que en general se respalda la opinión de que el manejo macro fiscal ha sido un componente de vital importancia en el mayor crecimiento, la estabilidad económica y la baja inflación que se ha dado en las tres últimas décadas. Sin embargo, en esta sección deseo centrarnos en efectos más específicos. En particular, revisaremos la discusión en tres áreas donde puede haber mayor debate y distintos puntos de vista: su impacto sobre la sostenibilidad fiscal, el grado de prociclicidad que pudo conllevar, y su posible impacto en relación con la inversión pública. En buena parte de este análisis se trata de sintetizar los resultados de distintos estudios ligados a estos temas.

5.1 Cambio de régimen, disciplina y sostenibilidad fiscal

La deuda pública era inmensa en 1990, 89 % del PBI según Mendoza y Anastasio (2021; p. 139), con atrasos con prácticamente todos los acreedores. Esta deuda se redujo significativamente en los noventa, pero todavía a 48 % del PBI en 2000 y se mantuvo en alrededor de dicha razón en los siguientes tres años. Solo a partir del año 2004 se nota una fuerte reducción hasta 2012, cuando fue menor de 20 % del PBI (y la deuda neta, que le resta los activos financieros, a menos de 3 % del PBI). Posteriormente, presenta un incremento a un ritmo moderado hasta el año 2019 (a 27 %), y por supuesto esta razón aumentó fuertemente, a 35 %, en 2020 para enfrentar la pandemia. Véase la figura 3(a).

Figura 3
Deuda del sector público no financiero e inversión pública (% del PBI)



Fuente: Banco Central de Reserva del Perú. Elaboración propia.

Si bien la persistencia en una política disciplinada jugó un rol crucial, la reducción de la razón deuda a PBI estuvo también favorecida por otros factores. En los noventa, destacan los arreglos de la deuda como el Plan Brady en 1997, que permitió disminuir la deuda con los acreedores comerciales en casi la mitad (Peschiera, 2002). Luego, entre 2004 y 2013, sobresale el efecto del *boom* en los precios de los minerales y los altos incrementos en el PBI en facilitar esta reducción.

Como vimos, en los primeros años de la primera década de este siglo, la deuda pública era aún muy alta (casi 50 % del PBI), especialmente si tomamos en cuenta las características de la economía peruana entonces: baja recaudación tributaria y calificación crediticia de su deuda, deuda pública casi en su totalidad en moneda extranjera, alta volatilidad histórica del crecimiento del producto, una economía propensa a múltiples riesgos, y aún con bajos estimados de crecimiento potencial. Era, pues, crucial transmitir confianza con una política fiscal prudente con un principio de equilibrio fiscal como promedio del ciclo. Otros países que habían puesto este tipo de principio también postulaban un déficit cercano a cero o un superávit como media en el ciclo. Creo que si no se persistía en una política fiscal bastante prudente y no se comunicaba de una manera clara, los mercados de bonos no habrían logrado la gran receptividad que tuvieron, y en condiciones muy favorables, pocos años después.

Con una deuda mucho más baja, la Comisión para fortalecer el marco macrofiscal del 2013 recomendó que la guía la establezca cada administración al inicio

de su mandato sobre la base de un serio análisis de sostenibilidad que tome en cuenta los riesgos fiscales, dando así más flexibilidad y supuestamente transparencia en el objetivo que se trazara. Pero como las reglas fiscales, incluyendo la de base en ingresos estructurales, solo se cumplieron con el relajamiento de algunas de ellas u otras excepciones, uno podría inclinarse a poner en duda la confianza que se intentó. Sin embargo, creo que el efecto adverso fue modesto tomando en cuenta que los relajamientos se explicitaron con debida anticipación (salvo en años de condiciones excepcionales, como la pandemia) y las metas fiscales modificadas también bastante prudentes fueron comunicadas explícitamente en los MMM, y con un claro compromiso de cumplimiento por parte de los distintos ministros y otros altos funcionarios del MEF. Adicionalmente, *ex post* las desviaciones no fueron en general significativas: de 2000 a 2020, el déficit fiscal promedió 1 % del PBI y si excluimos los tres años donde claramente se podía (y se usó) la exoneración de las reglas (2009 con la Gran Recesión, 2017 con el Niño costero y 2020 con la pandemia), el déficit tuvo un promedio menor del 0.5 % del PBI.

Así, considero que ha sido la perseverancia de los hacedores de política por mantener una política fiscal prudente lo que nos ha permitido enfrentar la pandemia con una situación fiscalmente sólida y una baja deuda. El armazón institucional ayudó a mantener dicha disciplina, aunque es más difícil ser muy contundentes respecto al efecto específico de las reglas. En Carranza *et al.* (2006) sostuvimos que las reglas sirvieron como un referente (*benchmark*), más que como una restricción rígida, que sirvió para aminorar desvíos y mantener un sistema prudente. Creo que esta interpretación se mantiene válida.¹

5.2 Política fiscal y prociclicidad

El marco macro fiscal -incluidas las diversas reglas vistas en conjunto- intentaba que se pudieran dar ciertos déficits en los años de bajo crecimiento dentro del ciclo y superávits en los buenos años. El fin era ahorrar buena parte de los ingresos extraordinarios previstos para el año presupuestal y tener más espacio para afrontar los malos años con mayor capacidad financiera, sin la intención de adoptar medidas discrecionales de política fiscal dentro de un ciclo normal. Así, al igual que un esquema normal de reglas basado en el resultado estructural, la intención era obtener una política acíclica relativa a la política discrecional. Pero no se especificó sino

¹ Ardanez, Barreix, y Corrales (2019) realizaron un estudio contrafactual, comparando los resultados del Perú con otros países latinoamericanos con un comportamiento similar en lo fiscal antes que se adopten las reglas. Sus resultados sugieren que el Perú entre 2003 a 2015 mantuvo mayores balances fiscales en prácticamente todos los años y una deuda mucho menor que sus pares. Concluyen que las reglas ayudaron a la disciplina fiscal, aunque también reconocen que parte de sus resultados pueden reflejar las condiciones extraordinariamente favorables para el Perú en dichos años.

hasta la reforma de 2013 seguir una regla estructural estricta, atendiendo las posibles arbitrariedades y oscuridad que trae su cálculo, especialmente en tiempo real, basándose en desviaciones no observables de la brecha del producto y en precios tendenciales de las exportaciones mineras.² Por supuesto, para circunstancias críticas sí se consideraba apropiado usar medidas discrecionales utilizando la cláusula de excepción (complementado con fondos ahorrados en el Fondo de Estabilidad Fiscal), enfocando los nuevos programas en cosas posibles de revertir en el futuro (como programas de asistencia sociales o pequeñas obras públicas).

Hay que tener presente que las políticas fiscales discrecionales son difíciles de revertir al pasar de una a otra fase dentro del ciclo (no se tiene la capacidad de un manejo fino por lo menos en relación con la política monetaria), y su uso ha sido un factor en el sesgo al déficit e incluso a aumentar la prociclicidad. Como correctamente señalan Rossini, Quispe, y Loyola (2012), por los largos tiempos en diseñar e implementar las políticas fiscales (especialmente en gastos en capitales), estas mantienen una expansión fiscal una vez que la fase recesiva ha pasado, conllevando a políticas fiscales procíclicas (y con similar retraso en las bonanzas).

Históricamente, una política procíclica ha tendido a prevalecer en países no desarrollados. Son diversas las explicaciones: desde restricciones financieras en las malas épocas hasta sobre optimismo respecto a la trayectoria o presiones políticas en las buenas. Lo que queda claro es que es imposible hacer política acíclica o contracíclica que perdure si es que no se tiene confianza de los mercados o no se ha ahorrado en las buenas épocas.

Numerosos estudios han investigado sobre prociclicidad de la política fiscal discrecional peruana y su evolución en el tiempo. Presentan distintos resultados y no son concluyentes. Pero podemos agrupar sus principales resultados según el periodo de estudio. Los estudios centrados en los noventa, como Ríos (2004) y Carranza *et al.* (2006), coinciden en una cierta prociclicidad. En especial, resalta la expansión fiscal en años preelectorales, que implicaron correcciones fuertes en los años siguientes, influenciando así la prociclicidad de la política.

Por su parte, los estudios centrados en la primera década de este siglo reportan diferentes resultados entre sí. Mientras que Frankel, Végh, y Vuletin (2013) re-

² La diferencia entre un tope al déficit de 3 % en la eurozona y solo 1 % en el Perú se puede concebir porque los ingresos y gastos que se ajustan automáticamente al ciclo son bajos en una economía emergente como la peruana, estimándose en un tercio de los vigentes en Europa. Ello se explica en esencia por los más bajos ingresos fiscales en relación con el PBI y por no contar con ajustes automáticos por el lado de los gastos (básicamente, los relacionados con el desempleo). Dicho análisis no toma en cuenta la mayor fluctuación por la volatilidad en los precios de las materias primas. Si se desea hacer un ajuste por este efecto habría que también adoptar mayores restricciones en el período de *boom* de estos precios, lo que es difícil de lograr especialmente con el esquema de transferencias a gobiernos subnacionales de ingresos ligados a dichos recursos en el caso peruano.

portan que en el Perú se ha continuado con una política procíclica, estudios como Daude, Melguizo, y Neut (2011) y Lopez Murphy, Ossowski, y Villafuerte (2010) concluyen que se ha seguido en general una política bastante acíclica en este periodo. Sin embargo, hay años en los que se presentaron claras políticas procíclicas, como 2001 al tratar de corregir los altos déficits de 1999 y 2000, y los años de altos precios de las materias primas y bonanza antes de la Gran Recesión.

Estudios más recientes como Végh, Lederman, y Bennett (2017) y Rojas y Vassallo (2018) concluyen que, partiendo de cierta prociclicidad inicial, se registra una posición contracíclica después de la Gran Recesión. Este resultado reflejaría un sesgo a ser más contracíclico en épocas malas, tras lograrse una mayor confianza en el manejo macro fiscal. Ello refuerza el hecho de que adoptar una política contracíclica requiere disciplina, lo que es relevante, ya que se podría mejorar aún más el marco macro fiscal para disminuir la posible prociclicidad remanente.

5.3 Reglas e inversión pública

Como en muchos países en desarrollo, una característica de la economía peruana a lo largo de su historia fue el aumento de la inversión pública en épocas de bonanza o facilidad de crédito, seguido por menores crecimiento o reducciones en los años recesivos o de crisis. Esta política zigzagueante no contribuye a que esta inversión sea particularmente productiva. En los noventa y primeros años de este siglo todavía se continuaron presentando estos vaivenes en la inversión pública. Así, se registró una disminución de dos dígitos en términos reales en 2000 y 2001. Estas fuertes reducciones solo se fueron diluyendo con los fuertes incrementos, también de dos dígitos, a partir de 2005. Pero, dado los fuertes incrementos en el PBI a partir de 2002, la razón inversión pública sobre PBI recién vuelve a un 4.5 % en 2008, similar al registrado en promedio en los noventa. Véase la figura 3(b).

Hubo varios factores que influenciaron la significativa reducción en la inversión pública a inicios de este siglo. Mendoza, Vega, Rojas, y Anastacio (2021) muestran que la política macroeconómica jugó un papel. La fuerte expansión de 1999 (que fue contracíclica) implicó un importante crecimiento en los gastos corrientes permanentes, incluido un sustancial aumento en remuneraciones (Velarde & Rodríguez, 2001), antes que en gastos de capital. En el segundo semestre de 2000, los hacedores de política consideraron necesario adoptar una política de ajuste fuerte. Asimismo, la crisis política de finales de dicho año afectó la confianza en la economía y la nueva administración vio conveniente mantener una política austera. Me parece poco probable haber adoptado una política distinta en 2000 y 2001, dadas las carencias de fuentes de financiamiento por la poca credibilidad en los mercados en esos tiempos muy turbulentos. Así, por ejemplo, Standard & Poor's rebajó la

calificación de BB a BB– en dicho periodo, escalón claramente bajo. Se tuvo que esperar un año para emitir el primer bono en los mercados internacionales. Es a partir de 2002 que se comenzaron a incrementar los gastos públicos y a partir de 2004, las inversiones públicas.

Ese periodo nos trae algunas lecciones. Primero, una política contracíclica (como la intentada en 1999) debe estar más centrada en políticas reversibles, y no en aumentos de gastos rígidos. Segundo, sin confianza (o ahorros) es muy difícil hacer una política contracíclica en una mala época. Por lo tanto, considero improbable que se hubiera podido adoptar una regla basada en resultados estructurales dentro de un marco de cero balance o algún nivel similar en dichos años.

La inversión pública comenzó a acelerarse en dos dígitos antes de limitarse el aumento del gasto público a solo gastos corrientes del gobierno central, aplicable a partir de 2007. Hay que tener presente que la regla al aumento del gasto no financiero estuvo dispensada en 2003, 2005 y 2006. Estas dispensas hicieron que tanto el gasto corriente como de capital se incrementen con fuerza en años de aumentos en los precios de las exportaciones y reactivación económica. Así, en realidad, el cambio legal de finales de 2006 tuvo el efecto de reintroducir la regla del gasto, aunque solo limitándolo a ciertos gastos corrientes del gobierno central. Pero sí generó un efecto positivo en restringir el aumento en gastos rígidos, preocupación que existió para varios analistas. No obstante, en años posteriores, al ampliarse la exclusión de mayores gastos, la regla del gasto comenzó a hacerse inocua y no adecuada para un manejo disciplinado en épocas de bonanza.

No está en discusión la importancia de la inversión pública, en especial en infraestructura que complementa las actividades privadas. Lo que se discute es que el marco macro fiscal no desaliente estas actividades. Repasemos brevemente las consecuencias de dos posiciones que se han planteado al respecto.

Por un lado, se habla de adoptar una regla de oro: como la inversión va a aumentar los activos del gobierno, y así en teoría no afectaría el patrimonio neto del gobierno, se argumenta que no debería limitársela en el marco macro fiscal. Sin embargo, hay amplia evidencia en muchos casos donde las inversiones públicas no han traído el resultado esperado, por la mala selección de proyectos no debidamente priorizados, o por el alto costo en relación con sus beneficios, produciendo en el mediano a largo plazo un impacto negativo (multiplicador negativo). Ello se acentúa si, como es usual en estos esquemas, las inversiones se concentran especialmente en buenas épocas, en periodos cuando su multiplicador de corto plazo es más bajo y que pueden conllevar problemas de liquidez al gobierno al entrar en una fase menos favorable. Nuestra historia de los setenta y la revisión de proyectos emblemáticos recientes nos conminan a adoptar una posición por lo menos cauta al respecto.

Por otro lado, hay quienes favorecen mitigar el ciclo aumentando las inversiones públicas en las malas épocas. Estimados sugieren que el multiplicador de las inversiones es mayor a otros gastos fiscales (y también al de cambios en ingresos), especialmente en períodos de contracción económica. Lo importante es el impacto que tendrían en épocas recesivas, y para ello hay que evaluar su impacto en dicho momento o por lo menos en cuanto se diseña el paquete de reactivación, y no cuando se materializan. Desafortunadamente, como ya mencionamos, abundan los casos donde los proyectos por demoras en diseño y en implementación se realizan tarde e incluso cuando la economía ya pasó la fase recesiva (Rossini *et al.*, 2012). En el extremo, su multiplicador puede ser cero para el momento en que se requiere de dicho impulso.

Por estas razones, estoy a favor de un mecanismo que fomente la inversión pública de calidad de manera más uniforme en el tiempo, y de que se introduzcan mecanismos que limiten más (por reglas o procedimientos) los gastos rígidos que hacen menos flexible el presupuesto. El sistema de reglas introducido en 2016 va en dicha dirección al imponer un menor crecimiento en los gastos corrientes, excluyendo mantenimiento. Se puede ser más audaces en ello, pero creería que debe ser algo internalizado con normas en los sistemas de inversión y de presupuesto.

6 Retos a futuro

Obviamente no estamos en la situación de 1990, ahora existen mayores grados de libertad en la política por seguir. No se trata de presentar un recetario de lo que se debería hacer (algo que requiere amplio debate y consenso) luego de pasar la etapa crítica por la que se atraviesa. Más bien, la intención es presentar cinco consideraciones formales que creo deben ser tomadas en cuenta.

Primero, el esquema macro fiscal debería estar complementado con reformas estructurales que aumenten el crecimiento potencial de mediano y largo plazo, que no solo mantengan sino que mejoren la confianza de los agentes internos y externos, y que inicien mejoras institucionales en múltiples frentes como en la eficiencia gubernamental. Todos estos elementos ayudan en la sostenibilidad fiscal.

Segundo, es de vital importancia que el armazón fiscal por establecerse o modificarse sea serio y abiertamente discutido, internalizado por los importantes actores políticos y, de ser posible, aprobado por amplia mayoría. Este debe ser aprobado por ley y no por delegación de facultades.

Tercero, realizar y actualizar un serio análisis de sostenibilidad fiscal, que incorpore no solo asuntos de solvencia en un futuro afectado por incertidumbre y riesgos fiscales, sino también aspectos de liquidez. Los ejercicios no solo deben basarse en posibles patrones de deuda y déficit posibles, sino que deben ser com-

plementados por un análisis que trate de ver cómo se atenderán las necesidades brutas de financiamiento en un plazo de, digamos, 10 años, desagregado por diferentes tipos de acreedores. Ello podría ser el punto de partida para establecer un ancla o guía de largo aliento que dé mayor orientación sobre las metas fiscales deseadas.

Cuarto, es probable que se tengan que introducir mayores elementos de flexibilidad en el esquema; por ello, se requiere establecer mecanismos que expliciten las correcciones por desvíos de la media y así se regrese a la senda o guía deseada en cierto plazo. Aquí, el rol de un agente independiente como el Consejo Fiscal es esencial, por lo que recomiendo que se aumente su autonomía funcional y operativa; en especial, que la elección de sus miembros no solo dependa del Ejecutivo, como es actualmente. Asimismo, podrían ir asumiendo mayor protagonismo, por ejemplo, realizando proyecciones base (sin cambio de política) y evaluaciones del posible impacto de modificaciones en medidas tributarias y de gasto.

Finalmente, es necesario comunicar el esquema con un mensaje claro, donde las metas sean explícitamente reflejadas en supuestos realistas, con la debida sustentación, y con los amortiguadores (*buffers*) con los que se tendría que contar para paliar casos extremos.

Referencias

- Ardanez, M., Barreix, A. D., & Corrales, L. F. (2019). Las reglas fiscales en América Latina. En A. D. Barreix & L. F. Corrales (Eds.), *Reglas fiscales resilientes en América Latina* (p. 1-40). Washington, D.C.: Banco Interamericano de Desarrollo.
- Carranza, L., Chávez, J. F., & Valderrama, J. (2006). *La economía política del proceso presupuestario: el caso peruano* (Serie de Estudios Económicos y Sectoriales n.º RE3-06-2006). Washington, D.C.: Banco Interamericano de Desarrollo.
- Daude, C., Melguizo, A., & Neut, A. (2011). Fiscal policy in Latin America: Countercyclical and sustainable? *Economics: The Open-Access, Open-Assessment E-Journal*, 5(14).
- Fondo Monetario Internacional. (1991). *Peru: Staff report for the 1991 article IV consultation and request for accumulation of rights*. Washington, D.C.: International Monetary Fund.
- Frankel, J. A., Végh, C. A., & Vuletin, G. (2013). On graduation from fiscal procyclicality. *Journal of Development Economics*, 100(1), 32-47.
- Kopits, G., & Symansky, S. A. (1998). *Fiscal policy rules* (Occasional Paper n.º 162). International Monetary Fund.

- Lopez Murphy, P., Ossowski, R., & Villafuerte, M. (2010). *Riding the roller coaster: Fiscal policies of nonrenewable resource exporters in Latin America and the Caribbean* (IMF Working Paper n.º 10/251). International Monetary Fund.
- Martinelli, C., & Vega, M. (2021). The case of Peru. En T. J. Kehoe & J. P. Nicolini (Eds.), *A monetary and fiscal history of Latin America, 1960-2017*. Minnesota: The University of Minnesota Press.
- Mendoza, W., & Anastacio, Y. (2021). *La historia fiscal del Perú: colapso, estabilización y el golpe de la COVID-19*. Lima: Fondo Editorial de la Pontificia Universidad Católica del Perú.
- Mendoza, W., Vega, M., Rojas, C., & Anastacio, Y. (2021). *Fiscal rules and public investment: The case of Peru, 2000-2019* (Working Paper n.º IDB-WP-1186). InterAmerican Development Bank.
- Peschiera, J. (2002). *El plan Brady peruano. Operaciones de reducción de deuda externa 1993-1997*. Lima: Apoyo Comunicaciones.
- Rojas, C., & Vasallo, R. (2018). *Posición fiscal y ciclo económico* (Nota de Discusión n.º 001-2018-CF/ST). Secretaría Técnica del Consejo Fiscal.
- Rossini, R., Quispe, Z., & Loyola, J. (2012). Fiscal policy considerations in the design of monetary policy in Peru. En Bank for International Settlements (Ed.), *Fiscal policy, public debt and monetary policy in emerging market economies* (Vol. 67, p. 253-267). Bank for International Settlements.
- Ríos, B. (2004). Perú: ¿camino hacia la sostenibilidad fiscal? En F. Jaramillo, M. Castilla, & O. Manzano (Eds.), *Sostenibilidad fiscal en la región andina. Políticas e instituciones* (p. 271-246). Caracas: Corporación Andina de Fomento.
- Velarde, J., & Rodríguez, M. (1992). *Programa económico de 1990: evaluación del primer año* (Documento de Trabajo n.º 2). Lima: Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico.
- Velarde, J., & Rodríguez, M. (1994). *Programa de estabilización peruano: evaluación del periodo 1991-1993* (Documento de Trabajo n.º 18). Lima: Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico.
- Velarde, J., & Rodríguez, M. (2001). *Efectos de la crisis financiera internacional en la economía peruana 1997-1998: lecciones e implicancias de política económica* (Documento de Trabajo n.º 36). Lima: Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico.
- Végh, C., Lederman, D., & Bennett, F. R. (2017). *Leaning against the wind: Fiscal policy in Latin America and the Caribbean in a historical perspective*. Washington, D.C.: World Bank.
- Yamada, G. (2022). Estabilidad macroeconómica y bienestar. En M. Ortiz & D. Winkelried (Eds.), *Hitos de la reforma macroeconómica en el Perú, 1990-2020. La recompensa de los tamías* (p. 167-181). Lima: Fondo Editorial de la Universidad del Pacífico.