



FINANCIAMIENTO

Plan de Inversiones 2020 - 2029

Javier Mutal Hodara

CONTENIDOS

FINAN CIA MIEN 01	05	1 11	12
	RESUMEN EJECUTIVO	OPCIONES DE FINANCIAMIENTO DISPONIBLES	FUENTES DE FINANCIAMIENTO
55	64	2 65	66
EXPERIENCIA INTERNACIONAL DE FINANCIAMIENTO DE INFRAESTRUCTURA	CONCLUSIÓN	DETERMINACIÓN DE LOS MEJORES INSTRUMENTOS FINANCIEROS	CLASIFICACIÓN SEGÚN ESTADO DE LAS OBRAS
66	68	69	69
INVENTARIO DE OBRAS PROPUESTAS 2020-2029	CRITERIOS DE FINANCIAMIENTO	MEJORES INSTRU- MENTOS FINANCIEROS PARA LOGRAR EL FONDEO APROPIADO	DESARROLLO CONCEPTUAL DE LOS INSTRUMENTOS
78	3 93	93	94
LA ENSEÑANZA DE LAS ESTRUCTURAS VIGENTES	MARCO TEÓRICO DEL FENÓMENO DE LA ENFERMEDAD HOLANDESA	CONCLUSIÓN	RECURSOS NATURALES: ¿MALDICIÓN O BENDICIÓN?

----- **97**

ESTRUCTURA
ANALÍTICA
Y SUS EFECTOS

----- **100**

LA NATURALEZA
DEL PROBLEMA

----- **102**

LA POLÍTICA
ECONÓMICA

4
----- **105**

LOS 5 CASOS
MÁS EMBLEMÁTICOS

----- **105**

NORUEGA

----- **109**

CHILE

----- **111**

BOLIVIA

----- **112**

AUSTRALIA

----- **113**

NIGERIA

----- **116**

CONCLUSIONES

5
----- **117**

PROPUESTA DE
CREACIÓN Y DISEÑO

----- **117**

INTRODUCCIÓN

----- **118**

FONDO DE INVERSIÓN
PÚBLICO PARA LA
INFRAESTRUCTURA (FIPA)

6
----- **137**

LA FINANCIACIÓN DE
INFRAESTRUCTURA POR
PARTE DE INVERSORES
INSTITUCIONALES

----- **137**

INTRODUCCIÓN

----- **138**

ESTRATEGIAS QUE
PODRÍAN DESBLOQUEAR
LA FINANCIACIÓN DE
INFRAESTRUCTURA

142	7	149	150	154
INCENTIVOS QUE PODRÍAN POTENCIAR LA PROPUESTA DE FINANCIAMIENTO DE OBRAS DE INFRAESTRUCTURA	BORRADORES DE NORMAS SUGERIDAS	PROYECTO DE LEY: "Creación del Fondo de Inversión Público para la Infraestructura (FIPA)"	PROYECTO DE RESOLUCION: "Creación de Escrow Account"	
156	157	158		
PROYECTO DE DNU "Direccionamiento de la recaudacion proveniente de los derechos de exportaciones hidrocarburíferas hacia la escrow account y modificacion del regimen de inversion vigente del fgs"	PROYECTO DE DNU "Bancos Públicos y ANSES como Market Makers"	PROYECTO DE DNU "Exencion impositiva para titulos valores emitidos por el FIPA"		

RESUMEN EJECUTIVO

Despierta el interés la relación entre los ingresos por exportación de materias primas y sus efectos sobre el crecimiento económico. Si bien tradicionalmente esta relación se ha considerado positiva, ya que, en definitiva revaloriza las ventajas de la especialización, el súbito incremento de recursos externos también ha sido objeto de análisis por sus potenciales efectos negativos sobre la competitividad y la industrialización de las economías. Este fenómeno es conocido como “enfermedad holandesa”. Se desencadena si un incremento abrupto de los ingresos por exportación de un recurso natural produce una apreciación del tipo de cambio de la divisa nacional, lo que, a su vez, origina un incremento del precio relativo del resto de los bienes comercializables en el mercado internacional, deteriorando su competitividad y en última instancia llegando a deprimir su actividad económica.

El término “Enfermedad Holandesa” fue acuñado por la revista *The Economist* en 1977, al referirse acerca de los efectos adversos que tuvo el descubrimiento de grandes reservas de gas natural sobre la producción manufacturera holandesa en la década de los 60's, donde se percibió una apreciación real del florín, que redujo la rentabilidad y deterioró el sector transable tradicional, en especial de manufacturas.

La “Enfermedad Holandesa” ha sido catalogada como una falla de mercado que debe ser neutralizada, ya que es un obstáculo en el crecimiento económico

que podría provocar desindustrialización. Puede ser definida así ya que genera externalidades negativas sobre el sector transable que no pertenece a la bonanza gasífera ó petrolera, tal el caso bajo análisis.

El impacto negativo que pueda tener este fenómeno dependerá de las políticas adoptadas en la utilización de los nuevos recursos obtenidos de dicha bonanza, así como en el andamiaje institucional y normativo a aplicarse.

Asimismo, la Cámara Argentina de la Construcción ha elaborado un inventario de Obras de Infraestructura a llevarse a cabo en el periodo 2020-2029 y que son consideradas necesarias para asegurar el desarrollo sustentable de nuestro país en el próximo decenio.

En dicho Inventario de Obras es dable advertir una inmensa diversidad de sectores y subsectores económicos como potenciales beneficiarios de obras, así como una vasta dispersión a lo largo de toda la geografía de nuestro país. De igual modo, el monto de las inversiones involucradas, que alcanza aproximadamente los \$ 63.9 billones (equivalentes a \$63.900.000 millones)¹, es de tal magnitud que se ha intentado determinar y diseñar la mejor estructura de financiamiento posible para lograr el fondeo sustentable de las obras contenidas en el citado inventario.

¹. A un tipo de cambio de \$45, el monto global de inversión para todo el periodo 2020-2029 es equivalente a u\$s 1.420.000.000.000. Es decir, u\$s 1420 billones.

En particular, en base a la experiencia de Noruega, se adapta al caso local la creación de un **Fondo de Inversión Público para la Infraestructura (FIPA)**, en el ámbito del Ministerio del Interior, Obras Públicas y Vivienda; tendiente a invertir recursos específicos en dicho campo, que permitan en el futuro generar mayor nivel de empleo formal y un desarrollo económico sustentable.

La misión principal del FIPA sería estructurar el financiamiento y canalizar los recursos provenientes de distintas fuentes alternativas para concretar los proyectos y enfrentar los compromisos financieros que suponen. Los inversores privados, locales e internacionales, podrían suscribir títulos de deuda fiduciaria y certificados de participación que emitiera dicho fondo, permitiendo así el financiamiento de las obras de infraestructura propuesto por la CAC para el periodo 2020-2029.

Asimismo, se propone la creación de un esquema de garantía de repago (**Escrow Account en el exterior**) en la ingeniería de estructuración del financiamiento de obras que favorecerían y permitirían el aterrizaje de capitales locales e internacionales suficientes para así poder financiar en tiempo y forma las necesidades de inversión proyectadas. Dicha Escrow Account estaría fondeada con la recaudación de las retenciones a las exportaciones hidrocarbúricas y con la cesión de activos de alta calidad crediticia (Títulos del Tesoro de USA) del FGS-ANSES. Dicha Escrow Account estaría radicada en el exterior para eliminar el riesgo jurídico local.

También se proponen una serie de **estrategias y ciertas modificaciones en la estructura del mercado local de capitales, que podrían desbloquear la financiación de infraestructura** por parte de inversores institucionales y permitir el aterrizaje de capitales de residentes extranjeros y locales, a saber:

- a. *Involucramiento de terceras partes para mejorar el riesgo de crédito y adquirir seguro de riesgo político: Los bancos de desarrollo pueden proporcionar financiación transitoria amortiguando la primera pérdida potencial que pudiera ocurrir para el inversor o implementando otras herramientas para mejorar el crédito, así como asegurar contra el riesgo político.*
- b. *Estandarización de proyectos de infraestructura: para facilitar la evaluación de manera eficiente por parte de los inversores, ya que*

muy a menudo tienen términos contractuales completamente diferentes.

- c. *Agrupación por proyectos: consiste en desarrollar fondos, índices y vehículos de titulización específicos según destinos de la inversión: carreteras, viviendas, energía, etc; para reducir los costos de transacción en que incurren los inversores.*
- d. *Poner a disposición datos sistematizados para la toma de decisiones del inversor: la disponibilidad de datos claros y oportunos garantiza que los inversores puedan evaluar las características clave de los proyectos de infraestructura, en particular su perfil de riesgo-rendimiento esperado.*
- e. *Desarrollo de mercados secundarios: el gobierno podría aumentar significativamente la inversión privada en activos de infraestructura agregando liquidez a los mercados en los cuales cotizaban los instrumentos de deuda emitidos por el fondo. El BNA y el BICE podrían actuar como "market-makers" ofreciendo siempre comprar y vender dichos instrumentos.*

Se sugieren complementariamente incentivos que podrían potenciar la propuesta de financiamiento de obras de infraestructura y la oferta de fondos por parte de los inversores, a saber:

- f. *Esquema de eliminación de alícuota del impuesto a las ganancias y a la renta financiera para inversores que inviertan en títulos de deuda de fideicomisos de infraestructura emitidos por el FIPA.*
- g. *Nuevo Blanqueo de capitales para la incorporación de inversores que disponen de ahorros fuera del sistema formal local ("colchon") e internacional para canalizar hacia TDF de fideicomisos de infraestructura.*
- h. *Creación de impuestos y tasas ad hoc con destino específico al financiamiento de obras: i) un impuesto a los casinos, con destino a*

sufragar obras de infraestructura deportiva, ii) un impuesto a las apuestas hípcas, destinado a obras rurales, iii) un impuesto a la compraventa de yates y otras embarcaciones suntuarias, destinado a obras portuarias.

Las principales características de la tipificación de los proyectos a financiar serían:

- Para proyectos de obra privada se prevé que sean financiadas a través de una combinación de autofinanciamiento (capitalización de compañías vía aporte de accionistas, reinversión de utilidades acumuladas en el pasado, emisión de acciones preferidas, préstamos intercompany desde la casa matriz a la subsidiaria, etc), emisiones de deuda canalizadas en primera instancia hacia el mercado de capitales local y/o internacional (emisión de Obligaciones Negociables simples y/o Convertibles) y además por préstamos bancarios simples o sindicados cuando el monto y los riesgos de las obras involucradas así justificasen.
- Para el caso de las obras previstas en el Plan de CAC que son de carácter "Públicas" y cuando se tratasen de obras de mantenimiento, refacción o mejoramiento de caminos, escuelas y hospitales y en caso de que los montos involucrados en forma individual sean menores al 5% del Presupuesto Jurisdiccional; de acuerdo a la capacidad de recaudación de cada jurisdicción a través de los impuestos y tasas locales, fondos de afectación específica, cargos y organismos internacionales de crédito; aparece como óptimo que se destinen directamente las partidas presupuestarias asignadas al efecto para su financiamiento.
- Para proyectos de obra pública de gran envergadura (mayores al 5% del Presupuesto Jurisdiccional), el fideicomiso, tanto de carácter público como privado, se presenta como el vehículo más apropiado para la obtención de fondeo de mediano y largo plazo y asimismo es el instrumento usado con mayor frecuencia en la estructuración financiera de grandes proyectos en los cuales participan contrapartes del mercado y organismos estatales.
- Los fideicomisos financieros, tanto públicos como privados, son los instrumentos ideales y permiten la emisión de valores mobiliarios con autorización de oferta pública y cotización en bolsas y mercados auto-regulados, así como que dichos valores mobiliarios sean susceptibles de calificación de riesgo, requisitos ambos excluyentes para los inversores individuales e institucionales, locales y extranjeros, participen en la emisión, sea de certificados de participación (CP) y/o valores representativos de deuda (VRD).
- En el pasado, la participación del FGS-ANSES en las emisiones de valores mobiliarios destinadas a financiar las diferentes obras, en muchos casos alcanzó el 100 % de la emisión (Vgr. Sisvial, Hídrico, Barragán y Brigadier López) pasando por el 93 % (Viviendas) y 70 % (Hídricos). Frente a este panorama, resulta aconsejable atraer una mayor participación de parte de inversores que no sean de carácter estatal, y que toda estructuración financiera que se pretenda llevar adelante por montos sustanciales, intente replicar en cuanto resulte de aplicación, los esquemas y parámetros utilizados en la actualidad por los fondos fiduciarios relacionados en los capítulos precedentes a fin de asegurar la participación de inversores del mercado financiero y de capitales argentino, entre ellos, los bancos, los Fondos Comunes de Inversión, las Compañías de Seguro y los inversores individuales; así como también inversores extranjeros privados e institucionales.
- Existe un vasto universo de tributos que han sido creados con afectación específica a financiar obras y proyectos de infraestructura. El flujo de fondos continuo que proveen tales impuestos de afectación específica, lo constituyen en un elemento basilar en cualquier estructuración financiera destinada a la ejecución de una obra pública, toda vez que es susceptible de actuar como colateral

y garantía de repago de, sea por ejemplo, las deudas emitidas por un fideicomiso.

OBJETIVOS PRINCIPALES DEL TRABAJO

El primer objetivo de este proyecto es analizar las características que asume la enfermedad holandesa, sus impactos, riesgos y vulnerabilidades asociados a ella, específicamente en las economías exportadoras de recursos gasíferos y petroleros. Y las políticas de mitigación aplicadas por los países, entre ellas la creación de fondos anticíclicos.

El segundo objetivo es diseñar la estructura de financiamiento potencialmente más adecuada, que permita proveer de fondos públicos y privados, nacionales e internacionales, para la consecución de las Obras de Infraestructura previstas en el Plan diseñado por la Cámara Argentina de la Construcción; poniendo especial énfasis en el financiamiento mediante el desarrollo del mercado de capitales.

ALCANCE DEL TRABAJO

Para alcanzar los Objetivos propuestos, hemos esquematizado siete etapas complementarias:

1ª) Una investigación que nos permita establecer todas las opciones de financiamiento disponibles en el mercado local y regional en función del resultado de un diagnóstico previo que realizaremos, así como también detalles de experiencias internacionales exitosas de financiamiento de grandes obras de infraestructura.

2ª) La determinación de los mejores instrumentos financieros para lograr el fondeo apropiado a la envergadura de los montos requeridos, tanto a través del mercado financiero local e internacional. La selección del fideicomiso como el instrumento más propicio, así como el análisis de las experiencias exitosas de estructuración financiera para obras de gran envergadura que ya se han llevado a cabo en el pasado en nuestro país.

3ª) Entender el marco teórico del fenómeno de la enfermedad holandesa, sus síntomas y consecuencias económicas, la temporalidad y anticipación de sus efectos, las políticas de mi-

gación, estabilización y neutralización posibles de abordar a partir de lo estudiado; así como también las dinámicas de la economía política que podrían surgir en estos casos (incentivos políticos, instituciones, marcos normativos, conflictos, apropiaciones de renta, etc).

4ª) Estudiar en detalle los 5 casos más emblemáticos de países ricos en recursos energéticos que han experimentado el fenómeno de "Enfermedad Holandesa": Noruega, Chile, Bolivia, Australia y Nigeria.

5ª) Diseñar y proponer la creación de un fondo público de inversiones para la estructuración del financiamiento de obras de infraestructura y una escrow account para la administración de la renta petrolera que permita redistribuir eficientemente entre los diversos sectores de la economía, los beneficios de la exportación de la riqueza energética.

6ª) Sugerir estrategias que podrían desbloquear la financiación de infraestructura por parte de inversores institucionales e incentivos que permitirían el aterrizaje de capitales de residentes extranjeros y locales especialmente a través del mercado de capitales.

7ª) Dado que, como parte de la estructuración de financiamiento propuesta, se considerará necesario la creación de nuevos vehículos, incentivos impositivos y cambios en las normas

regulatorias de las inversiones del FGS-Anses; se presentan los borradores de las normas (Leyes, Decretos, etc) para que éstas pudieran ser sugeridas a las autoridades públicas en el futuro.

1

OPCIONES DE FINANCIAMIENTO DISPONIBLES

No está demás señalar que sin perjuicio de la revisión de posibles esquemas de financiamiento que sean técnica y teóricamente viables, se aspira a seleccionar aquellos que en definitiva resulten operativamente posibles, no sólo desde el punto de vista de la estructuración en sí sino que además, se revelen como los más eficaces a la hora de acompañar los postulados que informan la política gubernamental, esto es, producción, empleo y desarrollo sustentable con inclusión social.

Delimitado el programa de actividades cuadra señalar que cualquiera sea el espectro político desde el que se quiera hacer una aproximación al tema, es indudable que la inversión en obras de infraestructura resulta un elemento basilar para la producción, el empleo y el desarrollo sustentable, tanto desde el punto de vista económico como social; no sólo por su contribución directa en la actividad general sino por el efecto multiplicador sobre otros sectores de la industria, el comercio y los servicios financieros.

Ahora bien, en países como el nuestro, una progresiva mejora en la calidad de vida y la atención de ciertos problemas sociales torna imperativo la permanente incorporación de nuevos proyectos de infraestructura, circunstancia esta que debe ser cuidadosamente articulada con recursos fiscales limitados sobre los que concurren a su vez, necesidades de diverso origen.

En este entendimiento, es menester ensanchar la mirada pues si bien es cierto que, a la hora de financiar proyectos de infraestructura, el rol del Estado sigue siendo determinante, no es menos cierto que la limitación en los recursos disponibles obliga a considerar ciertos esquemas donde la participación e interacción de estructuras de financiamiento público-privadas, son el nuevo paradigma.

Por otra parte, hasta hace unos años atrás, era admisible postular que el precio o tarifa de un determinado servicio tuviera un componente subsidiado por el Estado en orden a superar la brecha entre el costo del servicio y el beneficio social implícito. A partir de 2015 esto ha cambiado y obliga a repensar alternativas para un posible esquema de fuentes alternativas de construcción y financiamiento.

De cualquier forma, ha de destacarse que una contribución por vía de subsidio si bien resultaba una herramienta de financiamiento complementario (sea por el flujo de fondos en sí, sea por su posibilidad de actuar como garantía mediante la securitización de tales flujos) no terminaba de resolver ciertos aspectos esenciales en ocasión de financiar la obra, pues en términos generales, la disponibilidad del subsidio se encontraba vinculada a la efectiva provisión del servicio objeto del beneficio, lo que sólo podía ocurrir, una vez finalizada la ejecución de la obra.

Y para finalizar esta introducción, no pueden dejar de mencionarse otros elementos que deben ser tenidos muy en cuenta a la hora de analizar posibles esquemas de financiación, toda vez que resultan escollos a superar por tratarse de riesgos propios de la actividad. Así por un lado, están los riesgos normales de la actividad, tales como el riesgo comercial (retrasos en las obras, aumento en los costos de mantenimiento y operación, disponibilidad y precio de los insumos, etc.) y el riesgo financiero (interrupciones en el acce-

so al crédito, fluctuaciones en la tasa de interés o el tipo de cambio), y los riesgos políticos, relacionados con las reglas de juego que fija el gobierno (cambio de regímenes, revocación de permisos, etc.).

En los capítulos siguientes se efectuará el análisis de las diversas fuentes de financiamiento para proyectos de infraestructura.

1.1 FUENTES DE FINANCIAMIENTO

En un todo de acuerdo con el programa de actividades pautado, en esta primera etapa hemos de efectuar la enumeración y análisis de las opciones de financiamiento disponibles tanto en el mercado local, como en el internacional considerando asimismo el mercado regional.

A tales fines y en orden a una mejor exposición, seguidamente vamos a efectuar una enumeración genérica de las fuentes de financiamiento posible, tomando en consideración el origen de los fondos, sean estos públicos, privados o semipúblicos.

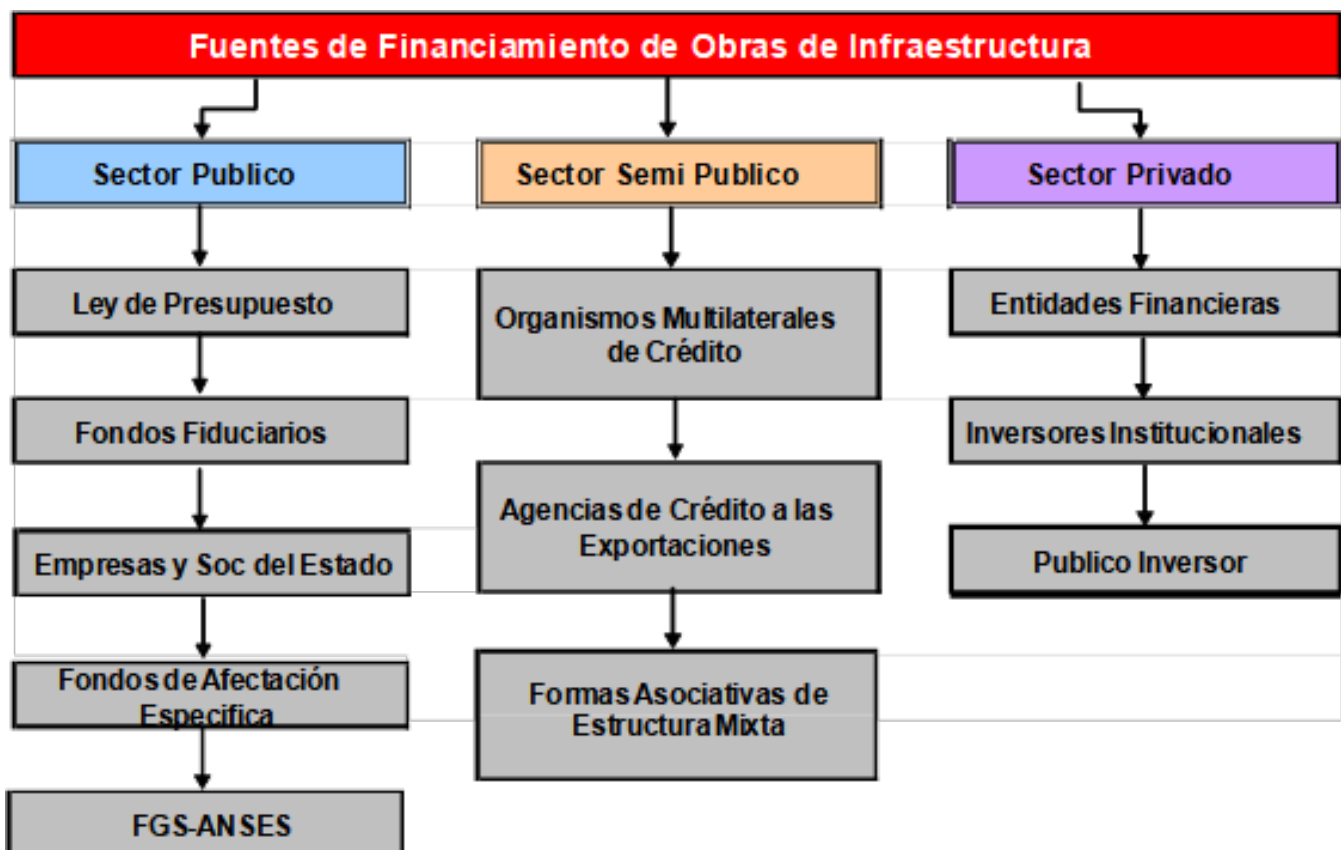


Gráfico 1. Fuentes de financiamiento de obras de infraestructura.

1.1.1 SECTOR PÚBLICO

LEY DE PRESUPUESTO

En cada una de las jurisdicciones (Nacional, Provincial y Municipal) la ley de presupuesto respectiva dispone la asignación de diversas fuentes de financiamiento en la aplicación selectiva de los gastos primarios destinados a las obras prioritarias en materia de infraestructura económica y social.

CLARIFICANDO ALGUNOS CONCEPTOS

Como previo al análisis del contenido de los tres últimos proyectos de ley de presupuesto, con independencia del estado parlamentario que en definitiva pudieron alcanzar, es menester clarificar el alcance de algunos conceptos:

- *Se denomina “Inversión ejecutada por el Sector Público” a la inversión que realizan los Organismos del Sector Público, sin considerar la fuente de financiamiento. Esta inversión podrá ser Nacional, Provincial o Municipal, según sea la jurisdicción de pertenencia de la entidad inversora.*
- *Se entiende por “Inversión Presupuestaria” a toda la inversión realizada por los Organismos del Sector Público, que se encuentren comprendidos en el Presupuesto de la Administración Nacional, o en su caso, de las jurisdicciones provinciales o municipales.*
- *Se designa “Inversión No Presupuestaria” a la inversión realizada por Organismos del Sector Público no comprendidos en el Presupuesto de la Administración Nacional, o en su caso, de jurisdicciones provinciales o municipales.*

En esta inteligencia, la Inversión del Sector Público comprende los siguientes conceptos:

- *Los gastos de capital ejecutados por el Gobierno Nacional, a través del Presupuesto de la Administración Nacional y por los Organismos Extrapresupuestario.*

- *Las inversiones realizadas por el sector privado, financiadas con recursos públicos.*
- *Los gastos de capital ejecutados por las Provincias y Municipios financiadas por transferencias nacionales y por otros recursos.*

Por su parte, y continuando con la clarificación de los conceptos fundamentales, es dable señalar que las instituciones que conforman el Sector Público Nacional son las siguientes:

- *Administración Pública Nacional (APN), conformada por la Administración Central, los Organismos Descentralizados y las Instituciones de la Seguridad Social.*
- *Universidades Nacionales.*
- *Empresas y Sociedades No Financieras del Estado Nacional.*
- *Entes Públicos.*
- *Fondos Fiduciarios.*

La Inversión Pública Presupuestaria de la Nación se financia con recursos procedentes de distintas fuentes y orígenes. Estos recursos son clasificados en función de su disponibilidad (posibilidad o no de asignar entre diversos destinos), origen (interno o externo) o tipo de transacción que origina el recurso (por ejemplo, créditos, transferencias).

Así las cosas, las fuentes presupuestarias son las siguientes:

- *Fuente 1.1. Recursos del Tesoro nacional. Recursos provenientes de rentas generales, de libre disponibilidad*
- *Fuente 1.2. Recursos propios. Recursos captados por un organismo con origen en la recaudación tributaria y previsional, la venta de bienes y servicios, la renta de la propiedad, la venta de activos, el cobro de tasas, derechos, regalías, etc.*

- *Fuente 1.3. Recursos con afectación específica. Recursos provenientes de rentas generales para financiar instituciones, programas y actividades específicas de la Administración Central*
- *Fuente 1.4. Transferencias internas Recursos de personas y/o instituciones que desarrollan sus actividades en el territorio nacional; incluyen contribuciones figurativas, donaciones y transferencias entre organismos descentralizados*
- *Fuente 1.5. Crédito interno Recursos provenientes de títulos de deuda, pasivos con proveedores y préstamos realizados en el mercado interno*

FINALIDAD-FUNCIÓN	GASTOS CORRIENTES			RENTAS DE LA PROPIED.	PREST. SEG.SOCIAL
	REMUN.	OTROS G.C.	TOTAL		
ADMINISTRACION GUBERNAMENTAL	111.006.116.606	20.667.297.518	131.673.414.124	22.208.464	0
Legislativa	18.552.807.001	1.267.595.007	19.820.402.008	0	0
Judicial	62.811.215.302	2.545.742.617	65.356.957.919	0	0
Dirección Superior Ejecutiva	6.925.225.342	6.451.145.815	13.376.371.157	3.511.023	0
Relaciones Exteriores	10.529.559.800	1.484.175.498	12.013.735.298	639.600	0
Relaciones Interiores	5.965.515.589	7.087.863.137	13.053.378.726	17.968.242	0
Administración Fiscal	1.736.355.896	913.799.821	2.650.155.717	89.599	0
Control de la Gestión Pública	3.356.255.002	186.472.173	3.542.727.175	0	0
Información y Estadística Básicas	1.110.282.674	749.403.450	1.859.686.124	0	0
SERVICIOS DE DEFENSA Y SEGURIDAD	162.697.633.477	17.119.855.783	179.817.489.260	2.421.920	0
Defensa	60.396.438.982	8.050.341.481	68.446.780.463	2.217.520	0
Seguridad Interior	82.647.603.083	4.908.270.969	87.555.874.052	204.400	0
Sistema Penal	13.102.255.094	3.110.235.629	16.212.490.723	0	0
Inteligencia	6.551.336.318	1.051.007.704	7.602.344.022	0	0
SERVICIOS SOCIALES	119.900.535.086	54.208.173.467	174.108.708.553	179.261.667	1.792.971.892.448
Salud	25.113.142.394	26.417.891.746	51.531.034.140	5.774.000	0
Promoción y Asistencia Social	6.902.869.982	6.780.153.110	13.683.023.092	725.000	0
Seguridad Social	20.346.159.619	6.650.119.380	26.996.278.999	120.014.705	1.792.971.892.448
Educación y Cultura	30.366.198.252	5.514.673.655	35.880.871.907	20.000	0
Ciencia y Técnica	29.565.810.667	7.352.930.712	36.918.741.379	50.798.729	0
Trabajo	4.054.105.238	1.045.540.653	5.099.645.891	1.929.233	0
Vivienda y Urbanismo	3.211.714.236	359.699.024	3.571.413.260	0	0
Agua Potable y Alcantarillado	340.534.698	87.165.187	427.699.885	0	0
SERVICIOS ECONOMICOS	44.032.214.341	11.684.433.560	55.716.647.901	4.596.051	0
Energía, Combustibles y Minería	8.080.818.173	1.049.117.950	9.129.936.123	105.000	0
Comunicaciones	4.379.470.265	1.149.261.354	5.528.731.619	1.449.130	0
Transporte	15.118.335.927	2.449.883.288	17.568.219.215	1.265.710	0
Ecología y Medio Ambiente	2.267.956.990	779.783.517	3.047.740.507	0	0
Agricultura	7.461.280.379	1.461.102.171	8.922.382.550	0	0
Industria	4.512.962.114	2.898.587.832	7.411.549.946	1.776.211	0
Comercio, Turismo y Otros Servicios	1.183.762.554	1.722.425.495	2.906.188.049	0	0
Seguros y Finanzas	1.027.627.939	174.271.953	1.201.899.892	0	0
DEUDA PUBLICA	0	5.822.785.134	5.822.785.134	740.566.364.285	0
Servicio de la Deuda Pública	0	5.822.785.134	5.822.785.134	740.566.364.285	0
TOTAL	437.791.499.610	109.602.646.482	647.284.044.972	740.774.862.387	1.792.971.892.448

Tabla 1. Composición del gasto por finalidad – función y por carácter económico.

- Fuente 2.1. Transferencias externas Transferencias provenientes de gobiernos y organismos del exterior
- Fuente 2.2. Crédito externo Créditos provenientes de gobiernos y organismos del exterior.

PRESUPUESTO 2019

Los gastos de capital de la Administración Nacional previstos para 2019 ascienden a \$184.216,8 millones. Ello es explicado, fundamentalmente, por el gasto en Transporte (43%), Vivienda y Urbanismo (13%) y Agua potable y Alcantarillado (13%)².

GASTOS DE CAPITAL						TOTAL	
IMPUESTOS DIRECTOS	TRANSF. CORRIENTES	TOTAL	INVERS. REAL DIREC.	TRANSF. DE CAPITAL	INVERSIÓN FINANCIERA	TOTAL	GENERAL
13.508.027	18.304.661.859	150.013.792.474	3.642.282.493	3.443.937.000	10.836.157.000	17.922.376.493	167.936.168.967
460.000	43.020.000	19.863.882.008	227.172.999	0	0	227.172.999	20.091.055.007
3.637.531	526.660.000	65.887.255.450	1.054.945.537	0	0	1.054.945.537	66.942.200.987
416.304	127.442.845	13.507.741.329	904.520.348	0	0	904.520.348	14.412.261.677
0	1.997.903.102	14.012.278.000	405.983.831	0	10.836.157.000	11.242.140.831	25.254.418.831
19.193	15.586.317.787	28.657.683.948	622.445.872	3.443.937.000	0	4.066.382.872	32.724.066.820
6.770.172	21.690.125	2.678.705.613	223.556.903	0	0	223.556.903	2.902.262.516
2.204.827	1.128.000	3.546.060.002	46.675.618	0	0	46.675.618	3.592.735.620
0	500.000	1.860.186.124	156.981.385	0	0	156.981.385	2.017.167.509
21.521.749	2.395.186.982	182.236.619.911	5.391.629.636	143.162.901	0	5.534.792.537	187.771.412.448
6.352.216	8.628.982	68.463.979.181	2.578.504.066	0	0	2.578.504.066	71.042.483.247
15.102.598	2.236.558.000	89.807.739.050	1.646.375.056	0	0	1.646.375.056	91.454.114.106
0	150.000.000	16.362.490.723	1.165.766.615	143.162.901	0	1.308.929.516	17.671.420.239
66.935	0	7.602.410.957	983.899	0	0	983.899	7.603.394.856
44.322.909	608.068.723.792	2.575.372.909.369	10.940.078.795	55.559.963.607	207.246.706	66.707.289.108	2.642.080.198.477
23.369.096	97.020.783.197	148.580.960.433	632.786.616	483.745.880	0	1.116.532.496	149.697.492.929
1.796.204	49.871.705.052	63.557.249.348	397.874.001	2.441.365.901	75.898.884	2.915.138.786	66.472.388.134
0	265.520.274.998	2.085.608.461.150	904.529.342	0	0	904.529.342	2.086.512.990.492
9.424.720	184.911.889.078	220.802.205.705	2.753.484.175	5.722.748.045	25.200.000	8.501.432.220	229.303.637.925
2.186.089	5.125.099.467	42.096.825.664	3.798.675.200	257.701.296	106.147.822	4.162.524.318	46.259.349.982
7.546.800	5.251.962.000	10.361.083.924	219.403.308	154.148.372	0	373.551.680	10.734.635.604
0	330.710.000	3.902.123.260	42.683.710	24.726.044.692	0	24.768.728.402	28.670.851.662
0	36.300.000	463.999.885	2.190.642.443	21.774.209.421	0	23.964.851.864	24.428.851.749
35.003.594	278.296.691.067	334.052.938.613	66.995.507.656	25.486.863.861	1.600.000.000	94.082.371.517	428.135.310.130
52.000	206.444.663.677	215.574.756.800	4.280.956.378	3.039.294.879	0	7.320.251.257	222.895.008.057
1.547.009	5.642.326.000	11.174.053.758	140.115.538	949.070.823	0	1.089.186.361	12.263.240.119
4.409.235	61.837.848.000	79.411.742.160	59.049.311.392	18.802.049.472	1.600.000.000	79.451.360.864	158.863.103.024
1.540.055	1.510.934.852	4.560.215.414	1.615.328.715	2.306.396.871	0	3.921.725.586	8.481.941.000
0	1.618.804.538	10.541.187.088	177.643.710	248.422.405	0	426.066.115	10.967.253.203
25.651.051	1.133.196.000	8.572.173.208	313.865.955	0	0	313.865.955	8.886.039.163
152.197	107.000.000	3.013.340.246	1.336.086.285	141.629.411	0	1.477.715.696	4.491.055.942
1.652.047	1.918.000	1.205.469.939	82.199.683	0	0	82.199.683	1.287.669.622
0	0	746.389.149.419	0	0	0	0	746.389.149.419
0	0	746.389.149.419	0	0	0	0	746.389.149.419
114.356.279	908.840.283.700	3.888.096.409.788	86.969.498.680	84.603.927.369	12.643.403.706	184.216.829.655	4.172.312.239.441

². <https://www.minhacienda.gov.ar/onp/presupuestos/2019>

La prioridad está asignada a la inversión real directa y a las transferencias de capital, que juntas acumulan el 94% del total del gasto de capital.

El universo de la inversión en infraestructura pública considerado corresponde a la Inversión del Sector Público Nacional ejecutada por las jurisdicciones y entidades de la Administración Nacional y los subsectores del Sector Público Nacional (inversión real directa; transferencias de capital, incluido el Fondo Federal Solidario hasta 2018; inversión financiera y aplicaciones financieras; y las empresas públicas y sociedades del Estado, entre otros entes); a la Inversión Pública de las provincias; y aquellos proyectos de infraestructura pública ejecutados a través de inversión privada o bajo la modalidad de participación público-privada (PPP).

La evolución reciente de la inversión en infraestructura pública permite observar una tendencia positiva en los montos invertidos, que se prevé alcance un 4,4% del PBI en 2019, lo que implica 0,5 puntos porcentuales más que en 2016 (o sea, un 11% más en términos del producto bruto). A su vez, no debe soslayarse que, en el marco de los esfuerzos que viene realizando el gobierno en la lucha contra la corrupción, se han registrado avances tendientes a mejorar la transparencia y a disminuir la burocratización excesiva, lo que redundará en mayor infraestructura para un mismo nivel de gasto.

Este comportamiento refleja las políticas no sólo en cuanto al nivel invertido, sino también en el cambio en la participación de los actores intervinientes: i) mayor utilización de herramientas alternativas de financiamiento, donde el sector privado asume riesgos y aporta recursos, y ii) mayor incidencia de la inversión pública de las provincias.

En relación con el primer punto, en los últimos años se verificó un significativo aumento de la participación de la inversión privada en infraestructura pública, pasando del 0,2% del PBI en 2016 al 0,6% en 2017. Para 2018 se estimó una profundización de ese comportamiento, principalmente por la performance prevista para los proyectos de inversión a ser financiados bajo la modalidad de participación público-privada (grafico 2).

Con relación a la participación de las provincias, en el período 2016-2017 la inversión registró un incremento de 0,5 puntos porcentuales del PBI. En 2019, aun alcanzando un resultado primario positivo, se espera que se mantenga en torno a 1,8% del PBI, situación que es consecuencia de la política de desconcentración de recursos desde la Nación hacia las provincias que viene realizando el Gobierno Nacional.

Una de las herramientas para continuar avanzando en esa dirección será la profundización de los pres-

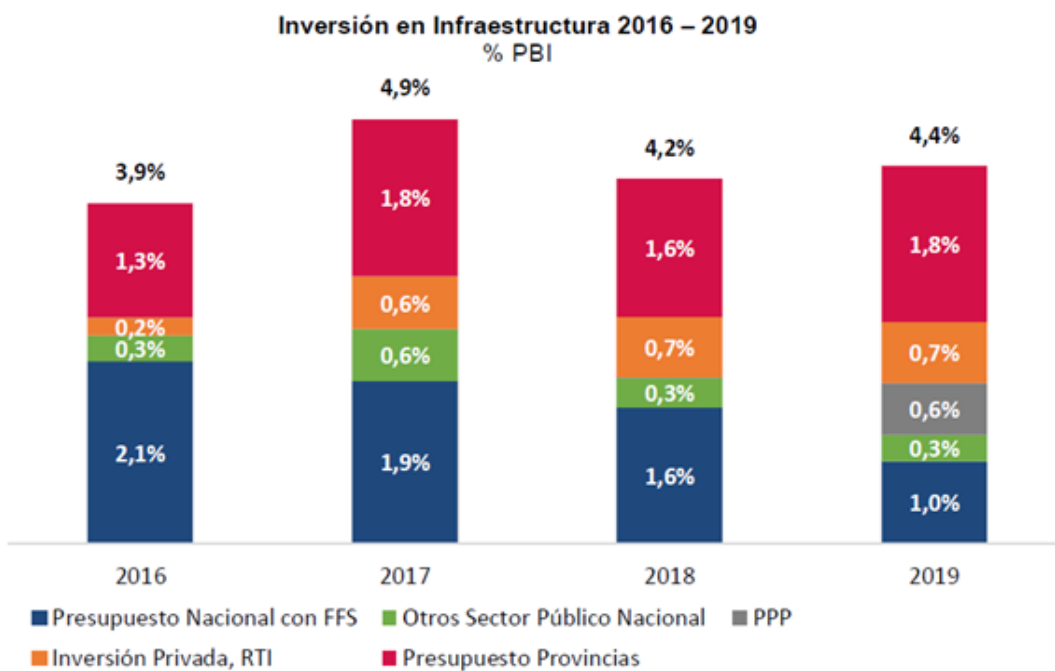


Gráfico 2. Inversión en infraestructura 2016-2019.

tamos subsidiarios a las provincias, que consisten en operaciones de financiamiento que los organismos internacionales de crédito otorgan a la Nación, cuyos recursos son a su vez re prestados a las provincias, para que sean éstas las que ejecuten las inversiones. Estas operaciones estarán destinadas en especial a aquellas finalidades y funciones de competencia primaria de las provincias, como vivienda, agua y saneamiento, salud, espacio público y medio ambiente. De esta manera, las provincias podrán acceder a mejores condiciones de financiamiento y dispondrán de recursos para ejercer adecuadamente sus competencias primarias, posibilitando, a su vez, una mejor planificación de sus gastos de inversión.

La política de potenciar el carácter federal de la inversión en infraestructura, asumida por el gobierno a partir de 2016, constituye una tendencia seguida por buena parte de las economías avanzadas y emergentes, donde los gobiernos subnacionales ejecutan más del 50% de la inversión pública.

Para la formulación del Presupuesto 2019 se llevó a cabo una revisión integral de la normativa y de los procesos involucrados, y se trabajó en la profundización del control de la formulación de los proyectos de inversión. En virtud de ello, se realizó una mejora significativa en la cantidad y calidad de la carga de información de los proyectos de inversión en el BAPIN por parte de las jurisdicciones, lo que permitió un análisis de mayor profundidad por parte de la Dirección Nacional de Inversión Pública (DNIP). En ese sentido, fueron postulados 6.479 proyectos para su inclusión en el Proyecto de Presupuesto 2019, por un monto de \$ 385.493 millones. Una vez establecidos los techos de gasto de capital para cada jurisdicción, finalmente se incluyeron en el Presupuesto 2.297 proyectos, por un monto de \$ 175.000 millones. Para los proyectos a iniciar y mayores a \$ 10 millones de monto total (639 casos), se analizó la correcta aplicación de los principios conceptuales de formulación, control que por primera vez desde la vigencia del Sistema Nacional de Inversión Pública (SNIP) se realiza en la instancia previa a la inclusión en el Presupuesto. A su vez, sobre el subgrupo de los proyectos de inversión a iniciar y mayores a \$ 200 millones de monto total (184 casos), se realizó un análisis más exhaustivo, que evaluó la coherencia entre la problemática a resolver y el proyecto de inversión propuesto para tal fin, incluyendo las alternativas no seleccionadas.

En 2018, en el marco de un acuerdo con la OCDE, se trabajó en el mejoramiento de la gobernanza de la inversión en infraestructura. En tal sentido, se llevó

adelante un proceso cuyos fines principales serán la contribución al incremento de la eficiencia de la inversión y la mejora de la gestión de las políticas de infraestructura, puntualizando en el análisis de las prácticas de priorización, planeamiento estratégico y elaboración presupuestaria.

Para 2019, se continuó desarrollando, en conjunto con las jurisdicciones, la metodología de cálculo de brechas sectoriales de infraestructura pública, la que arroja como resultado un mejor diagnóstico de las necesidades de inversión derivadas de la distancia entre la situación actual y los objetivos de mediano y largo plazo. De esta forma, se favorece la toma de decisiones de las autoridades políticas bajo un enfoque integral y se dispone de una planificación estructurada en función de los objetivos planteados.

Por otro lado, el gobierno profundizó el control de la formulación y evaluación de los proyectos de inversión, ya que para la elaboración del Presupuesto 2020 se prevé avanzar en el análisis sistematizado de la calidad de la información referida a los principios conceptuales de formulación, haciendo hincapié en la coherencia entre diagnóstico, objetivos y propósito, y las metas de cobertura territorial y de población beneficiaria detallada en cada proyecto. Respecto del control de la correcta evaluación socioeconómica y sectorial de los proyectos, se pone mayor énfasis en la pertinencia y relevancia de los indicadores seleccionados respecto de las características de la inversión propuesta.

Asimismo, durante 2019 se trabaja en la implementación de una nueva instancia de intervención del Órgano Responsable del SNIP, cuya finalidad consiste en verificar, previo al llamado a licitación o contratación de una obra o adquisición de bien de capital mayor a un monto determinado, que existe correspondencia entre la inversión a realizar y la registrada en el Banco de Proyectos de Inversión Pública (BAPIN) al momento de su inclusión al Presupuesto en cuanto al alcance, cobertura y características de la prestación del servicio que el proyecto de inversión pública hará efectivo, así como también en cuanto al monto involucrado. Esta intervención constituye un elemento clave para evitar los desvíos entre las inversiones aprobadas por el Poder Legislativo y las inversiones finalmente ejecutadas.

Por último, se planea trabajar con la OCDE en un relevamiento y diagnóstico del SNIP, con el objeto de generar acciones conducentes para la incorporación de la Argentina a este grupo de países.

A continuación, se detallan los principales Planes Estratégicos de inversión pública.

PLAN NACIONAL DE TRANSPORTE

Este plan apunta a mejorar las condiciones de movilidad de las personas y de los bienes con un enfoque federal, integrado e intermodal. Su implementación permitirá reducir los tiempos de traslado, sus costos y externalidades negativas y, al mismo tiempo, mejorar la seguridad, el confort y la sustentabilidad. El Plan está conformado por cinco ejes estratégicos:

- El **Plan Nacional Vial** tiene como objetivo mejorar la infraestructura vial de la red nacional. En este sentido, se apunta a construir, en el mediano plazo, 2.800 km de autopistas nuevas e incorporar 4.000 km de rutas seguras que permitirán mejorar la accesibilidad, contribuir a la seguridad vial y, al mismo tiempo, reducir los costos logísticos. Desde el inicio de la gestión del gobierno actual se finalizaron 356 km de autopistas nuevas y 1.552 km se encuentran en ejecución. Asimismo, se realizaron pavimentaciones y reparaciones en más de 5.096 km de la Red Vial Nacional, y otros 14.000 km se encuentran en ejecución.

Por otra parte, cabe destacar la realización de la primera licitación bajo la modalidad de PPP. Se trata de la Etapa I del Proyecto de Red de Autopistas y Rutas Seguras (RARS), la cual está integrada por seis nuevos corredores viales que comprenden más de 3.300 km de rutas nacionales correspondientes a las provincias de Buenos Aires, Córdoba, La Pampa, Mendoza y Santa Fe. El plan de obra nueva para dichos corredores implica más de 2.500 km a través de la construcción de nuevas autopistas (813 km), rutas seguras (1.494 km) y obras especiales (252 km), así como 17 variantes a distintas localidades.

La inversión total estimada para los seis corredores viales será superior a USD 8.000 millones, de los cuales USD 6.000 millones se ejecutarán durante los 4 primeros años y más de USD 2.000 millones durante los 11 años subsiguientes en obras complementarias y de mantenimiento.

La mencionada licitación incluyó la contratación del diseño, construcción, ampliación, mejora, reparación, remodelación, operación, manteni-

miento y explotación comercial de los seis corredores viales. En ese marco, se presentaron 32 ofertas realizadas por 10 consorcios compuestos por 19 empresas nacionales y 7 internacionales. Los 6 contratos de participación público-privada fueron adjudicados y posteriormente suscriptos por la Dirección Nacional de Vialidad y los respectivos adjudicatarios de la licitación.

- El **Plan de Infraestructura de Transporte Público Urbano** tiene como principal objetivo mejorar la accesibilidad y promover los viajes en transporte público en las áreas urbanas.

En este marco, se está trabajando para extender el sistema de Metrobús a las principales ciudades del país y afianzar la Red en el Área Metropolitana de Buenos Aires. Del mismo modo, con el objetivo de jerarquizar la red de ferrocarriles metropolitanos de Buenos Aires, y de modernizar el servicio, garantizar la seguridad y mejorar el confort, se continúa con las obras para modernizarla.

- El **Plan Ferroviario de Cargas** busca rehabilitar diversos ramales de la red ferroviaria para aumentar, en el mediano plazo, la participación del ferrocarril en el total de cargas transportadas. Así, se pretende consolidar una matriz de carga sustentable, que promueva la intermodalidad y reduzca los costos logísticos. En este marco, ya se renovaron más de 500 kilómetros de vía del Belgrano Cargas, y otros 400 kilómetros se encuentran en ejecución. Además, se realizan avances para instrumentar el nuevo marco de operación ferroviaria, abierto y competitivo, a partir de 2023.

- El **Plan Aerocomercial** busca potenciar la conectividad aérea de la Argentina, duplicando el tráfico aéreo en tres años. Ya aumentaron un 37% los pasajeros domésticos transportados (primeros semestres comparados de 2015 versus 2018). Al mismo tiempo, gracias al otorgamiento de nuevas rutas, creció un 185% la conectividad doméstica sin pasar por Buenos Aires. Esto se está logrando mediante la simplificación de la normativa, transparentando al sistema, y con una inversión en infraestructura aérea histórica: en estos tres años se finalizaron obras en 16 aeropuertos del país, y otros ocho se encuentran en proceso de renovación.

- El **Plan de Puertos y Vías Navegables** busca mejorar la competitividad y resulta estratégico para reducir costos logísticos y lograr una conexión más competitiva de Argentina con el mundo. En este sentido, se está trabajando en conjunto con los gobiernos provinciales para ampliar capacidad en diversos puertos del país. Además, con el Puerto de Buenos Aires se está avanzando en la simplificación de la normativa y la reducción de costos de operación.

PLAN NACIONAL DE AGUA Y PLAN DE VIVIENDA Y HABITAT

Para el ejercicio 2019, se priorizará la ejecución de obras orientadas a mejorar la calidad de vida de la población e incrementar la competitividad territorial, poniendo el foco en la transparencia, la planificación integral y la coordinación con los diferentes niveles de gobierno y actores sociales. Además, se busca propiciar ambientes competitivos, vinculando al sector privado en la ejecución de proyectos para disminuir los costos para el Estado y maximizar el impacto en la vida de los ciudadanos. Durante este ejercicio, se implementarán diversas líneas de financiamiento para la realización de obras, por parte de provincias y municipios, en el marco de la mencionada política de re-préstamos, por un monto de alrededor de \$ 16.000 millones en condiciones de financiamiento blando.

- El **Plan Nacional de Agua** consta de cuatro ejes: agua potable y saneamiento, adaptación del territorio al cambio climático, obras multipropósito y nuevas áreas de riego. En el primer caso, el plan tiene una meta específica de cobertura de 100% en agua potable y de 75% en cloacas en las áreas urbanas del país para 2023. El plan apunta también a mejorar la calidad del servicio. Actualmente hay 250 obras de agua y saneamiento en ejecución, y otras 280 ya finalizadas. Entre las obras, se destaca el avance de Colectores y ampliación de planta de la Ciudad de Córdoba y el Acueducto San Lorenzo en la provincia de Santa Fe. En el área metropolitana se continúa con el Sistema Matanza Riachuelo, que busca garantizar el servicio de cloacas para 4,5 millones de habitantes de 14 partidos. En la zona del Plan Belgrano, se encuentra en proceso de adjudicación la Planta Tratamiento de Líquidos cloacales en Concepción de Tucumán e inició la obra de red de cloacas y colectores para la ciudad de Santiago del Estero, que complementará a la planta de tratamiento ya finalizada. Para 2019, se prevé avanzar con la construcción del Segundo Acue-

ducto del Interior, en la provincia de Chaco, y se realizarán obras en la Planta Potabilizadora en Dique Campo Alegre y en el Acueducto Norte, en la provincia de Salta. Por otra parte, en el marco del Sistema de Agua Sur, se realizará la construcción de tres módulos de tratamiento en la Planta Potabilizadora Gral. Belgrano, en Bernal, provincia de Buenos Aires, y se llevarán a cabo obras del tramo 2 del Río Subterráneo para transporte de agua potable de Lomas de Zamora a Esteban Echeverría, en la provincia de Buenos Aires. Además, se prevé trabajar en el aprovechamiento de los recursos hídricos con fines productivos mediante la implementación del Programa de Agua para la Producción, iniciativa interjurisdiccional en la que participan, además, otros organismos. En 2019, se propone licitar nuevas áreas de riego dentro de las 48 áreas acordadas con los gobernadores, con prioridad en las provincias de Chubut, Neuquén y Río Negro. El Plan también busca proteger a la población y los sistemas productivos de los extremos climáticos mediante la elaboración de planes de gestión de cuencas y diversas obras que permitan la adaptación de núcleos urbanos, áreas rurales y sectores productivos a excesos hídricos y a sequías. En esta línea, para 2019 está previsto continuar con el Tramo IV de la obra Río Salado, una obra muy postergada y necesaria para la provincia de Buenos Aires, y el reacondicionamiento del Canal San Antonio entre Córdoba y Santa Fe, que permitirán sanear más de 600.000 hectáreas en una de las zonas más productivas de nuestro país. Además, continuarán las obras de ampliación del Canal 16, en la provincia de Chaco, el saneamiento del Río Tajamar, en La Rioja, y se trabajará en el Programa de acciones estructurales y no estructurales para la recuperación urbana de la localidad de Volcán, en la provincia de Jujuy. Respecto a las Obras Multipropósito, para 2019 se avanzará con la licitación y adjudicación del Aprovechamiento Hídrico Multipropósito Portezuelo del Viento en Mendoza, cuyo propósito no es sólo la producción de energía eléctrica, sino también la regulación de caudales del río para producción agrícola, el incremento del desarrollo local a través del turismo y la generación de nuevos puestos de empleo.

- El **Plan Nacional de Vivienda y Hábitat** tiene como objetivo acercarle a quienes más lo necesitan soluciones habitacionales sustentables y mejorar el acceso integral al hábitat, generando oportunidades de encuentro y convivencia. Actualmente, más de 3,8 millones de hogares sufren algún tipo de

déficit. En cuanto a vivienda, se continuará con la implementación de un nuevo modelo de gestión que permite, durante una transición ordenada, disminuir el rol del Estado constructor y a la vez, aumentar la oferta de viviendas mediante la implementación de distintos instrumentos, como los créditos PROCREAR y las iniciativas de asociación público-privadas. Desde 2016 a la fecha, se han otorgado 30.932 créditos y, para 2019, se planea otorgar 9.000 subsidios bajo el Programa de Procrear Ahorro Joven y 7.000 viviendas de Desarrollos Urbanísticos. Asimismo, se espera consumir el stock de viviendas sociales por medio del Plan Nacional de Vivienda alcanzando las 23.358 viviendas. El fideicomiso PROCREAR recibirá una nueva transferencia de fondos por \$ 4.055 millones, mientras que el Fideicomiso para la Vivienda Social recibirá una transferencia de \$ 2.731 millones. Por último, y en virtud del cambio de paradigma de gestión de viviendas para el 2019, se prevé trabajar en la articulación de un nuevo programa, el cual por medio de un crédito intermedio otorgado por el Banco Nación a desarrolladores privados con financiamiento del sector privado (PPP), se prevé la construcción de 13.000 viviendas.

En cuanto a Infraestructura urbana, se intensificará la intervención en el desarrollo de ciudades y áreas periurbanas compactas, integradas, inclusivas, sustentables y resilientes, mediante el diseño y ejecución de obras, programas y políticas nacionales de infraestructura y servicios urbanos. Actualmente, se encuentran en ejecución obras de infraestructura urbana en 507 áreas distribuidas en todas las provincias del país, que benefician a 1,3 millones de familias, y se proyecta concluir las en 2019.

PLAN ENERGÉTICO ARGENTINO

El Plan Energético Argentino tiene la visión de proveer a los argentinos de energía abundante, limpia y a precio accesible, y transformar al país en un proveedor mundial a través del desarrollo masivo y responsable de recursos no convencionales y de la incorporación de energías renovables, alcanzando costos competitivos para el desarrollo de las PyMEs, las industrias y el transporte. Los principales objetivos sectoriales son duplicar la producción de gas y petróleo en cinco años, contribuyendo a la mejora de la balanza comercial y desarrollar el potencial en recursos renovables.

El objetivo es alcanzar una matriz energética diversificada, que permita el desarrollo económico y que

cuide el medio ambiente. Para lograr ello, a través del programa Renovar ya se adjudicaron 147 proyectos por una potencia de 4.466 MW (2.466 eólica, 1.732 fotovoltaica, 236 biogás y biomasa, 32 de pequeños aprovechamientos hidroeléctricos), las que, sumadas a los proyectos a realizarse, permitirán alcanzar el cumplimiento de las metas fijadas por la Ley N° 27.191 (20% de la generación renovable en 2025).

- En relación con el **sector eléctrico**, se implementarán políticas que promuevan la ampliación del parque generador y en particular del transporte de energía eléctrica. Para ello, en 2018 se lanzará el primer proyecto bajo la modalidad de PPP en la órbita de energía para construir las líneas de Transmisión que conectan Río Diamante (Mendoza) con Coronel Charloné (provincia de Buenos Aires), 500km de 500kV y 400 km de 132kV, con una inversión estimada de USD 650 millones en 3 años. Por otra parte, para 2019, en el marco del Préstamo Energía Renovable en Mercados Rurales II (PERMER II) se realizarán obras y se instalarán equipos de provisión eléctrica a partir de recursos renovables (solares o eólicos) para viviendas familiares, escuelas y conglomerados aislados de las redes del sistema interconectado nacional o provincial.
- En relación al **sector de hidrocarburos**, el gran desafío es acelerar el desarrollo masivo y responsable de la formación Vaca Muerta, en las provincias de Neuquén y Mendoza. Para ello, se continuará incentivando la inversión y se planificará la construcción de importantes gasoductos que permitan transportar la nueva producción desde Neuquén a Rosario y/o Buenos Aires. Junto al Ministerio de Transporte, bajo la modalidad de PPP, se trabajará en el Tren Norpatagónico, que unirá Añelo con Bahía Blanca, permitiendo no sólo el transporte de arenas e insumos para la inversión hidrocarburífera sino también el desarrollo de producciones agrícolas e industriales en todo el trazado del tren.

También se trabajará en el proyecto Patagonia LNG para la construcción de plantas de Licuefacción de Gas con el objetivo de exportar gas licuado a partir del año 2023. En 2018, luego de 11 años, se volvió a exportar gas a Chile gracias al gran incremento de la producción de gas. Adicionalmente, se fomentará la exploración del potencial hidrocarburífero costas afuera de Argentina a partir de concursos para otorgar los permisos respectivos en línea con la li-

citación lanzada en 2018. Para 2019, se prevé avanzar en las siguientes obras: i) Construcción del Sistema de Transporte de Gas Cordillerano - Patagónico, en las provincias de Chubut, Neuquén y Río Negro; ii) Construcción del Gasoducto Regional Centro II, en la provincia de Santa Fe; y iii) Expansión del Gasoducto de la Costa, en la provincia de Buenos Aires.

- En relación con el **sector nuclear**, se propone promover la gestión eficiente de los activos utilizando recursos derivados de la generación nucleoelectrica para financiar los gastos de capital de Nucleoelectrica Argentina S.A. Esta política tiene como objetivos: i) alinear los incentivos de los distintos actores del sistema nuclear a fines de optimizar la gestión de la inversión pública del sector; ii) contribuir al equilibrio fiscal, reduciendo significativamente los aportes del Tesoro al sector; y iii) sostener un caudal de inversión suficiente para continuar la operación segura y confiable de las centrales nucleares existentes, desarrollando proyectos que permitan expandir la capacidad instalada del sector. Asimismo, para 2019, se destacan inversiones que darán continuidad a los siguientes proyectos: i) diseño, construcción y puesta en marcha de un Reactor Nuclear Argentino Multipropósito (RA-10); ii) construcción y equipamiento de Centros de Medicina Nuclear; y iii) construcción de la nueva Planta de Conversión de Uranio en la provincia de Formosa, a cargo de Dioxitek S.A.

Por otro lado, continuarán las políticas de ahorro y eficiencia con el objetivo de hacer un uso responsable de la energía. En esta línea, se profundizarán las campañas públicas de difusión y educación para hogares, grandes industrias y PyMEs. Además, continuará fomentándose el recambio de luminarias de la vía pública por equipos más eficientes, buscando también implementar nuevos programas que conlleven un uso eficiente de los recursos energéticos, tanto en la oferta de fuentes primarias y secundarias, como en las etapas de transformación y en los distintos sectores de consumo final. En tal sentido, en 2019, se realizarán obras, en diferentes provincias, destinadas a mejorar la calidad de los servicios de distribución, a través de la ampliación y mejoramiento de redes de baja, media y alta tensión y la repotenciación de subestaciones.

PLANES EN EDUCACIÓN, CULTURA, CIENCIA Y TECNOLOGÍA

En **Educación, Cultura y Ciencia y Tecnología** se prevé trabajar en el mejoramiento de la infraestructura escolar, la promoción de la educación digital y el desarrollo de la ciencia y la tecnología.

En materia educativa se prevé fortalecer ediliciamente los jardines, ampliar salas y construir nuevos jardines de infantes. Asimismo, se trabajará en mejorar el parque edilicio del nivel secundario y mejorar y adecuar la infraestructura universitaria para el desarrollo de la docencia, la investigación y la extensión, como funciones principales de la Universidad Argentina. Mediante el Programa de Mejoramiento de la Educación Rural, se llevarán a cabo obras de provisión de servicios básicos en escuelas ubicadas en zonas rurales. Por otra parte, en el marco del Plan País Digital, se invertirá en la provisión de equipamiento y tecnología para garantizar el cumplimiento de derechos fundamentales de integración al mundo e igualdad de posibilidades en el acceso a una educación de calidad.

Respecto de la ciencia y la tecnología, se fomentará la investigación y el desarrollo a través de la vinculación y transferencia, promoviendo la innovación productiva de los distintos sectores. Se destacan proyectos vinculados a actividades satelitales, como el desarrollo del Satélite Argentino Brasileño (SABIA-MAR) y el de dos satélites de observación terrestre en el marco de la Misión SAOCOM.

El Ministerio de Salud y Desarrollo Social, por medio de la secretaría de gobierno de salud y en el marco de la promoción del Desarrollo Humano Sustentable, prevé continuar implementando la Cobertura Universal de Salud, definida como una de las iniciativas prioritarias, cuyo fin es consolidar en un marco federal un sistema de atención que garantice un acceso equitativo, aborde las necesidades insatisfechas y desigualdades en salud y fortalezca la estrategia de atención primaria. En este marco, en 2019, se prevé ampliar la cobertura territorial a través de equipos de salud familiar, ampliar la cobertura prestacional implementando nuevas líneas de cuidado que respondan a la creciente carga de enfermedad de las enfermedades crónicas en nuestro país, y desarrollar infraestructura y equipamiento fortaleciendo los sistemas de información e historia clínica digital, así como la inversión en equipamiento médico y no médico para establecimientos y hospitales en las distintas jurisdicciones.

PLANES EN DESARROLLO SOCIAL

En el área de **Desarrollo Social**, se continuará trabajando en pos de diseñar, implementar y fortalecer políticas sociales que brinden protección integral a todas las personas.

En el marco del Plan Nacional de Primera Infancia, está previsto fortalecer y poner en marcha 4.000 Espacios de Primera Infancia para la atención integral de niños de 45 días hasta cuatro años, donde se brinda cuidado, acompañamiento familiar y estimulación temprana.

Con respecto a la seguridad social, la ANSES promoverá la construcción de nuevas Unidades de Atención Integral (UDAIs) y la reparación y ampliación de UDAIs existentes, a los efectos de mejorar la atención en la prestación de servicios de los beneficiarios. Estas acciones contribuyen a fortalecer un sistema previsional universal, integral, solidario y sustentable.

Asimismo, se llevarán adelante acciones en el marco del Programa de Integración Socio urbana en Barrios Populares, cuyo objetivo es promover la integración social de los barrios más vulnerables del país, mediante un abordaje integral que favorezca el desarrollo de las comunidades. Para ello, se partirá del diseño, elaboración e implementación de estrategias de desarrollo urbano, ancladas en la participación de los actores locales, promoviendo la inclusión social y la mejora de la calidad de vida de los habitantes.

FONDOS FIDUCIARIOS PÚBLICOS

A partir de la promulgación de la Ley N° 24.441, que estableció el marco normativo correspondiente al fideicomiso, se constituyeron Fondos Fiduciarios integrados, total o parcialmente, por bienes y/o fondos del Estado Nacional. Actualmente la figura del fideicomiso se encuentra contemplada en el Código Civil y Comercial de la Nación.

Por su parte, la Ley N° 25.152 determinó la inclusión en la Ley de Presupuesto General de la Administración Nacional de los flujos financieros que se originen por la constitución y uso de los fondos fiduciarios, los que han adquirido creciente relevancia financiera. Dicho temperamento fue reiterado por el artículo 3° de la Ley N° 25.917. En consecuencia, para el ejercicio 2019 se han incorporado los flujos financieros y usos de los fondos fiduciarios como un componente diferenciado del Pre-

supuesto de la Administración Nacional.

Los Fondos más relevantes por la magnitud de sus operaciones previstos para el año 2019 son los siguientes:

- *Fondo Fiduciario del Sistema de Infraestructura de Transporte (FFSIT).*
- *Fondo Fiduciario Programa Hogar – Ley N° 26.020.*
- *Fondo Fiduciario PROCREAR.*
- *Fondo Fiduciario para Subsidios de Consumos Residenciales de Gas (FFGAS).*
- *Fondo Fiduciario de Infraestructura Hídrica (FFIH).*
- *Fondo Fiduciario del Servicio Universal (FFSU).*
- *Fondo Fiduciario para la Cobertura Universal de Salud (FFCUS).*
- *Fondo Fiduciario para la Vivienda Social.*
- *Fondo Fiduciario Federal de Infraestructura Regional (FFIR).*
- *Fideicomiso PPP*

Los ingresos totales estimados para el consolidado de fondos fiduciarios, en el ejercicio 2019, alcanzan aproximadamente los \$114.639,6 millones, con un gasto total estimado de \$120.448,7 millones.

- **Fondo Fiduciario para el Desarrollo Provincial. Decreto N° 286/95**

Para el ejercicio 2019 el Presupuesto de este Fondo incluye como recurso fundamentalmente las rentas de la propiedad a partir del Programa Convergencia Fiscal. Respecto a los gastos corrientes, su principal erogación es en concepto de intereses para el cumplimiento de los servicios del BOGAR 2020. El total de intereses previsto para el año 2019 asciende a \$138,0 millones.

- **Fondo Fiduciario Federal de Infraestructura Regional. Ley N° 24.855**

Para el ejercicio 2019 se ha previsto financiar proyectos por \$4.098,0 millones destinados a obras provinciales. Asimismo, el fondo debe hacer frente al cumplimiento del Decreto N° 1284/99, lo que implica pagos periódicos al BCRA por la deuda transferida mediante el Art. 26 de la Ley N° 24.855.

- **Fondo Fiduciario para el Transporte Eléctrico Federal. Artículo 74-Ley N° 25.401**

Para el ejercicio 2019 se han previsto Ingresos Corrientes por la suma de \$597,0 millones, originados por Ingresos no Tributarios que el fideicomiso proyecta percibir. Asimismo, se prevén Gastos de Capital por \$1.176,2 millones, los cuales se destinarán a financiar la construcción de líneas de interconexión eléctrica.

- **Fondo Fiduciario del Sistema de Infraestructura de Transporte. Decreto N° 976/01**

Para el año 2019 se han previsto gastos totales por la suma de \$ 72.251,6 millones. Se proyectan, dentro de los gastos corrientes, principalmente las erogaciones destinadas al Sistema Ferroviario Integrado (SIFER) y al Sistema Integrado de Transporte Automotor (SISTAU). Las transferencias corrientes provenientes del Tesoro Nacional, previstas para este fondo durante el ejercicio 2019, ascienden a la suma de \$ 24.000,0 millones. En cuanto a los gastos de capital, se proyecta el financiamiento de diversas obras de infraestructura y seguridad vial.

- **Fondo Fiduciario de Infraestructura Hídrica. Decreto N° 1381/01**

Para el ejercicio 2019 se han previsto ingresos corrientes por la suma de \$6.988,1 millones, originados por las Rentas de la Propiedad y por los Ingresos Tributarios que el fideicomiso proyecta percibir. Asimismo, se prevén gastos corrientes por \$467,0 millones (fundamentalmente intereses) y erogaciones de capital por la suma de \$8.728,7 millones a fin de financiar obras de infraestructura hídrica en distintas provincias.

- **Fondo Fiduciario para Subsidios de Consumos Residenciales de Gas. Artículo 75-Ley N° 25.565**

Para el año 2019 se proyecta destinar \$5.860,0 millones en concepto de transferencias corrientes, con el objeto de financiar, fundamentalmente,

compensaciones tarifarias para la Región Patagónica, al Departamento Malargüe de la Provincia de Mendoza y la Región conocida como "Puna", que las distribuidoras o subdistribuidoras zonales de gas natural y gas licuado de petróleo de uso domiciliario, deberán percibir por la aplicación de tarifas diferenciales a los consumos residenciales.

- **Fondo Fiduciario Programa Hogar. Ley N° 26.020**

Durante 2019 se proyecta otorgar \$3.388,1 millones en concepto de transferencias corrientes. Este fideicomiso, correspondiente al programa HOGAR, tiene como objetivo garantizar el acceso al Gas Licuado de Petróleo (GLP) envasado, para usuarios de bajos recursos.

- **Fondo Fiduciario para la Promoción Científica y Tecnológica. Ley N° 23.877**

Para el año 2019 se proyectan gastos por \$222,0 millones en concepto de transferencias corrientes. Asimismo, se prevé otorgar préstamos por aproximadamente \$235,0 millones para el financiamiento de proyectos de investigación vinculados a actividades científicas y tecnológicas.

- **Fondo Fiduciario para la Recuperación de la Actividad Ovina. Ley N° 25.422**

Para el ejercicio 2019 se proyectan Ingresos Corrientes por la suma de \$20,0 millones, originados por las Rentas de la Propiedad que el fideicomiso proyecta percibir. Para el año 2019 se han previsto Transferencias Corrientes del Tesoro Nacional por \$80,0 millones con destino al fondo.

- **Fondo Fiduciario para la Refinanciación Hipotecaria. Ley N° 25.798**

Para el ejercicio 2019 se han previsto ingresos corrientes por la suma de \$147,9 millones, originados en las Rentas de la Propiedad. Asimismo, se prevén gastos corrientes por \$3,3 millones, destinados a afrontar, entre otras, erogaciones derivadas de los mecanismos de refinanciación previstos en la Ley N° 25.798, por la que se creó el fideicomiso.

- **Fondo Fiduciario para la Promoción de la Industria del Software. Ley N° 25.922**

Este fideicomiso, durante 2019, proyecta recibir transferencias corrientes del Tesoro Nacional por \$44,0 millones que destinará, entre otras actividades, a la creación, desarrollo e implementación de los sistemas de software desarrollados y su documentación técnica asociada. Por su parte el fondo prevé el otorgamiento tanto de préstamos como de subsidios.

- **Fondo Fiduciario de Capital Social. Decreto N° 675/97**

Para el año 2019 el fideicomiso ha proyectado continuar con el recupero de los préstamos otorgados durante ejercicios anteriores, y con la concesión de nuevos préstamos destinados al sector privado. Por su parte, se prevén ingresos por \$23,7 millones y gastos del orden de los \$ 40,2 millones.

- **Fondo Fiduciario del Servicio Universal- Ley N° 27.078**

El patrimonio de este fondo pertenece al Estado Nacional. Al respecto, los licenciarios de Servicios de Tecnologías de la Información y Comunicaciones (TIC) tienen la obligación de realizar aportes de inversión al fideicomiso equivalentes al uno por ciento (1%) de los ingresos totales devengados por la prestación de los Servicios de TIC, netos de los impuestos y tasas que los graven. Para el ejercicio 2019 se han previsto ingresos por la suma de \$2.868,8 millones. Asimismo, se proyectan gastos corrientes por \$411,4 millones y erogaciones de capital del orden de los \$ 2.862,0 millones.

- **Fondo Fiduciario Programa Crédito Argentino para la Vivienda Única Familiar (PROCREAR) Decreto N° 902/12**

Este fondo fiduciario tiene por objeto facilitar el acceso a la vivienda a través del otorgamiento de créditos hipotecarios. Para el año 2019 se han previsto Transferencias de Capital del Tesoro Nacional por \$7.172,6 millones con destino al fondo. Entre las erogaciones del fondo, se destaca el programa Desarrollos Urbanísticos y las Obras en Lotes con Servicios, entre otras. A través de dichos programas se prevén erogaciones por más de \$ 7.000 millones.

- **Fondo Fiduciario para la Vivienda Social. Artículo 59-Ley N° 27.341**

El objeto de este fondo es de financiar los programas vigentes de vivienda social e infraestructura básica. Dicho fideicomiso puede financiarse con fondos públicos, privados y de organismos internacionales. Para el ejercicio 2019 se han previsto Gastos de Capital por la suma de \$5.734,6 millones. Asimismo, se proyectan Transferencias de Capital de la Administración Nacional por \$5.662,1 millones a efectos de financiar las erogaciones de capital del fondo.

- **Fondo Fiduciario para el Desarrollo de Capital Emprendedor (FONDCE). Ley N° 27.349**

Tiene por objeto financiar emprendimientos e instituciones de capital emprendedor registrados como tales. El fiduciario es el Banco de Inversión y Comercio Exterior. Para el ejercicio 2019 se han previsto ingresos corrientes por la suma de \$302,3 millones, originados por las Rentas de la Propiedad que el fideicomiso proyecta percibir.

- **Fondo Fiduciario de Desarrollo Productivo (FONDEP). Artículo 56-Ley N°27.431**

Este fondo tiene como objetivo otorgar financiamiento a efectos de facilitar el desarrollo productivo, actuando el mismo bajo la órbita del Ministerio de Producción. Para el año 2019, se proyecta que el mismo otorgue financiamiento corriente por \$500,4 millones.

- **Fondo Fiduciario de Infraestructura de Seguridad Aeroportuaria. Decreto N° 1334/14**

Este fondo tiene como objetivo el desarrollo integral de proyectos de seguridad aeroportuaria y de infraestructura de seguridad aeroportuaria en los aeródromos de todo el país. Para el ejercicio 2019 se proyectan gastos por un total de \$486,9 millones.

- **Fondo Fiduciario Nacional de Agroindustria (FONDAGRO). Artículo 72-Ley N° 27.341**

Este fondo tiene por objeto incentivar, fomentar y desarrollar el sector agroindustrial, la sanidad y calidad vegetal, animal y alimentaria, el desarrollo territorial y la agricultura familiar, la investigación pura y aplicada, y las producciones regionales y/o provinciales. Para el ejercicio 2019 se prevén gastos corrientes por \$47,3 millones, destinándose la mayor parte a subsidios corrientes.

- **Fondo Fiduciario para la Cobertura Universal de Salud. Decreto N° 908/16**

Se creó este fondo con el objetivo de financiar la estrategia de Cobertura Universal de Salud (CUS). Dicho fideicomiso actúa en la órbita del Ministerio de Salud. Para el ejercicio 2019 se han previsto ingresos corrientes por la suma de \$1.050,6 millones, originados por las Rentas de la Propiedad que el fideicomiso proyecta percibir. Asimismo, se prevén gastos corrientes por \$4.500,0 millones en concepto de transferencias con destino a dicho Ministerio.

- **Fondo Fiduciario de Energías Renovables. Ley N° 27.191**

Este fondo tiene por objeto la aplicación de los bienes fideicomitidos al otorgamiento de préstamos, la realización de aportes de capital y adquisición de todo otro instrumento financiero destinado a la ejecución y financiación de proyectos elegibles a fin de viabilizar la adquisición e instalación de bienes de capital o la fabricación de bienes u obras de infraestructura, en el marco de emprendimientos de producción de energía eléctrica a partir de fuentes renovables. Para el ejercicio 2019, se prevén ingresos por \$638,7 millones y gastos por \$76,2 millones. Asimismo se contemplan aplicaciones financieras por \$ 7.541,2 millones, financiadas fundamentalmente por el Estado Nacional a través de un incremento del patrimonio fideicomitado.

- **Fondo Fiduciario para la Generación Distribuida de Energías Renovables (FODIS). Artículo 16- Ley N° 27.424**

El Fondo tiene por objeto el otorgamiento de préstamos, incentivos, garantías, la realización de aportes de capital y adquisición de otros instrumentos financieros, todos ellos destinados a la implementación de sistemas de generación distribuida a partir de fuentes renovables. Durante 2019 se proyecta otorgar \$488,1 millones en concepto de Transferencias Corrientes.

- **Fondo de Garantías Argentino (FOGAR). Artículo 8-Ley N° 27.444**

El objeto de este fondo es otorgar garantías en respaldo de las que emitan las sociedades de garantía recíproca, y ofrecer garantías directas e indirectas, a fin de mejorar las condiciones de acceso al crédito de las personas que desarrollen actividades económicas y/o productivas en el país. Para el ejercicio 2019 se han previsto Ingresos Corrientes por la suma de \$795,4 millones originados por las Rentas de la Propiedad e Ingresos No Tributarios que el fideicomiso proyecta percibir.

En la tabla 2, se muestra el consolidado de Fondos Fiduciarios del Sector Público Nacional, comparando las previsiones para el año 2019 con las correspondientes al ejercicio 2018.

PRESUPUESTO CONSOLIDADO DE FONDOS FIDUCIARIOS DEL SECTOR PUBLICO NACIONAL EN MILLONES DE PESOS

CONCEPTO	2018	2019	VAR.ABS.	VAR %
	(1)	(2)	(2)-(1)	(2/1)
I- Ingresos corrientes	109.286,3	101.804,9	-7.481,4	-6,8
II - Gastos corrientes	84.398,9	72.631,1	-11.767,8	-13,9
III - Resultado economico (I-II)	24.887,4	29.173,8	4.286,4	17,2
IV - Ingresos de capital	8.767,7	12.834,7	4.067,0	46,4
V - Gastos de capital	39.719,2	47.817,7	8.098,5	20,4
VI - Resultado financiero	-6.064,1	-5.809,2	254,9	-4,2
VIII - Fuentes financieras	31.505,4	81.430,0	49.924,6	158,5
IX - Aplicaciones financieras	25.441,3	75.620,8	50.179,5	197,2

Tabla 2.

EMPRESAS Y SOCIEDADES DEL SECTOR PÚBLICO NACIONAL

Uno de los subsectores que por su naturaleza comercial y figura jurídica opera fuera del Presupuesto de la Administración Nacional es el conformado por las Empresas Públicas.

Sobre éstas se proyecta un universo para el ejercicio 2019 de 31 empresas y sociedades de mayoría estatal, siendo 29 las empresas que se encuentran funcionando y 2 las que se mantienen en proceso de liquidación.

En el caso de las empresas en marcha, las mismas se componen fundamentalmente por Sociedades del Estado (Radio y Televisión Argentina, TELAM, Ferrocarriles Argentinos, etc.) y por Sociedades Anónimas (Integración Energética Argentina S.A. -IEASA-, Aerolíneas Argentinas y Austral Líneas Aéreas-Cielos del Sur, Correo Oficial de la República Argentina, Nucleoeléctrica Argentina, etc.). Por su parte debe destacarse que, si bien las empresas en liquidación abarcan el 6,5% del universo total de empresas, sólo representan el 0,04% de los ingresos totales y el 0,07% de los gastos.

El monto de recursos estimados para el consolidado de empresas públicas en el ejercicio 2019 alcanza

los \$ 366.963,3 millones, con un gasto estimado de \$ 362.587,1 millones, arrojando un superávit financiero de \$ 4.376,2 millones.

En cuanto a los recursos corrientes de las Empresas Públicas Nacionales, los mismos provienen, en parte, de ingresos operativos (71,1%), producto de la venta de bienes y servicios. Al respecto, aproximadamente, el 83,5% de los mismos se concentra en sólo cuatro empresas: Integración Energética Argentina S.A. (36,1%) provenientes mayoritariamente de la venta de combustible en el mercado interno; Aerolíneas Argentinas S.A y Austral Líneas Aéreas -Cielos del Sur S.A (27,6%) originados por su actividad aerocomercial; Nucleoeléctrica Argentina S.A. (10,5%), originados por la generación eléctrica de las centrales nucleares Atucha I, Atucha II y Embalse, y el Correo Oficial de la República Argentina S.A. (9,3%) producto de la prestación del servicio postal. Por otro lado, se destacan las Transferencias Corrientes provenientes del Tesoro Nacional, que representan el 28,4% de los ingresos corrientes. Las citadas transferencias se destinan mayoritariamente al pago de remuneraciones y gastos de funcionamiento de la Operadora Ferroviaria S.E. (SOFSE) (29,6%) y a la importación de combustibles por parte de Integración Energética Argentina S.A (IEASA) (59,0%).

En la tabla 3 se muestra el consolidado de Empresas y Sociedades del Estado, comparando las previsiones para el año 2019 con el ejercicio 2018.

PRESUPUESTO CONSOLIDADO DE EMPRESAS Y SOCIEDADES DEL SECTOR PÚBLICO NACIONAL EN MILLONES DE PESOS

CONCEPTO	2018 (1)	2019 (2)	VAR.ABS. (2)-(1)	VAR % (2/1)
I - Ingresos corrientes	257.732,2	338.724,9	80.992,7	31,4
II - Gastos corrientes	251.515,2	332181,9	80.666,7	32,1
III - Resultado economico (I-II)	5.217,0	6.543,0	326,0	5,2
IV - Ingresos de capital	25.751,7	28.238,4	2.486,7	9,7
V - Gastos de capital	30.502,0	30.405,2	-96,8	-0,3
VI - Resultado financiero	1.466,6	4.376,2	2.909,6	198,4
VIII - Fuentes financieras	17.577,0	19.278,0	1.701,0	9,7
IX - Aplicaciones financieras	19.043,6	23.654,2	4.610,6	24,2

Tabla 3. Presupuesto consolidado de empresas y sociedades del sector público nacional – en millones de pesos.

IMPUESTOS/FONDOS DE AFECTACIÓN ESPECÍFICA

Uno de los objetivos del presente informe es determinar los mejores instrumentos financieros en orden a lograr un fondeo apropiado para el Programa de Financiamiento para el Plan de Obras, a cuyos fines es menester analizar las diversas fuentes de goteo fiscal / presupuestario vigentes.

Como previo, cuadra recordar que constituyen recursos con afectación específica aquellos que por ley se disponga que deban financiar determinados gastos. Se caracterizan por constituir recursos para financiar instituciones, programas y actividades específicas de la Administración Nacional, Provincial o Municipal, de acuerdo con la ley que los establezca con afectación específica.

Sobre el particular, existen varios impuestos que están sujetos a su distribución en forma de recursos con asignación específica:

Tasa de Estadística. Ley N.º 23.664 y modificaciones, Ley N.º 23.697, art. 35 y Decretos Nros. 389/95 y 108/99. Ley N.º 26.337, arts. 28 y 101 y Decreto N.º 740/14, art. 105

El 100% se distribuye:

- *31,30% al Instituto Nacional de Tecnología Agropecuaria.*
- *38,47% al Ministerio de Relaciones Exteriores y Culto.*
- *30,23% al Tesoro Nacional .*

Derechos de Importación. Decreto N.º 509/07 y modificaciones. Ley N.º 27.198, art. 22

El 0,65% del valor CIF de las importaciones que abonen tributos aduaneros, que debe ser detraído de los gravámenes, derechos y tasas -excluida la Tasa de Estadística- se deduce, en la práctica, de la recaudación de estos derechos, asignándose de la siguiente forma:

- *0,45% al Instituto Nacional de Tecnología Agropecuaria.*

- *0,15% al Servicio Nacional de Sanidad y Calidad Agroalimentaria.*
- *0,05% al Instituto Nacional de Tecnología Industrial.*

El resto de la recaudación de estos Derechos se destina al Tesoro Nacional.

Impuesto a los Créditos y Débitos en Cuenta Corriente Bancaria. Ley N.º 25.413 y Ley N.º 27.432

- *El 100% se destina a la Administración Nacional de la Seguridad Social.*

Impuestos sobre los Combustibles Líquidos y al Dióxido de Carbono. Ley N.º 23.966, Título III y Ley N.º 27.430

El producido de los impuestos, para el caso de las naftas, gasolinas, solvente, aguarrás, gasoil, Diesel oil y kerosene, se distribuirá de la siguiente manera:

- *10,40% al Tesoro Nacional*
- *15,07% al Fondo Nacional de la Vivienda (FONAVI) - Ley N.º 21.581*
- *10,40% a las Provincias*
- *28,69% al Sistema Único de Seguridad Social, para ser destinado a la atención de las obligaciones previsionales nacionales*
- *4,31% al Fideicomiso de Infraestructura Hídrica - Decreto N.º 1381/2001*
- *28,58% al Fideicomiso de Infraestructura de Transporte - Decreto N.º 976/2001*
- *2,55% a la Compensación Transporte Público - Decreto N.º 652/2002*

Para el fuel oil, el coque de petróleo y el carbón mineral se distribuirá de conformidad al Régimen de Coparticipación Federal de Impuestos -Ley N.º 23.548-.

Impuesto a la Energía Eléctrica. Ley N° 24.065 art. 70 y Ley N° 26.078

El Fondo Nacional de la Energía Eléctrica se constituye con un recargo sobre las tarifas que pagan los compradores del mercado mayorista y se destina:

- *0,70% a la energía generada por sistemas eólicos que se vuelquen a los mercados mayoristas y/o se destinen a la prestación de servicios.*
- *19,86% al Fondo Fiduciario para el Transporte Eléctrico Federal.*
- *79,44% al Fondo Subsidiario para compensaciones regionales de tarifas a usuarios finales y al Fondo para el Desarrollo Eléctrico del Interior.*

Recargo sobre el Gas Natural y el Gas Licuado de Petróleo. Ley N° 25.565, art. 75

El recargo aplicable está destinado al Fondo Fiduciario para Subsidios de Consumos Residenciales de Gas y tiene el objeto de financiar: a) las compensaciones tarifarias para la región Patagónica, Departamento Malargüe de la provincia de Mendoza y de la región conocida como "Puna", que las distribuidoras o sub distribuidoras zonales de gas natural y gas licuado de petróleo de uso domiciliario, deberán percibir por la aplicación de tarifas diferenciales a los consumos residenciales, y b) la venta de cilindros, garrafas, o gas licuado de petróleo, gas propano comercializado a granel y otros, en las provincias ubicadas en la Región Patagónica, Departamento Malargüe de la provincia de Mendoza y de la Región conocida como "Puna".

Impuesto Sobre los Bienes Personales. Ley N° 23.966, Título VI, art. 30 y Ley N° 26.078. Ley N° 27.432: las asignaciones específicas vencen el 31/12/2022.

En primer término, se detrae en forma mensual la suma de \$ 250.000 para ser transferida al Instituto Nacional Central Único Coordinador de Ablación e Implante (I.N.C.U.C.A.I.) para el financiamiento del Registro Nacional de Donantes de Células Progenitoras Hematopoyéticas.

El resto de la recaudación se distribuye como sigue:

- *93,73% según la Ley de Coparticipación Fe-*

deral, pero sin formar parte de los recursos coparticipables, por lo que no sufren las deducciones con destino a la Administración Nacional de la Seguridad Social (ANSES) y de la parte proporcional de los 45,8 millones de pesos mensuales que se distribuye entre las Provincias.

- *6,27% a las Provincias cuyas cajas previsionales no fueron transferidas a la Nación.*

Impuesto a los Pasajes al Exterior. Ley N° 25.997. Ley N° 27.432:

La asignación específica rige hasta el 31/12/2022.

Se destina:

- *40% al Instituto Nacional de Promoción Turística.*
- *60% a la Secretaría de Turismo.*

Régimen Simplificado para Pequeños Contribuyentes (Monotributo). Ley N° 26.545.

Ley N° 27.432:

Las asignaciones específicas vencen el 31/12/2022.

Impositivo:

Se distribuye:

- *70% a la Administración Nacional de la Seguridad Social (ANSES).*
- *30% a las Provincias, de acuerdo a distribución secundaria prevista en la Ley de Coparticipación Federal, incluyendo a la Provincia de Tierra del Fuego, Antártida e Islas del Atlántico Sur.*

Previsional:

Se destina a la Administración Nacional de la Seguridad Social (ANSES).

Impuestos Internos - Seguros. Ley N° 24.764 art. 26.

Ley N° 27.432: la asignación específica rige hasta el 31/12/2022

Se destina al Tesoro Nacional.

ANSES – FGS.

Creación. Objeto. Prioridades. Círculo virtuoso.

EL FONDO DE GARANTIA DE SUSTENTABILIDAD (FGS) fue creado por el Decreto N° 897/07 y es administrado por ANSES. La cartera de este Fondo estaba compuesta por diversos tipos de activos financieros que se vieron sensiblemente incrementados hacia finales de 2008 a resultas del traspaso en especie de los fondos de las AFJP al actual Sistema de Reparto (Cfr. Ley N° 26.425).

Los activos financieros que consecuentemente integran la cartera del FGS son títulos públicos, acciones de empresas, tenencias de plazos fijos, obligaciones negociables, fondos comunes de inversión, fideicomisos, cédulas hipotecarias, y créditos otorgados al sector productivo.

Estando al marco normativo (Cfr. Ley N° 24.241 Ley N° 26.222 Decreto N° 897/07 Ley N° 26.425 Decreto N° 2103/08 Decreto N° 1602/09), el FGS tiene por objetivo contribuir al desarrollo sustentable de la economía nacional, preservar los recursos destinados a la seguridad social y atenuar el impacto negativo que sobre la seguridad social pudiese tener la evolución de variables económicas y sociales. Actúa también, como fondo de reserva mediante la adecuada inversión de los excedentes financieros de la seguridad social, garantizando de esta forma el carácter previsional de los mismos.

La vinculación entre proyectos de la economía real y el ahorro previsional trae aparejado como ventaja un calce natural en los plazos de uno y otro, pues en general, los proyectos requieren una inversión inicial sustantiva mientras que tienen plazos de recupero extendidos en el tiempo. A su vez, los ahorros previsionales canalizados a través del FGS, son inmovilizaciones a lo largo de la vida activa de los trabajadores, con el objetivo de contribuir a sostener una adecuada tasa de sustitución (pensión/salario) para los trabajadores.

En las cuestiones que son materia de presente informe, cabe destacar que el FGS tiene como prioridad efectuar inversiones en infraestructura nacional que, además de asegurar una rentabilidad, incentiven la economía real y generen más empleo formal, atendiendo no sólo a la seguridad y rentabilidad financiera del proyecto en sí, sino también a la rentabilidad social que cada proyecto conlleva, aprovechando las externalidades positivas y efectos multiplicadores, que directa e indirectamente vienen asociado a la generación de mayor mano de obra, desarrollo de economías regionales, sinergias entre diferentes ramas de actividades, y la reinserción de sectores postergados en la economía formal.

Como ya ha sido expresado en los párrafos precedentes, los recursos del FGS son invertidos en distintas operaciones que propician el desarrollo del mercado de capitales doméstico y el financiamiento a proyectos productivos y de infraestructura, dando lugar al llamado círculo virtuoso del desarrollo que se suscita cuando existe bajas tasas interés, que facilitan el acceso al crédito. La disponibilidad de créditos a un bajo interés permite tener más recursos disponibles para el consumo, el ahorro o la inversión. El incremento de la inversión real da lugar al aumento de la producción de los recursos económicos y por ende, mayor empleo, elemento éste que a su vez, trae el aumento en el ingreso de las familias, con el consecuente estímulo al consumo y el ahorro de los excedentes. Este ahorro se canaliza al sector financiero y a su vez retorna al círculo virtuoso como crédito generador de más inversión, empleo y consumo.

- **Criterios de inversión**

Para sus inversiones, el FGS se rige por tres criterios:

Criterio de seguridad

Este criterio, alude a la naturaleza de los fondos que administra, de carácter previsional. Cabe destacar que una alta proporción de los activos que integran el fondo (ON's o la mayoría de los fideicomisos) están calificados por las principales agencias de calificación con la categoría "Grado de Inversión" (Investment Grade).

Criterio de rentabilidad

Este criterio constituye la base para la sustentabilidad a futuro del fondo. Como queda dicho, ha de tenerse

presente que el concepto de rentabilidad debe ser considerado no sólo desde el punto de vista financiero, sino también social, dado que muchos de los proyectos que estimula y financia el FGS son multiplicadores de mano de obra, a la vez que generan externalidades positivas para la sociedad en su conjunto.

Criterio de transparencia

Finalmente, el FGS no sólo que debe ser eficiente en el manejo de sus activos, sino que además y fundamentalmente debe obrar con transparencia, razón por la cual se halla sujeto a las regulaciones del mercado de capitales local y al monitoreo permanente de los órganos de control externos. Además, el FGS cumple con las recomendaciones y pautas emanadas de la Asociación Internacional de la Seguridad Social (AISS), con sede en Ginebra.

Asimismo, el FGS tiene la obligación de invertir en títulos de deuda, certificados de participación en fideicomisos, activos u otros títulos valores representativos de deuda, cuya finalidad sea financiar proyectos productivos o de infraestructura a mediano y largo plazo (Cfr. Art. 74, inc. "q" Ley N° 24.241). Para este tipo de inversiones, se debe contar con la opinión de una Universidad Nacional ubicada en la región en que tendrá impacto el proyecto a financiar, que haga referencia a su viabilidad económica y financiera y a su incidencia en la economía regional o nacional, así como un dictamen técnico de viabilidad económica emitido por la Secretaría de Política Económica del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas.

- **Requisitos y documentación requerida para la presentación de un proyecto productivo del sector privado**

Sin perjuicio de su ulterior desarrollo en la etapa correspondiente, a los fines expositivos conviene aquí destacar algunos de los requisitos y documentación que el FGS requiere para la evaluación preliminar de proyectos productivos provenientes tanto del sector privado, como empresas del Estado y Organismos Públicos.

En este sentido, y con independencia del sector, además de las cuestiones formales propias de toda presentación administrativa, tales como estatutos sociales y estados contables (para el caso de las sociedades comerciales), legitimación, decisiones que sustenten la decisión de endeudamiento, entre otras, en ineludible acompañar un **análisis cuantitativo del impacto del proyecto de inversión** en el empleo; la recaudación tributaria (nacional, provincial y local) y de la seguridad social; la producción de industrias vinculadas (proveedores/clientes) y en la balanza de pagos (exportaciones e importaciones, movimientos de divisas con el exterior).

Se exige igualmente que la presentación lleve como anexo un Plan de Negocios que, entre otras cuestiones, contenga un estudio de **factibilidad financiera** que, además de incluir ratios financieros (de liquidez, de endeudamiento o solvencia, de rentabilidad y operativos), esté acompañado de las herramientas habituales para el análisis de proyectos de inversión, tales como: i. Período de recupero; ii. Valor actual neto (VAN); iii. Tasa interna de retorno (TIR). Asimismo, se deberá acompañar un flujo de fondos por un período coincidente con el plazo del financiamiento solicitado.

Finalmente, el Plan de Negocios deberá incluir una Propuesta de financiamiento y garantías; referida a la estructura de financiamiento (obligaciones negociables, fideicomiso, etc.), monto total del proyecto y monto a financiar y las garantías de repago (hipoteca, prenda, aval de una SGR, etc.), propiciándose la propuesta de garantías reales ajenas al proyecto.

- **Inversiones en Proyectos Productivos**

A fines del primer trimestre de 2019, el valor de la Cartera de Inversiones del FGS ascendía a \$ 1.866.000.000 millones³.

El valor de la cartera en Proyectos Productivos o de Infraestructura del FGS alcanzó los \$ 112 mil millones (6% del total del FGS), ubicándose en tercer lugar en términos de participación en la Cartera del FGS.

³. Informe Trimestral del FGS. ANSES. En <http://fgs.anses.gob.ar/archivos/secciones/FGS%20-%20I.TRIM.19.pdf>

El gráfico 3 muestra la evolución de la composición de la Cartera de Inversiones del FGS en los últimos 3 años completos y el primer trimestre del corriente año.

Las cinco mayores inversiones en Proyectos Productivos en Cartera ascendían a \$ 104.370 millones a fin del 1º trimestre y representaban el 93,3% del total del Inciso. Tal como se observa en la tabla 4, en primer lugar se encontraban las inversiones en PRO.CRE.AR, siguiéndole en importancia Central de Energía Nuclear Atucha II y las Centrales Térmicas Barragán y Brigadier López.

En el gráfico 4 vemos la evolución y composición de la inversión en infraestructura:

Cabe también mencionar que el valor del stock de Fondos Comunes de Inversión (FCI) totalizó \$ 223.223 millones a fin del 1º trimestre 2019. El 18% de las inversiones en FCI estaban colocadas en Fondos de Infraestructura por valor de \$ 3.992 millones.

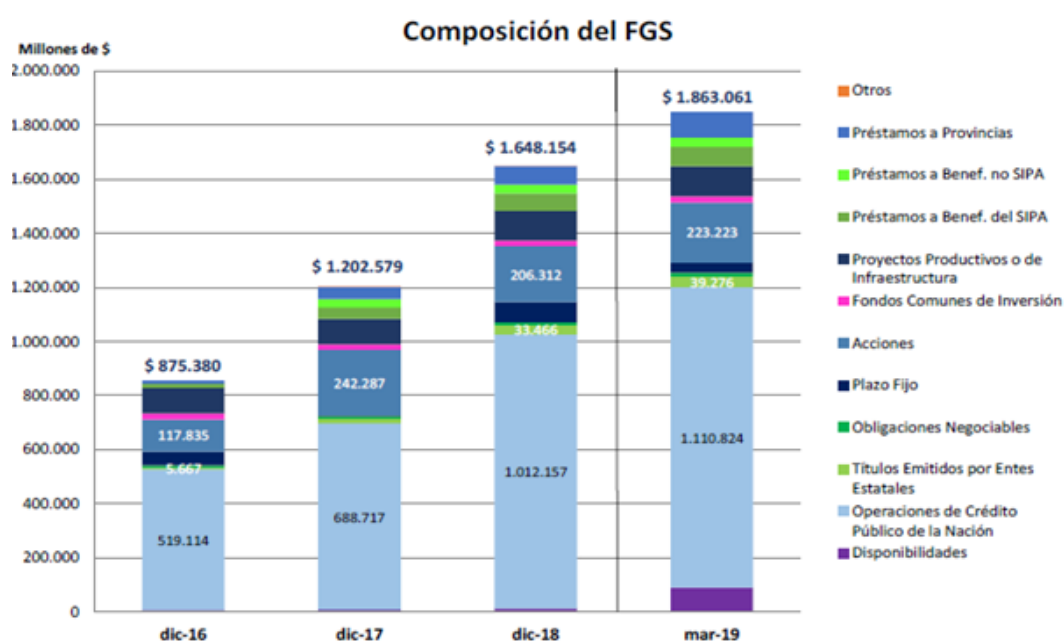


Gráfico 3. Composición del FGS.

PRINCIPALES INVERSIONES EN PROYECTOS PRODUCTIVOS Y DE INFRAESTRUCTURA DEL FGS (MAR - 2019)

EMISOR	MONEDA	EN MILLONES DE \$	% DEL TOTAL DE INC. L.	% DEL TOTAL DEL FGS
PROCREAR	pesos	47.178	42,2%	250,0%
NASA-Atucha	dolares	28.702	25,7%	150,0%
ENARSA - Cent. Barragan y Brigadier Lopez	dolares	20.204	18,1%	110,0%
EPEC	dolares	4.145	3,7%	20,0%
SISVIAL	pesos	4.141	3,7%	20,0%
SUB TOTAL		104.370	93,3%	5,6%
RESTO		7.502	6,7%	0,4%
TOTAL PROYECTOS PRODUCTIVOS		111.872	100,0%	6,0%

Tabla 4. Principales inversiones en proyectos productivos y de infraestructura del FGS (mar-2019)

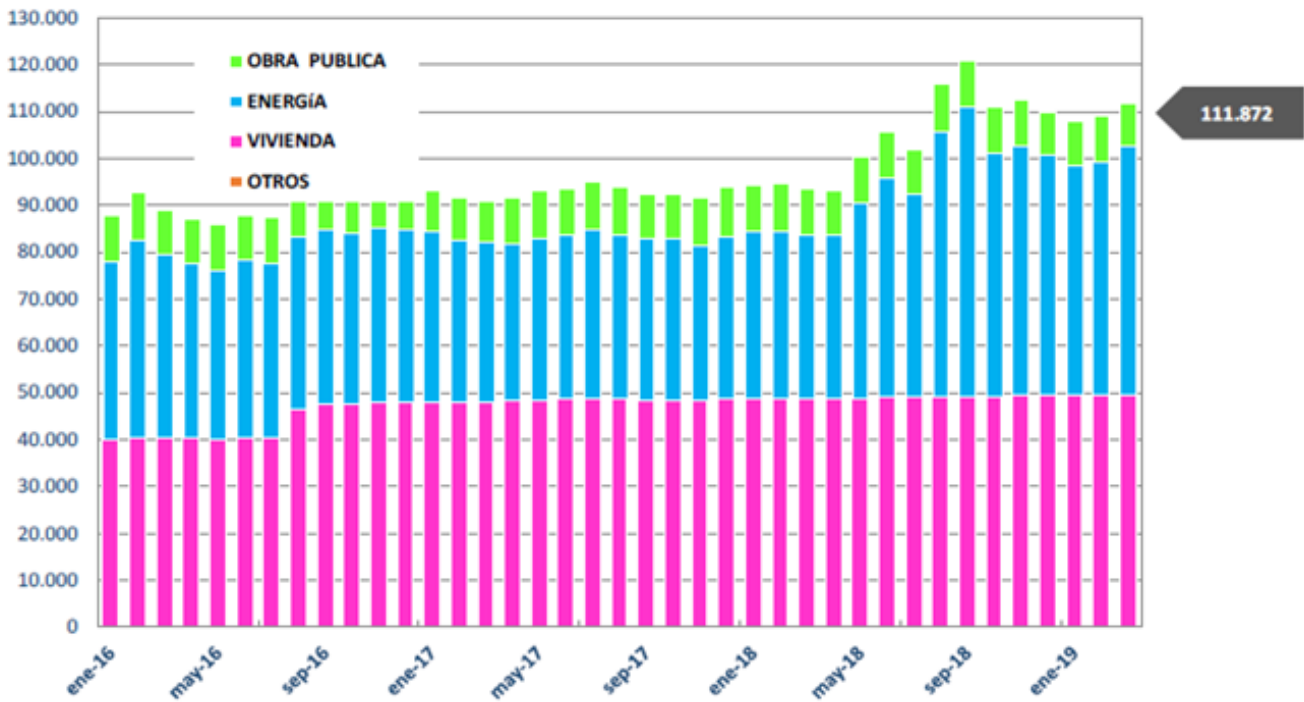


Grafico 4. Evolución y composición por sector – en millones de pesos

1.1.2 SECTOR SEMI PÚBLICO

ORGANISMOS MULTILATERALES DE CRÉDITO

- Facilidades crediticias de fuente multilateral

Los organismos multilaterales de crédito (Banco Mundial y el BID) tienen acordado con el país diversas líneas de financiamiento para obras de infraestructura. Además, es posible explorar las facilidades crediticias que pudieran ofrecer otras entidades de carácter regional (Corporación Andina de Fomento, Fondo Financiero para la Cuenca del Plata –Fonplata-).

BID

Un equipo de profesionales del BID en coordinación con Argentina prepara la estrategia de país. En este documento, marco de referencia para las operaciones financiadas por el Banco, se establecen las prioridades de desarrollo del país que son consistentes con las estrategias de desarrollo del BID para la región. La

estrategia de país con Argentina, incluye el programa esperado por el Banco para el período 2016-2019.

La estrategia de país incluye una síntesis de la actual situación económica del país y una estrategia de desarrollo del Banco para el país dividida por sector. Las estrategias de país son preparadas en base a un estudio analítico hecho por el Banco y otros participantes en una amplia escala de sectores económicos y sociales, tales como desarrollo urbano y rural, salud, educación, modernización del estado, transporte, comercio, medio ambiente, entre otros.

Estrategia de País con Argentina (2016-2019)⁴

La Estrategia de País 2012-2015 priorizó las intervenciones en la Región de Norte Grande (NG) y el Conurbano Bonaerense. Tuvo como objetivos: (i) el alivio a restricciones al crecimiento en el NG; (ii) la inclusión social y económica de la población, enfocada en ambas regiones; y (iii) la sostenibilidad urbana y mejoramiento del hábitat. Se aprobaron 15 operaciones de

⁴. "Estrategia del Grupo Bid con el país 2016-2019". Documento del Banco Interamericano de Desarrollo y de la Corporación Interamericana de Inversiones.

préstamo con garantía soberana (GS) por un total de US\$2.614 MM y 28 operaciones de préstamo sin garantía soberana (SGS) por un total de US\$325,1 MM.

La Estrategia prevista para el periodo 2016–2019 contribuirá a reorientar la economía con el establecimiento del sector privado como el principal motor del desarrollo económico conducente a un mayor crecimiento, generación de empleo y reducción de las desigualdades sociales. El Grupo BID se propone trabajar en 3 ejes estratégicos que guiarán las acciones operativas con y sin garantía soberana: (i) Mejora del Ambiente de Negocios; (ii) Fortalecimiento de la Integración e inserción del sector privado a las cadenas de valor; y (iii) Reducción de la Pobreza y la Desigualdad. Si bien la Estrategia apoyará una importante serie de intervenciones al nivel nacional, y en el caso de las provincias, ofrecerá un apoyo generalizado para contribuir a mejorar la calidad de la gestión pública, se continuará focalizando en las intervenciones en el Norte Grande y en el conurbano bonaerense en donde persisten brechas significativas de ingresos y de desarrollo sectorial. Se apoyará el Plan Belgrano con el desarrollo de la infraestructura y el acceso a servicios básicos así como en la reducción de pobreza en el Norte Grande. En el Conurbano Bonaerense se apoyarán los componentes del Plan Pobreza Cero, particularmente las intervenciones en desarrollo infantil temprano, y las mejoras de servicios de agua y saneamiento.

Se estima un escenario de aprobaciones para el periodo de US\$6.000 millones, incluyendo proyectos regionales ya identificados con otros países, sujeto a la disponibilidad de capital financiero del Banco. A ello se sumarían los recursos que aporte la CII a los proyectos del sector privado.

Las intervenciones del Grupo BID tienen como objetivo contribuir a la reducción de la pobreza mejorando las capacidades humanas y el acceso a los servicios básicos, mayormente de las 10 provincias del NEA y NOA que conforman el Plan Belgrano y del Conurbano, con foco en: (i) el fortalecimiento de la empleabilidad de la población, con especial apoyo a esfuerzos para mejorar la participación de la mujer en el mercado laboral a través tanto del BID como de la CII; (ii) el apoyo a la primera infancia con énfasis en la ampliación de la cobertura y la calidad de la oferta de los servicios de cuidado; (iii) el mejoramiento de la calidad de la educación en los tres niveles con énfasis en la reducción de la repitencia y deserción en las regiones más afectadas, y el acceso a la educación inicial y secundaria donde existe demanda insatisfecha; (iv) el fortalecimiento de la calidad de los servicios de salud del primer nivel de atención, con especial atención a la prevención de enfermedades crónicas no transmisibles; (v) el mejoramiento del hábitat, con énfasis en el mejoramiento de barrios, la mejora de acceso a agua y saneamiento y la disposición de residuos en las regiones más pobres, aspectos que podrán ser apoyados a través de APPs; (vi) el financiamiento para la obtención y construcción de servicios básicos como salud, educación y vivienda, que también podrían ser apoyados a través de APPs; (vii) la reducción de la violencia contra la mujer y la provisión de servicios de calidad a mujeres sobrevivientes de violencia, a través del apoyo para el Plan Nacional de Acción para la Prevención, Asistencia y Erradicación de la Violencia Contra las Mujeres. La provisión de financiamiento a grupos vulnerables a través de entidades financieras o cadenas de valor mencionado como acción de apoyo al eje de mejoramiento del ambiente de negocios también contribuirá a los objetivos de este eje.



Se anexa cartera activa de préstamos (ver tabla 5 y 6).

FECHA DE APROBACION	NOMBRE	APROB.	DESEMB.	% DESEMB.	DLAP.
6-ago-08	Programa de competitividad del Norte Grande	16	13,5	84,5%	2,5
28-feb-07	Programa de infraestructura vial del Norte Grande	1200	1143,1	95,3%	56,9
14-mar-07	Programa de mejora de la gestion municipal	72	61,9	86,0%	10,1
6-sep-06	Programa de desarrollo de sistema satelital y aplicaciones	50	49,9	99,8%	0,1
6-jun-07	Programa de gestion de residuos solidos en el municipios turisticos	60	56,3	93,9%	3,7
16-may-07	Gestion ambiental para la produccion sustentable el sector productivo	40	35,1	87,8%	4,9
5-sep-07	CCLP: Agua potable y saneamiento en comunidades menores	120	79,8	66,5%	40,2
14-nov-07	Multifase desarrollo de infraestructura: apoyo produccion de Entre Rios	100	96,7	96,7%	3,4
21-sep-10	Fortalecimiento del sistema de innovacion agropecuario	170	107,5	63,2%	62,5
28-nov-12	Programa de sustentabilidad y competitividad forestal	60	14,4	23,9%	45,7
21-jun-12	Programa de desarrollo rural y agricultura familiar. PRODAF	30	11,6	38,7%	18,4
2-nov-11	Desarrollo de corredores turisticos	80	19,4	24,3%	60,6
21-oct-09	Programa de seguridad ciudadana e inclusion	25	11,7	46,7%	13,3
26-abr-11	Fortalecimiento del ministerio de R.E, comercio internacional y culto II	3	1,6	54,2%	1,4
11-jun-11	Abast. Electrico en regiones del pais en el marco Plan Federal transporte electrico	120	93,5	77,9%	26,5
1-ene-09	CCLP: Programa de gua y saneamiento del AMBA	200	199,5	99,7%	0,5
7-jul-10	Programa de agua potable y saneamiento para centros urbanos y sub urbanos	200	106,1	53,0%	93,9
23-nov-09	Promocion de exportaciones	6	1,4	23,6%	4,6
30-nov-09	Financiamiento adicional programa de transmision electrica del Norte Grande	300	286,1	95,4%	13,9
15-dic-10	Programa de desarrollo de Areas Metropolitanas del interior	40	14,4	36,0%	25,6
14-dic-10	Programa de infraestructura productiva y turistica de la prov. De Rio Negro	30	6,6	22,1%	23,9
7-dic-11	Programa mejoramiento de barrios, Segunda operación individual	400	303	75,8%	97
14-sep-11	Programa de servicios agricolas provinciales - PROSAP III	230	215,7	93,8%	14,3
23-jul-14	Programa de saneamiento ambiental de la cuenca Rio Reconquista	230	4,5	2,0%	225,5
2-nov-11	Agua y saneamiento para el Area Metropolitana de Buenos Aires	200	123,5	61,8%	76,5
6-jul-12	Programa de fortalecimiento - Inst.Prov. Y de Gestion Financiera -Seg. Etapa PROSAP III	36	22,8	63,3%	13,2
29-ago-12	Programa de credito para el desarrollo de la produccion de San Juan	60	28,7	47,8%	31,3
30-nov-11	Infraestructura vial productiva II	200	163,6	81,8%	36,4
1-feb-12	Programa de infraestructura vial del Norte	300	223	74,3%	77
13-feb-12	Programa del desarrollo de las provincias del Norte Grande: infraestr. De	500	134	23,5%	366
7-nov-12	Desarrollo turistico sustentable en la provincia de Salta	34	8	26,8%	26
13-sep-12	Programa de innovacion tecnologica III	200	181,6	90,8%	18,4
26-sep-12	Programa multif.de atencion primaria de la salud para manejo de enfermedad	150	127,4	84,9%	22,6
30-oct-13	Programa de infraestructura vial del Norte Grande III	300	67,2	22,4%	232,8

FECHA DE APROBACION	NOMBRE	APROB.	DESEMB.	% DESEMB.	DLAP.
27-mar-13	Programa de apoyo a la competitividad de las MPYMES	50	10,6	21,1%	39,4
10-abr-13	Programa de infraestructura municipal urbana	250	45	18,0%	205
26-nov-12	Programa multisectorial de preinversion IV(CCLIP)	20	3	15,0%	17
16-jul-14	Programa de gestion integral de residuos solidos urbanos	150	8,1	5,4%	141,9
31-may-13	Programa de apoyo a la politica de mejoramiento de equidad educativa	280	240	85,7%	40
21-may-14	Competitividad de economias regionales	200	80	40,0%	120
13-nov-13	Programa de becas en ciencia y tecnologia - programa BECAR	24	6,3	26,3%	17,7
14-may-14	Programa para el desarrollo de Mendoza tecnologica	50	14,8	29,6%	35,2
12-sep-13	Proyecto de mejora integral del Ferrocarril Roca - ramal Constitucion	300	117	39,0%	183
23-jul-14	Programa de desarrollo pesquero y acuicola pesquero	30	7,7	25,6%	22,3
23-abr-15	Programa de agua potable y saneamiento (PAyS) para centro urbanos	200	0	0,0%	200
14-may-15	Programa de mejoramiento de barrios III operación individual	200	3	1,5%	197
7-may-15	Programa de mejoramiento de la equidad y calidad de la educacion	200	0	0,0%	200
25-jun-15	Programa de innovacion tecnologica IV	150	22,5	15,0%	127,5
2-jun-16	Programa de emergnecia para respuesta inmediata por las inundaciones	20	0	0,0%	20
		7886	4570,9	58,0%	3315,1

Tabla 5. Anexo IV: Cartera de préstamos con garantía soberana.

PROJECT NUMBER	PROJECT/ TRANSACTION NAME	TOTAL EXPOSURE JUNE 2016	PRODUCT	SECTOR (RISK CATEGORIES)
AR-L1086	ADECO	7,69	Loan	Agribusiness
AR-L1135	Banco CMF	15,00	Loan	Financial intermediaries
AR-L1116	AUSA	130,00	Loan	Transportation
AR3934A-01	BANCO ITAU ARGENTINA	1,15	Loan	Financial intermediaries
AR3876A-02	BANCO PATAGONIA	1,07	Loan	Financial intermediaries
AR-L1096	Cooperativa La Riojana	0,94	Loan	Agribusiness
AR3870A-02	FINCAS PATAGONICAS	0,29	Loan	General Manufacturing
AR1029A-02	GALICIA	1,72	Loan	Financial intermediaries
AR3452A-02	GARANTIZAR	0,07	Equity	Financial intermediaries
AR3915A-01	HYCHICO	4,80	Loan	Energy
AR-L1132	Plaza Logistica	6,00	Loan	Logistics
AR3897A-02	PROFERTIL	2,00	Loan	Agribusiness
AR3897A-03	PROFERTIL	6,00	Loan	Agribusiness
AR3901A-01	TERMINAL ZARATE	1,52	Loan	Transportation
AR3758A-01	TRP	0,82	Loan	Transportation
AR-X1019	RTFF- Banco Mundial (Argentina)	3,45	TFFP Guarantee	Financial intermediaries
	TOTAL	182,52		

Tabla 6. Anexo IV: Cartera activa de préstamos sin garantía soberana.

Banco mundial

A fines del año fiscal 2018, la cartera activa del BIRF en Argentina consistía en 26 operaciones, incluida una única garantía, por USD7.000 millones, de los cuales resta desembolsar USD3.100 millones. Las aprobaciones totales del BIRF en el marco de la estrategia de alianza con el país (EAP) para los años fiscales 2015-18 ascendían a USD4.900 millones.

En el Marco de Alianza con el País (MAP) 2019-2022, se detalla cómo el Grupo Banco Mundial (GBM) acompañará a Argentina en su camino hacia la reducción de la inestabilidad macroeconómica y en

sentar las bases para reducir la pobreza a través de un crecimiento impulsado por el sector privado. Los objetivos del MAP están estrechamente relacionados con las prioridades identificadas en el último diagnóstico sistemático de país (DSP) para Argentina, donde se analizan las limitaciones clave en relación al crecimiento inclusivo y sostenible y a la reducción de la pobreza, y se sugieren formas de abordarlas.

Dado el enfoque principal en intervenciones que fortalezcan las políticas y las instituciones necesarias para la graduación sostenible de Argentina del BIRF, se describen cada una de las áreas de trabajo:

Área 1: Apoyar el acceso de Argentina a fuentes de financiamiento privado a largo plazo

“

Objetivo 1: Lograr la consolidación fiscal y proteger a los pobres

”

- Reducción de la proporción del impuesto sobre las ventas en los ingresos recaudados por las provincias
- Aumento nulo real de los gastos corrientes primarios del Gobierno federal
- Aumento del número de niños cubiertos por los programas de asignaciones familiares



“

Objetivo 2: Fomentar el fortalecimiento de las instituciones de mercado, el crecimiento impulsado por la productividad y el aumento de las exportaciones

”

- Reducción de las prácticas anticompetitivas
- Reducción del costo de la actividad empresarial
- Reducción de la concentración de las exportaciones



⁵. Marco de Alianza con la Argentina 2019-2022. Grupo Banco Mundial.

“

Objetivo 3: Aprovechar el financiamiento privado para el desarrollo

”

- Aumento de la proporción de empresas que emiten valores a través de la autorización previa simplificada de múltiples emisiones.
- Aumento del número de pymes alcanzadas por instituciones financieras apoyadas por IFC, el BIRF y MIGA.
- Aprovechamiento del financiamiento privado en el marco del programa RenovAR.



Área 2: Abordar limitaciones institucionales clave para mejorar la gestión de gobierno y la prestación de servicios

“

Objetivo 4: Fortalecer la transparencia y reducir la corrupción

”

- Mayor uso del sistema electrónico de adquisiciones
- Implementación de un sistema de alerta basado en riesgos para la lucha contra la corrupción
- Mecanismos eficaces para la declaración patrimonial de los empleados públicos que garanticen la rendición de cuentas



“

Objetivo 5: Mejorar la prestación de servicios a través de una coordinación interjurisdiccional más eficaz

”

- Servicios de abastecimiento de agua mejorados de las regiones del norte
- Mejora de las condiciones de vida en el Gran Buenos Aires (AMBA).
- Reducción de la carga de contaminación y del riesgo de inundaciones en la Cuenca Matanza-Riachuelo



“

Objetivo 6: Fortalecer capacidades para el futuro

”

- Implementación del programa nacional para reducir la deserción en las escuelas secundarias de las provincias
- Mayor número de programas de capacitación y reeducación profesional para el mercado laboral



“

Objetivo 7: Mejorar el modelo de prestación de servicios para garantizar servicios de salud eficaces

”

- Implementación activa del sistema de cobertura universal de salud en las provincias
- Aumento de la cobertura de salud efectiva



Área 3: Apoyar a Argentina en la implementación de sus contribuciones determinadas a nivel nacional

“

Objetivo 8: Adoptar una matriz energética más limpia

”

- Aumento de la capacidad de generación de energías renovables
- Reducción de las emisiones de GEI mediante la adopción de energías más limpias



“

Objetivo 9: Promover prácticas climáticamente inteligentes en el sector agrícola

”

- Reducción del riesgo de inundaciones en la cuenca del río Salado
- Mayor adopción en enfoques de gestión de riesgos climáticos



“

Objetivo 10: Construir ciudades resilientes con bajas emisiones de carbono

”

- Reducción del riesgo de inundaciones en la Ciudad de Buenos Aires
- Mayor uso de autobuses eléctricos en la Villa 31



Respecto a la implementación del MAP, cubrirá un período de cuatro años, correspondiente a los años fiscales 2019-22. Los nuevos préstamos del BIRF se basarán en la cartera actual de aproximadamente USD7.000 millones en compromisos del BIRF. La parte del MAP financiada por el BIRF se basa en el mantenimiento de un escenario de préstamo anual indicativo de USD1.000 a USD1.200 millones para los primeros dos años del MAP, con un posible anticipo en el año fiscal 2019, y de un rango de USD600 millones a USD1.200 millones para los últimos dos años del MAP.

La iniciativa para la integración de la infraestructura regional suramericana (IIRSA).

La IIRSA tiene su origen en la Primera Cumbre de Presidentes de América del Sur celebrada hacia finales de 2000 en Brasilia, buscando dar un impulso a la integración regional mediante el fortalecimiento de los factores que coadyuvan a cimentarla, tales como la proximidad geográfica, la identidad cultural y la consolidación de valores comunes.

Es claro que la conformación de un espacio económico común dependerá de la concreción de un conjunto de proyectos de infraestructura destinados a la integración regional, que consulten con la sustentabilidad social y ambiental, al tiempo que tengan capacidad de atraer capitales y generar un efecto multiplicador en todo el subcontinente. De tal suerte que se consideró primordial la identificación de obras de interés bilateral y regional.

En este entendimiento, se ha previsto que los proyectos de infraestructura de integración sean compartidos tanto por los gobiernos, como por el sector privado y por las instituciones financieras

multilaterales, entre las que se destacan las ya citadas Corporación Andina de Fomento (CAF), el Fondo Financiero para el Desarrollo de la Cuenca del Plata (FONPLATA) y el Banco Interamericano de Desarrollo (BID). Estos organismos multilaterales de crédito han comprometido favorecer el acceso de los países involucrados a financiamientos de largo plazo y con intereses adecuados.

También se acordó en dicha oportunidad, la necesidad de identificar fórmulas de apoyo financiero para los proyectos de infraestructura por parte de inversores privados de forma que también capitales privados tengan una participación activa en el desarrollo de la región, señalándose asimismo, el rol fundamental que en sector privado tiene en las áreas de energía y telecomunicaciones, operaciones de ferrocarriles y administración de carreteras bajo la modalidad de concesión.

Por otra parte, y sin ahorro de énfasis alguno, se destacó el papel de la energía, de las redes de transporte y de las comunicaciones para la integración de los países de América del Sur. En ese sentido, los proyectos de infraestructura para la integración deben ser complementados mediante la adopción de regímenes normativos y administrativos que faciliten la interconexión y la operación de los sistemas de energía, de transporte y de las comunicaciones.

En materia de transporte, se estableció como prioridad la conformación de redes multimodales que articulen la utilización de las vías terrestres, fluviales, marítimas y aéreas, en orden a facilitar el tránsito fronterizo de personas y carga y que contribuyan además a dinamizar el comercio y las inversiones en el conjunto de la región.

El consenso reseñado en los párrafos precedentes dio lugar a la aprobación de un “Plan de Acción para la Integración de la Infraestructura Regional Suramericana”, plan que con un horizonte de diez años, contiene sugerencias y propuestas para la ampliación y la modernización de la infraestructura física de América del Sur, en especial en las áreas de energía, transporte y comunicaciones, como ejes del proceso de integración y de desarrollo económico y social.

El desarrollo de cada eje será alcanzado mediante el seguimiento de las siguientes pautas:

- *Diseñar una visión integral de la infraestructura que incluya el territorio más allá de las fronteras nacionales.*
- *Encuadrar los proyectos dentro de una planificación estratégica a partir de la identificación de los Ejes de Integración y Desarrollo.*
- *Modernizar y actualizar los sistemas regulatorios e institucionales nacionales que norman el uso de la infraestructura.*
- *Armonizar las políticas, planes y marcos regulatorios e institucionales entre los Estados.*
- *Valorizar la dimensión ambiental y social de los proyectos.*
- *Mejorar la calidad de vida y las oportunidades de las poblaciones locales en los Ejes de Integración y Desarrollo.*
- *Incorporar mecanismos de participación y consulta.*
- *Desarrollar nuevos mecanismos regionales para la programación, ejecución y gestión de proyectos.*
- *Estructurar esquemas financieros adaptados a la configuración específica de riesgos de cada proyecto.*

Actualmente existen 8 Ejes de Integración y Desarrollo en funcionamiento que son: Eje Mercosur - Chile, Eje Andino, Eje Interoceánico, Eje Amazonas, Eje Vene-

zuela - Brasil - Guyana - Surinam, Eje Perú - Brasil - Bolivia, Eje Porto Alegre - Jujuy - Antofagasta, Eje Talcahuano - Concepción - Neuquén - Bahía Blanca. También se han identificado 7 Procesos Sectoriales identificados que son: Marcos Normativos de Mercados Energéticos Regionales, Sistemas Operativos de Transporte Aéreo, Sistemas Operativos de Transporte Marítimo, Sistemas Operativos de Transporte Multimodal, Facilitación de Pasos de Fronteras, Tecnologías de Información y Comunicaciones y Mecanismos Innovadores de Financiamiento de la Infraestructura de Integración Física Regional.

Las prioridades de la Iniciativa son el mejoramiento de la infraestructura en áreas de alto tráfico, la planificación y construcción de infraestructura en áreas de alto potencial de desarrollo, la identificación de cuellos de botella y eslabones de conexión inexistentes, y la preservación del ambiente y los recursos sociales.

Para implementar el Plan de Acción se acordó establecer una estructura operativa para lograr los objetivos consensuados con base en métodos y tareas compartidas que permitan instrumentar acciones de seguimiento para la implantación de las decisiones y directivas promovidas por las máximas autoridades de la región. A tales fines, se estableció la siguiente organización:

- *El Comité de Dirección Ejecutiva (CDE) está conformado por ministros de planificación o de infraestructura designados por cada uno de los doce países, que son responsables de dar dirección al trabajo de la iniciativa. Las acciones del CDE tienen como objetivos básicos el desarrollo y la aprobación de una visión y un vocabulario unificado, la recomendación de directrices destinadas a las estructuras competentes internas de los gobiernos y la formulación de propuestas que puedan perfeccionar las iniciativas en proceso de implantación.*

Este Comité sugiere orientaciones de políticas en cuanto a las áreas del Plan de Acción en materia de coordinación de planes e inversiones, marcos regulatorios, reglamentarios e institucionales, y financiamiento, mediante el análisis de las propuestas técnicas consensuadas surgidas de los Grupos Técnicos Ejecutivos

(GTEs) y propuestas por el Comité de Coordinación Técnica (CCT).

- El Comité de Coordinación Técnica (CCT) está integrado por representantes de la CAF, del BID y del FONPLATA.

El objetivo del CCT es la identificación de una cartera de proyectos fundados en una visión unificada, la recomendación respecto a la intervención del Estado para la mitigación de "fallas de mercado" y sus riesgos, la promoción de la participación del sector privado en la operación y financiamiento de proyectos y la identificación, cuantificación y selección de los recursos financieros públicos y/o privados para el desarrollo de los proyectos. El CCT es coordinado en forma rotativa por seis meses por una de las tres instituciones y cuenta con una Secretaría ubicada en la sede del BID-INTAL en Buenos Aires.

- Los Grupos Técnicos Ejecutivos (GTEs) analizan temas específicos para cada Eje o Proceso Sectorial. Están conformados por representantes de las instituciones y de los gobiernos los cuales son expertos en el tema. Al enfocarse en el desarrollo de la infraestructura regional a través del concepto de ejes de integración y desarrollo y de procesos sectoriales, los GTEs tienen un carácter multisectorial y multidisciplinario y constituyen el nivel de trabajo técnico de los Gobiernos sobre la base de las directivas que surjan del CDE.

En suma, la IIRSA persigue dar un verdadero impulso a la integración y modernización de la infraestructura regional. Se trata de un proyecto de alto contenido político, orientado a crear sólidas bases sobre las cuales sustentar un proceso de integración regional que permita a los países del subcontinente alcanzar una inserción competitiva, eficiente y equitativa en los mercados globales al tiempo que fomente un patrón de crecimiento sostenido, creador de empleo, incluyente y participativo, que valore la riqueza ambiental y la riqueza cultural.

FINANCIAMIENTO DE AGENCIAS DE CRÉDITO A LA EXPORTACIÓN

En el caso de obras de infraestructura que requieran incorporar equipamiento y tecnología extranjera, es posible acceder a financiamiento de las llamadas Agencias de Crédito a la Exportación o ECA's (Export Credit Agency en inglés), que son instituciones creadas para incentivar el comercio internacional mediante préstamos financieros a los exportadores. Estas facilidades crediticias pueden adoptar la forma de créditos, seguros de crédito y garantías.

Las ECA's se han constituido a fin de asistir a los exportadores locales a ganar negocios en el extranjero. En no pocas ocasiones, cuentan con el respaldo del gobierno y suplen una brecha en la financiación, asumiendo los riesgos que de otro modo el mercado comercial no estaría dispuesto a cubrir.

Las agencias de exportación de créditos pueden ser regional o internacional en el ámbito de aplicación, tales como: i. BNDES (Brasil); ii. Export-Import Bank of India, Export Credit Guarantee Corporation of India (India); iii. Export-Import Bank of China (China); iv. Hong Kong Export Credit Insurance Corporation (Hong Kong); v. Ex-Im Bank (USA); vi. COFACE (Francia); vii. Euler Hermes Kreditversicherungs-AG (Alemania), sólo por citar aquellas que tienen mayor contacto con el país. Muchos de los organismos de crédito a la exportación también son miembros de la Unión de Berna, la principal asociación de crédito a la exportación y seguros de inversión en todo el mundo.

Resulta por demás habitual que los exportadores necesiten financiación para sufragar las distintas etapas del proceso de exportación, así como obtener ciertas garantías o seguros para protegerse de los riesgos inherentes en el comercio exterior. Del mismo modo, existen requerimientos de capital de trabajo en la etapa de desarrollo y fabricación de productos para la exportación. También puede ser necesario contar con fondos para adquirir maquinaria, equipo, herramientas, materias primas y suministros, así como el pago de honorarios profesionales y costos de mano de obra. Y no es infrecuente que un exportador pueda necesitar financiación para cubrir el plazo del crédito conferido al cliente en el extranjero o tomar algún tipo de seguro por el riesgo de falta de pago.

En este sentido, las ECA's pueden ofrecer facilidades crediticias que cubran todas estas contingencias, o

aún, directamente a los compradores extranjeros de los bienes y servicios exportados. También pueden ofrecer un seguro a favor del exportador que lo proteja del riesgo de falta de pago y eventualmente, un seguro para cubrir el riesgo político. Y en muchos casos, las ECA's brindan sus conocimientos y experiencia en materia de comercio internacional a los exportadores, importadores, promotores de proyectos y bancos, aplicándose en reunir el paquete adecuado de financiación y garantías conforme los requerimientos de cada contrato.

Ello es así pues el objetivo de las agencias de crédito a la exportación es el desarrollar un sector de exportación más dinámico, integrado al mercado mundial, y fortalecer sus respectivos mercados nacionales mediante el aumento de la productividad de los exportadores y la mejora de la calidad de sus productos y servicios.

En suma, los tipos de financiación ofrecidos a la exportación por los organismos de crédito incluyen los préstamos de capital de trabajo, facilidades de crédito para el comprador, proveedor de servicios de crédito, líneas de crédito y financiamiento de proyectos de instalaciones. Las ECA's también suelen ofrecer créditos a los exportadores de capital de trabajo en la fase de fabricación, a fin de que puedan adquirir las materias primas y otros insumos que necesitan. Algunos organismos de crédito a la exportación pueden ofrecer préstamos en la moneda del país exportador, así como en moneda extranjera. Por el lado de las garantías, pueden ofrecer una garantía a un banco para asumir el riesgo de pago del exportador cuando el comprador extranjero necesita ampliar las condiciones de crédito. El exportador recibe el pago, cuando las mercancías se envían o se ha efectuado el trabajo en un contrato de exportación y el banco cobra a partir de entonces al comprador. El seguro de inversiones protege al exportador contra los riesgos políticos como la expropiación y las restricciones a las remesas de un país extranjero.

FORMAS ASOCIATIVAS DE ESTRUCTURA MIXTA

Seguidamente abordaremos un mecanismo asociativo previsto en el ordenamiento normativo que, si bien no constituye fuente de financiamiento strictu sensu, su directa vinculación con la materia objeto del presente informe y los evidentes beneficios que

una más asidua utilización pudiera traer aparejado, tornan aconsejable su inclusión en este capítulo.

Contratos de participación público-privada (PPP)

¿Qué son?

Los contratos de participación público-privada (en adelante, PPP) constituyen una novedosa modalidad de contratación que se encuentra regulada en la Ley 27.328 (en adelante, ley PPP) y su decreto reglamentario N° 118/2017.

Los contratos de PPP se presentan como una alternativa al régimen general de contrataciones establecido tanto por las leyes de obra pública y de concesión de obra pública, así como por el decreto 1023/2001 y sus modificatorias. En este sentido, la ley PPP es clara al establecer que a las contrataciones celebradas bajo esta nueva modalidad no les será aplicable de manera directa, supletoria ni analógica el régimen general de contrataciones. Es decir, se presenta como una herramienta diferente al régimen general, que propone una nueva forma de contratación bajo un complejo procedimiento.

Esta nueva modalidad implica la celebración de contratos muy particulares entre órganos y entes públicos, por un lado, y sujetos privados o públicos, por el otro; posibilitando la articulación y el financiamiento de las obras o de ciertos proyectos de envergadura entre el sector público y privado.

Asimismo fomenta el financiamiento y la inversión privada y tiene como característica principal la flexibilidad de los contratos, lo que permite adaptar cada contrato que se celebre bajo esta modalidad a las exigencias particulares que presente cada proyecto y a diferentes estructuras de financiamiento.

¿Cuáles son los elementos de un contrato de PPP?

Si bien no existe una única definición de PPP aceptada internacionalmente, los elementos esenciales de un contrato de PPP son los siguientes:

- *un contrato a largo plazo⁶ entre una parte privada (el contratista) y una entidad gubernamental (el ente contratante);*

⁶ La ley prevé como plazo máximo de duración de estos contratos, el plazo de 35 años, incluyendo sus eventuales prórrogas (Conf. Artículo 4 inciso d de la Ley 27.328).

- *el suministro de un bien o servicio público nuevo o existente;*
- *la asunción por parte del contratista de una responsabilidad significativa de gestión y riesgo.*

¿Para qué tipo de proyectos se utiliza?

El régimen de contratación de PPP está pensado para grandes proyectos y obras que tengan lugar principalmente en las áreas de infraestructura, vivienda y servicios. De esta manera, esta modalidad de contratación está pensada para proyectos que abarquen actividades de construcción, diseño, ampliación, mejoras, mantenimiento, suministro de bienes y servicios, entre otros.

¿Cuáles son las principales ventajas de los contratos de PPP?

Entre las principales ventajas que suelen mencionarse respecto a este nuevo sistema de contratación, podemos señalar: la reducción de costos de construcción y mantenimiento de la infraestructura sin afectar la calidad de los servicios públicos; la necesidad de acelerar la entrega de infraestructuras; la disponibilidad para los organismos gubernamentales y del sector público de un tratamiento contable ventajoso para los proyectos de PPP; la generación de nuevos puestos de trabajo, directos e indirectos; el fomento de las pequeñas y medianas empresas y de la industria nacional en general; el desarrollo de la capacidad empresarial del sector privado; la generación de valor agregado dentro del territorio nacional y la provisión de nuevas y más eficientes tecnologías y servicios, entre otros.

¿Qué requisitos deben cumplirse para celebrar estos contratos?

Previo a celebrar contratos bajo esta modalidad, se deben acreditar objetivos de interés público. Esto quiere decir que se debe justificar de manera previa y clara la conveniencia de optar por esta modalidad en lugar de recurrir al régimen de contrataciones general. En otras palabras, lo que se debe justificar para celebrar un contrato de PPP es que el interés público se verá mejor atendido por esta modalidad en comparación con otras alternativas.

Ello implica necesariamente evaluar las ventajas y desventajas del régimen general de contratación

frente al régimen PPP, el nivel de transferencia de riesgos al sector privado, la disponibilidad y calidad del servicio en cuestión, la reducción de los costos y gastos que implica cada proyecto, la posibilidad de financiamiento del proyecto por el sector privado, los costos y gastos que implica cada proyecto bajo la modalidad PPP, el interés del sector privado, los factores relacionados al éxito y puesta en marcha de los proyectos, entre otros.

También resulta relevante –a los fines de justificar esta modalidad de contratación- evaluar la magnitud del proyecto. Los proyectos de PPP necesitan ser lo suficientemente grandes para que se logren compensar los costos del proceso asociados con dicha modalidad de inversión, y asegurar que el proyecto tenga una escala adecuada para atraer el interés del sector privado.

La transferencia de riesgos a los privados rompe con la estructura tradicional de los contratos de obra pública bajo el régimen general, ya que en este último caso la mayoría de los riesgos son retenidos o asignados al Estado.

En este sentido, los proyectos de PPP están pensados para que grandes empresas del sector privado que tengan la capacidad y experiencia necesaria para hacer frente a estos proyectos de gran envergadura, resulten las potenciales adjudicatarias del desarrollo de PPP.

Asimismo también se debe analizar si el proyecto de PPP tiene el potencial para generar los suficientes ingresos para financiar parcial o totalmente el propio proyecto. Es decir, se debe evaluar si el propio proyecto de PPP tiene la posibilidad de generar recursos propios para autofinanciarse.

¿Cómo es el procedimiento de selección del contratista?

El procedimiento de selección del contratista es similar al procedimiento del régimen general de contrataciones. Se podrá hacer mediante licitación o concurso público, nacional o internacional según la complejidad técnica del proyecto, la capacidad de participación de las empresas locales, razones económicas y/o financieras vinculadas a las características del proyecto, la capacidad de contratación disponible, y/o el origen de los fondos cuando se trate de proyectos que cuenten o requieran financiamiento externo.

En lo relativo a la provisión de bienes y servicios que deba realizarse en el marco de los contratos que se celebren bajo esta modalidad, los pliegos y demás documentación contractual deberán contener previsiones que establezcan que tales bienes y servicios tengan, como mínimo, un treinta y tres por ciento (33%) de componente nacional.

¿Cómo es la estructura de financiación?

La estructura de financiación resulta novedosa y compleja ya que se permite la constitución de fideicomisos financieros. A su vez, se debe identificar, asignar y evaluar los riesgos del proyecto e identificar los recursos públicos comprometidos para el desarrollo y ejecución del proyecto. Se debe incluir un esquema que contenga la estructura general del modelo económico-financiero que se adoptará.

También en el contrato de PPP se podrá contemplar lo que la Ley llama “sociedades de propósito específico”, de fideicomisos, otros tipos de vehículos, o esquemas asociativos, que tendrán a su cargo la suscripción y ejecución hasta su total terminación del contrato de participación público-privada.

¿Qué recibirá a cambio el Contratista por el desarrollo de un proyecto de PPP?

En principio, el Contratista recibirá una contraprestación al finalizar la obra que podrá ser percibida, dependiendo cada caso y en virtud de lo pactado en el contrato, de los usuarios, de la Contratante o bien, de terceros.

El pago a realizarse por la Contratante puede consistir en la afectación específica y/o la transferencia de recursos tributarios, bienes, fondos y cualquier clase de créditos y/o ingresos públicos, con la correspondiente autorización del Congreso de la Nación; o bien, la creación de fideicomisos y/o utilización de los fideicomisos existentes.

¿Qué es la Unidad de Participación Público- Privada (UPPP)?

La UPPP es el órgano encargado de la centralización normativa de los contratos regidos por la ley de PPP, creada al efecto por dicha ley y que funciona en el ámbito del Ministerio de Finanzas. Tiene por función prestar apoyo consultivo, operativo y técnico en las diferentes etapas de formulación, elaboración y ejecución de los proyectos PPP.

¿Qué es la Comisión Bicameral de Seguimiento de Contratos de PPP?

La Comisión Bicameral de Seguimiento de Contratos de PPP es la encargada de efectuar el seguimiento de los proyectos desarrollados bajo contratos de PPP y de verificar el cumplimiento de la ley de PPP, sus resultados y perspectivas de desarrollo futuro. Está integrada por 7 senadores y 7 diputados del Congreso de la Nación.

El titular de la UPPP deberá concurrir anualmente ante dicha Comisión a los efectos de brindar un informe fundado sobre el estado de ejecución y cumplimiento de los contratos de PPP que se encontrasen en curso, así como respecto de las condiciones y características de aquellos proyectos que la UPPP considerase conveniente desarrollar bajo dicha modalidad durante los próximos dos (2) ejercicios presupuestarios.

¿Cuáles son las cláusulas en materia de anticorrupción e incompatibilidades que se prevén en esta modalidad de contratación?

La Ley de PPP establece que no podrán ser oferentes o contratistas quienes tengan alguna incompatibilidad de las enunciadas en el artículo 233 (por ejemplo, haber actuado como asesores contratados por la contratante en la implementación del proyecto en el que pretenden participar como oferentes, ser funcionario público dependiente de la contratante, tener un proceso concursal en trámite o quiebra, entre otras).

Asimismo, el artículo 24 de la mencionada normativa consagra la cláusula anticorrupción, la cual establece lo siguiente:

“Sin perjuicio de lo dispuesto en la normativa vigente, será causal determinante del rechazo sin más trámite de la propuesta u oferta en cualquier estado de la licitación dar u ofrecer dinero o cualquier dádiva a fin de que:

- a. *Funcionarios o empleados públicos con competencia en cualquiera de las etapas del procedimiento instaurado por esta ley que hagan o dejen de hacer algo relativo a sus funciones, o para que hagan valer la influencia de su cargo ante otro funcionario o empleado público con la competencia descripta, a fin de*

que éstos hagan o dejen de hacer algo relativo a sus funciones;

- b. Cualquier persona haga valer su relación o influencia sobre un funcionario o empleado público con la competencia descripta, a fin que éstos hagan o dejen de hacer algo relativo a sus funciones.*

Serán considerados sujetos activos de esta conducta quienes hayan cometido tales actos en interés del contratista directa o indirectamente, ya sea como representantes administradores, socios, mandatarios, gerentes, factores, empleados, contratados, gestores de negocios, síndicos, o cualquier otra persona física o jurídica.

Las consecuencias de estas conductas ilícitas se producirán aún cuando se hubiesen consumado en grado de tentativa. Todo ello sin perjuicio, de las responsabilidades administrativas, civiles o penales que pudieran corresponder a los que llevaran a cabo tales conductas ilícitas.

Los funcionarios que tomaran conocimiento de la comisión de alguna de las conductas descriptas en el presente artículo, deberán formular la pertinente y formal denuncia ante los tribunales y órganos competentes según corresponda”.

Los préstamos bancarios pueden resultar una fuente de financiamiento para determinadas etapas de un proyecto de infraestructura (Vgr. construcción), con las restricciones propias de la actividad que tanto por vía del fondeo como por regulaciones del BCRA en cuanto a plazos y garantías acotan su disponibilidad.

Sin perjuicio de ello, cabe señalar que la industria de la construcción es una actividad que por sus características y su efecto multiplicador, dinamiza al resto de los sectores de la economía.

En este sentido, durante los últimos años el sector ha acompañado los vaivenes de la economía. El PBI del sector de la construcción a precios constantes ha pasado de \$14.905 millones en el año 2004 a \$22.388 millones para el cierre del ejercicio 2018. Es de destacar que la participación relativa del sector en el PBI Total se ha mantenido prácticamente constante en los últimos 15 años en torno al 3.2% (tabla 7).

1.1.3 SECTOR PRIVADO

ENTIDADES FINANCIERAS

	PBI CONSTRUCCION	PRODUCTO INTERNO BRUTO A \$ DEL MERCADO	% DE PARTICIPACION
2004	14,905	485,115	3,1%
2005	16,763	528,056	3,2%
2006	18,838	570,549	3,3%
2007	20,865	621,943	3,4%
2008	21,741	647,176	3,4%
2009	19,066	608,873	3,1%
2010	20,93	670,524	3,1%
2011	22,928	710,782	3,2%
2012	22,369	703,486	3,2%
2013	22,346	720,407	3,1%
2014	21,895	702,306	3,1%
2015	22,554	721,487	3,1%
2016	20,029	706,478	2,8%
2017	22,123	725,331	3,1%
2018	22,388	707,092	3,2%

Tabla 7. Participación promedio histórica. Fuente: Min Hacienda. A precios de 2004.

SI MEDIMOS EN PRECIOS CORRIENTES, LA PARTICIPACIÓN PROMEDIO HISTÓRICA ALCANZA EL 4.5%.

	PBI CONSTRUCCION	PRODUCTO INTERNO BRUTO A \$ DEL MERCADO	% DE PARTICIPACION
2004	14,905	485,115	3,1%
2005	20,478	582,538	3,5%
2006	28,423	715,904	4,0%
2007	39,38	896,98	4,4%
2008	52,626	1,149,646	4,6%
2009	53,018	1,247,929	4,2%
2010	72,471	1,661,721	4,4%
2011	105,69	2,179,024	4,9%
2012	128,064	2,637,914	4,9%
2013	163,369	3,348,308	4,9%
2014	212,288	4,579,086	4,6%
2015	272,338	5,954,511	4,6%
2016	315,406	8,228,160	3,8%
2017	460,891	10,644,779	4,3%
2018	592,739	14,566,559	4,1%

Tabla 8. Participación promedio histórica en \$ corrientes. Fuente: Ministerio de Hacienda.

No obstante, la situación histórica y actual de la Argentina nos muestra una industria de la construcción que ha enfrentado continuamente dificultades a la hora de obtener financiamiento bancario.

En términos relativos, en la actualidad sólo el 2.3%⁷ del total de los préstamos otorgados al sector privado están vinculados a la construcción. Este porcentaje equivale a un stock de préstamos con destino al sector de \$52.100 millones. El máximo valor corresponde al año 1990 cuando el sector alcanzó una participación relativa del 6.8% (grafico 5).

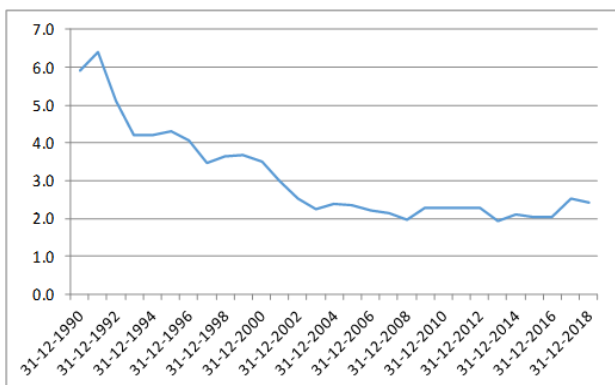


Gráfico 5. Participación relativa de los Préstamos otorgados a la Construcción respecto al Total de Préstamos otorgados al Sector Privado.

INVERSORES INSTITUCIONALES

Conforme los respectivos plexos normativos que regulan su actividad, las compañías de seguro de vida y retiro y los fondos comunes de inversión (FCI) pueden invertir en determinados productos financieros, siempre que los mismos cuenten con: i. Autorización de oferta pública; ii. Autorización para cotizar en mercados secundarios y iii. Calificación de riesgo por encima de ciertos parámetros.

En este sentido, la posibilidad de recurrir al auxilio de un empréstito masivo y a escala como fuente de financiamiento exige como previo que la estructuración financiera del proyecto admita la existencia de un vehículo que emita los valores mobiliarios objeto de la inversión, de modo que es dable visualizar su intervención una vez completada la etapa de construcción (Vgr. operación y explotación).

Los valores mobiliarios a los que alude el párrafo precedente, como consecuencia, pueden ser de diverso género, bastando para la presente etapa con citar las obligaciones negociables, los valores fiduciarios; sean certificados de participación y/o valores representativos de deuda.

⁷. BCRA a Febrero de 2019.

El Instituto Argentino de Mercado de Capitales⁸, brinda una muy interesante información respecto de la morfología del financiamiento a través del mercado de capitales en los últimos 18 años.

- Entre enero de 2001 y diciembre de 2018, el financiamiento total a través del mercado de capitales sumó USD 127.010M. Las Obligaciones Negociables (ON) explicaron el 52,11% del total, los Fideicomisos Financieros (FF) el 36,92%, las emisiones de acciones el 5,72%, los Cheques de Pago Diferido (CPD) el 4,80% y el

0,45% restante los Fondos Comunes de Inversión Cerrados (FCC) y los Pagarsés Bursátiles (PB).

- En particular, durante 2018 se realizaron emisiones de instrumentos de financiación por USD 6.347 M. (-58,7% con respecto al mismo período del año previo). El financiamiento obtenido por parte de las grandes empresas, cayó un 61% respecto del 2017.
- Menos del 5% del total de las emisiones corresponde a instrumentos generados por Pymes.

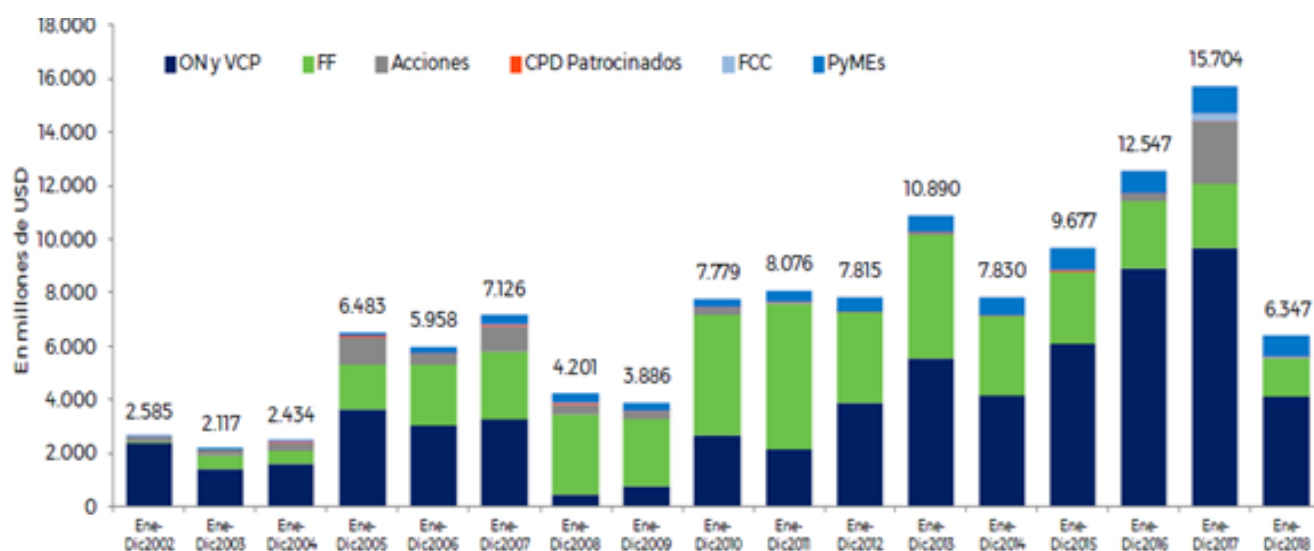


Gráfico 6. Financiamiento total - por tipo de instrumento y año.

FINANCIAMIENTO EMPRESARIO A TRAVÉS DEL MERCADO DE CAPITALES (MILLONES DE USD)

INSTRUMENTO	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018*
ON	767	2.654	2.170	3.899	5.538	4.160	6.064	8.922	9.703	4.114
FF	2.560	4.564	5.494	3.446	4.718	2.994	2.762	2.516	2.402	1.444
ACC	331	267	49	26	91	42	15	287	2.344	50
FCC									281	41
TOTAL GENERAL	3.651	7.478	7.714	7.371	10.347	7.196	8.841	11.725	14.730	5.650

⁸. INFORME DICIEMBRE 2018. FINANCIAMIENTO A TRAVÉS DEL MERCADO DE CAPITALES. Instituto Argentino de Mercado de Capitales.

FINANCIAMIENTO PYME A TRAVES DEL MERCADO DE CAPITALES (MILLONES DE USD)

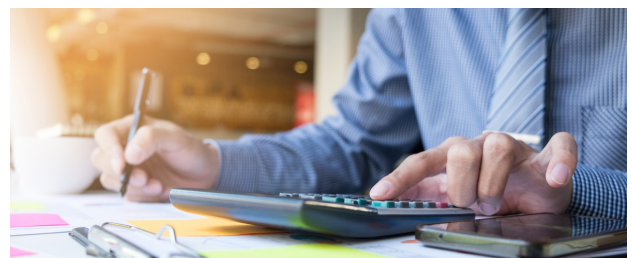
INSTRUMENTO	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018*
ON	2,4	4,4	24,6	28,8	30,1	14,4	18,9	30,9	43,0	33,2
FF	89,6	52,0	65,8	63,3	59,6	53,4	33,8	14,0	24,3	2,4
VCP								0,1		
ACC	6,4	6,4	6,4	4,5						
FCC										
TOTAL GENERAL	98,4	62,8	96,8	96,6	89,8	67,7	52,7	45,0	67,3	35,6

Tabla 9. Financiamiento empresario.



Gráfico 7. Evolución anual de los montos (M USD) y de la cantidad de emisores de ON y VCP en los últimos años.

Asimismo, debe destacarse que el volumen negociado en la Bolsa de Comercio local se encuentra históricamente concentrado en operaciones de compraventa de Títulos Públicos (81% del volumen total negociado en 2018), siendo prácticamente nulo en términos relativos la presencia de volumen significativo en mercado secundario para los Fideicomisos Financieros y ON (2,6% del volumen negociado entre ambos grupos de activos).



BYMA - VOLUMEN EFECTIVO (ARS)

TOTAL	4.144.625.873.341	100%	2.558.538.884.368	100%	62,0%
Titulos publicos	3.363.386.379.432	81,15%	2.089.168.625.806	81,65%	61,0%
Causiones y pases	406.503.360.319	9,81%	248.840.387.302	9,73%	63,4%
Acciones	213.413.183.561	5,15%	122.414.621.132	4,78%	74,3%
Obligaciones negociables	101.899.158.268	2,46%	69.347.931.287	2,71%	46,9%
Prestamos	27.619.167.538	0,67%	14.403.179.330	0,56%	91,8%
Fideicomisos financieros	6.915.262.986	0,17%	6.517.600.263	0,25%	6,1%
Opciones	8.441.723.061	0,20%	4.562.551.582	0,18%	85,0%
CEDEAR	4.388.341.086	0,11%	3.191.044.997	0,12%	37,5%
Fondos comunes cerrados	37.883.860	0,00%	92.942.670		-59,2%
Ejercicios ¹	5.098.062.119	0,12%	4.228.816.511	0,17%	20,6%

¹ Estas cifras no deben sumarse al calcular el total porque ya estan comprendidas en las categorias de acciones y/o titulos publicos

Tabla 10. BYMA - Volumen efectivo (ARS).

Compañías de seguro

Respecto a la cartera de inversiones administrada por las Compañías de Seguro⁹, a diciembre de 2018, el stock alcanzó los \$ 542.000 M, equivalentes en ese momento a u\$s 19.357 M. Y casi en su totalidad se trata de inversiones domésticas en Argentina (tabla 11). El 35% de la cartera está asignada a Títulos Públicos, 26% a FCI, 16% a ONs, 13% a Plazos Fijos.

Es importante destacar que la Resolución 38.708/2014 y sus modificatorias referidas al Reglamento General

de la Actividad Aseguradora establece en el punto 35.8.1. que para la determinación de la situación del Estado de Cobertura pueden ser consideradas computables hasta un 40% de las inversiones en su conjunto que tuvieran como destino:

1. *Títulos, certificados u otros valores negociables emitidos por fideicomisos creados en el marco del régimen de Participación Público-Privada establecido mediante Ley N° 27.328, sus modificatorias y complementarias.*

INVERSIONES

Cifras en miles de pesos sujetas a verificación

Balances al 31 de diciembre de 2018

ENTIDAD N° DENOM.	TITULOS PUBLICOS			ACCIONES			INVERSIONES EN EL PAIS		
	CON COTIZACIÓN	SIN COTIZACIÓN	TOTAL	CON COTIZACIÓN	SIN COTIZACIÓN	TOTAL	OBLIGACIONES NEGOCIABLES	FONDOS COMUNES DE INVERSION	
TOTAL DE MERCADO	182.969.905	6.996.373	189.966.278	15.396.351	18.580.761	33.977.112	92.969.400	141.928.247	
	INVERSIONES EN EL PAIS			PRÉSTAMOS					
	FIDEICOMISOS FINANCIEROS	PLAZOS FIJOS	HIPOTECARIOS	PRENDARIOS	OTROS	TOTAL	OTRAS INVERSIONES		
TOTAL DE MERCADO	5.552.102	70.521.460	220.313	28.631	1.620.933	1.869.877	2.311.222		
	TOTAL PAÍS		539.095.700	TOTAL EXTERIOR		2.627.453	TOTAL		541.723.153

Tabla 11. Inversiones - cifras en miles de pesos sujetas a modificación.

⁹. Informe de Inversiones, Crédito y Deudas. Superintendencia de Seguros de la Nación. Diciembre 2018.

2. *Securitización de hipotecas, entendida como la emisión de títulos valores a través de un vehículo cuyo respaldo está conformado por una cartera de préstamos con garantía hipotecaria de características similares.*
3. *Títulos, certificados u otros valores negociables emitidos por fondos de infraestructura o desarrollos inmobiliarios.*
4. *Inmuebles escriturados e inscriptos a nombre de la aseguradora situados en el país, destinados a renta o venta.*

Fondos comunes de inversión

Respecto a la industria de Fondos Comunes de Inversión¹⁰, a abril 2019, el stock administrado alcanzó los \$ 738.000 millones, equivalentes a u\$s 16.400 mm. Y casi en su totalidad se trata de vehículos que, por normativa de la Comisión Nacional de Valores, priorizan las inversiones domésticas en Argentina. Aproximadamente el 52% del monto total corresponde a FCI de Renta Fija y el 28% a FCI de Plazos Fijos. Existen sólo 10 fondos destinados a infraestructura y alcanzan sólo los \$6.620 mm, representando menos del 1% de los fondos invertidos.

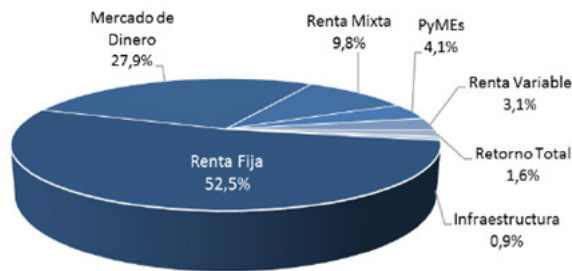


Gráfico 8. Patrimonios bajo administración. Fuente: Cámara Argentina de fondo de inversión.



¹⁰. Informe Mensual sobre la Industria de FCI abiertos. Cámara Argentina de FCI. Abril 2019.

¹¹. Informe Monetario Diario. BCRA. Al 24-5-19.

TIP DE FONDO	PATRIMONIO NETO
Fondos de renta fija	\$ 387.569
Fondos de mercado de dinero	\$ 206.201
Fondos de renta mixta	\$ 72.608
Fondos de PyMEs	\$ 30.368
Fondos de renta variable	\$ 22.794
Fondos de retorno total	\$ 12.029
Fondos de infraestructura	\$ 6.620
TOTAL	\$ 738.188

TIP DE FONDO	PATRIMONIO NETO
Fondos de renta fija	308
Fondos de mercado de dinero	31
Fondos de renta mixta	98
Fondos de PyMEs	30
Fondos de renta variable	62
Fondos de retorno total	15
Fondos de infraestructura	10
TOTAL	554

Tabla 12. Patrimonios bajo administración. Fuente: Cámara Argentina de fondo de inversión.

PÚBLICO INVERSOR

Finalmente, la utilización de ciertos vehículos permite la emisión de valores mobiliarios que hagan oferta pública primaria y luego, que tengan negociación secundaria y sean ofrecidos al público inversor en general.

Va de suyo que es fundamental la contribución de este sector en la estructuración financiera futura que en definitiva se recomienda utilizar.

Si se observan los datos consolidados de las entidades financieras, se puede advertir que existe una significativa capacidad de financiamiento que potencialmente se podría destinar al sector de la construcción.

Depósitos

Al mes de mayo de 2019¹¹, los depósitos a Plazo Fijo en pesos del sector privado totalizaban \$1.195.179 millones, equivalentes a u\$s 26.559 mm y representan el 55% del total de depósitos del mismo sector.

	SALDOS		VARIACIONES (EN %) ⁵			
	24-MAY-19	30 DIAS ANTES	MENSUAL	ULTIMOS 30 DIAS	AÑO 2019	INTERANUAL
<i>En pesos y dolares</i>						
PRESTAMOS AL SECTOR PRIVADO	2.223.057	2.196.750	0,0	1,2	4,1	16,9
Adelantos y documentos	956.448	937.266	1,1	2,0	9,7	23,5
Personales y tarjetas de credito	811.728	810.123	-1,6	0,2	-0,4	10,3
Hipotecarios y prendarios	342.881	340.510	0,3	0,7	2,3	14,3
Otros	111.999	108.850	1,1	2,9	-1,5	22,1
DEPOSITOS¹	4.431.711	4.263.287	2,4	4,0	10,8	55,3
DEPOSITOS DEL SECTOR PRIVADO	3.539.260	3.420.285	-0,5	3,5	12,6	70,1
RATIO DE LIQUIDEZ DE LAS ENTIDADES FINANCIERAS⁴	58,0	57,9	-3,2	0,0	5,1	15,6
<i>(Cuenta corriente +efectivo+Lebac+ Leliq+ Nocom+Pasesnetos+Titulos para integracion de encajes) Depositos totales</i>						
<i>En pesos</i>						
PRESTAMOS AL SECTOR PRIVADO	1.512.149	1.506.097	-0,7	0,4	-2,8	1,1
Adelantos	143.679	141.171	4,0	1,8	2,2	-8,6
Documentos	224.333	224.442	-1,1	0,0	-11,0	-20,1
Hipotecarios	212.720	212.199	0,2	0,2	1,0	14,2
Prendarios	92.170	92.833	-1,4	-0,7	-2,7	-7,1
Personales	425.070	425.845	0,5	-0,2	1,4	4,9
Trajetas de credito	372.855	369.148	-3,4	1,0	-3,1	17,8
Otros	41.322	40.459	-5,0	2,1	-22,1	-17,8
DEPOSITOS¹	2.856.717	2.753.894	1,6	3,7	3,8	34,4
Cuenta corriente ²	635.582	644.317	2,5	-1,4	-15,6	-0,4
Caja de ahorros	527.675	539.206	-16,5	-2,1	-16,1	26,4
Plazo fijo no ajustable por CER/UVAs	1.564.574	1.436.831	10,3	8,9	25,9	59,3
Plazo fijo ajustable por CER/UVAs	35.017	38.219	-9,7	-8,4	10,9	162,7
Otros depositos	93.869	95.321	-8,5	-1,5	-0,7	26,6
DEPOSITOS DEL SECTOR PRIVADO	2.169.913	2.115.806	-2,7	2,6	6,0	50,1
Depositos a plazo	911.590	889.820	-9,2	2,4	-7,1	34,2
Depositos a la vista	1.195.179	1.160.203	3,6	3,0	19,2	66,4
DEPOSITOS DEL SECTOR PUBLICO	686.804	638.088	18,1	7,6	-2,5	1,2
Depositos a plazo ²	251.667	293.703	1,3	-14,3	-37,2	-33,1
Depositos a la vista	404.412	314.412	33,1	28,4	49,3	45,8
<i>En dolares³</i>						
PRESTAMOS AL SECTOR PRIVADO	15.812	15.885	-0,6	-0,5	3,0	-4,6
DEPOSITOS¹	3.503	34.716	1,7	0,9	6,0	18,2

Tabla 13. Depósitos

En relación con los depósitos en moneda extranjera, alcanzaron un total de U\$S 35.031 millones.

De este modo, y dado que el sector de la construcción necesita volúmenes importantes de capital para

su desarrollo, sería de gran utilidad articular mecanismos para que los recursos existentes en el sistema financiero puedan dirigirse a los proyectos y obras de infraestructura, tanto al sector privado como público, permitiendo actuar como un complemento de las fuentes financieras disponibles actualmente.

Bonos de carbono

Los efectos que derivan del actual y progresivo cambio climático y sus consecuencias mundiales a nivel económico, social y ambiental motivaron la reacción de muchos países desarrollados para asumir compromisos cuantitativos que limitan sus emisiones de gases contaminantes, en este caso los gases que contribuyen al efecto invernadero (GEI).

Con el objeto de facilitar el cumplimiento de los citados límites a las emisiones de GEI y minimizar su impacto en las economías mundiales se delineó la existencia y organización de un nuevo mercado mundial: el mercado de carbono. Se trata de un mercado de dimensiones internacionales, sustentado en base a la generación, intercambio y comercialización de las unidades de reducción de emisiones de GEI y las unidades de emisión de GEI que se incorporan al mundo a través de la normativa contenida en el Protocolo de Kioto (PK).

El objetivo común es facilitar el cambio progresivo de tecnología y producción a nivel mundial, con un uso menos intensivo de recursos y estructuras que emitan GEI, permitiendo la creación de un nuevo mercado basado en el intercambio de commodities con origen en el esfuerzo por la reducción de toneladas de dióxido de carbono.

El mundo registra transacciones basadas en GEI desde la década de los 90, ya sea como complemento de sistemas de reducción de emisiones impuestos a nivel nacional y/o estatal y/o iniciativas de empresarios que buscan mejorar una imagen corporativa en base a estas prácticas que son vistas como "ambientalmente amigables".

Sin embargo, el verdadero impulso a los mercados de carbono se produce a partir de la entrada en vigencia del Protocolo de Kioto (PK) en el mes de febrero de 2005 y del lanzamiento de sistemas de comercio de emisiones de GEI nacionales y/o regionales que se anticiparon al mismo (como el UK Emission Trading Scheme en el Reino Unido o más recientemente el EU Emission Trading Scheme en la Unión Europea) y que, en el último caso, admite el comercio de unidades de carbono previstas por el Protocolo.

Implicancias del protocolo de kioto

A través del PK, los países desarrollados del mundo

que ratificaron el acuerdo asumieron un compromiso legal y vinculante de reducir sus emisiones de GEI en un promedio de 5,2% con respecto a los niveles de emisiones del año 1990. Esta reducción de emisiones debe realizarse en el período 2008-2012 al finalizar el llamado "Primer período de compromiso". Los países ratificantes del PK se denominan Partes y se agrupan según su grado de desarrollo como países Anexo I y países no Anexo I. El primer grupo se integra con países desarrollados que han adoptado compromisos de reducción de GEI y el segundo con países en desarrollo que, por este motivo, no han asumido obligaciones de disminución de emisiones pero que contribuyen al objetivo del Protocolo a través de la acogida en sus territorios de actividades que reduzcan y/o absorban cantidades de GEI en la atmósfera.

El PK contempla la disminución de seis clases de GEI: dióxido de carbono (CO₂); metano (CH₄); óxido nitroso (N₂O); hidrofluorocarbonos (HFC); perfluoro carbono (PFC) y hexafluoruro de azufre (SF₆) a un 5,2% menos del nivel de emisiones de 1990. A estos gases se les asigna un potencial de generación de efecto invernadero que permite referenciar cada uno al CO₂ y así utilizar como unidad común de referencia el CO₂ equivalente (CO₂e).

Con carácter suplementario a las políticas nacionales de reducción de emisiones de GEI, el PK introduce tres mecanismos cuyo objetivo principal es ofrecer a las Partes medios para recortar las emisiones con menos gastos en el exterior que en el propio país, promoviendo el desarrollo de un mercado global de comercialización de permisos y/o créditos de carbono:

Las opciones de mecanismos flexibles son: Mecanismo de Desarrollo Limpio (MDL), Mecanismo de Implementación Conjunta (IC en adelante) y Comercio de Derechos de Emisión.

Mecanismo de Desarrollo Limpio

Esta clase de mecanismo autoriza la intervención de todos los países firmantes del PK, dado que consisten en la puesta en práctica y en el financiamiento de proyectos, por parte de entidades gubernamentales o privadas de países desarrollados, en naciones en vías de desarrollo. Los países No Anexo I participan prestando sus territorios para la realización de aquellos proyectos destinados a disminuir los efectos negativos de los GEI y los países Anexo I intervienen

como inversores directo o como compradores de CER. Los bonos de carbono derivados de estos proyectos pueden ser comercializados libremente y son finalmente utilizados por las Partes del Anexo I para dar cumplimiento a las obligaciones asumidas en Kyoto. En consecuencia, este mecanismo se traduce en oportunidades de financiamiento y transferencia de tecnología para los países no industrializados firmantes del PK que decidan desarrollar proyectos de energía limpia y/o de forestación. Estos proyectos deben cumplir con una serie de características, a saber:

- *Contribuir al desarrollo sostenible del país receptor.*
- *Demostrar que no se hubiesen implementado en ausencia del MDL.*
- *Contar con la aprobación de todas las Partes implicadas (no Anexo I y Anexo I involucradas) y ser registrados ante la Junta Ejecutiva del MDL (EB), dependiente de la Conferencia de las Partes del PK.*
- *Generar reducción y/o absorción de emisiones de GEI que sean reales, mesurables y de largo plazo.*
- *Sus emisiones de GEI deben ser menores a las que se hubiesen generado en ausencia del proyecto.*

La certificación de un proyecto como MDL debe seguir, en primera instancia, un proceso de evaluación nacional que teste la contribución del proyecto al desarrollo sostenible del país anfitrión y seguidamente, un proceso de evaluación internacional, cuyo propósito es medir su contribución a la mitigación del cambio climático global.

Mecanismo de Implementación Conjunta

De este mecanismo participan únicamente los países firmantes del PK que conforman el Anexo I. Representa, para toda parte incluida en el Anexo I la posibilidad de "transferir a cualquiera otra de esas Partes, o adquirir de ella, las unidades de reducción de emisiones

resultantes de proyectos encaminados a reducir las emisiones antropógenas por las fuentes o incrementar la absorción antropógena por los sumideros de los gases de efecto invernadero en cualquier sector de la economía, con sujeción a lo siguiente:

- a. *Todo proyecto de ese tipo deberá ser aprobado por las Partes participantes.*
- b. *Todo proyecto de ese tipo permitirá una reducción de las emisiones por las fuentes, o un incremento de la absorción por los sumideros, que sea adicional a cualquier otra reducción u otro incremento que se produciría de no realizarse el proyecto.*
- c. *La Parte interesada no podrá adquirir ninguna unidad de reducción de emisiones si no ha dado cumplimiento a sus obligaciones dimanantes de los artículos 5 y 7.*
- d. *La adquisición de unidades de reducción de emisiones será suplementaria a las medidas nacionales adoptadas a los efectos de cumplir los compromisos contraídos en virtud del artículo 3.¹²*

Las unidades de reducción de emisiones (ERU) generadas por estos proyectos pueden utilizarse por las Partes inversoras Anexo I para ayudar a cumplir sus objetivos de emisión.

Comercio de derechos de emisión

Al igual que en el caso de los MDL, del comercio de derechos de emisión pueden participar las naciones industrializadas y aquellas naciones emergentes que hayan ratificado el PK. Este régimen proporciona a las Partes Anexo I la facultad de adquirir bonos de carbono de aquellos sectores que posean con remanentes, tal como señala el texto del artículo 17 del PK, "permite a las Partes Anexo I adquirir CER de aquellos sectores que cuenten con excedentes de los mismos". En otras palabras, autoriza la libre comercialización de bonos de carbono.

¹². Protocolo de Kyoto, 2005.

Toda operación concordante con este tipo mecanismo flexible será suplementaria a las medidas nacionales que se adopten para cumplir los compromisos cuantificados de limitación y reducción de las emisiones provenientes de ese artículo.

La Argentina participa en el mercado de carbono con la oferta de Reducciones de Emisiones Certificadas (CER). La realización de proyectos locales de reducción de gases, encuadrados dentro de los parámetros del Mecanismo para un Desarrollo Limpio (MDL), permitirá a sus desarrolladores la obtención de certificados o bonos comercializables internacionalmente y será un canal de entrada de divisas extranjeras para el país. Los CER derivados de estos proyectos pueden ser comercializados libremente como commodities y serán finalmente utilizados por los países desarrollados para dar cumplimiento a las obligaciones asumidas en Kioto u otros sistemas como el European Emission Trading Scheme. Los proyectos MDL deben contar con la aprobación de todas las partes implicadas y ser registrados ante la Junta Ejecutiva del MDL (JE), dependiente de la Conferencia de las Partes del PK.

Los proyectos MDL deben contribuir al desarrollo sustentable y dar lugar a beneficios reales, mensurables y duraderos para el clima, en forma de reducción y/o absorción de emisiones de GEI, adicionales a las que se habrían producido sin el proyecto.

Ventajas del MDL para los países involucrados

Mientras el MDL baja los costos de cumplimiento del Protocolo de Kioto para los países desarrollados, de igual manera, los países en desarrollo como la Argentina se benefician no sólo por el incremento en el flujo de inversiones, sino también por el requerimiento de que estas inversiones contribuyan a alcanzar metas nacionales de desarrollo sustentable.

Desde la perspectiva de los países en desarrollo como la Argentina, el MDL permite entre otras ventajas:

- *Atraer capitales para proyectos que apoyen un cambio a una economía más próspera pero menos intensiva en carbono.*

- *Crear el espacio para un nuevo mercado de capitales basados en una nueva clase de activos.*
- *Incentivar y permitir la participación activa tanto del sector público como del privado.*
- *Proporcionar una herramienta de transferencia de tecnología, en caso de que las inversiones sean canalizadas para proyectos que reemplacen tecnología vieja e ineficiente basada en combustibles fósiles, o para crear nuevas industrias con tecnología ambientalmente sostenible.*
- *Ayudar a definir prioridades de inversión en proyectos que cumplan metas de desarrollo sostenible.*

Específicamente, el MDL puede contribuir a los objetivos de desarrollo sustentable de un país en desarrollo a través de:

- *Transferencia de tecnología y recursos financieros.*
- *Alternativas sustentables de producción de energía.*
- *Incremento en la conservación y eficiencia energética.*
- *Disminución de la pobreza a través de la generación de empleo e ingresos.*
- *Beneficios ambientales locales.*

El Caso Latinoamericano

La experiencia de los proyectos del Fondo Prototipo de Carbono (PCF por su sigla en inglés)¹³ ha evidenciado la relevancia que poseen los ingresos originados por la venta de bonos de carbono en el financiamiento de proyectos. Al adicionar estos ingresos al flujo de fondos de un proyecto, la rentabilidad de este se ve considerablemente afectada. En la tabla 14 es posible apreciar los efectos positivos que tiene esta alternativa de financiamiento, paliativa del cambio climático, sobre las economías de América Latina y el Caribe.

¹³. Es una alianza entre entes privados y públicos cuyo objeto es promover el mercado internacional de Bonos de Carbono. Es administrado por el Banco Mundial.

PROYECTOS / TECNOLOGÍA	VARIACIÓN TIR
Eficiencia Energética	2 - 4
Energía Eólica	0,9 - 1,3
Energía Hidráulica	1,3 - 2,6
Bagazo (Caña de Azúcar)	0,5 - 3,5
Biomasa	hasta 5
Residuos Sólidos	mayor a 5

Tabla 14. Proyectos PCF. Fuente: Banco Mundial.

De la tabla 14 se desprende que las mejoras en la rentabilidad de los proyectos aprobados como mecanismos de desarrollo limpio, se encuentran comprendidos en un rango de entre el 0.5% y el 5%. Es así que se puede notar que con proyectos de biomasa y captura de metano, el impacto es más significativo por el alto potencial de calentamiento global del metano¹⁴.

Otro beneficio percibido por participar del mercado de carbono está dado por el acceso a aquellos fondos verdes que están buscando oportunidades de inversión en Latinoamérica.

Ahora bien, la reducción de emisiones de GEI no sólo representa una alternativa para mejorar la rentabilidad y los estados financieros de un proyecto, sino que también representa una oportunidad para fortalecer su imagen positiva. La comercialización de CER es un accionar voluntario comprendido en un tratado cuyo objeto central es luchar contra el calentamiento global. Es un testimonio de responsabilidad social.

Por último, el alto grado de supervisión al que se enfrentan los proyectos calificados como mecanismos flexibles mejora la competitividad de estos.

Es preciso señalar que, al analizar los bonos de carbono como opción de financiamiento, debe tenerse en cuenta que la mayoría de los contratos de carbono son pagaderos al momento de entrega. Esto implica que aún si resultase un flujo de caja significativo de la venta de la reducción de emisiones, no resolvería el problema de financiar el proyecto en la etapa inicial.¹⁵

1.2 EXPERIENCIA INTERNACIONAL DE FINANCIAMIENTO DE INFRAESTRUCTURA

Se ha estimado que puede resultar ilustrativo efectuar un somero repaso de la experiencia internacional en la materia a fin de comprender el tratamiento, soluciones, desafíos y fracasos observados.

CASO CHILENO. BONOS DE INFRAESTRUCTURA

Los Bonos de Infraestructura representan una alternativa para conjugar la necesidad de mejorar los

servicios públicos y aquellos recursos domésticos y extranjeros en busca de oportunidades de inversión de largo y/o mediano plazo.

Consisten, básicamente, en documentos de deuda creados con el fin de facilitar la inversión del sector privado en proyectos de obra pública. Son bonos emitidos por los propios concesionarios de obra, garantizados en un 100% por pólizas de seguro de compañías aseguradoras extranjeras. Su capacidad

¹⁴. "Guía Centroamericana de Financiamiento de Carbono"; GreenStream Network Ltd. y BUN CA; 1° edición, septiembre 2014.

¹⁵. *Ibíd.*

de pago depende de la fortaleza del proyecto que permite financiar, es decir, de los flujos de fondos y otros ingresos operacionales del mismo.

Por sus características generales, los bonos de infraestructura constituyen una alternativa para aprovechar la capacidad de gestión del sector privado y las potencialidades de financiamiento de bancos, fondos de pensión y compañías de seguro.

Estos bonos, tomando en cuenta las dos etapas en la vida de todo proyecto, son diseñados para la emisión de un tipo de título de deuda para la construcción, llamado Bono Pre-Operativo y el llamado Bono Operativo para la etapa de operación.

Bono preoperativo

El contrato de emisión de los bonos preoperativos tiene lugar en el período comprendido entre el comienzo de la obra y su finalización. La emisión debe ser por un monto suficiente para cubrir el costo de avance físico de la obra, al momento de la emisión, y el remanente necesario para continuar la construcción hasta la autorización de la puesta en servicios de la obra.

Una de las características que debe notarse en la existencia de garantías de pago de los bonos cuyo objeto es asegurar que serán cancelados en tiempo y forma y que la construcción terminará sin sobre plazos ni sobrecostos, y bajo las exigencias impuestas por el Estado.

Bono Operativo

Por su parte, los bonos operativos coinciden con la etapa de explotación de la obra concesionada, en consecuencia su emisión se inicia con la puesta en servicio de la totalidad de la obra que conforma la concesión, es decir, en el momento en que la obra es habilitada para operar.

El monto de la emisión debe garantizar el pago del capital, los intereses y otros gastos asociados a las cantidades adeudadas al cierre de la etapa de construcción. La concesionaria cuenta con la alternativa de emitir bonos para prepagar íntegramente las sumas adeudadas a los bancos acreedores.

El estudio de la seguridad de pago a los inversionistas en estricta conformidad a lo predeterminado en el contrato de emisión consiste, fundamentalmente, en determinar el grado de competitividad del proyecto y los riesgos que pueden debilitarlo.

Principales aspectos de la experiencia

Las incompatibilidades en los riesgos entre las etapas de construcción y operación obligan a evaluar distintos elementos a la hora de establecer la calificación de los bonos correspondientes a uno y otro período. En particular, en la etapa preoperativa se priorizan variables concernientes con el desarrollo de la construcción, a saber, la potencialidad de sobrecostos y sobre plazos en relación a los costos y plazos preestablecidos.

Por su parte, en la fase operativa se analizan factores relacionados con la factibilidad de los flujos de ingresos, como por ejemplo, la demanda futura y los compromisos del Estado (ingresos mínimos garantizados, subsidios, etc.).

Entre los factores comunes a analizar para la calificación de ambos tipos de bonos se destacan la calidad de los administradores y propietarios y las garantías y resguardos establecidos en el contrato de cada uno de los bonos, en el marco regulatorio y en el contrato de concesión.

En Chile, los Bonos de Infraestructura representaron una alternativa para focalizar los recursos públicos a aquellas inversiones que no eran rentables para el sector privado y que sí mejoraban la calidad de vida para la población al destinarse a caminos secundarios y rurales, puentes, colectores de aguas lluvias, etc.¹⁶

Esta estructura de financiamiento para obra pública fue presentada en 1998 por el presidente Eduardo Frei, quien se refirió a ella diciendo que es un mecanismo de inversión directa en América Latina que dará a los inversionistas institucionales mayores oportunidades de invertir en el largo plazo, les permitirá diversificar sus posesiones y les dará mejores posibilidades de rendimiento¹⁷. Ese mismo año se realizó la primera emisión de Bonos de Infraestructura para la construcción de la Autopista Talca-Chillán, por un monto de u\$s 116,5 millones.

¹⁶. "Sistema de Concesiones en Chile 1990-2033"; Ministerio de Obras Públicas, junio 2033, Santiago, Chile.

Cuando en la década del 90 el mercado de Bonos de Infraestructura comenzó a desarrollarse en Chile, este país presentaba un gran déficit en infraestructura y sus autoridades buscaban implementar medidas que fomentasen la participación de inversión privada en actividades tradicionalmente llevadas a cabo por el Estado.¹⁸

El compromiso con el programa de concesiones evidenciado por el Estado chileno, junto con el equilibrio macroeconómico, político y social que garantizó una mejora en la posición relativa del riesgo soberano, representó un elemento positivo para el desarrollo del mercado de los Bonos de Infraestructura, sustentado en diversas acciones tendientes a crear mecanismos que otorgaron un marco de operación definido para las empresas concesionarias y los inversionistas¹⁹. A modo de ejemplo es posible enumerar mecanismos tendientes a reducir el riesgo del sector privado tales como ingresos mínimos garantizados, reembolsos de IVA, subsidios, etc.

Ahora bien, el accionar del Estado no fue el único elemento de la coyuntura chilena que representó una fortaleza para el avance de este nuevo mecanismo de financiamiento, sino que además, se debe mencionar la existencia de un adecuado marco normativo que ofrecía resguardos para proteger a los tenedores de bonos. La estructura contractual implementada garantizaba aportes de capital contingentes en caso de que los flujos de caja no fuesen coherentes con las proyecciones iniciales²⁰. A este último factor se sumaron la solidez de las compañías aseguradoras, quienes otorgaron garantías a las emisiones de bonos, y la experiencia en el campo de las empresas patrocinadoras y constructoras que intervinieron en los proyectos chilenos financiados con Bonos de Infraestructura. Tal como señala Bonet, la mayoría corresponde a consorcios españoles que han desarrollado obras de gran envergadura en España y Chile²¹.

No es posible obviar el hecho de que un número significativo de proyectos financiados bajo la estructura de Bonos de Infraestructura cuentan con competencia limitada en lo relativo a la demanda del servicio.

En efecto, el hecho de que una gran masa de obras financiadas bajo el sistema de Bonos de Infraestructura haya sido viales otorgó una fortaleza mayor a este nuevo mecanismo de financiamiento al permitir delimitar con claridad los riesgos de construcción y los ingresos de operación hayan representado. A ello se sumó un factor cultural, dado por el hecho de que el pago de peajes por uso de carreteras ha sido una costumbre en Chile, de manera que esta cultura de pago ha permitido establecer peajes en nuevos sectores de las actuales o nuevas carreteras²².

Entre los componentes de la coyuntura chilena que significaron riesgos al momento de implementar los Bonos de Infraestructura, se detectó en primer lugar el alto nivel de sensibilidad de la demanda de servicios frente a los ciclos económicos, al punto que se dijo que escenarios de recesión económica acentuada y permanente en el tiempo podrían implicar un desempeño negativo en la concesión²³.

En el caso particular de las concesiones viales chilenas, el factor de riesgo específico ha sido el nivel máximo de tarifas. A su vez, que los principales garantes de los proyectos han sido sus patrocinadores constituyó otra de las dificultades presentadas, al limitar la capacidad de cumplimiento del proyecto a la calidad crediticia de su patrocinador.

En última instancia, pero no por ello menos relevantes, deben mencionarse los riesgos de construcción que son propios a todo proyecto de infraestructura y que son comprendidos prácticamente en su totalidad por la expresión *risk completion*.

Ingresos mínimos garantizados

Al estudiar la experiencia chilena con los Bonos de Infraestructura, es necesario aludir al mecanismo de Ingresos Mínimos Garantizados (IMG en adelante).

En efecto, conforme a lo descrito en la Ley de concesiones de obras públicas, el Estado chileno garantiza

¹⁷. FREIRE, Javier; "Bonos de infraestructura: ¿la solución al financiamiento de proyectos en Chile?"; mayo 2017; Santiago, Chile.

¹⁸. FELLER, Álvaro; "Criterio de Clasificación: Bonos para financiamiento de proyectos de concesiones viales"; Feller Rate; Visión de Riesgo; mayo-junio 1997; Santiago; Chile.

¹⁹. BONET, Carlos; "Emisión Bonos de Infraestructura en Chile: Una Experiencia Exitosa"; Feller Rate; Visión de Riesgo; junio 2003; Santiago; Chile.

²⁰, ²¹, ²², ²³. *Ibíd.*

a los postulantes de una licitación ciertos ingresos mínimos por tráfico. Como contrapartida, el privado que opte por los IMG debe compartir con el Estado un porcentaje de sus ingresos (50%) cuando la rentabilidad supere un valor determinado (normalmente 15%). Si bien este sistema suele contar con retrasos en los pagos, ofrece una alternativa verosímil para reducir la incertidumbre asociada con las proyecciones de demanda.

Subvenciones

Otro elemento a considerar son las subvenciones, toda vez que esta opción se implementa en aquellos casos en que a una determinada tarifa máxima, la concesión no es privadamente rentable, pero se contempla por razones de interés público (Bonos para Concesiones de Infraestructura). Son montos conocidos que figuran en las bases de la licitación. Representan un flujo securitizable y existe la alternativa de emitir bonos que, si se logran aislar del riesgo del proyecto, pueden obtener una calificación similar a la del Estado Chileno.

Seguros y garantías

Finalmente, esta recensión no estaría completa si no se mencionaran los seguros y garantías, los que se clasifican a su vez, en dos grandes grupos. Aquellos que tratan el daño físico (Todo Riesgo de Construcción y Catástrofe (TRC en adelante), Advance Loss of Profits (ALOP en adelante) y Performance Bond, por un lado, y los relacionados con la responsabilidad civil, por el otro. En conjunto aíslan los riesgos inherentes a la construcción y operación de la obra.

Tanto TRC como ALOP, mitigan los riesgos de un evento catastrófico (riesgos de la naturaleza) que pueda ocurrir en cualquiera de las etapas de un proyecto y cubren los perjuicios económicos derivados de atrasos en la construcción cuya causante sean eventos de fuerza mayor adversos a la concesionaria.

Entre los riesgos cubiertos por la garantía TRC se encuentran los de terremotos, inundaciones, hundimientos o deslizamiento de terrenos, incluyendo huelga, motín, terrorismo, problemas de diseño y/o calidad de los materiales. La cobertura del seguro ALOP es complementada con una promesa de aporte de capital de los socios de la Concesionaria (sponsor clasificado en "grado de inversión").

Por su parte, el Performance Bond asegura el fiel cumplimiento de las condiciones estipuladas en el contrato (costos, plazos y cobros de multas). En otras palabras, cumple la función de mitigar los riesgos de sobre costos y sobre plazos.

Al ser incumplido el contrato de construcción a precio fijo y cuyas multas y perjuicios no puedan ser remediados por el constructor, se genera automáticamente una obligación del garante a favor de la sociedad concesionaria, que consiste en la ejecución del contrato con sus términos y condiciones hasta el valor comprometido. Este tipo de seguro es contratado una vez materializada la colocación de la emisión de bonos (con un plazo máximo de 10 días hábiles) y el monto de este es determinado en función del nivel de avance de la obra.

La cobertura de responsabilidad civil está referida a los compromisos que deban asumirse por los daños que, con motivo del accionar de la Sociedad en el cumplimiento de su objeto, pudiera ocasionar a terceros y/o a sus bienes.

LA EXPERIENCIA DEL EUROTÚNEL

Toda aproximación a la experiencia internacional estaría incompleta si no se estudiara el Eurotúnel, el proyecto de infraestructura más grande que se haya financiado jamás con capitales privados. Además, los múltiples problemas emergentes durante la construcción, que demandó 7 años, permiten sacar algunas lecciones provechosas.

Es necesario recordar que en 1985 los gobiernos de Francia y el Reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte, cursaron una Invitación a Presentar Propuestas (IPP) para la construcción de una forma de vinculación permanente, que no necesariamente debía ser un túnel, entre Inglaterra y Francia. A los oferentes se les dio 6 meses de plazo para presentar la oferta. De entre las 3 o 4 propuestas más serias, se seleccionó aquella que planteaba la construcción de un túnel por debajo del lecho del Canal de la Mancha por resultar la más simple desde el punto de vista tecnológico y la más barata, desde el punto de vista económico-financiero.

Esta propuesta se estructuraba en torno de dos grandes bloques, claramente distinguibles: finan-

ciamiento y construcción. Resultó natural que los promotores fueran empresas de la construcción y entidades financieras. Se formó un consorcio de singular envergadura para abordar la etapa de construcción, integrado por 10 contratistas y 5 bancos, quienes en su conjunto conformaron los 15 accionistas originarios.

El marco normativo fue establecido mediante la suscripción del llamado Tratado y Concesión Anglo Francés. A los fines del presente informe, resulta de singular relevancia destacar el texto del artículo 1º de dicho cuerpo convencional, que establece que la obra será financiada sin recurrir a fondos gubernamentales o garantías también gubernamentales de naturaleza financiera o comercial.

El plazo de concesión fue en sus orígenes de 55 años, pero con posterioridad fue extendido a 65 años, razón por la cual habrá de expirar en el año 2052. En dicha ocasión la propiedad de todos los activos y servicios pasará a dominio de los respectivos Estados. El Tratado prevé asimismo, la creación de una comisión bipartita intergubernamental a los fines de controlar el cumplimiento de la concesión.

La construcción pasó por momentos severamente críticos durante el año 1986 cuando los contratistas y los bancos que integraban el Consorcio negociaron los términos del Contrato de Construcción y las facilidades crediticias. Hubo un préstamo sindicado entre más de 200 bancos, que aunque puso de relieve el apoyo del sector financiero, significó no obstante que el gerenciamiento del Contrato de Crédito resultara más dificultoso. A su vez, los accionistas originales vieron reducidas sus tenencias.

Es dable destacar que en los presupuestos financieros efectuados en 1987, se había estimado un "colchón" de alrededor del 25 %, en la íntima convicción de que resultaba mucho más que suficiente. Sin embargo, empezaron a sucederse cuestiones que conspiraron contra cualquier presupuesto.

Así, el progreso en la construcción del túnel no tuvo el comienzo esperado, en parte por especificaciones imprecisas en cuanto a los taladros y en parte, por subestimación del peso de la logística. En segundo término, hubo cambios de diseño en las terminales y en los equipos de trabajo fijo. También se subestimó el costo del material rodante.

Por estas razones, los bancos se vieron precisados en numerosas oportunidades a otorgar alguna forma de waiver, frente a reiterados incumplimientos del Consorcio. Era evidente que mientras que el Eurotúnel contaba con fondos suficientes para comenzar a operar, mayores necesidades crediticias iban a surgir después de la apertura hasta que finalmente se llegara a un punto de equilibrio. Con tal propósito, se acordaron nuevas facilidades crediticias suscitándose discusiones en torno a la necesidad de aportes de capital, el monto y los plazos. Posteriormente se acordó efectuar una nueva emisión de capital, surgiendo la cuestión de los atrasos en el esquema de construcción previsto y su vinculación con ciertas condicionalidades atadas a la operatividad del sistema, pues los inversores reclamaban certificaciones de que el sistema funcionaba. De cualquier forma, en 1994 fue necesario adicionar nuevos fondos.

Una cuestión no menor es que por más diligencia que se puso a la hora de confeccionar los instrumentos que formalizaban los diferentes acuerdos, los documentos no lograban pasar por un test de realidad y resultaba necesario proceder una nueva ronda de negociación.

El incremento en los costos y un retraso en el cumplimiento de los plazos llevaron al Consorcio a anunciar una suspensión de 18 meses en el pago de intereses. Se formó un Steering Committee en representación de los bancos sindicados, acordándose en definitiva, un Plan de Reestructuración que entre otros objetivos, debía asegurar que la estructura de capital fuera lo suficientemente robusta como para acomodarse a las posibles variaciones en el rendimiento financiero de los años por venir. Para ello se renegociaron plazos y tasas, aún por debajo de las de mercado, de manera tal que el plazo de madurez de la deuda se modificó sensiblemente. Aunque por efectos de la reestructuración, los accionistas vieron licuadas sus tenencias, se les permitió mantener la mayoría. Con posterioridad al canje de deuda por capital, los accionistas podrían acceder al 54,5 % del capital ampliado.

Pese a los retrasos, incumplimientos, desvíos y sobrecostos y las consecuentes necesidades de mayor financiamiento y renegociación de deuda, el Eurotúnel hoy es una realidad en pleno funcionamiento y con un razonable equilibrio de sus finanzas, cuyo rendimiento operativo permitió comenzar a pagar dividendos.

LA EXPERIENCIA DEL REINO UNIDO DE GRAN BRETAÑA E IRLANDA DEL NORTE

Hacia mediados de los 80' el gobierno del Reino Unido se vio precisado a disminuir severamente la inversión en proyectos de infraestructura, en orden a ejecutar una política de reducción del déficit público. Pero, por otro lado, se tornaba evidente que el crecimiento poblacional y las necesidades emergentes del factor demográfico hacían necesario fuertes inversiones en obras de infraestructura fundamentales.

Frente a esta aparente disyuntiva, comenzó a darse una interacción entre el Estado y las fuerzas productivas a través de una práctica que recibió el nombre de Iniciativa Público Privada (PPP en adelante, por su sigla en inglés Public Private Partnership). Tratándose de un país del common law, no existe un marco normativo como es entendido en los países de fuente codificada, de manera tal que las prácticas usuales fueron recogidas progresivamente en diversas "recomendaciones" o guías para un mejor ejercicio²⁴. El primer digesto que agrupa tales prácticas data de 1999 y ha sufrido numerosas actualizaciones.

Efectuar una relación del mismo excede en mucho el contenido del presente capítulo pero a manera de ilustración, digamos que contiene previsiones orientativas respecto de la duración del contrato; la forma de evitar y proteger al Estado del comienzo de las obras en fecha posterior a la pactada; la mecánica de supervisión; las garantías, seguros e indemnidades necesarias; el precio, la forma y los mecanismos de pago; los requisitos de disponibilidad y rendimiento; la operación y mantenimiento; el tratamiento impositivo; los cambios o modificaciones en el servicio; la redeterminación de precios; la posibilidad de subcontratar así como el tratamiento para el cambio del socio privado; las normas de confidencialidad y acceso a la información; la resolución ante tempus; el destino de los bienes y servicios al término de la contratación, la resolución de controversias; entre otros.

Especial mención merecen las cláusulas relativas al due dilligence; a la capacidad financiera del socio privado y al financiamiento mediante la emisión de capital y/o deuda.

Esta modalidad de contratación (PPP) ha permitido incorporar soluciones novedosas para satisfacer en tiempo y forma las necesidades de infraestructura, destacando que conforme datos del Ministerio de Hacienda (HM Treasury) el 89 % de los proyectos fueron puestos en funcionamiento en fecha anterior a la prevista y que en general, no existen mayores costos por desvíos para el Estado; mientras que un 70 % de los proyectos de infraestructura que no han adoptado esta modalidad, han comenzado con sensibles retrasos y un 73 % de ellos han tenido desvío por mayores costos. Asimismo, la investigación del citado Ministerio ha determinado que esta modalidad permite un ahorro del 19 % en costos de capital; 34 % en costos operativos y 17 % a lo largo de toda la vida del contrato. Estos significativos ahorros hallan su fundamento en la transferencia de riesgo y responsabilidad al sector privado; una más amplia competencia entre los actores involucrados, sean contratistas, operadores y proveedores; una reducción del universo de reclamos contra el Estado y un aprovechamiento de economía de escala en el diseño, construcción, gerenciamiento y operación del proyecto.

Por otra parte, la tendencia se ha visto reforzada frente a un creciente número de inversores dispuestos a financiar proyectos de infraestructura que van desde los actores tradicionales tales como fondos específicos, empresas de la construcción, pasando por los fondos de pensión y otros inversores calificados.

Si bien el universo elegible está conformado prácticamente por todas las actividades del Estado, puede advertirse cierto sesgo hacia el sector eléctrico, gas, telecomunicaciones, transporte, red sanitaria y de agua corriente, pero también obras de arquitectura, como escuelas, barracas del ejército, hospitales y edificios públicos de funcionalidad diversa.

En la compilación de prácticas que venimos relacionando, se hace especial referencia a aquellas dificultades que conspiran contra el éxito de proyecto, recomendándose vivamente que el proyecto en sí mismo tiene que resultar confortable para las entidades financieras y el inversor en general, de manera tal que resulta primordial contar con recursos técnicos y financieros adecuados para la preparación del mismo. También se recomienda la reducción al mínimo de riesgos, así como una correcta asignación de los derechos emergentes. Especial énfasis.

²⁴. Standardisation of PFI Contracts Version 4 March 2007.

sis se otorga a la selección del contratista y la necesidad de que cuente no sólo con solidez económica, sino que acredite experiencia en el sector.

Otra de las principales recomendaciones es que la estructura de financiación, que necesariamente tiene que dar una eficaz respuesta a las necesidades de los proyectos, también debe asegurar a una óptima relación entre capital y deuda, considerándose la posibilidad de: a) Incluir sponsors; b) Acudir al mercado de capitales tanto para emitir capital como para tomar deuda a largo plazo, con un correcto mix de tasas y eficiente cobertura de riesgos; y c) Considerar la participación de organismos multilaterales de crédito.

En cuanto a la forma de financiación, hemos podido constatar las siguientes particularidades:

- *Un 80/90 % de la deuda es a largo plazo.*
- *Un 10/20 % de la deuda se cubre mediante deuda de corto plazo o emisión de acciones.*
- *Puede existir, según el caso, alguna facilidad crediticia, conocida como "mezzanine".*
- *La existencia de un SPV²⁵ permite un mejor acceso a la financiación.*

A manera de síntesis, puede expresarse que una estructura típica de PPP en el Reino Unido cuenta con los siguientes signos distintivos:

- *Un contrato a largo plazo entre un organismo estatal contratante y un contratista privado, que usualmente asume la forma de SPV.*
- *El diseño, la financiación y la construcción de los activos que conforman el proyecto, están siempre a cargo del contratista.*
- *Usualmente, el contratista también provee los servicios a dichos activos a lo largo del período contractual.*

- *El organismo estatal contratante paga un canon ajustado al éxito de la gestión durante el período contractual y en algunos casos puede contribuir con ciertos activos, tales como inmuebles o derechos de explotación.*
- *A la finalización del contrato de PPP, los activos retornan al dominio estatal.*

LA PPP COMO EFICAZ HERRAMIENTA PARA LA EJECUCIÓN DE PROYECTOS DE INFRAESTRUCTURA. DIFERENCIAS ENTRE PAÍSES EUROPEOS

En materia de PPP, Europa no aparece como un único mercado, desde el momento que no todos los países van en el mismo sentido o con la misma velocidad en términos de desarrollo de nuevos proyectos. Cada país se encuentra a un nivel de madurez distinto, donde por ejemplo UK evidencia cierta mengua en la cantidad de proyectos mientras que los países de más reciente incorporación a la UE, como Rumania y Bulgaria, tienen una fuerte demanda por nueva infraestructura a pesar de la ausencia de experiencia y conocimientos en este terreno, razón por la cual han solicitado la asistencia de instituciones europeas. En el medio, hay una utilización intensiva de la herramienta PPP en países como España, Alemania y Francia.

Así por ejemplo, asoma en España la ejecución de una nueva ola de caminos y merced a la experiencia adquirida por contratistas y concesionarios se están incorporando proyectos en el área de salud e infraestructura social. Italia se mantiene al tope de los proyectos medidos por el monto presupuestado, si bien los cambios de gobierno han enfriado el mercado local, y aunque esto pareciera no haber afectado el grado de cumplimiento en los proyectos, existe evidencia de que los gobiernos regionales y municipales no apuntan al desarrollo de nuevos proyectos de PPP.

Por su parte, Alemania y Francia han incrementado su participación en el mercado europeo y mantienen altos rendimientos en cuanto al grado de cumplimiento de los proyectos. Merece destacarse entre los primeros diez países la presencia de Rumania y Bulgaria, presencia que no llama la atención habida cuenta de las ingentes necesidades de inversión de

²⁵. Vehículo de propósito especial, Special Purpose Vehicle por su sigla en inglés.

capital que requieren, a pesar de ciertas cuestiones aún no resueltas que provocan demoras a la hora de ejecutar los proyectos.

Sin perjuicio de cierta reducción en la tasa de crecimiento y que algunos proyectos fueron suspendidos o directamente cancelados, la convocatoria para ejecutar nuevos proyectos hace difícil pronosticar que no se cumplan con las expectativas planteadas.

En cuanto a los sectores involucrados, claramente la infraestructura vial lleva la delantera (incluyendo puentes y túneles) participando con el 60 % de proyectos cumplidos, en curso de ejecución o en fase de oferta. En la porción restante, se avizora una progresiva participación de los ferrocarriles, merced al anuncio de obras de gran escala en Portugal y Francia. A su vez, los países del Este recientemente incorporados a la UE se encuentran muy activos en orden a dar cumplimiento a las fuertes regulaciones sobre tratamiento sanitario de basura, servicio domiciliario de agua potable y cloacas. En el área salud se observa un gran crecimiento, particularmente en los países del sur europeo, incluyendo Francia. En Portugal y parte de España se está evaluando la integración de los servicios clínicos, donde tanto los oferentes como los contratistas tienden a ser locales.

Aunque el sector defensa siempre mantuvo un bajo perfil, existen nuevos proyectos para guarniciones en Alemania y Francia, donde además el Ministerio de Defensa de Francia está en busca de adquirir equipamiento a través de la PPP.

LA EXPERIENCIA EN LOS PAÍSES DE EUROPEA DEL ESTE

Además de abordar el tratamiento financiero de los proyectos de infraestructura en los países centrales, donde la sólida práctica y el marco de seguridad jurídica no presentan mayores desafíos para contratistas e inversores, resultó de interés investigar qué tipo de evolución tenía el tema en aquellos terceros países que presentan algún grado de inestabilidad política, monedas endebles y por consiguiente riesgo cambiario, procesos de selección poco transparentes, marcos normativos incompletos y presupuestos sometidos a los vaivenes de la coyuntura.

En los países de reciente ingreso a la Unión Europea, se puede constatar además un singular esfuerzo de armonización normativa a fin de revisar las le-

yes de concesión, así como proveer un marco legal consistente que garantice el acceso transparente y equitativo tanto a los proyectos como a los recursos financieros mediante la implementación de PPP, compañías volcadas específicamente a la generación y operación de este tipo de modalidad a fin de atraer fondos de inversión.

En este sentido, es dable observar una significativa participación de contratistas y bancos locales, así como inversores externos que han estudiado de forma detallada alguno de los segmentos de la actividad económica aceptando tomar riesgos más allá de lo usual en este tipo de proyectos. En Europa Central, Austria, la República Checa y Hungría lideran este tramo de la actividad, con numerosos proyectos en tren de obtener financiamiento. Aunque pareciera existir un sesgo hacia la construcción de carreteras por peaje, también existen proyectos en curso de realización vinculados con escuelas, hospitales, prisiones, protección del medio ambiente y complejos deportivos.

Un caso que resulta paradigmático por la cantidad de cuestiones involucradas, más que por su relación con la figura del PPP, es la forma en la que se intentó resolver la extracción y exportación de las reservas naturales de gas en la cuenca del Mar Caspio, las más grandes del mundo descubiertas hasta la fecha. Si las grandiosas distancias con los potenciales consumidores y la falta de infraestructura conspiraban contra el interés de los inversores, el sólo nombre de los países involucrados, tales como Turkmenistán, Kazajistán y Uzbekistán encendían una severa señal de alarma, en razón de su inestabilidad política y social.

Además de los desproporcionados costos, no existía consenso sobre la ruta más efectiva, discurriéndose entre ir hacia Rusia en el Noroeste para aprovechar los gasoductos existentes o hacia Turquía y el resto de Europa, vía Georgia por el Oeste, o hacia el sur, a Turquía, vía Irán. En diversas oportunidades, se conformaron consorcios para construir el gasoducto, pero la continua inestabilidad de la región conspiró contra la puesta en marcha de los proyectos de ampliación.

Sin embargo, se optó por proporcionar a los países del Asia Central una alternativa para exportar sus reservas de gas natural a través de los gasoductos rusos en lugar de dirigir las tuberías hacia Irán. Con la asistencia de los Estados Unidos, quien financió el estudio de factibilidad, Turquía y Turkmenistán firmaron en 1999 un acuerdo a 30 años para proveer de gas a Turquía,

con un saldo remanente a ser exportado al resto de Europa, comenzando en 2002. Además, en el mismo año, Azerbaijón, Georgia, Turquía y Turkmenistán suscribieron un acuerdo para el gasoducto a través del Mar Caspio. El costo de construcción se ha estimado entre 2 a 3 mil millones de dólares.

Sin embargo, numerosos conflictos se han originado entre Turkmenistán y los contratistas del consorcio internacional referentes a precios y pagos y a reconocimientos de mayores costos.

Una cuestión no menor también pudo observarse cuando los países ribereños del Mar Caspio comenzaron a plantear cuestionamientos respecto de la sustentabilidad ambiental del proyecto.

En suma, no sólo debe aprenderse de los proyectos exitosos, sino que también deben considerarse muy escrupulosamente aquellos proyectos que han fracasado o no han alcanzado las expectativas iniciales por falta de un marco legal sólido, ausencia de estudios de factibilidad, estructuras de financiamiento inconsistentes y defectos en la selección del contratista.

CONCLUSIONES DE LA EXPERIENCIA INTERNACIONAL

En todos los casos estudiados se puede advertir que en materia de obras de infraestructura las cuestiones a resolver presentan una similar entidad, orientándose hacia el diseño de óptimas estructuras que soporten el esfuerzo financiero a lo largo del tiempo, con énfasis en la selección de un vehículo permita un tránsito confortable desde la etapa de construcción a la de operación, así como una correcta evaluación y subsecuente mitigación del riesgo.

A su vez, el rol del Estado es determinante, tanto desde las diversas formas de financiamiento adoptadas como sobre todo, brindando un marco de seguridad jurídica, con marcos normativos claros y transparentes, que perduren razonablemente en el tiempo. Pero además, como el plazo de ejecución de la mayoría de las obras de infraestructura trasciende períodos de gobierno, es un punto definitivo que se asuma como política de Estado, más allá del signo del partido de turno, pues de otra manera los vaivenes y conveniencias coyunturales han de conspirar con la finalización y puesta en marcha de cualquier proyecto.

La enseñanza dejada por las diversas vicisitudes que atravesó la construcción del Eurotúnel son más que significativas tanto por el lado de una correcta evaluación del financiamiento que contemple un rango suficiente de desvíos como por el compromiso de los países involucrados, compromiso ausente entre los países del Mar Negro lo que sumado a la inestabilidad ancestral de la región han conspirado con una obra de indudable beneficio para toda Europa y Asia. A su turno, los bonos chilenos lucen como una alternativa potable para resolver con acierto las diferentes etapas que enfrenta un proyecto de infraestructura.

Del otro lado, surge evidente que la utilización de la PPP se muestra con una robustez creciente merced al óptimo rango de aprovechamiento de las sinergias productivas que genera la asociación entre el sector público y el sector privado. También luce claro que aparece como un remedio eficaz a la hora de mitigar los riesgos por desvíos al punto que, tanto en materia de sobrecostos como de mayores tiempos, es más que sensible la mejora que se obtiene.

Rol fundamental y en la mayoría de los casos excluyente es la participación del Estado, sea tanto directamente en lo que hace al proyecto de infraestructura en sí como indirectamente, en el mantenimiento y sostén de la seguridad jurídica.

En países como España, Alemania y Francia el crecimiento ha de buscarse en la existencia de grupos fuertemente familiarizados con la operación y riesgo de las concesiones de bienes públicos a largo plazo, aún desde mucho antes de la irrupción de la PPP, de manera tal que cuentan con el respeto y reconocimiento no sólo de sus pares, sino que también de los gobiernos locales.

La PPP facilita una mejora en las relaciones y confianza mutua entre el sector público y privado, consintiendo que la industria se involucre en mayores aspectos del proyecto tales como contribuir en el diseño temprano, así como agregar todos los servicios que puedan proveer. Esta perspectiva puede ayudar a un eficaz recorte de gastos, así como a un rediseño de servicios públicos más orientados hacia el consumidor. Sin dudas que la ampliación del modelo de servicio concesionado pagado por el usuario hacia otros sectores basados en la gestión de activos podría redundar al final del día en productos que satisfagan de forma más eficiente las necesidades del público usuario.

1.3 CONCLUSIÓN

En esta primera Etapa de Trabajo hemos enumerado someramente una extensa cantidad de fuentes de financiamiento disponibles, tanto provenientes del sector público como el privado y analizado experiencias internacionales de valor en orden a contribuir a la estructuración financiera de las Obras propuestas por CAC para el próximo decenio, conforme el Inventario mencionado en el exordio. Algunas de las fuentes enumeradas son más eficientes que otras o podrían ser utilizadas en forma complementaria en las distintas etapas del proceso de generación de obra pública.

En la Segunda Etapa de nuestro Trabajo abordaremos con suficiente detalle las herramientas que se estimen resulten más acordes para la envergadura de las

obras proyectadas, proveyendo los fondos necesarios y suficientes a lo largo del tiempo.

En este sentido, la existencia de una gran masa de liquidez en el mercado financiero local e internacional, tanto de residentes locales como en el extranjero, así como un abultado stock de inversiones en instrumentos financieros locales canalizado por los inversores institucionales, confieren un marco óptimo para diseñar una estructura de financiamiento que resulte confortable para los requerimientos del mercado y sus distintos actores, al tiempo que permita el redireccionamiento de las inversiones desde lo estrictamente financiero hacia la economía real, materias todas estas que abordaremos en la próxima etapa.

2

DETERMINACIÓN DE LOS MEJORES INSTRUMENTOS FINANCIEROS

La selección del fideicomiso como el instrumento más propicio, así como el análisis de las experiencias exitosas de estructuración financiera para obras de gran envergadura que ya se han llevado a cabo en el pasado en nuestro país

Tal como fuera expresado en la etapa que antecede, el presente informe persigue el diseño de una estructura de financiamiento que permita la ejecución de las Obras de Infraestructura previstas en el Plan diseñado por CAMARCO.

Para ello, en la citada Primera Etapa se efectuó un pormenorizado análisis de todas las fuentes de financiamiento, tanto de fondos públicos, como privados y semiprivados; en el mercado doméstico, regional e internacional.

Ahora bien, la vastedad del Inventario de Obras propuestas por CAMARCO, así como los sectores económicos involucrados, la diversidad geográfica de los proyectos y sobre todo, la dispersión en el monto de las inversiones involucradas, requieren extremar el análisis, con vistas a proponer la mejor estructura de financiamiento para cada caso.

A tales fines, resulta procedente efectuar una agrupación por sector y envergadura de los montos comprometidos de modo que la estructura propuesta resulte predicable a todos los proyectos que integren ese conjunto.

En este sentido, en los capítulos siguientes se analizarán aquellos esquemas de financiamiento que sean técnica y teóricamente viables, seleccionados conforme un criterio de posibilidad operativa, tanto desde el punto de vista de la estructuración como de su conformidad con los postulados de producción, empleo y desarrollo sustentable.

Para ello y partiendo del Inventario de Obras ya citado, es menester comenzar por generar como previo los agrupamientos que permitan encontrar ciertos factores aglutinantes que resulten propicios a la hora de la estructuración financiera y la selección del mejor esquema de financiamiento.

2.1 CLASIFICACIÓN SEGÚN ESTADO DE LAS OBRAS

Como previo a la sistematización y organización de las inversiones proyectadas por sectores es propicio recordar aquí algunos conceptos relacionados con el estado de las obras, no por desconocidos sino por la necesidad de establecer con claridad una convención en torno a la denominación de cada uno de tales estados.

Así, y a los fines de los cuadros que se irán confeccionando a continuación, habrá de tenerse presente que:

- **Idea Preliminar:** Idea de proyecto de obra que aún no ha entrado dentro de los procesos formales subsiguientes.
- **Prefactibilidad:** Idea de proyecto de obra que al momento está siendo analizada bajo los criterios establecidos por un estudio de prefactibilidad.
- **Factibilidad:** Idea de proyecto de obra que al momento está siendo analizada bajo un estudio de factibilidad.
- **Anteproyecto:** Idea de proyecto de obra que atraviesa estudios de diseño, carácter y funcionamiento del proyecto y una estimación del costo de la obra.
- **Proyecto Ejecutivo:** Proyecto de obra que ya cuenta con el conjunto de memorias, planos, cálculos, especificaciones, presupuestos y programas.
- **Proyecto Constructivo:** Proyecto de obra que ha alcanzado a diagramar en detalle las especificaciones arquitectónicas, ingenieriles y constructivas de la obra.
- **Postulado:** Proyecto de obra con un proyecto ejecutivo y/o constructivo ya especificado, que ha sido anunciado, pero todavía no ha iniciado un proceso licitatorio o se ha puesto en ejecución.
- **En Licitación:** Proyecto de obra que ha entrado en un proceso licitatorio legal, pero del cual todavía no ha habido resultados preliminares, como podría ser la preadjudicación de la obra a algún oferente determinado.
- **Licitado Preadjudicado:** Proyecto de obra en proceso de licitación y que ya ha resuelto la preadjudicación de la obra a un oferente determinado.
- **Adjudicado:** Proyecto de obra en proceso de licitación que ha resuelto la adjudicación de la obra a un oferente determinado.
- **En Ejecución:** Obra que al momento se encuentra en el transcurso efectivo de su realización.

2.2 INVENTARIO DE OBRAS PROPUESTAS 2020-2029

Así las cosas, y siguiendo con el análisis del inventario de obras propuestas por la CAC para el decenio 2020-2029, cuadra efectuar un primer agrupamiento por sectores.

Asimismo, hemos efectuado una ponderación a fin de advertir su contribución porcentual sobre el total de las obras prevista, como otro elemento a tener en cuenta a la hora de indagar las estructuras de financiamiento más convenientes.

El monto total proyectado de todas las obras a realizarse en el periodo 2020-2029 alcanza los \$63.9 billones de \$ (equivalentes a \$63.900.000 millones)²⁶.

Si bien los números son elocuentes por sí mismos, es dable señalar la participación determinante que

sobre el total tienen el sector Bs Durables de Producción y Transporte, Ampliaciones y Reformas de Obras ya existentes, Urbanización, Exploración energética, Generación y Transmisión Eléctrica, Saneamiento y Vivienda. Entre ellas agrupan el 80% del total de inversión a realizarse. Todo ello conforme en la tabla 15.

MONTO TOTAL DE CONSTRUCCION Y EQUIPAMIENTO ESTIMADO GLOBAL 2020-2029 (EN MILL \$)

INVERSIÓN EN EL SECTOR	MONTO	%	% ACUMULADO
Bs durables de Prod y Trans no asociados a Construcción	15.208.929	23,8%	23,8%
Ampliaciones, reformas y obras sin permiso	9.397.115	14,7%	38,5%
Urbanización, Pavimento Urbano, redes pluviales locales, alumbrado equipamiento urbano	6.529.185	10,2%	48,7%
Exploración Energética	6.325.442	9,9%	58,6%
Vivienda	5.669.372	8,9%	67,4%
Infraestructura Vial	2.551.117	4,0%	71,4%
Generación y Transmisión Eléctrica	2.334.724	3,6%	75,1%
Comercial	1.842.608	2,9%	77,9%
Saneamiento + Agua Potable	1.728.207	2,7%	80,6%
Vivienda Social	1.701.061	2,7%	83,3%
Industrial	1.474.087	2,3%	85,6%
Salud	1.279.623	2,0%	87,6%
Eficiencia Energética	1.145.612	1,8%	89,4%
Distribución Eléctrica	1.075.134	1,7%	91,1%
Energía Nuclear	840.014	1,3%	92,4%
Infraestructura Ferroviaria, Subtes y Multimodal	849.797	1,3%	93,7%
Minería	846.000	1,3%	95,0%
Educación	496.274	0,8%	95,8%
Plan Hidráulico - Control Inundaciones	529.039	0,8%	96,6%
Transporte y Distribución Gas	388.310	0,6%	97,2%
Residuos Solidos Urbanos	324.445	0,5%	97,7%
Puertos Vias Navegables y Aeropuertos	321.548	0,5%	98,3%
Riego	307.170	0,5%	98,7%
TIC	269.394	0,4%	99,2%
Agro (Almacenamiento)	233.550	0,4%	99,5%
Seguridad	128.517	0,2%	99,7%
Turismo	69.031	0,1%	99,8%
Desarrollo Urbano Ambiental	52.099	0,1%	99,9%
Seguridad electrónica urbana	33.750	0,1%	100,0%
Edificios Públicos	25.058	0,0%	100,0%
TOTAL GENERAL	63.976.213		

Tabla 15. Monto total de construcciones y equipamiento estimado global 2020-2029 – en mil de pesos.

²⁶. A un tipo de cambio de \$45, el monto global de inversión para todo el periodo 2020-2029 es equivalente a u\$s 1.420.000.000.000. Es decir, u\$s 1420 billones.

2.3 CRITERIOS DE FINANCIAMIENTO

Tal como venimos reseñando, la multiplicidad de sectores y subsectores, la vastedad de los proyectos de obras involucrados, la dispersión geográfica y amplitud de rango en los montos comprometidos, hacen aconsejable no tener un criterio único a la hora de seleccionar un único instrumento de financiamiento, sino varios según obra, monto, si es nacional o regional.

En este sentido proponemos aquí el siguiente mecanismo de determinación de fuentes potenciales de financiamiento:

1º Criterio:

Las obras públicas contempladas en el Plan de Obras de CAC que ya se encuentran en la etapa de "Ejecución" deberían continuar con el esquema de financiamiento previsto en la actualidad, bajo el supuesto de la existencia de una alta probabilidad de que dichas obras serán continuadas hasta ser finalizadas.

2º Criterio:

Todas aquellas obras previstas en el Plan de CAC que son de carácter "Privadas" es altamente probable que sean financiadas a través de una combinación de autofinanciamiento (capitalización de compañías vía aporte de accionistas, reinversión de utilidades acumuladas en el pasado, emisión de acciones preferidas, préstamos intercompany desde la casa matriz a la subsidiaria, etc), emisiones de deuda canalizadas en primera instancia hacia el mercado de capitales local y/o internacional (emisión de Obligaciones Negociables simples y/o Convertibles) y además por préstamos bancarios simples o sindicados cuando el monto y los riesgos de las obras involucradas así lo justificasen.

3º Criterio:

Para el caso de las obras previstas en el Plan de CAC que son de carácter "Públicas" y cuando se tratasen de obras de mantenimiento, refacción o mejoramiento de caminos, escuelas y hospitales y en caso de que los montos involucrados en forma individual sean razona-

bles de acuerdo a la capacidad de recaudación de cada jurisdicción a través de los impuestos y tasas locales, fondos de afectación específica, cargos y organismos internacionales de crédito; aparece como óptimo que se destinen directamente las partidas presupuestarias asignadas al efecto para su financiamiento. Entendemos como montos razonables a aquellos que por ítem o campo (por ejemplo: "Mantenimiento Infraestructura Edilicia en todos los niveles") no superan el 5% del Presupuesto jurisdiccional.

4º Criterio:

Para aquellas obras públicas en las cuales ya se ha implementado y demostrado que la figura del Fideicomiso Financiero ha sido eficaz, como por ejemplo el Plan Federal de Viviendas, que implica la construcción de viviendas en distintas provincias, financiados a través de FONAVI y garantizados por goteo de recursos de la Ley de Coparticipación, deberían continuar también con la misma modalidad de financiamiento. Numerosos casos pueden sustentar el éxito de este esquema, tales como los planes de viviendas ejecutados en Mendoza, Chaco, Entre Ríos, Rio Negro, etc.

5º Criterio:

Ahora bien, cuando se trata de la consecución de nuevas grandes obras públicas nacionales como el caso de Hidroeléctricas o Gasoductos que requieran un financiamiento de gran envergadura (mayor al 5% del Presupuesto Jurisdiccional) y cuya ejecución está prevista de ocurrir durante varios años, se hace evidente que los presupuestos locales, las emisiones de deuda en los mercados de capitales locales o el crédito bancario resultan ampliamente insuficientes, por lo que se requiere una combinación de esfuerzos del sector público garantizando los pagos a través de alguno de los métodos que se desarrollan en los capítulos siguientes, y el sector privado, suscribiendo los valores mobiliarios emitidos por un fideicomiso financiero. Asimismo, será de vital importancia el acceso al financiamiento externo proveniente de terceros países e inversores internacionales que pudieran redireccionar flujos de inversión con destino a la inversión de grandes obras de infraestructura en nuestro país.

2.4 MEJORES INSTRUMENTOS FINANCIEROS PARA LOGRAR EL FONDEO APROPIADO

En base a los mencionados en el punto anterior, cabe entonces señalar que los instrumentos financieros más adecuados para obtener fondeo sustentable para las distintas modalidades de Obras a ser ejecutadas así como contemplando la magnitud de las mismas, son:

- a. *Autofinanciamiento: capitalización de compañías vía aporte de accionistas, reinversión de utilidades acumuladas en el pasado, emisión de acciones preferidas, préstamos intercompany desde la casa matriz a la subsidiaria, etc).*
- b. *Emisiones de deuda canalizadas en primera instancia hacia el mercado de capitales local y/o internacional (emisión de Obligaciones Negociables simples y/o Convertibles).*
- c. *Préstamos bancarios simples o sindicados cuando el monto y los riesgos de las obras involucradas así lo justificasen.*
- d. *Fideicomisos Financieros privados.*
- e. *Fideicomisos Financieros públicos.*

2.5 DESARROLLO CONCEPTUAL DE LOS INSTRUMENTOS

FORMAS DE FINANCIAMIENTO EMPRESARIO

El origen del financiamiento empresario se reduce a dos fuentes: fondos propios y fondos de terceros.

Los fondos propios provienen de:

- *Aportes de Capital.*
- *Financiación derivada directamente de la propia actividad de la empresa (cash flow de los activos).*
- *Ganancias no distribuidas vía dividendo. Constituida la reserva legal obligatoria, la no distribución de dividendos está sujeta a la razonabilidad del buen administrador y a la aprobación asamblearia (Cfr. art. 244 LSC), cuando reservas extraordinarias excedan el capital y reservas legales (art. 70 LS).*

A su vez, los fondos de terceros tendrán su origen en:

- *Crédito Comercial: forma habitual de financiamiento a corto plazo (Ej.: Cuenta corriente mercantil, títulos negociables: pagaré, cheque de pago diferido, factura, factura conformada y de crédito, etc.).*
- *Crédito Financiero: forma habitual de financiamiento a mediano y largo plazo, intervención en el mercado financiero: mercado de dinero o mercado de capitales.*

En otras palabras, puede decirse que las empresas financian sus inversiones básicamente con tres tipos de instrumentos financieros: emisión de acciones (largo plazo, como patrimonio), emisión de bonos (mediano y largo plazo, como pasivo) y deuda bancaria (corto plazo, como pasivo).

Seguidamente se efectuará una somera descripción de cada uno de ellos.

ACCIONES

Conforme el conjunto de prescripciones contenidas en la Ley N° 19.550 "Ley de Sociedades Comerciales" (en adelante LSC) puede decirse que las acciones representan títulos de propiedad sobre el capital de una empresa que confieren a su titular el derecho a participar en los beneficios (Cfr. Art. 1° LSC) entendiéndose por tal, un flujo de dividendos futuros que estará directamente condicionado con la rentabilidad de la explotación.

Una aproximación desde el punto de vista financiero, indica que las acciones son activos financieros de renta variable dado que, tal como ha sido en el párrafo precedente, los dividendos futuros dependen de la evolución en el tiempo de los resultados de la empresa.

Desde su origen cartular, es decir, expresados literalmente en una lámina, se ha llegado hasta el presente, en el marco de la llamada desmaterialización de los títulos, donde las acciones en sí mismas son anotaciones que se llevan en un registro llevado al efecto por el agente de registro. En el caso de las sociedades autorizadas a la oferta pública se podrán emitir certificados globales de sus acciones para su inscripción en regímenes de depósito colectivo (Cfr. art. 208 LSC).

• Tipos de acciones

Siguiendo con las definiciones que aporta el ordenamiento societario argentino, las acciones pueden ser clasificadas conforme los derechos que otorgan, en ordinarias, preferidas y de participación:

Acciones Ordinarias: cada acción ordinaria da derecho a un voto, sin perjuicio de ello, el estatuto puede crear clases que reconozcan hasta cinco votos por acción ordinaria (Cfr. Art. 216 LSC). Ahora bien, el privilegio en el voto es incompatible con preferencias patrimoniales. Y después que la sociedad haya sido autorizada a hacer oferta pública de sus acciones no pueden emitirse acciones de voto privilegiado.

Como ha sido expresado en los párrafos previos, la acción en sí misma confiere a su titular un derecho de propiedad sobre el patrimonio de la empresa, y es un título sobre el ingreso neto residual de la misma, toda vez que los accionistas tienen derecho a la distribución de utilidades (dividendo) una vez que sean

satisfechos todos los gastos e impuestos. Este es el aspecto financiero de la acción, pero también existe un aspecto político, por el cual los accionistas tienen derecho a elegir los directores y síndicos de la compañía y votar sobre la gestión y resultado de la empresa.

Acciones preferidas: El estatuto puede prever la existencia de acciones preferidas (Cfr. art. 217 LSC), es decir, acciones con preferencia patrimonial que hasta pueden carecer de voto, excepto para las materias que hacen a la modificación del pacto fundacional de la sociedad, tales como las incluidas en el art. 244, último párrafo LSC. En general, es tipo de acciones atribuye a su tenedor un pago fijo anual, denominado dividendo, que es cobrado con preferencia (de allí su denominación) antes que los tenedores de acciones ordinarias. Se diferencia de un bono, en cuanto este último tiene una duración limitada en el tiempo mientras que las acciones preferidas mantienen su derecho mientras exista la sociedad.

Bonos de goce y participación: Las sociedades anónimas pueden emitir bonos de goce y de participación (Cfr. art. 227 LSC). En el caso de estar previstos, los bonos de goce se emitirán a favor de los titulares de acciones totalmente amortizadas. Dan derecho a participar en las ganancias y, en caso de disolución, en el producido de la liquidación, después de reembolsado el valor nominal de las acciones no amortizadas (Cfr. art. 228 LSC). Mientras que los bonos de participación pueden emitirse por prestaciones que no sean aportes de capital. Solo dan derecho a participar en las ganancias de ejercicio (Cfr. art. 229 LSC), esta clase de bonos también pueden ser adjudicados al personal de la sociedad. Las ganancias que les corresponda se computarán como gastos. Son intransferibles y caducan con la extinción de la relación laboral, cualquiera sea la causa (Cfr. art. 230 LSC).

OBLIGACIONES NEGOCIABLES

Analizado el financiamiento con fondos propios, cuadra ahora revisar sucintamente, el financiamiento con fondos de terceros, en particular, aquel que se estructura en torno a la emisión de obligaciones negociables (Cfr. Ley N° 23.576 "Ley de Obligaciones Negociables", en adelante LON).

Las obligaciones negociables (en adelante ON) son valores mobiliarios emitidos en masa que representan un empréstito empresario, sea a corto, mediano o largo plazo. Es un contrato de mutuo, es decir, de préstamo,

con acreedor fungible producto de la negociación de los valores. Estos títulos de deuda generan a favor de su titular un derecho crediticio respecto de la empresa emisora por el cual resulta acreedor a que le restituyan el capital con más los intereses pactados.

Las ON constituyen un instrumento de financiamiento que por su condición de valor mobiliario con oferta pública, está destinada precisamente a la captación de la operación de ahorro público de los inversores. Las razones por las que una empresa decide financiarse mediante una ON pueden ser de diverso orden, sin embargo y en términos generales, puede enunciarse que tendrán que ver con una decisión estratégica debido a los beneficios impositivos (Cfr. Art. 36 y 36 bis LON) que este tipo de instrumentos confiere al emisor o en su caso, que las condiciones de mercados lo hagan prevalecer por encima de la opción de financiarse con capital propio.

Las ON pueden ser emitidas en forma individual o a través de un programa global, a cuyos fines, el emisor debe solicitar una autorización genérica y por cierto plazo para que, una vez concedidas, emitir una o más series.

» Tipos

- *ON Simples: Son aquellas que representan un pasivo para la emisora y para el inversor un derecho de cobro de capital e interés. El tenedor de las ON simples se constituye acreedor del emisor.*
- *ON Convertibles: También representan un derecho de cobro para el inversor obligacionista, pero a diferencia de las ON simples, el inversor tiene la opción de cambiar su posición de acreedor a la de accionista de la emisora, pues las ON convertibles confieren la opción de cancelar por anticipado la relación crediticia mediante la compra de acciones de la emisora al precio que se haya determinado en ocasión de suscribirse la ON.*
- *ON Principales o Subordinadas: según los derechos de los obligacionistas deban o no postergarse “hasta el pago total o parcial de*

otras deudas presentes o futuras del deudor” (cfr. art. 3876 Cód. Civil).

» CONDICIONES DEL EMPRÉSTITO

- *Moneda: nacional o extranjera*
- *Capital: amortizable en forma periódica o a finish*
- *Renta: interés fijo o variable, periódico o a finish*
- *Con o sin garantías*

En este sentido, las garantías pueden ser:

- * *Común: sin afectación específica de bienes, el patrimonio opera como prenda común de los acreedores, esto es, el patrimonio del emisor garantiza la emisión y el inversor obligacionista es un acreedor común o quirografario, sin que pueda hacer valer privilegio de cobro alguno.*
- * *Especial: Determinados bienes resultan afectados como garantía de la emisión, por ejemplo un inmueble a través de una hipoteca.*
- * *Flotante: la emisora da en garantía todos los bienes presentes o futuros o una parte de ellos (Cfr. Art. 327 LSC).*
- * *Prendaria: prenda con registro o común (determinados bienes pasan a un fiduciario, vgr. acciones de la emisora).*
- * *Fianza: prestada por un tercero (Bco. u otra empresa del grupo).*

» Gestión de los intereses de los obligacionistas

La emisora puede celebrar con una institución financiera o firma intermediaria en la oferta pública de valores mobiliarios un convenio destinado a la gestión de los intereses de los obligacionistas.

- *FIDUCIARIO: Entidad financiera asume la defensa de los derechos e intereses que*

colectivamente les correspondan durante todo la vigencia del empréstito hasta su cancelación total.

- *AGENTE DE FISCALIZACION: Controla el cumplimiento de los compromisos (covenants) consistentes en obligaciones de hacer o no hacer tendientes a asegurar la capacidad de pago.*

» **Atribuciones del fiduciario**

- *Revisar la documentación y contabilidad de la emisora.*
- *Asistir con derecho a voz a las reuniones de Directorio y a las Asambleas de accionistas.*
- *Pedir la convocatoria de asamblea de obligacionistas y presidirla.*
- *Control de legalidad de las asambleas de obligacionistas, facultad de impugnación de decisiones contrarias a la ley o condiciones de emisión.*
- *En emisiones de consolidación de deuda, comprobar el cumplimiento de la operación.*

» **Ejecutabilidad**

- *Las ON's otorgan a su titular acción ejecutiva para reclamar capital e intereses y para ejecutar las garantías otorgadas (Cfr. art. 29 LON).*
- *Cuando deban ejecutarse ON's con garantía especial, el juez dispondrá la citación de los titulares de la misma clase y en su caso, la notificación a la CNV y Bolsas en las que coticen.*

» **Contratos vinculados con la colocación de ON**

- *Asesoramiento sobre el mercado*
- *Calificación de Riesgo*

- *Fiducia (ON) / Fianza (ON)*

- *Agencia de Registro*

- *Prefinanciación*

- *Colocación/Distribución*

Si a los fines de la oferta pública, el emisor decide contratar un colocador es práctica de mercado que dicha colocación asuma alguna de las siguientes modalidades, que podrá variar conforme las características de la emisión o las circunstancias imperantes en el mercado al momento de la colocación:

* *Colocación en firme: El colocador adquiere la totalidad de la emisión y luego trata de recolocarla entre el público por su cuenta y riesgo. En este caso la emisora recibe la integridad del empréstito, con un aforo importante.*

* *Colocación Stand By: La emisión se destina íntegramente a ser colocada en el mercado, pero sin embargo, el colocador se compromete a adquirir, también en firme, aquellos títulos que no fueron absorbidos por el público inversor.*

* *Colocación al mejor esfuerzo (best efforts): El colocador compromete sus mejores esfuerzos y conocimientos profesionales para colocar la emisión, pero sin asumir un compromiso de resultado.*

- *Agencia de Cobro/Pago*

- *Suscripción*

» **Formación del precio de colocación**

En la negociación secundaria del valor mobiliario, el precio se determinará conforme la oferta y demanda que tenga el papel. Sin embargo, el precio inicial de la colocación puede responder a diversos criterios:

- *Precio fijo: El emisor fija un precio de colocación que puede ser a la par, sobre la par o bajo la par.*

- *Book Building: El precio de colocación se determina a partir de la formación de una curva en base a manifestaciones de interés recibidas por los interesados, que permite establecer un precio de corte. Sin perjuicio de ello, resulta del caso señalar que este método de formación del precio quedó sin efecto a partir de la ley 26.831, norma que tiene por fin reforzar la transparencia, brindar un marco de mayor participación del público inversor en general, y ampliar el alcance incluyendo a los valores negociables en general con oferta pública, a cuyos efectos dispone que la colocación primaria de valores negociables con oferta pública otorgada por la Comisión, deberá efectuarse mediante subasta o licitación pública abierta llevada a cabo a través de un sistema informático presentado por una entidad autorregulada.*
- *Subasta holandesa: Sobre la base de las manifestaciones de interés de los inversores se adjudican las ON partiendo de la mejor oferta hacia la menor, hasta agotar el monto de la emisión.*
- *Otro: Puede ser alguna combinación de los anteriores u otro distinto elegido por el emisor.*

PRÉSTAMOS SINDICADOS

La expansión sostenida del mercado y el crecimiento de las empresas trajeron aparejado una mayor demanda de financiamiento, por mayores montos y plazos. A su vez, la ejecución de proyectos de inversión reclama complejas estructuras de financiamiento que no pueden ser resueltas por los bancos a nivel individual, toda vez que, conforme la normativa vigente en lo atinente a la diversificación del riesgo, tienen restringido los montos y plazos por los que pueden prestar a un mismo tomador.

Frente a este panorama, resultó conveniente concertar la actuación coligada de un grupo de bancos, para que, en su conjunto, brindaran una facilidad crediticia denominada préstamo sindicado, que no es sino un préstamo bancario con la particularidad de que los fondos no son provistos por una única entidad, sino por un grupo de bancos.

En general, toda la negociación, tramitación y concesión de préstamo es arreglado por un único banco, llamado banco agente, que actuará como nexo entre las entidades financieras participantes y el deudor. Según sea el grado de complejidad y los montos involucrados, puede suceder que varios sean los bancos que actúen como banco agente o coordinadores del préstamo. También puede variar el grado de participación que puedan tener cada uno de los bancos sindicados en la conformación del monto objeto de la transacción.

Este tipo de facilidad crediticia presenta un cierto grado de complejidad técnica, que se ve reflejado en las minuciosas obligaciones que imponen, regulando aspectos económico, financieros y legales del deudor durante todo el plazo del préstamo. Pero por otra parte, presenta diversos beneficios, pues aunque para la formación de la masa prestable concurren numerosos bancos, se trata de un único préstamo, con términos y condiciones unificados, que garantiza a los bancos participante igualdad de condiciones. A su vez y con relación al deudor, se trata de un crédito centralizado con requerimiento de garantías e información únicas. Además, conlleva una sensible optimización de los recursos pues no sólo evita el peregrinaje por distintos bancos a fin de conformar el monto requerido, con la consiguiente dispersión de términos y garantías, sino que además, al llevarse adelante la negociación por un único banco, la información circula de forma homogénea.

Finalmente, las amortizaciones de capital y servicios de interés, se hacen a través de un único banco, que usualmente es un banco distinto del banco agente.

» Diferentes tipos de préstamos sindicados

Si bien el universo de operaciones que admiten este tipo de financiamiento es vastísimo, en general se puede agrupar conforme el siguiente detalle:

- *Financiación de proyectos: Este instrumento crediticio es el que más se adapta al objeto del presente informe, toda vez que permite financiar proyectos a partir de la capacidad de dicho proyecto de generar flujos de caja estables y recurrentes a lo largo del tiempo que permitan el repago.*

- **Reestructuración de deuda:**
En ocasiones, una empresa o grupo de empresas necesita dar una solución global a su estructura de endeudamiento, en cuyo caso se acude a este tipo de facilidad crediticia, que además, como forma de unificar tasas, diversificar vencimientos y obtener mejores plazos.
- **Fusiones y adquisiciones:**
Se trata de operaciones destinadas a la adquisición total o parcial de una empresa o un grupo de empresas. También suele aplicarse para la compra de un conjunto de activos determinados. La fuente principal de repago de la deuda proviene de los fondos generados por la compañía adquirida.

FIDEICOMISO SIMPLE

- **El Fideicomiso. Nociones generales**

Como previo resulta del caso efectuar unas breves consideraciones en torno al vehículo que se ha revelado como más idóneo para canalizar este tipo de financiamiento. En particular, nos referimos al fideicomiso, que ha merecido recepción normativa en los términos de la Ley N° 24.441, "Ley de Fideicomisos".

Siguiendo el citado plexo normativo, cabe brindar una definición al señalar que hay fideicomiso cuando una persona, llamada fiduciante transmite la propiedad fiduciaria de bienes determinados a otra, que recibe el nombre de fiduciario, quien se obliga a ejercerla en beneficio de quien se designe en el contrato, el beneficiario, y a transmitirlo al cumplimiento de un plazo o condición al fiduciante, al beneficiario o al fideicomisario.

Los bienes así transmitidos, que se realizan bajo un pacto de confianza, pasan a formar parte del patrimonio fideicomitido. El plazo o condición a que se sujeta el dominio fiduciario no puede ser superior a 30 años.

Una de las características que optimiza este vehículo por encima de otros posibles es que los bienes cuya propiedad fiduciaria se transmite no corren el riesgo comercial del fiduciante (el que transmite la propiedad de los bienes) ni del fiduciario, puesto que el patrimonio que es objeto del fideicomiso no puede ser perseguido por los acreedores de ninguno de ellos, ni afectado por la quiebra de ambos o de alguno de ellos.

En el grafico 9 podemos enunciar los siguientes elementos tipificantes de un fideicomiso:

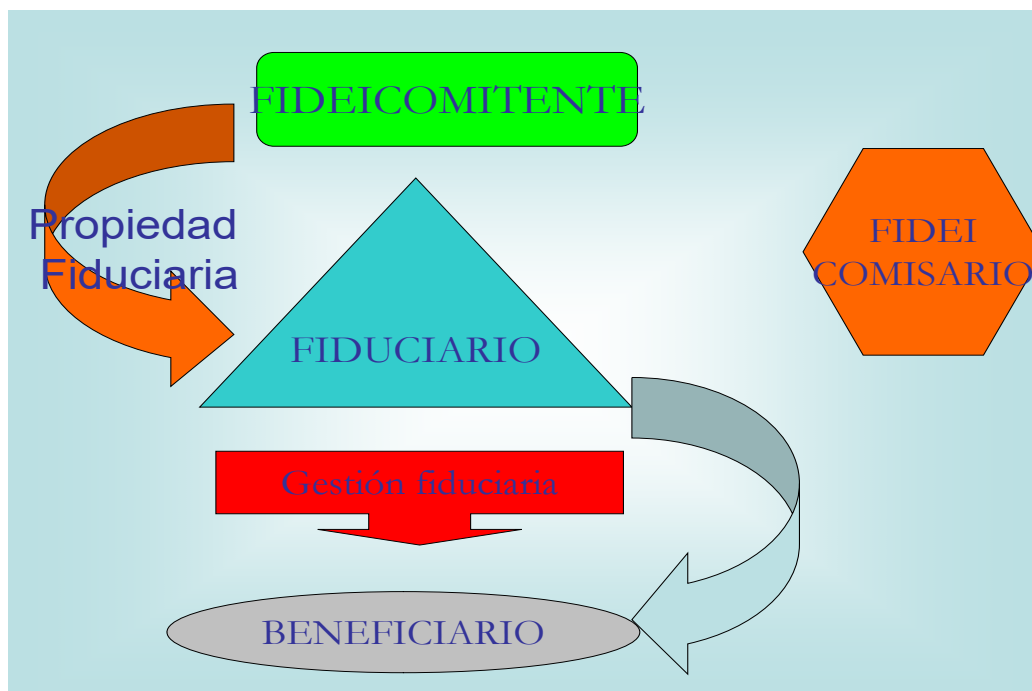


Grafico 9. Elementos tipificantes de un fideicomiso.

- El **fiduciante** o fideicomitente, que es quien constituye el fideicomiso, transmitiendo la propiedad fiduciaria de los bienes objeto del mismo, para que cumpla la finalidad específica del fideicomiso.
- El **fiduciario**, es quien recibe los bienes transferidos en propiedad fiduciaria por el fiduciante. Puede ser una persona física o jurídica, pública o privada, nacional o extranjera, conforme los tipos que pueda adoptar y las respectivas leyes que reglamentan su ejercicio.
- El **beneficiario**, es aquel en cuyo favor se ejerce la administración de los bienes fideicomitados. Puede ser una persona física o jurídica, y puede no estar determinado al momento de crear el fideicomiso, siempre que resulte determinable a través de los datos que permitan su individualización futura. Se puede designar más de un beneficiario y beneficiarios sustitutos.
- El **fideicomisario**, es sobre quien retrovierte la propiedad fiduciaria una vez extinguido el fideicomiso.
- Los **bienes fideicomitados** son aquellos transferidos al fiduciario, y forman la propiedad fiduciaria. Como queda dicho en los párrafos precedentes, este patrimonio fideicomitado constituye un patrimonio separado del patrimonio del fiduciario y del fiduciante.

EL FIDEICOMISO FINANCIERO

Tal como se verá en los capítulos siguientes, la mayoría de las obras públicas de envergadura ya finalizadas ó en curso de ejecución que cuentan con financiamiento estatal, se han canalizado mediante la organización de un fideicomiso.

Adicionalmente, debe destacarse que en razón de que una parte sustantiva del financiamiento estatal se canaliza a través de la participación del Fondo de Garantía de Sustentabilidad de la Administración Nacional de la Seguridad Social (FGS-ANSES), por

un imperativo legal de su estatuto constitutivo, las inversiones deben ser realizadas en valores mobiliarios que tenga autorizado la oferta pública y que coticen en algún mercado de valores del país.

En este entendimiento, los únicos fideicomisos que pueden emitir valores mobiliarios que respondan al requisito de fuente legal son los fideicomisos financieros.

Sin perjuicio de un desarrollo pormenorizado en los capítulos siguientes, cabe adelantar aquí que el fideicomiso financiero es un tipo específico de fideicomiso en el cual el fiduciario es una entidad financiera o una sociedad especialmente autorizada por la COMISION NACIONAL DE VALORES (en adelante "CNV") para actuar como fiduciario financiero.

Los beneficiarios son los titulares de certificados de participación en el dominio fiduciario o de títulos representativos de deuda garantizados con los bienes transmitidos.

Estos certificados de participación y títulos de deuda son considerados como títulos valores y pueden ser objeto de oferta pública. La CNV es la autoridad de aplicación respecto de los fideicomisos financieros, es decir que puede dictar normas reglamentarias.

El fideicomiso financiero sirve para el proceso de "securitización o titulización de créditos", por el cual el titular de los activos crediticios (o sea, el fideicomiso financiero) los utiliza como respaldo de la emisión de títulos que le facilitan la obtención de fondos. Esta técnica de financiación permite transformar activos inmovilizados e ilíquidos en instrumentos financieros negociables.

Finalmente, es dable mencionar que los fideicomisos financieros constituidos de acuerdo con las disposiciones del Título I de la Ley N° 24.441 "Ley de Fideicomisos", en cuyos activos se encuentren créditos originados por entidades financieras, se encuentran alcanzados por la Ley N° 21.526, "Ley de Entidades Financieras" y sujetos a las normas que establezca el Banco Central de la República Argentina.

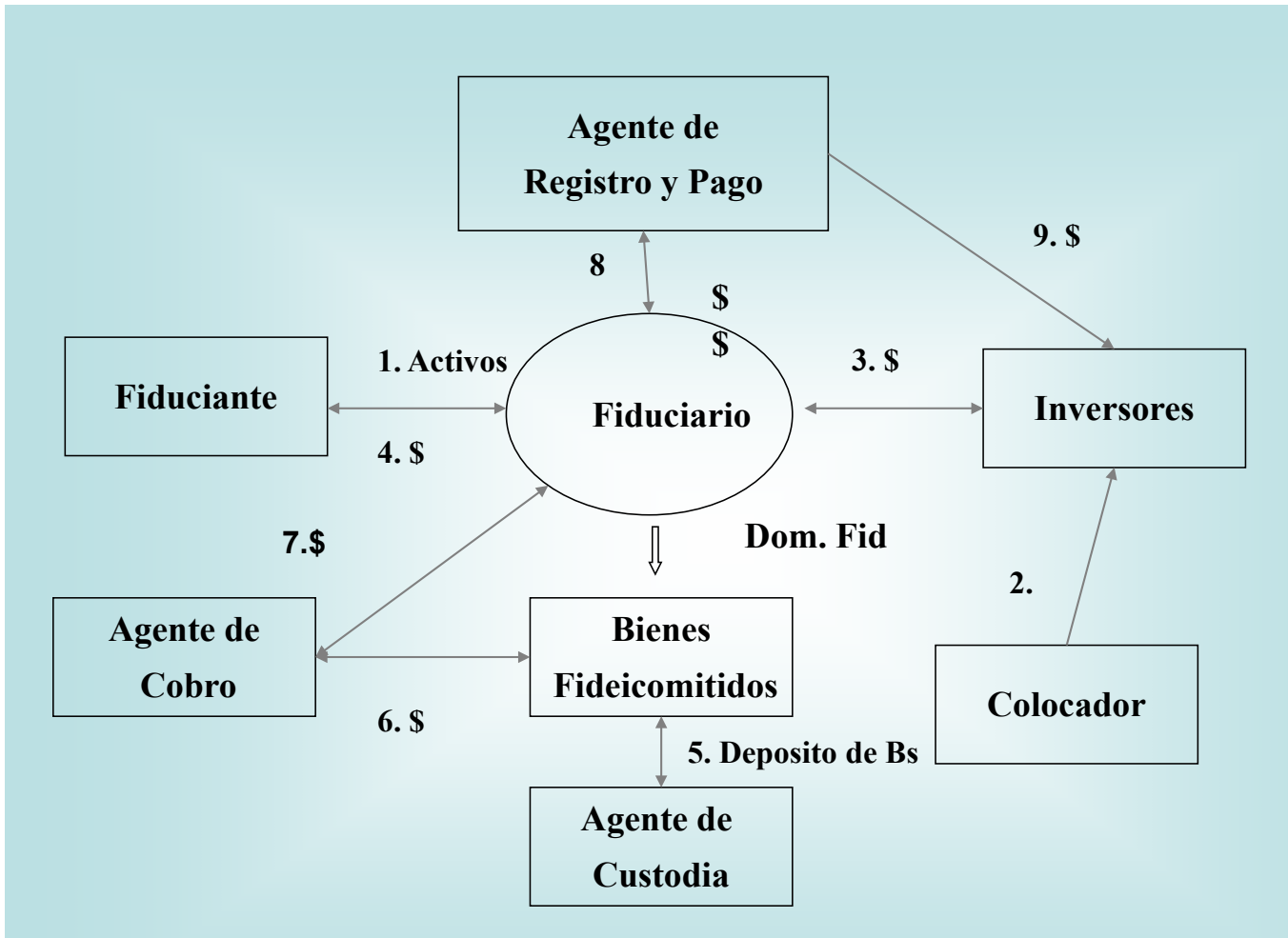


Grafico 10. Ley de entidades financieras.

FIDEICOMISO PÚBLICO

Esta recensión que se ve en grafico 10 del fideicomiso, no estaría completa si no efectuáramos una referencia al llamado fideicomiso público.

Este fideicomiso, si bien en términos generales participa de todos los elementos que configuran al fideicomiso del derecho privado, presenta algunas notas características que lo distinguen.

En efecto, el fiduciante es siempre el Estado y los fines que se persiguen serán de "interés público". Por otra parte, aunque pueda tener organismos de dirección y/o administración, carecen de personería jurídica, es decir, que no son sujetos de derecho, salvo que expresamente así lo establezca la norma de su creación. Finalmente, se trata de una unidad de negocios constituida total o parcialmente con bienes del Estado o

fondos públicos, cuya organización y funcionamiento se encuentra a cargo de un fiduciario, bajo el control de la Administración Pública.

En este sentido, el fideicomiso público se ha revelado como una eficaz herramienta de gestión para la consecución de la política pública en materia de infraestructura, transporte, refinanciación hipotecaria, reestructuración financiera; al tiempo que un vehículo articulador entre la actividad productiva, los intereses superiores del Estado y la interacción del sector público y privado.

Además, existen otros requisitos tipificantes que se enuncian a continuación:

- *La creación de un fondo fiduciario integrado total o parcialmente con bienes y/o fondos del*

Estado Nacional requiere el dictado de una ley ad-hoc (Cfr. art. 5º, inc. a) Ley Nº 25.152).

- *El Banco de la Nación Argentina (BNA), el Banco de Inversión y Comercio Exterior (BICE) y el Fondo Fiduciario de Asistencia a Entidades Financieras y de Seguros se encuentran exceptuados en lo que se refiere a la integración total o parcial de fondos fiduciarios (Cfr. art. 1º Decreto Nº 2209/2002).*
- *Los fondos fiduciarios integrados total o mayoritariamente con bienes y/o fondos del Estado Nacional se encuentran sometido a las disposiciones de la Ley Nº 24.156 "Ley de Administración Financiera y de los Sistemas de Control del Sector Público Nacional" (Cfr. art. 8, inc. d) Ley Nº 24.156).*
- *La utilización de fondos fiduciarios públicos permite contar con un presupuesto garantizado más allá de un determinado ejercicio fiscal, facilitando de este modo el financiamiento y estabilidad del programa público que le da origen.*
- *Se encuentran sometidos a principios para la formulación, ejecución presupuestaria y contable y pesa sobre el Jefe de Gabinete la obligación de presentar informes cuatrimestrales con relación a los flujos y usos de los fondos, transferencias, obras ejecutadas y/o programadas.*
- *Sin perjuicio de otro tipo de garantías, tales como los avales del Tesoro, los fondos fiduciarios públicos brindan a los acreedores una garantía adicional respecto de la perdurabilidad e intangibilidad de los fondos afectados al pago.*
- *En materia de Presupuestación Pública, debe contener los siguientes datos:*
 - * *Cuenta Ahorro - Inversión - Financiamiento;*
 - * *Presupuesto de Caja;*

- * *Dotación de Personal;*
- * *Remuneraciones;*
- * *Inversión Real Bruta y Financiamiento asociado;*
- * *Detalle de Proyectos Financiados por el Fondo Fiduciario;*
- * *Principales Fuentes y Aplicaciones Financieras.*

• *En este tipo de fondos fiduciarios:*

- * *El fiduciante es el Estado Nacional o alguno de sus ministerios u organismos descentralizados autorizados al efecto.*
- * *El fiduciario es un sujeto de derecho técnica y organizativamente competente, que en el caso de los fideicomisos financieros, debe ser una entidad financiera o una sociedad especialmente autorizada por la CNV.*
- * *Los beneficiarios pueden ser los organismos públicos; privados y aún sectores sociales.*
- * *El patrimonio fideicomitado, esto es, los bienes y recursos transmitidos en propiedad fiduciaria; resultan en general de partidas presupuestarias, recaudación; transferencias; recursos de afectación específica de fuente legal; préstamos de organismos internacionales; créditos, inmuebles; utilidades; acciones y títulos y/o flujos de fondos futuros provenientes de contratos en firme.*

A los fines del presente informe no puede dejar de mencionarse la Unidad de Coordinación de Fideicomisos de Infraestructura (en adelante UCOFIN) cuya dependencia, las competencias y obligaciones surgen del marco normativo dispuesto por la Resolución Nº 531/2001 del entonces Ministerio de Infraestructura y Vivienda; el Decreto Nº 373/2002 y el Decreto Nº 1359/2004.

2.6 LA ENSEÑANZA DE LAS ESTRUCTURAS VIGENTES

Desagregadas las obras por sectores y reseñadas brevemente las notas características del fideicomiso, procede analizar los esquemas de financiamiento que en los últimos años se han utilizado en obras que, por su envergadura y montos comprometidos, resultan predominantes en el mercado.

OBRAS DEL SECTOR ENERGÉTICO

Las obras del sector energético, tanto para el subsector eléctrico, nuclear, gasífero y energías renovables, concitan aproximadamente el 13 % de los proyectos que integran el Inventario.

Por su parte y dado la evidente contribución a la producción, empleo y desarrollo sustentable, este sector constituye uno de los pilares de la política nacional en orden a generar crecimiento, razón por la cual se avizora que las obras destinadas a la generación y distribución de energía a lo largo de toda la geografía del país no sólo que tendrán un incremento constante si no que, además, merecerán un tratamiento prioritario.

Este tratamiento estará orientado no sólo a sostener la contribución de cada uno de los subsectores a la actual matriz energética, sino que también se podrá ver una paulatina diversificación hacia las llamadas energías renovables, en línea con lo que viene sucediendo al respecto en los países centrales.

En este último aspecto, el de las energías renovables, el potencial que posee nuestro país es casi ilimitado, por lo que es dable sostener que en un futuro cercano, se verán emprendimientos mayores en materia de energía hidroeléctrica, solar y nuclear.

Todo ello en el marco de una demanda creciente, razón por la cual las inversiones para el sector deberán acompañar la curva de crecimiento, con observancia de la oferta disponible y las proyecciones de demanda conforme las estimaciones analizadas.

Así las cosas, procede analizar la estructuración financiera que se ha adoptado en proyectos ya finalizados, pues resultan una pauta de óptimo rango interpretativo, sobre todo teniendo en cuenta el rol preponderante que el FGS-ANSES tuvo y tiene en la provisión de fondos y los requisitos emergentes para que ello así sea factible.

LAS LICITACIONES DE ENARSA

La participación de ENARSA en el sector de la energía eléctrica estuvo orientada fundamentalmente a aumentar la oferta energética a cuyos fines se organizaron licitaciones con generadores del sector privado a quienes ENARSA pagaba por la electricidad generada conforme acuerdos de compra que tenía concertados con la Compañía Administradora del Mercado Mayorista Eléctrico (en adelante CAMMESA), que es quien administra el mercado eléctrico mayorista.

En el marco de las citadas licitaciones, y a fin de proveer energía eléctrica al Sistema Argentino de Interconexión (en adelante SADI), se llevó adelante, el proceso de la Licitación Pública, Nacional e Internacional ENARSA N°002/2007 para la contratación del proyecto, suministro, construcción, montaje, puesta en marcha, supervisión de la operación y mantenimiento, bajo la modalidad llave en mano, de cinco centrales de generación eléctrica de potencias comprendidas entre 110 y 560 MW cada una, equipadas con turbogeneradores de gas.

Así fueron adjudicadas las Centrales de Brigadier López en la provincia de Santa Fe y Ensenada de Barragán en la Provincia de Buenos Aires, procediendo seguidamente al análisis de la estructuración financiera de cada uno de estos proyectos.

CENTRAL TERMOELÉCTRICA ENSENADA DE BARRAGÁN

- **Breve descripción**

Esta es una de las obras más importantes de generación de energía eléctrica toda vez que en su primera etapa aportó 560MW al Sistema Interconectado Na-

cional (en adelante SIN), llegando a 810MW una vez completada la totalidad del proyecto.

En efecto, situada 60 kilómetros de la Ciudad de Buenos Aires, en Ensenada, el proyecto consistió en la construcción de una central térmica de ciclo abierto con una capacidad de 560 MW. La planta consta de dos turbinas a gas de 280 MW cada una, que también tendrán la capacidad de utilizar gasoil como combustible de respaldo.

Una vez en pleno funcionamiento, la planta representaría el 7,28% de la generación térmica del país, destacándose que la planta también tendría a su vez la capacidad de convertirse en el futuro en un ciclo combinado para alcanzar una capacidad de 840 MW.

Finalmente, cabe mencionar que el proyecto consistía en la compra e instalación de transformadores eléctricos y la construcción de dos estaciones transformadoras de 132 kv y 220 kv, y líneas de transmisión para el SADI. El aumento de capacidad de almacenamiento de gasoil, las mejoras en el puerto junto a la planta, y los gasoductos adyacentes fueron presupuestados en el costo total del proyecto.

En los términos que nos venimos refiriendo, debe destacarse que la construcción de la central generó alrededor de 2.500 puestos de trabajo. Además, hubo más de 500 profesionales involucrados en la construcción, con una participación sustantiva de empresas nacionales, de manera directa e indirecta, en la provisión de los distintos servicios, materiales y equipos.

• **La estructuración financiera del proyecto**

Conforme el rol relacionado en los puntos precedentes, ENARSA firmó un Contrato de Abastecimiento con CAMMESA a través del cual CAMMESA se compromete a adquirir mensualmente la disponibilidad de la central Ensenada de Barragán. El contrato establece que CAMMESA pagara el 100% del cargo fijo si la planta mantiene una disponibilidad igual o mayor al 92%.

Asegurados los flujos futuros con este contrato de abastecimiento, fue posible organizar una estructura financiera que resultara confortable para todos los actores involucrados, en los términos que ilustra el grafico 11 y conforme la descripción que se efectúa a continuación del mismo:

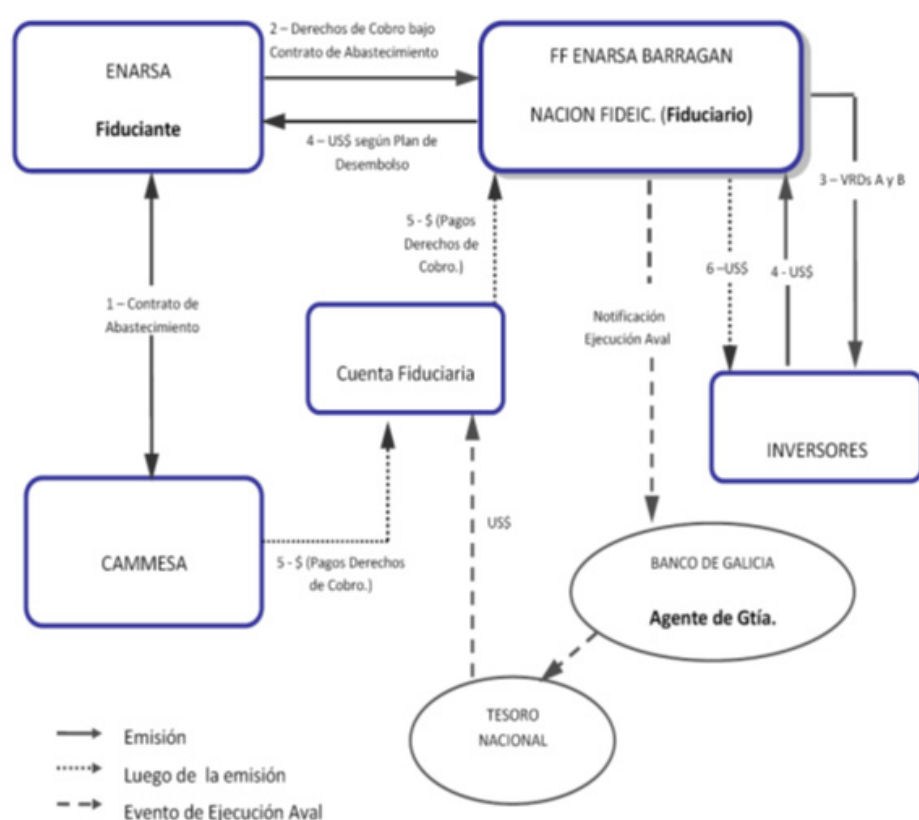


Grafico 11. Estructura financiera.

ENARSA, como fiduciante, cede a Nación Fideicomisos S.A., en su carácter de fiduciario, los derechos de cobro derivados del Contrato de Abastecimiento firmado entre ENARSA y CAMMESA.

Estos derechos de cobro constituyen el subyacente del Fideicomiso Financiero Enarsa-Barragán. Como fuera expresado en el punto precedente, tales derechos surgen de la liquidación que se efectúe de la potencia disponible mensual de la Central Contratada multiplicada por el 90% de un cargo fijo de US\$ 23.255, más IVA.

Contra el flujo subyacente, el fiduciario emite los VALORES REPRESENTATIVOS DE DEUDA (en adelante VRD) Serie A (en subclases Dólar-Peso y Dólar-Dólar) y Serie B por hasta US\$ 100 millones y US\$ 590 millones respectivamente. Una vez que se superen los períodos de gracia de capital e interés, los VRD pagarán sus servicios bajo una estructura pari passu, según el cronograma de pago estimado.

Como previo, los VRD obtuvieron la autorización de oferta pública y cotización en bolsas y mercados auto-regulados, que conjuntamente con la calificación de riesgo son requisitos ineludibles para que sean susceptibles de inversión por parte del FGS-ANSES.

En este sentido, cabe mencionar que los VDR merecieron la calificación de riesgo BBB+ (arg) con Perspectiva Estable. Dicha calificación se funda en la existencia y fortaleza de los avales provistos por el Tesoro Nacional, garantía que ha resultado determinante a la hora de obtener dicha calificación.

Efectuada la oferta inicial primaria (IPO por sus siglas en inglés), el producido de la colocación de los VRD, neto de gastos, impuestos, constitución de fondos



líquidos y reemplazo de los valores fiduciarios privados, es transferido por el fiduciario al fiduciante, siguiendo un plan de desembolso de fondos.

En cuanto a las características de los títulos se detallan a continuación:

- a. *Valores Representativos de Deuda Serie A (VRDA): por hasta US\$ 100 millones, bajo dos subclases posibles: Dólar-Peso y Dólar-Dólar. La subclase Dólar-Peso integrada en pesos al tipo de cambio del último día hábil del período de suscripción, y serán repagados en pesos al tipo de cambio del día hábil anterior a la fecha de pago de servicio. Por su parte, la subclase Dólar-Dólar integrada y repagada en dólares.*
- b. *Valores Representativos de Deuda Serie B (VRDB): por hasta US\$ 590 millones. Integrados en 8 cuotas, según un determinado cronograma de integración y avance de obra del proyecto, y en pesos al tipo de cambio del penúltimo día hábil a la fecha de integración. La integración podía ser en efectivo o, sólo en la primera fecha de integración, en reemplazo de los valores fiduciarios privados. Por su parte, los servicios son repagados en pesos al tipo de cambio del día hábil anterior a la fecha de pago de servicio.*

En la tabla 16 puede verse una síntesis de la emisión de este Fideicomiso Financiero Barragán:

FF BARRAGAN	VN POR HASTA	INTERES
VRD Serie B	US\$ 100 MM	Fijo Variable
VRD Serie A	US\$ 590 MM	
TOTAL	US\$ 690 MM	

Tabla 16. Síntesis de la emisión de este Fideicomiso Financiero Barragán.

- **Participación del FGS-ANSES**

Finalmente y en cuanto a la participación en la emisión del FGS-ANSES, el propio organismo brinda la

siguiente información. Se destaca la altísima participación del organismo estatal, llegando prácticamente a suscribir la totalidad de la emisión (tabla 17).

La Central se encuentra ubicada en el Parque Industrial "Sauce Viejo", en la localidad de igual nombre, a 11 km de Santo Tomé y a 20 de la ciudad de Santa Fe. Lista, estará vinculada al SADI.

PROYECTO	CLASE	INVERSION DEL FGS (MILLONES US\$)	MONTO DE EMISION (MILLONES US\$)	% SOBRE EMISION
ENARSA	BARRAGAN A (Corto Plazo)	95,90	100,00	95,90%
	BARRAGAN B (Corto Plazo)	590,00	590,00	100,00%
	BRIGADIER LÓPEZ A (Corto Plazo)	47,90	50,00	95,80%
	BRIGADIER LÓPEZ B (Corto Plazo)	399,00	300,00	133,00%

Tabla 17. Participación en la emisión del FGS-ANSES.

CENTRAL TÉRMICA BRIGADIER LÓPEZ

- Breve descripción

El proyecto consistió en la construcción de una central térmica de ciclo abierto con una capacidad de 280 MW en condiciones ISO. La planta constó de una turbina de 280 MW a gas, diseñada para carga base y/o parcial. Los combustibles que usaría serán indistintamente, gas natural o gasoil.

Una vez en pleno funcionamiento, la central térmica Brigadier López representará el 3,64% de la generación térmica del país. La planta también podrá en el futuro ser convertida en un ciclo combinado para así alcanzar una capacidad de 420 MW.

Por otro lado, la obra también consistió en la construcción de una terminal portuaria para permitir el atraque de buques y barcasas para descargar gasoil o fueloil.

Adicionalmente, se construye una estación transformadora y de maniobra con el correspondiente transformador de potencia elevador a 132kv, nivel de tensión del Sistema Eléctrico Provincial.

- La estructuración financiera del proyecto

Asegurados los flujos futuros provenientes del citado contrato de abastecimiento, fue posible organizar una estructura financiera similar a la ya enunciada, en los términos que ilustra el grafico 12:

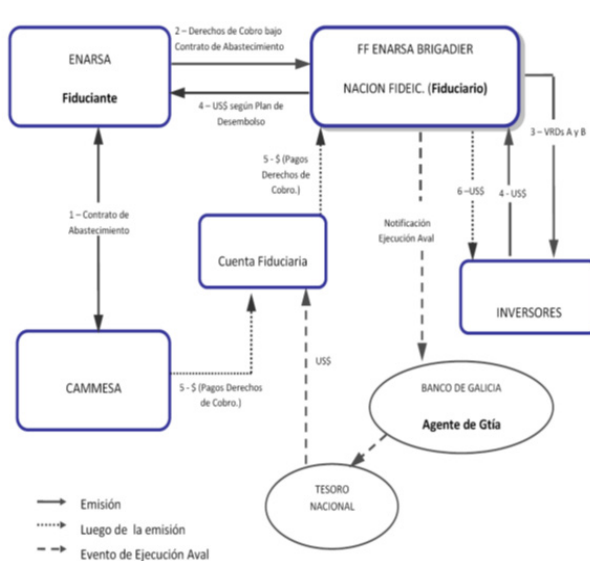


Grafico 12. Estructuración financiera.

Tal como sucede con la central Ensenada, ENARSA también aquí actúa como fiduciante, cediendo a Nación Fideicomisos S.A., nuevamente fiduciario, los derechos de cobro derivados del Contrato de Abastecimiento oportunamente suscripto con CAM-MESA, derechos que como queda dicho, resultan el flujo subyacente de este Fideicomiso Financiero Enarsa-Brigadier López. Y contra ese flujo subyacente, se emitieron VRD Serie A (en subclases Dólar-Peso y Dólar-Dólar) y Serie B por hasta US\$ 50 millones y US\$ 300 millones respectivamente, que una vez superados sus respectivos períodos de gracia de capital e interés, pagarán los servicios bajo una estructura pari passu.

También el producido de la colocación de los VRD, es transferido por el fiduciario al fiduciante, siguiendo el plan de desembolso de fondos oportunamente establecido.

Los títulos emitidos guardan simetría con los anteriores, sin perjuicio de lo cual se señalan las siguientes características:

- a. *Valores Representativos de Deuda Serie A (VRDA): se emiten por hasta US\$ 50 millones, bajo dos subclases posibles: Dólar-Peso y Dólar-Dólar. La subclase Dólar-Peso integrada en pesos al tipo de cambio del último día hábil del período de suscripción, y repagados en pesos al tipo de cambio del día hábil anterior a la fecha de pago de servicio. Por su parte, la subclase Dólar-Dólar integrada y repagada en dólares.*
- b. *Valores Representativos de Deuda Serie B (VRDB): se emiten por hasta US\$ 300 millones. Son integrados en 9 cuotas, según un determinado cronograma de integración y avance de obra del proyecto, y en pesos al tipo de cambio del penúltimo día hábil a la fecha de integración. La integración podía ser en efectivo o, sólo*

en la primera fecha de integración, en reemplazo de los valores fiduciarios privados. Por su parte, los servicios se repagan en pesos al tipo de cambio del día hábil anterior a la fecha de pago de servicio.

En la tabla 18 puede verse una síntesis de la emisión de este fideicomiso financiero Brigadier López.

FF BARRAGAN	VN POR HASTA	INTERES
VRD Serie B	US\$ 50 MM	Fijo
VRD Serie A	US\$ 300 MM	Variable
TOTAL	US\$ 350 MM	

Tabla 18. Síntesis de la emisión del fideicomiso financiero Brigadier López.

Las distintas series de VRD emitidas por este fideicomiso financiero han merecido la calificación de BBB+(arg) con Perspectiva Estable.

- **Participación del FGS-ANSES**

Finalmente y en cuanto a la participación en la emisión del FGS-ANSES, el mismo organismo brinda la información que vemos en la tabla 19.

FIDEICOMISO CREADO POR DECRETO N° 976/01 – SISVIAL

- **Breve descripción**

El Decreto N° 976/01 estableció una Tasa sobre el gasoil que grava su transferencia a título oneroso o gratuito, o su importación, constituyéndose con el

PROYECTO	CLASE	INVERSION DEL FGS (MILLONES US\$)	MONTO DE EMISION (MILLONES US\$)	% SOBRE EMISION	
ENARSA	BARRAGAN	A (Corto Plazo)	95,90	100,00	95,90%
		B (Corto Plazo)	590,00	590,00	100,00%
	BRIGADIER LÓPEZ	A (Corto Plazo)	47,90	50,00	95,80%
		B (Corto Plazo)	399,00	300,00	133,00%

Tabla 19. Participación en la emisión del FGS-ANSES.

producido de tal recaudación un fideicomiso con afectación específica para el desarrollo de los proyectos de infraestructura y/o eliminación o reducción de peajes.

La recaudación se deposita una cuenta creada al efecto por la AFIP en el BNA, quien como fiduciario debe transferir diariamente los fondos depositados a las cuentas fiduciarias. Es decir que el patrimonio fideicomitado está integrado mayormente por los recursos provenientes de la Tasa sobre el Gasoil.

El BNA, en su carácter de fiduciario, procede a la emisión de Valores Representativos de Deuda (VRD). Los fondos netos provenientes de dicha emisión, se utilizan para el pago de aquellas acreencias de las que resulten titulares los beneficiarios del SISVIAL en el marco del Plan Vial elaborado por el Ministerio de Planificación Federal, Inversión Pública y Servicios, plan que contempla la ejecución de obras de infraestructura vial destinadas a aprovechar adecuadamente los recursos viales, mejorar las condiciones económicas de las distintas áreas del país, mediante un desarrollo sustentable de sus potencialidades, conservar los valores ecológicos de su ambiente natural y reducir el impacto sobre las Provincias y/o Municipios involucrados.

Así las cosas, en la tabla 20 se resumen las principales condiciones del programa.

- **Esquema de Financiamiento Vial – Emisión**

En el gráfico 13 puede apreciarse el diagrama de flujo donde los fondos recaudados por el impuesto son depositados en la cuenta fiduciaria. A su vez, el fiduciario emite VRD destinados a la captación del ahorro público mediante su oferta en bolsas y mercados adheridos. Con el producido de la emisión se pagan las acreencias emergentes de la ejecución del Plan Vial.

- **Participación del FGS en la emisión**

En la tabla 21 se puede apreciar la participación del FGS-ANSES en las distintas series emitidas por este fideicomiso financiero.



PRINCIPALES CONDICIONES DEL PROGRAMA

OBJETO	Financiamiento de obras contempladas en el plan VIAL
INSTRUMENTO	Emisión de VDR con cotización. Se emitirán en diversas series, en función de los cronogramas de desembolso previstos. La primera emisión fue de \$1.500 millones y la segunda y tercera emisión de \$300 millones cada una
FUENTE DE PAGO	Recursos futuros provenientes de recaudación pertenecientes al fideicomiso creado por el Decreto 976/2001 asignados al SISVIAL
MONEDA	Pesos argentinos
DESTINO DE FONDOS	(1) Cancelación de financiación puente recibida para iniciar el plan vial (2) pago de acreencias a beneficios del SISVIAL que surjan de la ejecución del plan vial
MONTO TOTAL	Hasta \$4.000.000.000 (pesos cuatro mil millones)
PLAZO TOTAL	Hasta 12 años para cada serie
EMISOR	BANCO DE LA NACION ARGENTINA en su carácter de fiduciario del fideicomiso creado por el Decreto 976/2001
ORGANIZADOR	NACION FIDEICOMISOS S.A
COLOCADOR	NACION BURSATIL SOC. DE BOLSA S.A y red de agentes
CALIFICACION DE RIESGO	Se establecerá en cada emisión

Tabla 20. Principales condiciones del programa.

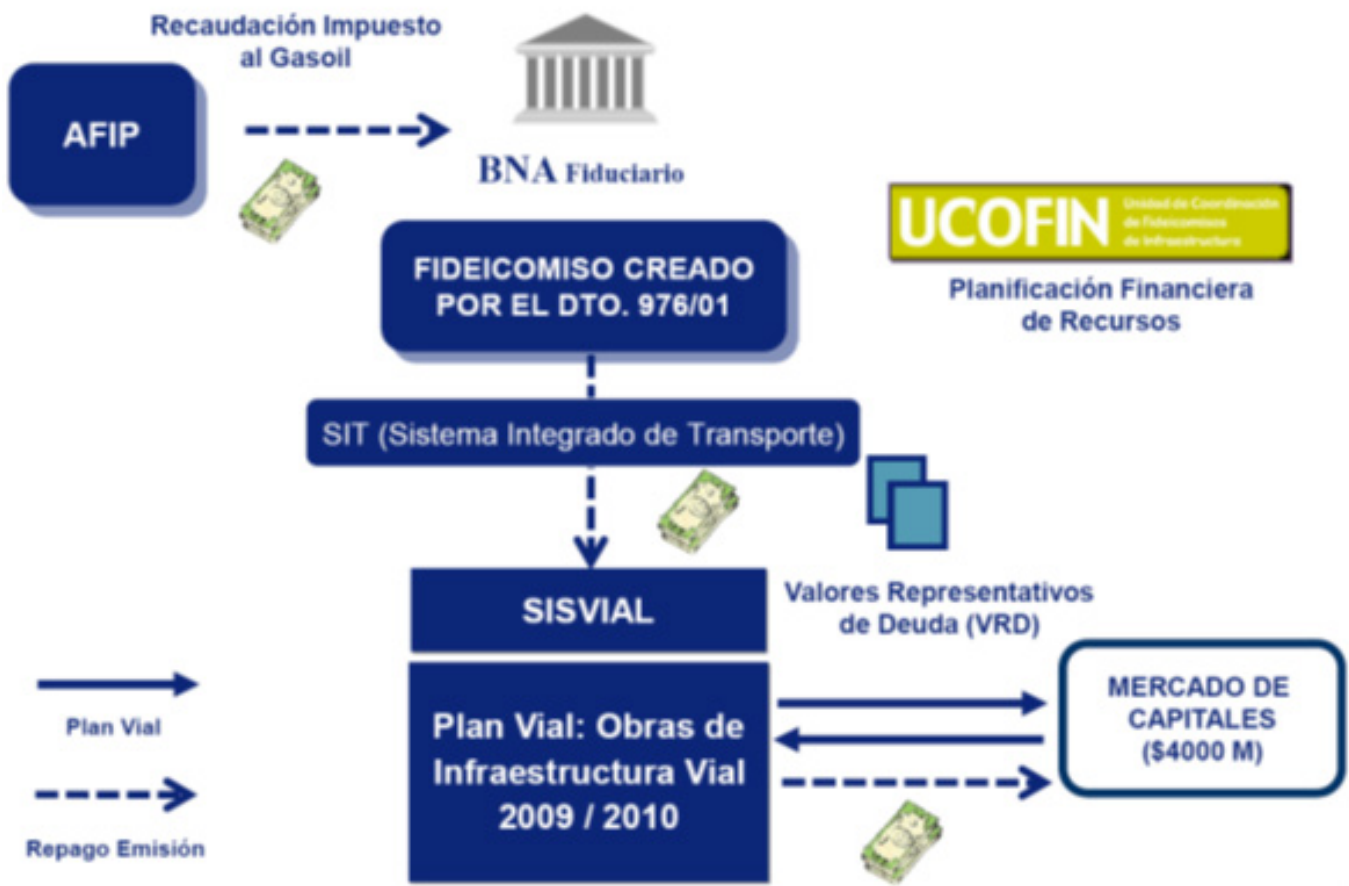


Grafico 13. Diagrama de flujo.

PROYECTO	CLASE	INVERSION DEL FGS (MILLONES US\$)	MONTO DE EMISION (MILLONES US\$)	% SOBRE EMISION	
SISVIAL	I	1	0,0	150,0	0,00%
		2	1350,0	1350,0	100,00%
	II	1	37,0	150,0	24,67%
		2	150,0	150,0	100,00%
	III	1	26,5	100,0	26,50%
		2	200,0	200,0	100,00%
	IV	1	35,3	85,0	41,53%
		2	765,0	765,0	100,00%
	V	1	85,6	105,0	81,52%
		2	45,0	945,0	4,76%
	VI	1	168,0	200,0	84,00%
		2	1800,0	1800,0	100,00%
	VII	1	20,5	50,0	41,00%
		2	450,0	450,0	100,00%

Tabla 21. Participación del FGS en la emisión.

FIDEICOMISO DE INFRAESTRUCTURA HÍDRICA DECRETO 1381/01 - LEY N°26.181 – HÍDRICOS

• Breve descripción

Se trata de un fideicomiso creado por el art. 10 del Decreto N° 1381/2001, cuyo objeto es el desarrollo de proyectos, obras, mantenimiento y servicios de infraestructura hídrica, recuperación de tierras productivas, mitigación de inundaciones en zonas rurales periurbanas, entre otros.

En el marco del Plan Maestro de Recursos Hídricos presentado oportunamente por el Gobierno Nacional, se proyectaron Obras de Infraestructura Hídrica destinadas a aprovechar adecuadamente los recursos hídricos mejorando las condiciones económicas de las distintas áreas del país, mediante un desarrollo sustentable de sus potencialidades, conservando los valores ecológicos de su ambiente natural y reduciendo el impacto negativo que inundaciones y sequías tienen en el territorio de las provincias y/o municipios afectados. En este sentido, uno de los principales proyectos se refiere a la Cuenca del Río Salado.

En este caso, el flujo de ingresos objeto de transmisión fiduciaria tiene su origen en el Impuesto sobre

las Naftas y GNC (Cfr. Art. 1°, Ley N° 26.181), que impone una tasa alícuota de un 5% sobre el precio por litro para la Nafta y 9% sobre precio por metro cúbico de GNC, destinados al uso de combustible automotor (Cfr. Art. 2 Ley N° 26.181). La vigencia de este impuesto está previsto hasta el 31/12/2029 (Cfr., Art. 1° Ley N° 26.181).

Adviértase que este fondo de afectación específica es de fuente legal, es decir, ha sido creada por una ley del Congreso de la Nación.

Las aplicaciones de los recursos del Fideicomiso son realizadas por la Subsecretaría de Recursos Hídricos dependiente de la Secretaría de Obras Públicas del Ministerio de Planificación, de manera coordinada con la Unidad de Coordinación de Fideicomisos de Infraestructura (en adelante UCOFIN) dependiente del Ministerio de Economía, siendo esta última quien realiza la planificación financiera de recursos e imparte instrucciones al Fiduciario.

EL MONTO ESTIMADO DE LAS OBRAS ASCIENDE APROXIMADAMENTE A \$2.000 MILLONES.

En forma resumida se puede agrupar en la tabla 22 las principales características del Programa:

PARTICIPACIÓN DEL FGS EN LA EMISIÓN

OBJETO	Financiamiento de obras contempladas en el plan maestro de recursos hidricos
INSTRUMENTO	Emisión de VDR con cotización. Se emitirán en diversas series, en función de los cronogramas de desembolso previstos
FUENTE DE PAGO	Recursos futuros provenientes de recaudación pertenecientes al fideicomiso de infraestructura hídrica - Decreto 1381/01 - Ley N° 26,181
MONEDA	Pesos argentinos
DESTINO DE FONDOS	Pago de acreencias a beneficiarios del fideicomiso de infraestructura hídrica Decreto 13/81 en el marco del Plan Maestro de recursos hidricos
MONTO TOTAL	Hasta 1.835.000.000. (pesos un mil ochocientos treinta y cinco millones)
PLAZO TOTAL	Hasta 12 años para cada serie
EMISOR	BANCO DE LA NACION ARGENTINA en su carácter de fiduciario del fideicomiso de infraestructura hídrica Decreto 1381/01
ORGANIZADOR	NACION FIDEICOMISOS S.A
COLOCADOR	NACION BURSATIL SOC. DE BOLSA S.A y red de agentes
CALIFICACION DE RIESGO	Se establecerá en cada emisión

Tabla 22. Principales características del programa

- **Esquema básico de recaudación y distribución**

El Contrato de Fideicomiso prevé que el fiduciario puede disponer la emisión de deuda garantizada con los activos Fideicomitidos.

Mediante la Resolución N° 6/2008, el Ministerio de Economía y Finanzas Públicas instruyó al BNA, en su calidad de fiduciario, para que proceda a la implementación de un Programa de Emisión de Valores Fiduciarios, por hasta la suma de \$1.835 Millones y se designó a NACIÓN FIDEICOMISOS S.A. como organizador de la Emisión.

Así las cosas, el organismo recaudador transmite en propiedad fiduciaria el producido del pago de las tasa alícuotas del impuesto a las naftas, contra ese flujo de fondos, el fiduciario emite los VRD y capta el ahorro público, que es destinado a sufragar las acreencias de las que resulten titulares aquellos beneficiarios por

la ejecución de obras, mantenimiento y servicios de infraestructura hídrica de recuperación de tierras productivas, mitigación de inundaciones en zonas rurales y avenamiento y protección de infraestructura vial y ferroviaria en zonas rurales y periurbanas, conforme la planificación financiera de los recursos e instrucciones de la UCOFIN.

En suma, tal como está organizado, este fideicomiso financiero presenta en el grafico 14 la recaudación y distribución.

- **Participación del FGS-ANSES**

Finalmente, en la tabla 23 se puede apreciar la participación del FGS en la emisión de las distintas series de valores fiduciarios.



Grafico 14. Recaudación y distribución.

PROGRAMA FEDERAL PLURIANUAL DE CONSTRUCCIÓN DE VIVIENDAS – PROVINCIA DE ENTRE RÍOS

• Breve descripción

En la República Argentina, la reversión del déficit habitacional es uno de los objetivos de las políticas públicas mediante la construcción de viviendas, mejoramientos, infraestructura, obras complementarias y de equipamiento comunitario, facilitando la inclusión social y la consolidación del hogar como núcleo familiar, generando mayor equidad social y un apoyo a la expansión de la industria de la construcción. De ese modo la vivienda se constituye en una fuente intensiva de la creación de puestos de trabajo.

En este sentido, el Programa Plurianual de Construcción de Viviendas es un plan federal cuyo objetivo es resolver parte de la emergencia habitacional en la Argentina. El programa original fue firmado en agosto de 2005 entre el Ministerio de Planificación Federal, las provincias y la Ciudad de Buenos Aires. En dicho programa el Ministerio de Planificación Federal, a través de la Subsecretaría de Vivienda de la Nación, se comprometió a financiar la construcción de 300 mil viviendas en todo el país.

En marzo de 2009, algunas provincias, entre ellas Entre Ríos, se adhirieron a la Propuesta de Reconversión del Programa Plurianual, en donde se habilitaba a las provincias adherentes a constituir fideicomisos financieros a fines de incorporar recursos adicionales al programa.

Es bajo este marco que la provincia de Entre Ríos - a través de su Instituto Autárquico de Planeamiento y Vivienda (en adelante IAPV)-, decidió emitir un fidei-

comiso financiero por un valor global de hasta \$ 280 millones para la construcción de 3.279 viviendas, cuyo agente fiduciario es Nación Fideicomisos S.A.

Este fideicomiso financiero se encuentra habilitado para emitir diferentes y sucesivas series de VRD, todas con igual grado prelación. La primera serie fue emitida por VN \$ 60 millones a una tasa de interés variable y con un plazo vencimiento de 15 años, incluyendo dos años de gracia de capital e interés.

El producido de la colocación de las series se halla destinado en primer lugar al pago o reembolso de los gastos iniciales, luego a la constitución del fondo de gastos y finalmente a la cuenta de obras. La cuenta de obras está abierta en el BNA a nombre del fiduciante pero administrada exclusivamente por el fiduciario financiero. Los fondos en ella son liberados al fiduciante a medida que presente: i) copia de certificado de obra verificado por la Subsecretaría de Vivienda, ii) seguro de caución contratado por el contratista y dado por la Subsecretaría de Vivienda y iii) en caso de que no sea el primer pago realizado a ese contratista, recibo de pago del anterior desembolso.



PROYECTO	CLASE	INVERSION DEL FGS (MILLONES US\$)	MONTO DE EMISION (MILLONES US\$)	% SOBRE EMISION	
HIDRICOS	I	1	17,40	60,00	29,00
		2	540,00	540,00	100,00
	II	1	27,30	40,00	68,25
		2	355,00	360,00	98,61
	III	1	65,40	85,00	76,94
		2	750,00	750,00	100,00

Tabla 23. Participación del FGS en la emisión de las distintas series de valores fiduciarios.

- Recaudación y distribución

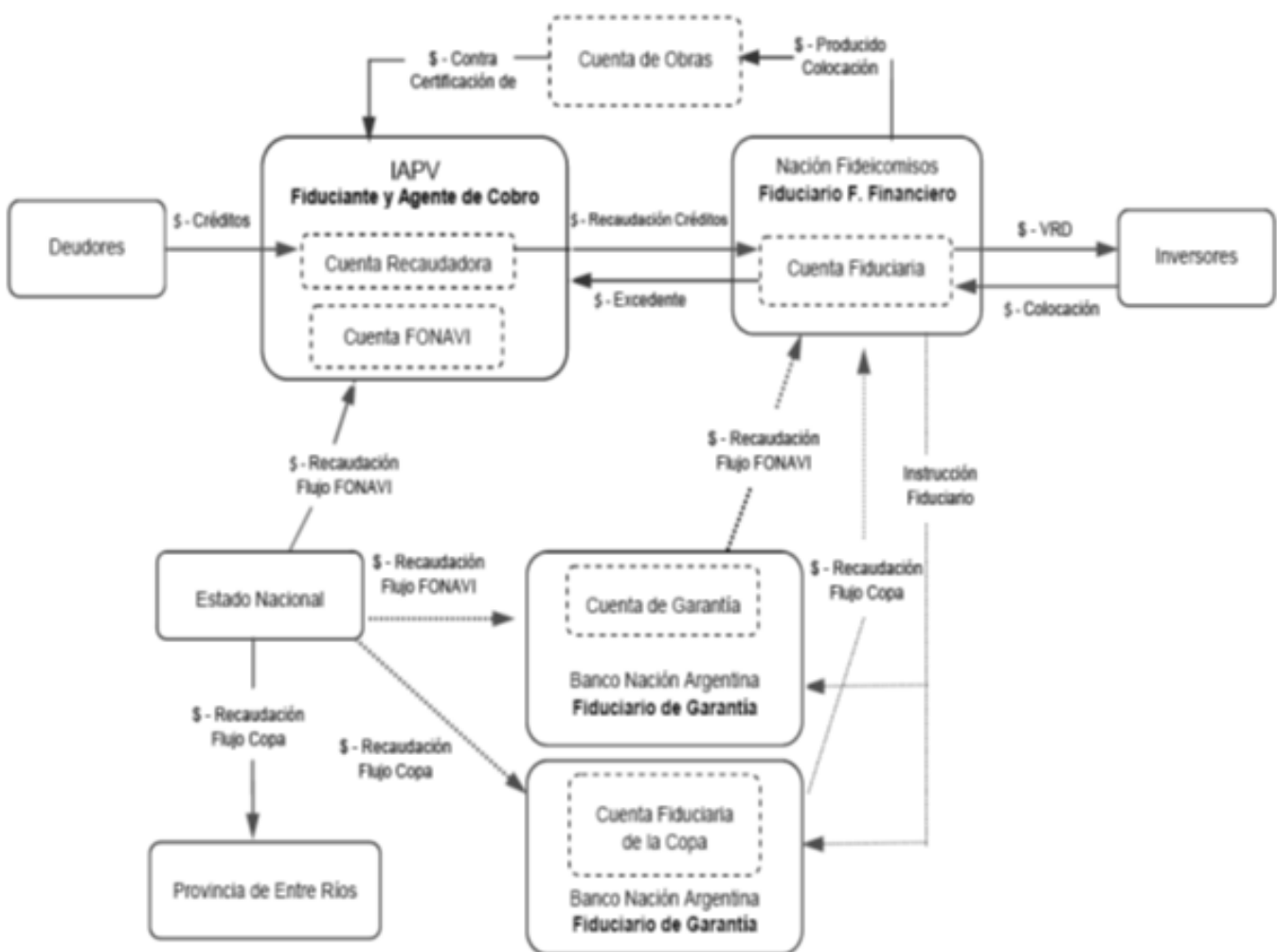


Gráfico 15. Esquema básico de recaudación y distribución.

Dentro de los tres primeros días hábiles de cada trimestre calendario, el fiduciario financiero informará el monto requerido al fiduciante, a los bancos recaudadores de los créditos y al fiduciario de garantía.

El monto requerido se compone de: i) la reposición del fondo de gastos, ii) la constitución inicial o reposición del fondo de reserva, iii) los servicios a ser abonados bajo los VRD a los diez días hábiles de finalizado el trimestre y iv) la eventual constitución de reservas. En caso de ser necesario, durante el transcurso del trimestre, el Fiduciario Financiero podrá ajustar el monto requerido informado originalmente.

A partir del primer monto requerido, el fiduciario financiero instruirá a los bancos recaudadores de que de ahí en más debite diariamente la recaudación de los créditos y la transfiera a la cuenta fiduciaria. Adicionalmente el fiduciario financiero cursará al Banco

Hipotecario S.A. la instrucción para que transfiera a la cuenta de garantía el total del flujo FONAVI y al BNA para que comience a retener el flujo COPA en la cuenta fiduciaria de la COPA.

El flujo FONAVI será retenido en la cuenta fiduciaria de garantía durante un día hábil y el flujo COPA retenido en la cuenta fiduciaria de la COPA, en tres pagos iguales, mensuales y consecutivos, con vencimiento de cada uno de ellos al día hábil siguiente a la finalización de cada mes, hasta el quinto día hábil siguiente a la finalización del trimestre de devengamiento. Ambos flujos serán liberados al fiduciante a menos de que el fiduciario financiero notifique al fiduciario de garantía acerca de su transferencia a la cuenta fiduciaria.

El ritmo de transferencia de la recaudación de los créditos a la cuenta fiduciaria debe ser tal que al último día hábil del primero, segundo y tercer mes del

trimestre, lo transferido sea suficiente para cubrir el 33%, el 66% y 100% del monto requerido respectivamente (Ritmo de Transferencia).

- **Características de los títulos emitidos**

Los VRD Serie I se emitieron por un valor nominal de \$ 60 millones. Se integra en 11 cuotas mensuales (la primera del 30% y las otras diez del 7% cada una). Tienen un período de gracia de interés y capital de 24 meses desde su fecha de emisión, durante el cual los intereses devengados se capitalizan. Superado el período de gracia, tienen derecho a los siguientes servicios trimestrales sobre el capital ajustado (valor nominal más intereses capitalizados): i) en concepto de interés, una tasa variable sin máximo asignado, equivalente a Badlar (de más de un millón de pesos de 30 a 35 días en Bancos Públicos) más un margen diferencial a licitar en la colocación con un máximo de hasta 200 puntos básicos, aplicado sobre el valor residual de los mismos y ii) en concepto de capital, por hasta el monto que permita alcanzar los porcentajes acumulados de amortización establecidos en el Contrato de Fideicomiso Financiero. El vencimiento legal de los VRD Serie I opera a los 15 años desde su emisión.

- **Participación del FGS en la emisión**

La tabla 24 resume la participación del FGS-ANSES en este fideicomiso de viviendas.

VIVIENDAS	ENTRE RIOS
SERIE	I
Inversión del FGS	\$ 55,8 MM
% Sobre la emisión	93%
Monto de emisión	\$ 60 MM
Fecha de emisión	18-ago-11
Fecha de vencimiento	26-jul
Tasa de interés	Badlar pública +
Spread sobre tasa	2,00%
Amortización de capital	Trimestral a partir de octubre
Pago de intereses	Trimestral a partir de octubre
Calificación de riesgo	AA (arg) Fitch
Moneda de denominación	Pesos

Tabla 24. Participación del FGS-ANSES en fideicomiso de viviendas.

CASO PARTICULAR DE FINANCIAMIENTO DEL FGS A YPF S.A. VÍA LA SUSCRIPCIÓN DE OBLIGACIONES NEGOCIABLES

El ANSES, a través del FGS, financió desde el año 2012 la exploración y explotación hidrocarburífera de YPF. Para ello, suscribió a través de su participación en ofertas primarias, Obligaciones Negociables (ON) emitidas en el mercado local por la compañía estatal; realizando una inversión total de \$6.120 millones.

La participación de ANSES es destacable, alcanzando el 17.1% del monto total de ON's emitidas por la empresa, aunque cabe mencionar que es sensiblemente menor al rol que ocupó ANSES en la suscripción de VRD de los fideicomisos de infraestructura mencionados en los puntos anteriores.

Esto es a consecuencia de que los fideicomisos de infraestructura creados hasta la fecha disponen de una debilidad estructural y es que casi no poseen mercado secundario. Es decir, un inversor que decidió alocar sus fondos en una inversión de esta naturaleza se vio imposibilitado en la práctica de desarmar / vender dicha inversión en un mercado de capitales en caso de haber decidido desinvertir durante el plazo que dura la obra de infraestructura subyacente.

Con la colocación de ON's, YPF logró atraer mayor cantidad de inversores genuinos, además del FGS de ANSES, dado que la ON facilitó la posibilidad de desinvertir en cualquier momento a través de la venta de tales instrumentos en el mercado local.



ESPECIE	CUPON	STOCK EN CARTERA EN MILLONES DE PESOS	VENCIMIENTO
ON YPF Clase III en dolares	4%	Cobrada	4-mar-13
ON YPF Clase VIII en pesos	Baldlar Priv. + 400	\$ 645	14-sep-15
ON YPF Clase X en dolares	6,25%	\$2.596	19-oct-16
ON YPF Clase XI en pesos	Baldlar Priv. + 425	\$ 1.796	13-feb-17
ON YPF Clase XIII en pesos	Baldlar Priv. + 475	\$ 2.398	20-dic-18
ON YPF Clase XXX en pesos	Baldlar Priv. + 350	\$ 293	24-sep-19
TOTAL DE ONS EN CARTERA		\$7.657	
PORCENTAJE SOBRE EL TOTAL DE LA CARTERA FGS		1,59%	

Tabla 25. Obligaciones Negociables (ON).

	MONTO EMITIDO EN MILL. DE PESOS	SUSCRIPCION EN MILL. DE PESOS	ANSES EN %
YPF 10%	\$ 849		
CLASE VII	\$ 200		
CLASE VIII	\$ 1.200	\$ 938	78,20%
CLASE IX	\$ 1.102		
CLASE X	\$ 4.683	\$ 1.763	37,60%
CLASE XI	\$ 2.110	\$ 1.516	71,80%
CLASE XII	\$ 150		
CLASE XIII	\$ 2.828	\$ 2.200	77,80%
CLASE XIV	\$ 200		
CLASE XV	\$ 1.951		
CLASE XVII	\$ 2.250		
CLASE XVIII	\$ 518		
CLASE XIX	\$ 756		
CLASE XX	\$ 1.256		
CLASE XXI	\$ 100		
CLASE XXII	\$ 777		
CLASE XXIV	\$ 1.273		
CLASE XXV	\$ 300		
CLASE XXVI	\$ 4.245		
CLASE XXVII	\$ 150		
CLASE XXVIII	\$ 8.489		
CLASE XXIX	\$ 500		
CLASE XXX	\$ 379		
CLASE XXXI	\$ 201		
CLASE XXXII	\$ 465		
CLASE XXXIII	\$ 562		
CLASE XXXIV	\$ 1.000		
CLASE XXXV	\$ 750	287	38,20%

Tabla 26. Obligaciones Negociables (ON).

CONCLUSIONES DE LA PRESENTE ETAPA

- *Para proyectos de obra privada se prevé que sean financiadas a través de una combinación de autofinanciamiento (capitalización de compañías vía aporte de accionistas, reinversión de utilidades acumuladas en el pasado, emisión de acciones preferidas, préstamos intercompany desde la casa matriz a la subsidiaria, etc), emisiones de deuda canalizadas en primera instancia hacia el mercado de capitales local y/o internacional (emisión de Obligaciones Negociables simples y/o Convertibles) y además por préstamos bancarios simples o sindicados cuando el monto y los riesgos de las obras involucradas así lo justificasen.*
- *Para el caso de las obras previstas en el Plan de CAC que son de carácter "Públicas" y cuando se tratasen de obras de mantenimiento, refacción o mejoramiento de caminos, escuelas y hospitales y en caso de que los montos involucrados en forma individual sean razonables (menores al 5% del Presupuesto Jurisdiccional) de acuerdo a la capacidad de recaudación de cada jurisdicción a través de los impuestos y tasas locales, fondos de afectación específica, cargos y organismos internacionales de crédito; aparece como óptimo que se destinen directamente las partidas presupuestarias asignadas al efecto para su financiamiento.*
- *Para proyectos de obra pública de gran envergadura (mayores al 5% del Presupuesto Jurisdiccional), el fideicomiso, tanto de carácter público como privado, se presenta como el vehículo más apropiado para la obtención de fondeo de mediano y largo plazo y asimismo es el instrumento usado con mayor frecuencia en la estructuración financiera de grandes proyectos en los cuales participan contrapartes del mercado y organismos estatales.*
- *La utilización de fideicomisos financieros, tanto públicos como privados, permite la emisión de valores mobiliarios con autorización de oferta pública y cotización en bolsas y mercados auto-regulados, así como que dichos valores mobiliarios sean susceptibles de calificación de riesgo, requisitos ambos excluyentes para los inversores individuales e institucionales, locales y extranjeros, participen en la emisión, sea de certificados de participación (CP) y/o valores representativos de deuda (VRD).*
- *La participación del FGS-ANSES en las emisiones de valores mobiliarios destinadas a financiar las diferentes obras, en muchos casos alcanzó el 100 % de la emisión (Vgr. Sisvial, Hídrico, Barragán y Brigadier López) pasando por el 93 % (Viviendas) y 70 % (Hídricos).*
- *Frente a este panorama, resulta aconsejable que toda estructuración financiera que se pretenda llevar adelante por montos sustanciales a obra pública de la jurisdicción que corresponde, intente replicar en cuanto resulte de aplicación, los esquemas y parámetros utilizados en la actualidad por los fondos fiduciarios relacionados en los capítulos precedentes a fin de asegurar la participación de inversores del mercado financiero y de capitales argentino, entre ellos, los bancos, los Fondos Comunes de Inversión, las Compañías de Seguro y los inversores individuales; así como también inversores extranjeros privados e institucionales.*
- *Existe un vasto universo de tributos que han sido creados con afectación específica a financiar obras y proyectos de infraestructura.*
- *El flujo de fondos continuo que proveen tales impuestos de afectación específica, lo constituyen en un elemento basilar en cualquier estructuración financiera destinada a la ejecución de una obra pública, toda vez que es susceptible de actuar como colateral y garantía de repago de, sea por ejemplo, las deudas emitidas por un fideicomiso.*
- *En este sentido, debe enfatizarse que toda reasignación en el destino de los impuestos existentes o, aún, la creación de un nuevo impuesto con afectación específica a financiar una determinada obra o proyecto, deberá ser*

sancionado por una norma que observe el trámite legislativo previsto para el tratamiento y sanción de las leyes por el Congreso de la Nación Argentina.

3

MARCO TEÓRICO DEL FENÓMENO DE LA ENFERMEDAD HOLANDESA

Dinámicas de la economía política que podrían surgir en estos casos (incentivos políticos, instituciones, marcos normativos, conflictos, apropiaciones de renta, etc).

3.1 CONCLUSIÓN

La formación sedimentaria en la Cuenca Neuquina denominada Vaca Muerta se ha convertido en una región de producción hidrocarburífera a partir de métodos no convencionales de extracción. Los cálculos preliminares de reservas de gas no convencional indicaban que se transformarían en la segunda más grande del mundo, y el valor de dichas reservas, calculado como referencia a los precios vigentes, equivaldría a aproximadamente 10 veces el producto bruto interno argentino. Cabe mencionar que en este cálculo se habrían valuado incorrectamente los recursos técnicamente factibles con un factor de recuperación relativamente elevado. Pero principalmente sin haber tomado en cuenta la factibilidad económica en términos de ingresos y costos esperados y las definiciones tradicionales de reservas.

Por este motivo, Coremberg²⁷, de acuerdo con la metodología habitual de evaluaciones de proyectos de inversión, calcula en su escenario base que la proyección de producción de combustible no convencional implica la necesidad de perforar 11.100 pozos no convencionales durante el periodo 2018-2037. Tomando en cuenta la proyección de costos por pozo, implica una inversión total de u\$s 65.000 millones e implica un flujo anual de inversión promedio de u\$s 3.200 millones. Un 78% del total de la inversión, se debería a las necesidades de producción futura de gas. El valor del yacimiento, según la metodología aplicada (considera determinados niveles de producción, costos, productividad, precios y tasa de descuento), resulta aproximadamente en U\$s 43 mil millones, representando un 10% del PBI.

²⁷. ANÁLISIS DE LOS FACTORES PRODUCTIVOS PARA EL SECTOR DE LA CONSTRUCCIÓN. RIQUEZA E INGRESO POTENCIAL DEL YACIMIENTO DE VACA MUERTA. CAC.2016

Así las cosas, la inversión en Vaca Muerta, presenta un valor presente neto positivo, pero sustancialmente menor a los valores difundidos en la opinión pública: 10% del PBI en lugar de 10 veces el PBI argentino.

Muchos economistas se adelantaron a describir, alentar y apurar la explotación de estas reservas para aprovechar la “bendición”²⁸ de nuestros recursos naturales.

3.2 RECURSOS NATURALES: ¿MALDICIÓN O BENDICIÓN?

La postura de cambiar divisas por gasto en infraestructura podríamos llevarla al extremo de la mano del intelectual venezolano Arturo Uslar Pietri²⁹, quien conocía bien la dependencia petrolera de su país:

“LA LECCIÓN DE ESTE CUADRO AMENAZADOR ES SIMPLE: URGE CREAR SÓLIDAMENTE EN VENEZUELA UNA ECONOMÍA REPRODUCTIVA Y PROGRESIVA. URGE APROVECHAR LA RIQUEZA TRANSITORIA DE LA ACTUAL ECONOMÍA DESTRUCTIVA PARA CREAR LAS BASES SANAS Y AMPLIAS Y COORDINADAS DE ESA FUTURA ECONOMÍA PROGRESIVA QUE SERÁ NUESTRA VERDADERA ACTA DE INDEPENDENCIA. ES MENESTER SACAR LA MAYOR RENTA DE LAS MINAS PARA INVERTIRLA TOTALMENTE EN AYUDAS, FACILIDADES Y ESTÍMULOS A LA AGRICULTURA, LA CRÍA Y LAS INDUSTRIAS NACIONALES. QUE EN LUGAR DE SER EL PETRÓLEO UNA MALDICIÓN QUE HAYA DE CONVERTIRNOS EN UN PUEBLO PARÁSITO E INÚTIL, SEA LA AFORTUNADA COYUNTURA QUE PERMITA CON SU SÚBITA RIQUEZA ACELERAR Y FORTIFICAR LA EVOLUCIÓN PRODUCTORA DEL PUEBLO VENEZOLANO EN CONDICIONES EXCEPCIONALES”.

Creemos que resulta interesante destacar que, en la visión de Pietri, la mencionada “*maldición*” surge de no emplear los bendecidos recursos petroleros en la inversión necesaria para incrementar la potencialidad productiva del país. Los recursos no renovables son un activo del Estado, y por ello mismo los recursos que

se deriven de su extracción y comercialización deben invertirse en otro activo que lo sustituya, fundamentalmente en capital físico y humano.

Existen muchos ejemplos de países con abundantes recursos naturales y escaso desarrollo económico, con lo cual suele decirse que la abundancia es sufrida como una maldición. Pero también es cierto que existen muchos otros en donde casi los mismos recursos permitieron dar el puntapié inicial al desarrollo, representando así una bendición. De este modo, el problema no son los recursos en sí, o las particularidades intrínsecas de cada recurso natural, sino cómo cada sociedad logra manejar dichos recursos: *la maldición o la bendición no reside en los recursos sino en las instituciones.*

El manejo de dichos recursos plantea tensiones que son, esencialmente, de índole distributiva, y que se pueden dar en dos niveles: i) Entre sectores o en cómo utilizarlos en el presente, y en ii) En cómo manejarlos a lo largo del tiempo. Y cómo idea general, en la explotación de los recursos debe primar la idea de alcanzar un interés colectivo el cual, más allá de las tensiones originadas, se ordene en función de un beneficio general en el mediano y largo plazo.

En última instancia, las tensiones se manifestarán también en el orden político, lo cual creemos importante

²⁸. En contraste con la más citada “maldición”. Ver R. Auty (1993), “Sustaining Development in Mineral Economies: The Resource Curse Thesis”, L. Routledge; J. Sachs y M. Andrew (1995), “Natural resource abundance and economic growth”, NBER Working Paper 5398, y F. van der Ploeg (2010), “Natural resources: Curse or blessing?”, CESifo working paper Resources and Environment, No. 3125.

²⁹. <https://digopalabratxt.com/2017/05/16/sembrar-el-petroleo-por-arturo-uslar-pietri-caracas-1906-2001/>

resaltar para alertar y adelantar futuras discusiones sobre cómo utilizar los recursos de Vaca Muerta y posibles restricciones o rigideces a la hora de encontrar un uso adecuado para ese interés colectivo.

En líneas generales, el comportamiento de países latinoamericanos en el pasado, así como el de otras economías emergentes, para manejar nuevas fuentes de recursos naturales o precios de exportaciones (términos de intercambio) extremadamente altos, ha sido más bien decepcionante. Circunstancias que revelaron ser *"transitorias"* fueron interpretadas como *"permanentes"* con consecuencias nocivas para el desarrollo sostenido. Un shock transitorio de abundancia (ya sea por mayores cantidades producidas o por mayores precios) puede ser nocivo para una economía cuando se lo percibe como permanente porque los agentes que viven en ella se consideran a ellos mismos como mucho más ricos, y consumen en consonancia con esa mayor riqueza percibida. Cuando la abundancia se revela, finalmente, como transitoria, el consumo que era considerado adecuado en base a mayores ingresos futuros, ahora resulta excesivo, y el mayor endeudamiento que debió utilizarse (o el consumo de otros activos financieros que habían sido ahorrados en tiempos pasados) termina siendo demasiado oneroso para un flujo de ingresos más moderado que el que había sido proyectado.

La evidencia histórica, por ende, revela que los desafíos para administrar bonanzas no son triviales, y que es muy posible que, aun con el análisis de episodios anteriores, las tensiones existentes se muestren como difíciles de resolver para alcanzar el interés colectivo en determinados contextos, repitiéndose resultados negativos. En ese sentido, los hacedores de política, o todos aquellos que compartan este diagnóstico, deben ser capaces de alinear incentivos para aprovechar los recursos de modo sostenido e incluso.

Por lo tanto, entonces, para evitar una maldición se argumenta que, aun siendo difícil de implementar por las tensiones sectoriales, sociales y políticas antes mencionadas, el diagnóstico es sencillo: se debe aplicar la Regla de Hartwick³⁰ (1977), esto es, los recursos naturales (que serían un stock de capital no renovable), una vez extraídos, deberían reemplazarse con otra clase de capital. Los recursos monetarios

obtenidos de la extracción deberían invertirse en activos alternativos: capital físico (inversiones varias, especialmente en infraestructura), capital humano (educación) o incluso en activos financieros.

Es esta regla la que tienen en mente muchos economistas para evitar enfrentarse con una maldición surgida a partir de la abundancia de recursos naturales. La participación exacta de cómo invertir los recursos extraídos dependerá de las circunstancias de cada país y de cada momento. Si se realizan inversiones para diversificar la estructura productiva, mejorar la infraestructura que agilice la interacción de los distintos sectores o incrementar las capacidades de la fuerza laboral, los recursos minerales serían efectivamente una bendición.

Sin embargo, si bien la necesidad de inversión con esos objetivos amplios es correcta, lo cierto es que deben cumplirse algunas condiciones para que estos resultados virtuosos efectivamente se cumplan.

Precisamente, con el fin de diversificar la actividad productiva (asumiendo que tal diversificación es beneficiosa para el crecimiento y la productividad futuras, porque atañen a sectores que potencialmente pueden ser proclives a la innovación y la incorporación de tecnología), en algunas economías uno de los objetivos sería el de mitigar procesos de apreciación cambiaria que la explotación de los recursos naturales podría generar. Estamos hablando de lo que habitualmente se denomina *"Enfermedad Holandesa"*.

La Regla de Hartwick afirma que se debe ahorrar e invertir los recursos monetarios obtenidos de la explotación de recursos naturales de manera adecuada. Como explicaremos más adelante, frente al riesgo de Enfermedad Holandesa, ahorrar no es lo mismo que invertir. Más aun, ahorrar puede tener efectos muy diferentes que invertir.

Por lo tanto, si realmente se tiene como objetivo lograr un stock de capital (físico y humano) mayor, el mayor nivel de inversión, para y a partir de la explotación de los recursos naturales, debe ser compensado por un menor nivel de consumo (privado y público).

³⁰. "Los recursos naturales y el crecimiento a largo plazo: explorando los vínculos". Banco Mundial

Sin dejar de afirmar, entonces, que la inversión es la principal fuente de crecimiento futuro, especialmente si está asociada a incorporación de tecnología y a mejoras en los procesos que incrementen la productividad de los factores productivos, y que la inversión pública en educación, salud e infraestructura es indispensable para acompañar la creación de valor del sector privado evitando la aparición de cuellos de botella, pondremos el énfasis en señalar que la “maldición” de los recursos naturales, y en particular de los recursos hidrocarburíferos, puede originarse, precisamente, en *gastar o invertir*, sin otra política compensatoria, aquellas divisas obtenidas de la exportación de gas y petróleo.

En otras palabras, el mayor nivel de inversión y de capital, los cuales permiten un mayor crecimiento y desarrollo futuro, podría haberse planteado antes de la explotación de nuevos recursos naturales. ¿Por qué asociarlo directamente a ellos? La primera respuesta podría ser porque con la explotación aparecen nuevos recursos (fiscales) y antes de la misma, no. Pero, como explicaremos, si la economía no está en recesión, el uso de estos nuevos recursos fiscales en proyectos de inversión física generará un exceso de gasto y enfermedad holandesa. Y en cualquiera de los dos casos, con explotación de recursos o sin explotación, la mayor inversión pública o privada debería compensarse de alguna manera para evitar los efectos nocivos sobre el tipo de cambio y la competitividad.

Mostraremos que la bendición de los recursos es más bien tímida y terrenal en economías que no se encuentran en un ciclo recesivo. Si bien importantes, consistiría esencialmente en dos aspectos: i) Mayor disponibilidad de divisas, eventual engrosamiento de las reservas internacionales de un país y, en última instancia, una mayor solvencia para enfrentar situación de turbulencia a nivel local e internacional, y ii) La posibilidad de que la inversión asociada a la explotación de estos recursos (en gran parte externa) mejore la capacidad técnica de los factores en estos sectores y permita, potencialmente, un derrame de capacidades hacia el interior de las distintas cadenas de valor asociadas.

El punto i) haría referencia a la solvencia macroeconómica y el punto ii) a la potencialidad de mejoras

tecnológicas, en los procesos de producción y comercialización, o en la capacitación de distintos recursos humanos, tanto en el mismo sector como a través de una dispersión de sectores vinculados, concepto que en economía se denomina “*externalidad*”.

¿Pero acaso la mayor producción de gas y petróleo no significa, de manera directa y proporcional, un mayor PIB? Efectivamente, a mayor producción, mayor PIB, pero al respecto conviene hacer tres comentarios. Primero, el impacto directo es un mayor PIB, pero no un cambio en la tasa de variación del PIB, del crecimiento; es un salto en la actividad, no un empinamiento de su crecimiento. Segundo, los ingresos recibidos por la venta de recursos naturales podrán eventualmente ser gastados en otros bienes y servicios internos multiplicando el efecto inicial al resto de la economía, pero si la misma no está en recesión y se encuentra creciendo a su tasa tendencial, ese mayor gasto podría tener un mayor efecto en los precios que en las cantidades producidas. La inflación interna atentaría contra la competitividad de una serie de sectores productivos que compiten con productos del exterior, al incrementarse sus costos y reducirse sus márgenes de rentabilidad. Este fenómeno también conforma el fenómeno de “*enfermedad holandesa*”. Tercero, como dijo oportunamente el economista ganador del Premio Nobel, Paul Krugman, “*la productividad no lo es todo, pero en el largo plazo lo es casi todo*”³¹.

El crecimiento de largo plazo de una economía viene dado por las mejoras en la productividad de los factores. Los mayores ingresos por la venta de recursos naturales, al igual que los ingresos por exportación de soja, sin dudas estimulan la demanda de bienes y servicios locales, **¿pero estimulan la incorporación de tecnología en sectores vinculados y la productividad de los trabajadores?** Sólo si se cumple el punto ii) mencionado en el párrafo anterior. Y si se da un proceso inflacionario que afecta la rentabilidad en el resto de los sectores transables (que exportan o compiten con importaciones), es decir, si la economía sufre de enfermedad holandesa, es probable que muchos recursos que se utilizaban en la industria u otros sectores transables se vuelvan ociosos o se trasladen a otros sectores menos productivos (por ejemplo, servicios de subsistencia), con lo cual la productividad agregada de toda la economía podría disminuir, no aumentar.

³¹. <http://focoeconomico.org/2012/04/25/krugman-para-populistas-sobre-las-raices-del-bienestar-economico/>

¿Y acaso no es una realidad que Argentina va a poder contar, a partir de la exportación de gas y petróleo proveniente de Vaca Muerta, con mayores recursos para inversiones de todo tipo que estimulen el crecimiento futuro? Efectivamente, al menos en parte, pero para ello hay que compensar los efectos nocivos de la enfermedad holandesa, porque estas inversiones, de no aplicarse políticas compensatorias, también implican estímulos inflacionarios y pérdida de competitividad cambiaria que afectan negativamente la productividad.

Por lo tanto, está claro que la explotación de estos recursos es una oportunidad para nuestro país, pero para que la oportunidad mute en un resultado virtuoso que propicie nuestra fortaleza económica de largo plazo, la abundancia deberá administrarse de manera cuidadosa de manera de no generar nuevos riesgos y debilidades.

Las distintas modalidades de *“bendición/maldición”* de recursos naturales (por nuevas explotaciones, mayor productividad o mayores precios) han sido abundantes en diversos países, y en todos ellos las tentaciones fueron muchas, y las tensiones distributivas de lo más variadas.

En Chile, el mayor precio del cobre gatilló un fuerte debate sobre si el Fondo de Estabilización del Cobre debería utilizarse con distintos objetivos económicos y sociales. El banco central chileno, más preocupado por evitar una apreciación cambiaria real (ya sea mediante la apreciación del peso chileno en relación con otras monedas o por un incremento en la tasa de inflación) defendió enérgicamente la intangibilidad del Fondo.

En Colombia, el ministro Alejandro Gaviria³² afirmó en 2004: *“Estamos hablando de grandes inversiones que se necesitan, el ministro del Transporte ha dicho que se requieren 100 billones de pesos para reconstruir la infraestructura averiada. La estrategia de ahorrar automáticamente a través de una Regla fiscal va a tener que esperar”*. En la misma línea, el presidente del senado de ese país, Roy Barreras, sentenció: *“No es la hora de ahorrar, sino de invertir en la reconstrucción del país, en infraestructura y en vivienda”*. Por supuesto, el ministro de hacienda Juan Carlos Echeverry, más acostumbrado a analizar los efectos de enfermedad holandesa, contestó sin demasiados tecnicismos: *“Si no ahorramos, no habrá quien controle la tasa de cambio”*.

3.3 ESTRUCTURA ANALÍTICA Y SUS EFECTOS

La enfermedad holandesa se origina en la explotación y exportación de recursos naturales abundantes. La entrada de divisas pone presión al tipo de cambio, pudiendo generar una fuerte apreciación cambiaria. El tipo de cambio más bajo, asimismo, puede afectar la rentabilidad de otros sectores transables (que exportan o compiten con importaciones del exterior) llevándolos incluso a la quiebra. En caso de verificarse esto, se afectaría la diversificación de la estructura productiva

de un país. Dicho esto, para que haya “enfermedad” se tienen que dar estas condiciones (López 2012)³³:

- *Que los sectores de recursos naturales tengan bajo potencial de crecimiento por su bajo contenido tecnológico, escasa innovación y productividad, encadenamientos productivos limitados y escasas externalidades a otros sectores.*

³². <https://agaviria.blogspot.com/2009/11/ecopetrol-en-venta.html>

³³. Flujos de capital, recursos naturales y enfermedad holandesa: el caso colombiano. Escuela de Economía y Finanzas, Universidad EAFIT, Medellín, Colombia.

- *Baja capacidad de generar empleo directo e indirecto.*

No toda apreciación del tipo de cambio real como resultado de un boom exportador significará enfermedad holandesa. Un tipo de cambio más bajo podría ser la consecuencia natural de incrementos en la productividad de un país (por mejoras tecnológicas o en los procesos) de un conjunto de sectores dinámicos, lo cual genera salarios más altos y una paridad cambiaria más baja.

Si el Banco Central decidiera intervenir en el mercado de cambios para evitar la apreciación cambiaria, igualmente podría ocurrir enfermedad holandesa: los sectores que se beneficiaron de las mayores rentas gastarán los recursos en el mercado interno, poniendo presión a los precios y salarios. En una economía no recesiva, el tipo de cambio real, entonces, igualmente se apreciaría, pero por la vía de una mayor inflación.

Más adelante veremos que la intervención en el mercado de cambios debe ser consecuentemente acompañada por otras medidas de política económica.

A continuación, desarrollaremos un marco analítico muy simple siguiendo la literatura clásica sobre el tópic, como el trabajo de Corden³⁴, Corden y Neary³⁵ y los modelos de Swan- Salter³⁶, los cuales se pueden utilizar para analizar los hechos estilizados relacionados con el descubrimiento de recursos naturales y su impacto en el tipo de cambio real. El marco se utiliza para tratar los efectos potenciales de la extracción de recursos en Vaca Muerta sobre las variables macroeconómicas fundamentales, y así poder evaluar la respuesta de la política macroeconómica, en especial

con respecto a las políticas monetaria y cambiaria, pero también la relevancia de la política fiscal.

Asumimos una economía en la que hay tres bienes³⁷: un bien no transable y un bien transable, ambos que se producen y consumen en el país. Podemos pensar que el bien no transable representa la producción de servicios, mientras que el bien transable representa la producción de los productos industriales. La economía está en pleno empleo y la función de oferta, y por lo tanto las cantidades producidas de cada uno de estos dos bienes, dependen de los precios relativos.

Hay un tercer bien, un commodity o recurso natural, cuya producción es, en principio, constante y no requiere del uso de recursos productivos con lo que se supone que su producción total es exógena al modelo. Podemos pensar en este producto como “maná del cielo”. Para simplificar, suponemos que el producto es totalmente exportado y, por lo tanto, que no se consume en el mercado interno.

El ingreso total nominal de la economía se define como

$$(1) Y_n = P_n X_n + P_t X_t + P_c X_c$$

Donde P_n es el precio del bien local, P_t del bien transable y P_c es el precio del recurso natural, mientras que X_i representa la producción del bien i . Todos los precios están expresados en moneda nacional, y suponemos que los precios de los bienes comercializados en moneda nacional son determinados por el tipo de cambio nominal (definido como el precio de la moneda extranjera en términos de la producción nacional) y por los precios internacionales que para esta economía están dados. En otras palabras,

³⁴. CORDEN, W. M. (1974), Trade Policy and Economic Welfare, Oxford: Clarendon Press. , (1981a), “The Exchange Rate, Monetary Policy and North Sea Oil: The Economic Theory of the Squeeze on Tradeables”, Oxford Economic Papers 33 (July), 23-46. , (1981b), “Exchange Rate Protection”, in Cooper, R. N. et al. (eds), The International Monetary System under Flexible Exchange Rates, Cambridge, Mass.: Ballinger Publishing Company. , (1982), “Exchange Rate Policy and the Resources Boom”, Economic Record 58 (March), 18-31. CORDEN, W. M. and NEARY, J. P. (1982), “Booming Sector and De-industrialisation in a Small Open Economy”, Economic Journal 92 (December), 825-48.

³⁵. CORDEN, W. M. and NEARY, J. P. (1982), “Booming Sector and De-industrialisation in a Small Open Economy”, Economic Journal 92 (December), 825-48.

³⁶. Implicaciones de las políticas económicas en la seguridad alimentaria: FAO.

³⁷. La estructura de lo que sigue es una variación de Dornbusch (1980).

$$(2.a) P_t = E.P_t^*$$

$$(2.b) P_c = E.P_c^*$$

donde P_t^* y P_c^* son, respectivamente, los precios internacionales del bien transable y del commodity denominados en moneda extranjera.

El consumo de los no transables (C_n) y de los bienes transables (C_t) depende de los precios relativos y del nivel de la demanda agregada,

$$(3.a) C_n = C_n \left(\frac{P_n}{P_t}, \alpha.AD \right)$$

$$(3.b) C_t = C_t \left(\frac{P_n}{P_t}, (1 - \alpha).AD \right)$$

donde se supone que la demanda agregada AD es una función de la renta disponible nominal ($Y_n - T$) y del superávit fiscal.

La cuenta corriente de la balanza de pagos (en moneda extranjera) es

$$(4) CA = P_t^* (X_t - C_t) + P_c^* . X_c$$

El equilibrio en la economía requiere de un balance entre oferta y demanda del bien no transable y en la cuenta corriente de la balanza de pagos. Se debe tener en cuenta que dado que hay dos bienes que se comercializan internacionalmente (el producto industrial y el commodity), el país siempre importará el bien t . En otras palabras, la existencia de estos ingresos "libres" afecta a la producción de los productos industriales.

En este modelo simple es fácil de ilustrar los elementos básicos de la enfermedad holandesa. Un aumento en los precios o las cantidades del commodity conduce a un incremento en el ingreso nominal en términos de moneda nacional y por lo tanto conduce a un exceso de demanda de los bienes transables y no transables, y a un superávit en cuenta corriente. El resultado es una apreciación real de la moneda, que reduce la producción de bienes transables, generando así un cambio de recursos hacia el bien no transable. Al final, el país importa más del bien transable (o industrial), que es el mecanismo a través del cual se restablece el equi-

librio de la cuenta corriente, y aumenta la producción y el consumo de bienes no comercializables.

Estos resultados se resumen en el gráfico 16, que muestra el equilibrio en el bien no transable y en la cuenta corriente de la balanza de pagos. La curva NN tiene pendiente negativa dado que un aumento en la demanda agregada genera un exceso de demanda en el mercado del bien no transable, que sólo es compensado por un incremento en el precio, lo que implica una apreciación real de la moneda. La curva XX tiene pendiente positiva, y muestra las combinaciones de tipo de cambio real y de la demanda agregada que mantiene el equilibrio en la cuenta corriente. La curva es ascendente porque un aumento en la demanda agregada generaría un déficit en la cuenta corriente que tiene que ser compensado a través de una depreciación real de la moneda.

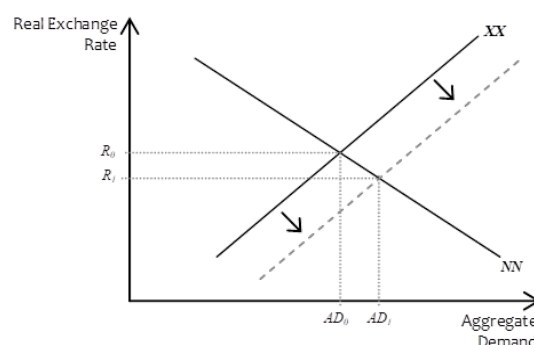


Gráfico 16. Equilibrio en el bien no transable y en la cuenta corriente de la balanza de pagos.

En este marco, es fácil de ilustrar los efectos de un aumento en la extracción de materias primas (o de sus precios). Un aumento en la producción, por ejemplo, de gas y petróleo se puede representar como un traslado a la derecha de la curva XX , lo que lleva a un nuevo equilibrio caracterizado por una apreciación real de la moneda. Es importante señalar que en este equilibrio hay un aumento en la producción del bien no transable, y por lo tanto una menor producción del producto industrial: los efectos de la enfermedad holandesa no implican necesariamente primarización de la economía, sino terciarización. La cuenta corriente se mantiene en equilibrio, si bien hay un aumento de las exportaciones, en términos de moneda extranjera, de los recursos naturales, también ocurre un aumento de las importaciones de los bienes industriales.

CLASES DE “ENFERMEDAD HOLANDESA”

Existe lo que podríamos definir como distintas clases de Enfermedad Holandesa:

- *Shock de términos de intercambio (aumento de precios de las exportaciones)*
- *Nuevos descubrimientos*
- *Shock de productividad (mayores rindes, etc.)*
- *Entrada de capitales (enfermedad holandesa “financiera”)*

En todos los casos, aparece una nueva fuente de divisas que pone presión a la apreciación del tipo de cambio. Si el Banco Central interviene en el mercado de cambios (compra las divisas), la apreciación del tipo de cambio no se realiza, pero los exportadores tienen más dinero para gastar. Si la economía no está en recesión, el mayor gasto puede generar presiones inflacionarias que impliquen una apreciación “real” del tipo de cambio.

La primera y la última opción no implican un incremento directo de la demanda agregada; hay sólo un efecto precio (en el primer caso) o de mayor financiamiento. En ambos casos, sin embargo, se origina una mayor disponibilidad de fondos que ejerce un efecto indirecto sobre la demanda agregada a través del gasto de los mismos.

En el segundo y tercer caso sí aparece un efecto directo sobre la demanda agregada que viene acompañada directamente por una mayor oferta. La presión sobre el gasto y los precios nuevamente se origina en una segunda etapa, cuando se gastan dichos fondos.

La presión inflacionaria del gasto puede originarse incluso antes de llevarse a cabo la liquidación de las exportaciones, si un descubrimiento requiere varios proyectos de inversión previos para explotarlo. Este sería en principio un hecho relevante para el contexto puntual asociado a Vaca Muerta.

3.4 LA NATURALEZA DEL PROBLEMA

En síntesis, resulta muy lícito intentar fomentar determinados sectores considerados “con potencial”, es decir, cuyos incrementos potenciales en la productividad permitirán salarios más altos y costos más bajos para el resto de los sectores. En esta línea, varios estudios muestran que los “bienes transables” (que se exportan o compiten con los comprados en el exterior) permiten un mayor crecimiento de la productividad y de la actividad económica agregada. Conseguir un tipo de cambio alto, o al menos evitar uno bajo, permitiría proteger transitoriamente a estos sectores hasta tanto consigan ser suficientemente competitivos.

La denominada “*enfermedad holandesa*” atenta efectivamente contra este objetivo. La apreciación cambiaría resultante de los incrementos de nuestros productos primarios exportables o de la entrada de

capitales puede hacer que las empresas menos productivas en una industria quiebren, lo que mejorará la eficiencia y la productividad en el sector. Pero la pregunta es: *¿hacia dónde irán esos recursos recién liberados?* Podría ser hacia las actividades de mayor productividad. Pero si las nuevas empresas necesarias para albergar los recursos liberados no se establecen por sí mismas debido a distintos inconvenientes que las fuerzas del mercado no pueden resolver, estos podrían permanecer ociosos y desempleados, o alternativamente podrían pasarse a sectores de menor productividad potencial.

Y así, dejamos abierta una pregunta:

¿QUÉ PODRÍA OCURRIR EN EL FUTURO CON LA EXPORTACIÓN MASIVA DE RECURSOS NATURALES A PARTIR DE LA EXPLOTACIÓN DE VACA MUERTA?

CRECIMIENTO BASADO EN EXPORTACIONES Y ENFERMEDAD HOLANDESA

Para ejemplificar bien qué es la enfermedad holandesa y especificar cuándo ocurre y cuándo no, podemos hacernos la siguiente pregunta: China o Alemania, los mayores exportadores del mundo, ¿SUFREN DE ENFERMEDAD HOLANDESA CUANDO, AL EXPORTAR, PONEN PRESIÓN A LA VALORIZACIÓN DE SU MONEDA?

Por supuesto, los dos casos son diferentes, pero sirven para ilustrar el punto. China exporta una gran gama de bienes (y en menor medida, servicios): juguetes, automotores, textiles y accesorios, maquinarias y equipos eléctricos, productos de alta tecnología, calzado, productos plásticos, muebles, acero, productos del petróleo, etc. Muchas de estas exportaciones son el resultado de ser parte de la red internacional de producción, donde los países donde residen determinadas marcas utilizan para diversas etapas de producción países de bajos costos salariales (outsourcing).

¿En qué situación China podría estar sufriendo “enfermedad holandesa”?

Eso ocurriría si se dan dos condiciones: i) En caso de que las exportaciones de un solo sector, o un puñado de sectores, con escasa potencialidad para incorporar tecnología o innovación (y con eslabonamientos productivos y externalidades hacia el resto de los sectores limitados), generara un flujo de divisas tal que, ya sea por apreciación nominal o por el gasto interno que genere inflación, afecte la competitividad en el resto de los sectores, algunos de los cuales tienen potencialidad. Y ii) Aún cuando el sector exportador tenga las condiciones de contenido tecnológico, innovación y productividad, no sea lo suficientemente grande como para que gran parte de la población trabaje en el mismo. En este caso, el contexto pujante de este sector de alta productividad no alcanza para derramar su situación al resto de la economía, y en definitiva, todo el trabajo desplazado del sector industrial que terminó en quiebra, terminaría ocioso o trabajando en un sector servicios de baja productividad. Sumando todos los factores, es posible que la economía como un todo alcance un nivel de productividad menor al anterior. Dejando de lado la discusión sobre cuánta tecnología del primer mundo realmente se derrama en los recursos humanos chinos (en automotores se han hecho progresos, pero en electrónicos de punta, no) en la diversas etapas

en las que interviene en la red internacional de producción, está claro que estas dos condiciones no se están dando en la economía china. Una de los síntomas de la enfermedad holandesa son los costos laborales altos, que atenta contra la rentabilidad de vastos sectores que podrían ser dinámicos. Más allá del incipiente proceso inflacionario y de ciertos sectores con síntomas de burbujas, China sigue siendo una economía con los salarios más bajos del mundo.

En Alemania, el caso es todavía más claro en algunos aspectos y más ambiguo en otros. Por un lado, su sector exportador es mayormente de tecnología de punta y de alta productividad. Y además, esos sectores son lo suficientemente masivos como para que la economía y la población dependa de ellos. Por otro, los salarios medios son de los más altos del mundo, si bien es cierto que hay nuevas estadísticas detalladas que indicarían que esos costos laborales desmedidos no son tales.³⁸ Pero estos salarios altos son la consecuencia de la elevada productividad. Salarios altos de por sí no implican baja competitividad. Por eso habitualmente se utiliza el indicador de “costos laborales unitarios”, el cual pondera el salario con la productividad media. Pero aun si el costo laboral unitario de Alemania es alto, eso no resultaría de un síntoma de “enfermedad holandesa” propiamente dicho, sino simplemente un desajuste cambiario no atribuible a las exportaciones de un solo sector.

Una economía nunca tiene una estructura productiva perfectamente homogénea entre sus sectores (en el sentido de Diamand (1972)³⁹), es decir, los sectores que la componen nunca tiene idéntico nivel de productividad. Pero aun en la diversidad, de lo que se trata es de impedir que un sector minoritario (aun de alto contenido tecnológico y de productividad) afecte a otros sectores que también pueden ser pujantes y destinatarios de una porción de la mano de obra.

³⁸. Estos trabajos indican que hay una gran dispersión en los ingresos de la población, sobre todo en los trabajos medio tiempo. De ahí la necesidad reciente del gobierno alemán de implementar un salario mínimo, inexistente hace unos años.

³⁹. M. Diamand (1972), “La Estructura Productiva Desequilibrada Argentina y el Tipo de Cambio”, Desarrollo Económico Vol. 12 N° 45.

3.5 LA POLÍTICA ECONÓMICA

POLÍTICA FISCAL Y FONDOS DE ESTABILIZACIÓN

¿Cuáles son las opciones de política que se han propuesto para evitar la apreciación de la moneda? La literatura existente argumenta que la principal opción política para evitar la apreciación real reside en un aumento en el superávit fiscal primario (es decir, a través de mayores impuestos o menores gastos gubernamentales). En la sección anterior describimos un modelo el cual puede ser útil para analizar una política fiscal anticíclica. Si se asume que el gobierno introduce un impuesto de suma fija, la renta disponible se reducirá y, por tanto, se generará una contracción de la demanda agregada. Por simplicidad, no detallamos cómo el gobierno utiliza los ingresos de este impuesto, aunque lo ideal sería depositar el dinero en el exterior y guardarlo para cuando las condiciones se deterioren.

Una alternativa a la política fiscal más ajustada sería la creación de un fondo de estabilización de los productos básicos que, en efecto, esterilice total o parcialmente la ganancia inesperada que surge durante el auge de los productos básicos, ahorrándola en el exterior. La idea es que el país ahorre en los años buenos en que los precios (o cantidades) de los productos básicos siguen siendo altos, para poder utilizarlos de manera contra cíclica en el futuro cuando las condiciones de precios o cantidades se deterioren. En el modelo de la sección anterior, este efecto podría ser visto a partir del hecho de que un aumento en el precio internacional del commodity no afecta (o lo afecta sólo parcialmente) el precio interno, con lo que no tiene un impacto en el ingreso nominal y en la demanda agregada. Como no existe un canal indirecto desde los precios de las materias primas a la demanda interna, entonces esta política evita cualquier impacto en el tipo de cambio real.

La creación de un fondo anticíclico lo hemos puesto como alternativa a una política fiscal más ajustada porque, en principio, puede ser asimilado también a la explotación de los recursos naturales por parte de empresas privadas. En ese caso, son las empresas privadas las que estarían obligadas a dejar ahorros en el exterior en un fondo, con la posibilidad de consumir los fondos localmente sólo cuando la ley lo permita. Una alternativa para la explotación privada sería la posibilidad de establecer un tiempo mínimo de perma-

nencia de los fondos en el exterior, o para el caso de obligación de liquidación de exportaciones, como en el caso argentino hasta recientemente, un plazo mínimo para liquidarlas en el mercado de cambios, en lugar del plazo máximo que existe hasta el momento. Si las empresas privadas naturalmente dejan los fondos de la explotación en el exterior, como veremos puede ser el caso de las empresas privadas que extraen cobre en Chile, no se requeriría ningún andamiaje normativo para este fin.

En caso de explotación privada y de liquidación local de exportaciones, la imposición de impuestos a la exportación ("retenciones") también tendría un efecto que atemperaría el gasto interno y la apreciación cambiaria, siempre y cuando el Estado ahorre lo recaudado en un fondo anticíclico o de estabilización. Los impuestos a las exportaciones primarias que son gastadas internamente por el Estado pueden originar un efecto de enfermedad holandesa todavía mayor si éste tiene una propensión al consumo mayor a los exportadores privados, o si su gasto se orienta a sectores de mayor propensión al consumo (mayor efecto multiplicador del gasto).

Cuando la explotación de los recursos naturales está mayormente en manos del Estado, la creación de un fondo de estabilización tiene el mismo efecto que una política fiscal anticíclica, con la diferencia que su acumulación ya está normada por ley y no sigue una dinámica discrecional. La creación de una regla, sin embargo, puede efectivamente ser importante a la hora de brindar una coordinación en las expectativas de los agentes económicos.

- **Reglas vs. Discrecionalidad**

En efecto, la percepción sobre la sostenibilidad de las políticas es fundamental para su eficacia y su capacidad de influir en las decisiones de inversión. Por ejemplo, si tuviéramos que incorporar las expectativas en el modelo presentado en la sección anterior, la capacidad de la política fiscal para compensar el aumento en el gasto interno y, por tanto, afectar a la evolución del tipo de cambio real depende de manera crucial de si la política se percibe como temporal o permanente.

Una misma magnitud de un ajuste fiscal es probable que sea ineficaz para afectar a la inversión si se percibe como temporal, mientras que podría inducir cambios en el comportamiento de los inversores si se percibe como "permanente" (hasta el momento que dura el ciclo positivo). Si bien resulta complejo determinar si una reducción fiscal es temporal o permanente, la experiencia demuestra que un ajuste fiscal que se lleva a cabo a través de recortes en el gasto primario tiende a ser más sostenible que los que se basan en aumentos de los impuestos. Asimismo, como hemos señalado, la creación de un fondo de estabilización o de una regla fiscal permitirían reforzar la idea de reducción permanente, coordinando expectativas en contra de una apreciación cambiaria.

En particular, si los sectores de exportación no primarias (industriales) perciben que el arreglo fiscal es temporal, entonces es poco probable que lleven a cabo proyectos de inversión y que se sostenga el crecimiento. En este caso, la reducción temporal del gasto público podría ser útil para compensar los efectos iniciales del auge de los commodities, ya que reduciría la demanda agregada en el corto plazo y ayudaría a disminuir la magnitud de la apreciación real del tipo de cambio. Sin embargo, si esta política se percibe como temporal, es poco probable que sea eficaz para fomentar la inversión del sector transable industrial y el crecimiento.

La forma en que se diseña implementa y comunica la política económica es crucial para su éxito en el mediano plazo. Muchos de estos elementos son difíciles de cuantificar, pero los modelos del tipo de Barro-Gordon⁴⁰ que hacen hincapié en la consistencia Inter temporal y en el papel de las expectativas son relevantes para comprender los posibles efectos de las políticas implementadas.

En ese sentido, resumiendo, son tres las reglas que han servido para coordinar expectativas y que tuvieron un desempeño mejor que políticas discrecionales:

- *Fondos de estabilización (dominio público), con una cartera de inversión mayormente en el exterior, como en el caso chileno o noruego. Tam-*

bién pueden utilizarse los recursos para llevar a cabo una política de desendeudamiento.

- *Metas de resultado fiscal estructural*
- *Legislación sobre responsabilidad fiscal. Un complemento podría ser la posibilidad de generar "espacio fiscal" estableciendo precios (o producción) de commodities conservadores en la elaboración del presupuesto anual.*

ADMINISTRACIÓN DEL TIPO DE CAMBIO Y ESTERILIZACIÓN

Una posibilidad para enfrentar las presiones a la apreciación cambiaria en términos nominales es que el banco central intervenga en el mercado de cambios, comprando las divisas excedentes. De este modo, el régimen cambiario sería el de una paridad cuasi fija. Los asuntos de política monetaria tienden a ser más complejos bajo un régimen de tipo de cambio fijo, en virtud de que la oferta de dinero es endógena y depende de si hay un excedente o un déficit en la balanza de pagos, un tema que ha sido bien conocido desde los estudios sobre el enfoque monetario de la balanza de pagos y el modelo Mundell-Fleming.

Durante el auge de los productos básicos, el problema que los bancos centrales típicamente enfrentan es el de un gran aumento de la oferta monetaria y del crédito interno, los cuales generan inconvenientes para el control de la inflación. Para hacer frente a este problema, una de las alternativas es esterilizar el aumento de la oferta monetaria mediante la emisión de deuda interna a través del banco central (ya sea con títulos propios, como las Lebac/Leliqs, o con títulos del Tesoro). Esta estrategia puede funcionar por un tiempo, pero como implica un aumento de la deuda interna, las tasas de interés internas no caen (o incluso pueden incrementarse), la entrada de capitales continuará lo que hará necesaria una mayor esterilización y más presiones sobre las tasas de interés.

Este problema de política normalmente surge cuando el descubrimiento de recursos naturales, o el incre-

⁴⁰. Barro, R. & Gordon, D. (1983). Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy. Journal of monetary economics, 12(1), 101-121.

mento de los términos de intercambio, inducen una entrada de capitales al mejorar, como consecuencia del shock, las perspectivas de mediano y largo plazo. Al final, la estrategia de ampliar el stock de la deuda interna y el balance del banco central (tanto activo como pasivo suben con el aumento de las reservas internacionales y el stock de deuda del banco central) podría ser insostenible si la tasa de interés sobre la deuda interna (el pasivo) es más alta que la tasa de interés que se gana en las reservas internacionales (del activo), como es el caso típico.⁴¹ Por supuesto, la estrategia de esterilización será más (menos) eficaz si el shock sobre la extracción de los recursos naturales o sobre los términos de intercambio es transitorio (permanente).

Una manera de reducir la cantidad de esterilización es introducir alguna forma de control de capitales. Si bien esta opción es poco probable que funcione en el largo

plazo, ya que los inversores encuentran formas de eludirlos, podrían funcionar en el corto plazo. De cualquier manera, los países acuden a ellos ya que tienden a desanimar a algunos flujos de capital o al menos a retrasar algunos de los efectos de la entrada de capitales.

Otro aspecto que queremos remarcar es que, frente a un auge en la exportación de recursos naturales, una balanza comercial equilibrada no significa que no exista enfermedad holandesa.

Al contrario, es el boom en las exportaciones primarias el que está compensando un déficit en el resto de los sectores transables: si bien no hay una nueva apreciación cambiaria por el equilibrio en las cuenta externas, se evita que la moneda se deprecie al punto inicial para restablecer la rentabilidad de los sectores transables.

⁴¹. Véase Bofinger y Wollmershäuser (2003), "Manage Floating as a Monetary Policy Strategy", *Economics of Planning*, 36 (2), y Frenkel (2007), "The Sustainability of Sterilization Policy", *CEPAL Review* 97, para las condiciones necesarias para que la política de esterilización sea sostenible.

4

LOS 5 CASOS MÁS EMBLEMÁTICOS DE PAÍSES RICOS EN RECURSOS ENERGÉTICOS QUE HAN EXPERIMENTADO EL FENÓMENO DE “ENFERMEDAD HOLANDESA”

Los casos de Noruega, Chile, Bolivia, Australia y Nigeria

4.1 NORUEGA

Noruega siempre es considerada como un ejemplo a seguir en relación con su política energética. Desde mediados de los años 70, cuando la extracción seguía estando en manos extranjeras y todavía no se habían descubierto todos los yacimientos importantes del Mar del Norte, muchos países africanos ricos en recursos petroleros y gasíferos acudieron al país escandinavo para interiorizarse de su experiencia que ya era percibida como un marco de referencia.

Hoy en día predominan dos visiones respecto de la política noruega. Los especialistas en el sector destacan más la cuestión tecnológica: el hecho de que Noruega haya sido capaz de desarrollar una industria que domina en todos los frentes, incluyendo la producción petrolera en circunstancias difíciles en el Mar del Norte y su transporte a tierra. En la gente que se encuentra afuera de la industria domina la percepción de que Noruega haya podido encontrar petróleo y “no morir en el intento”, es decir, pudiendo seguir siendo un Estado de bienestar igualitario. Las

dos visiones son ciertas pero Noruega no ha estado exenta de problemas (entre los cuales se encuentra la “enfermedad holandesa”) y la dinámica del desarrollo petrolero no ha sido uniforme sino más bien fue testigo de cambios de visiones y estrategias.

El hecho de que muchos países en el sur hayan considerado a Noruega como un modelo a seguir, se debe sobre todo a que no tiene ninguna fuerte tradición imperialista, en contraste con los países que constituyen la base de las empresas petroleras multinacionales grandes como BP, Total, Exxon Mobil y Chevron. Sin embargo, debemos remarcar que la sociedad y la economía noruega a principios de los años 70 y la economía actual son muy diferentes. En la actualidad, las actividades petroleras constituyen, sin duda, la industria más importante de Noruega. La diversificación productiva (y exportadora) era mucho mayor en los años 70. Las exportaciones que no correspondían a commodities alcanzan en los últimos años un valor cercano al 5% el PIB, cuando

dicho valor era de aproximadamente 15% del PIB en los años anteriores al auge petrolero.

Es destacable que la experiencia petrolera noruega está llena de acontecimientos en los cuales individuos, grupos sociales y políticos han movilizad, han intervenido y, de esta manera, cambiado el curso del desarrollo económico. Y más allá de los problemas que mencionaremos, la historia petrolera noruega es una historia de éxitos sustentada en dicha intervención. Tantos aciertos como presumibles equivocaciones pueden servir de referencia para el análisis de lo que pueda ocurrir con Vaca Muerta.

Intentaremos resumir brevemente la historia de dicho desarrollo porque consideramos que puede ser útil a la hora de diseñar una estrategia para Argentina.

El comienzo tuvo una cuota de suerte: cuando se pudo comprobar el enorme campo de Ekofisk en el medio del Mar del Norte en otoño de 1969, no sólo Noruega ya tenía consolidada una democracia participativa con un sector industrial desarrollado, también la historia de conflictos entre empresas petroleras y naciones petroleras había decantado a favor de las últimas, especialmente luego del establecimiento de la OPEP en 1960.

En los años inmediatamente anteriores a dicho descubrimiento, la empresa petrolera norteamericana Phillips era la mayor interesada en las concesiones y operaba fuertemente en las oficinas públicas noruegas para tener el derecho exclusivo de extracción de las reservas en la plataforma continental noruega. En esta época, Noruega no tenía ni capital ni tecnología para explotar el Mar del Norte. La gran pregunta que se hacían era cómo iban a aprovechar los intereses extranjeros sin perder el control sobre el desarrollo. El objetivo de Noruega de alcanzar la autosuficiencia en el petróleo debe entenderse con una perspectiva de que, antes del hallazgo de Ekofisk, la importación de productos de petróleo había contribuido al creciente déficit de cuenta corriente en la balanza de pagos y una situación precaria en cuanto a obtención de divisas.

En primer lugar, Noruega se movió rápidamente para determinar sobre qué áreas el país tiene soberanía lo que motivó un extenso trabajo de elaborar marcos jurídicos, negociando con Dinamarca, Gran Bretaña y Rusia. Esto era de vital importancia para

las empresas petroleras extranjeras que deseaban instalarse en la región. En segundo lugar, con la gran cantidad de ríos en su suelo, Noruega ya tenía una vasta experiencia en la generación de energía a partir de centrales hidroeléctricas. La generación por parte de empresas privadas gatilló el llamado "derecho de reversión", a partir del cual toda extracción o explotación retornaría al Estado después de varios años. Cuando llegaron las empresas petroleras a Noruega en los años 60, la gran mayoría de la producción hidroeléctrica ya era de propiedad y administración pública. Es interesante ver que Noruega, entonces, tenía experiencia de interacción público-privada y de concesiones a partir de la generación hidroeléctrica; Dinamarca, que era dominada por la agricultura, no lo tenía.

A pesar del derecho de reversión, en una primera etapa se hicieron fuertes concesiones a las empresas extranjeras. Las regalías (un porcentaje del valor de producción que va al Estado) se redujeron de 12,5% a 10%; se eliminó la exigencia de que las empresas participantes crearan filiales noruegas, lo que benefició impositivamente (por la posibilidad de deducir impuestos) a las norteamericanas; y se hacía entender a las empresas extranjeras que el hecho de estar aliadas a un grupo noruego no fortalecería la solicitud de concesiones. Con todo, no se le puede atribuir, en esta etapa, la imagen de una política petrolera especialmente radical, fundamentalmente porque Noruega no tenía otra alternativa: competía con Gran Bretaña por la participación de empresas petroleras y también era importante asegurarse el acceso a divisas externas. En ese entorno se asignó la primera ronda de concesiones, el campo que después se iba a nombrar Ekofisk. La parte noruega de la primera asignación fue mínima y la empresa no tenía pericia petrolera independiente. Pero el campo terminó siendo tan fecundo que esa mínima participación significaría ganancias grandes, al tiempo que las regalías del 10% otorgó ingresos importantes al Estado.

Noruega, dicho esto, tuvo suerte: la mayor parte de las fuentes de petróleo de la plataforma continental (Statfjord, Gullfaks, Frigg, Snorre, etc) se encontró al norte del área anunciado en la primera ronda. Así, una lección podría ser la de no asignar demasiado terreno en la primera ronda.

Cuando fue demostrado que había más petróleo en el Mar del Norte y más oportunidades para Noruega, el clima político era distinto. Entre 1971 y 1973, pasaron cuatro gobiernos, y cada cambio representaba,

para decirlo coloquialmente, un paso hacia la izquierda, con movilizaciones estudiantiles, la imagen del 68 francés, y un perfil más nacionalista. La cuestión del petróleo iba a involucrar a capas más extensas de la sociedad, y no sólo en un grupo de funcionarios pequeño. En ese entorno, en 1972 se crea Statoil, una empresa 100% estatal. Pero pasarían varios años antes de que Statoil se volviera realmente operativa. El “equilibrio de fuerzas” con el resto de las empresas no fue para nada predeterminado en ese entonces, pero era evidente que la cuestión de la “renta petrolera” y su apropiación iba a ser un asunto inminente, especialmente en épocas de precios altos. Para ello, los funcionarios (entre ellos Arve Johnsen, director de Statoil y funcionario fuerte en la etapa anterior de promoción de inversiones extranjeras) consideraron que controlar la red de transporte era fundamental para asegurarse porciones más grandes de la renta. En ese sentido, luego de largas negociaciones y presiones de ambos lados, Statoil se quedó con el 50% de una nueva empresa destinada a construir los conductos estratégicos, luego de que la norteamericana Phillip cediera frente a la posibilidad de obtener rentas grandes en Ekofisk.

Statoil fue creada como una Sociedad Anónima estatal, lo cual la diferenciaba de todas las demás empresas petroleras estatales en los países de la OPEP en las cuales no existía una delimitación clara entre la administración estatal y la empresa estatal operativa. Statoil iba a tener una administración independiente, aunque en los años de transición hasta la generación de ingresos iba a pedir asignaciones elevadas. El director de Statoil era completamente consciente de que la empresa podría competir con las extranjeras únicamente haciéndose de un expertise en tecnología. En ese sentido, la empresa contó con el hecho de que el sistema educativo noruego se esforzaba para ajustarse a las necesidades de esta nueva industria.

En 1973, en la segunda asignación de concesiones, Statoil recibió el 50% en el bloque que más tarde resultó contener el yacimiento Statfjord. Esso, Shell, Conoco y Mobil recibieron participaciones que los dejaron insatisfechos. Así, la posición dominante de Statoil se mostraría crucial para la historia petrolera noruega. La fuerza de mediación de Noruega se basaba en la condición de que tenía una alternativa si se terminaban retirando las empresas extranjeras.

Además del objetivo de conseguir divisas y mejorar la situación de la balanza de pagos, Noruega tenía un objetivo de desarrollo y equidad. Con los nuevos descubrimientos de petróleo y la apropiación de una parte importante de la renta, el desarrollo del bienestar social, el medio ambiente, o perspectivas de igualdad de género (todas consignas utilizadas en las campañas a favor y en contra de la adhesión a la CEE) estaban ahora por convertirse en realidad, financiadas por la nueva fortuna petrolera.

Sin embargo, ellos mismos consideraron que un factor decisivo era el de controlar el ritmo de extracción: explícitamente establecieron que Noruega debía tener un “ritmo moderado de extracción de los recursos petroleros”⁴², a pesar de las fuertes presiones externas por acelerar dicho ritmo en el medio de la crisis del petróleo y apuntando a invertir los recursos monetarios resultantes en activos con rendimiento. La intención de la moderación, entre otros motivos, era el de impedir que Noruega se torne demasiado dependiente del petróleo.

La moderación en la producción no se cumplió, y los 90 millones de toneladas anuales quedaron chicos años más tarde. El gobierno noruego creó un Fondo de Petróleo (el Fondo de Pensiones del Gobierno) en el año 1990 para que, aun en caso de extracción acelerada, la renta se ahorrara para no recalentar la economía. Pero dicho fondo comenzó a ser significativo recién en los años 2000. En ese momento, Noruega ya había extraído petróleo por 30 años. A lo largo de la década del 70, los ingresos por la renta petrolera fueron destinados a asistencia social. En los 80 y 90, a mantener y mejorar esos servicios. Visto en retrospectiva, hoy Noruega es mucho más dependiente del petróleo que en los años 70 lo que la hace más frágil frente a un escenario en donde su mayor fuente de ingresos pueda escasear.

En los gráficos 17.a., 17.b. y 17.c. se ve la fuerte apreciación del tipo de cambio en la década del 70 como consecuencia de la escasa intervención en el mercado de cambios en el contexto de fuerte liquidación de exportaciones petroleras. A pesar de la apreciación cambiaria, la inflación de precios minoristas y de salarios aumentó significativamente en esa época como consecuencia de la inversión de la renta petrolera en

⁴². Libro Blanco N°25 (1973-74), El papel de las actividades petroleras en la sociedad noruega, presentado por el Ministerio de Finanzas en 1974.

manos del Estado en asignaciones sociales y en capital físico y educativo. Si bien la estrategia cambiaria se modificó al principio de la década del 80, eso no fue suficiente para mejorar sustancialmente la competitividad del sector industrial en un contexto de inercia inflacionaria. Las exportaciones que no son combustibles, metales o alimentos comenzaron un descenso paulatino en términos del PIB que se mantiene hasta la actualidad, donde un esquema de metas de inflación resulta exitoso para mantener la dinámica de precios en un nivel razonable pero colabora poco para evitar una nueva ronda de apreciación cambiaria.

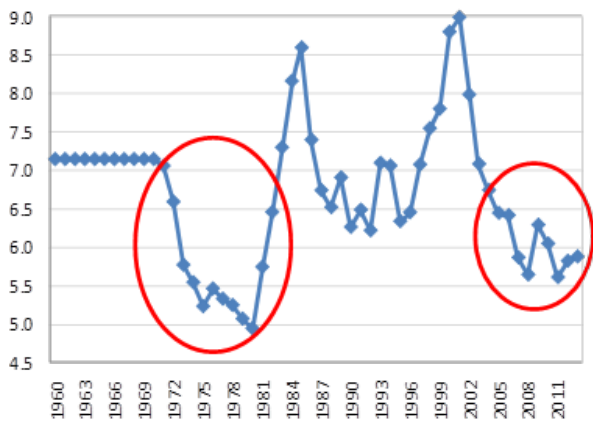


Gráfico 17.a Tipo de cambio contra el dólar.

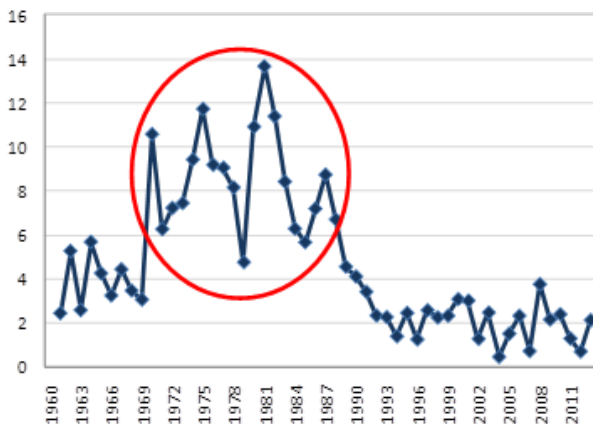


Gráfico 17b Inflación minoritaria.

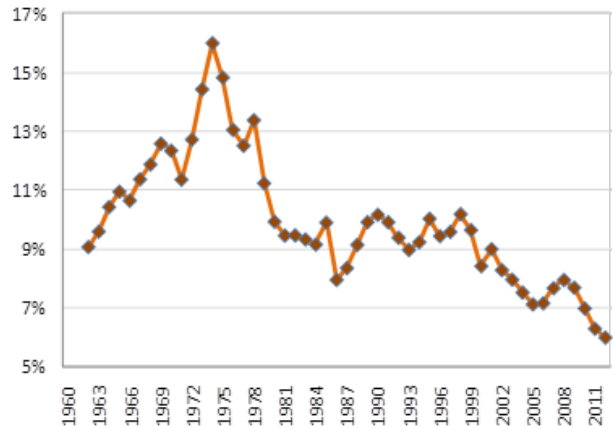


Gráfico 17c Exportaciones que no son commodities.

Según una nota reciente:

“A NORUEGA SE LE ACERCA UN FANTASMA QUE NUNCA PENSÓ QUE LLEGARÍA. EL BOOM ENERGÉTICO ESTÁ EN BAJA MUCHOS AÑOS ANTES DE LO PREVISTO Y COMIENZA A DEJAR EN EVIDENCIA UNA ECONOMÍA QUE NO ESTÁ PREPARADA PARA LA VIDA DESPUÉS DEL PETRÓLEO Y AMENAZANDO LA VIABILIDAD A LARGO PLAZO DEL MODELO DE BIENESTAR MÁS GENEROSO Y ADMIRADO DEL MUNDO. LAS ONEROSAS INVERSIONES EN ESA INDUSTRIA HAN EMPUJADO LOS SALARIOS Y LOS COSTOS A NIVELES INSOSTENIBLES NO SÓLO DENTRO DEL SECTOR DEL GAS Y DEL PETRÓLEO, SINO EN TODAS LAS RAMAS DE LA ECONOMÍA, Y SE HAN CONVERTIDO EN UN LASTRE PARA REALIZAR NUEVAS INVERSIONES ENERGÉTICAS. LAS EMPRESAS NORUEGAS QUE NO PERTENECEN AL SECTOR TIENEN DIFICULTADES PARA CARGAR CON EL MUERTO DE UNA ECONOMÍA QUE DURANTE POR LO MENOS UNA DÉCADA TUVO UN SOLO CARRIL”.⁴³

ASÍ, EL CASO NORUEGO, A PESAR DE SER EXITOSO EN VARIOS ASPECTOS, MUESTRA MUY CLARAMENTE LA SITUACIÓN EN LA QUE, AUN INVIRTIENDO EL “CAPITAL NATURAL” QUE IMPLICA LA EXTRACCIÓN DE HIDROCARBUROS EN CAPITAL SOCIAL, HUMANO O FÍSICO, LA ENFERMEDAD HOLANDESA RESULTANTE NO DEJA DE SER OTRO ASPECTO (SI BIEN, EN ESTE CASO, LEVE) DE UNA MALDICIÓN DE LOS RECURSOS NATURALES. LA ALTERNATIVA DE UN MAYOR AHORRO DE DICHA RENTA PODRÍA HABER DEJADO A NORUEGA MEJOR POSICIONADA PARA LAS DÉCADAS SIGUIENTES.

⁴³. La Nación 9 de mayo de 2014, ¿El fin de un modelo? El boom del petróleo termina y amenaza al admirado bienestar noruego.

4.2 CHILE

Hasta mediados de la década del 60, la explotación y comercialización del cobre en Chile fue llevada a cabo por empresas extranjeras, con una mayor regulación y presión impositiva por parte del Estado desde mediados de la década del 50. En 1966, se desarrolló la denominada "chilenización del cobre", a partir de una ley que permitió la adquisición por parte del Estado de un porcentaje de acciones de las grandes compañías mineras (Braden Copper, Anaconda y Cerro Corporation). En 1969 se llegó a comprar el 51% de las acciones de las mismas, lo que se llamó "nacionalización pactada". En 1971, la presidencia de Salvador Allende dictaminó la nacionalización total de la gran minería del cobre en Chile. A las empresas mineras se les pagaría una indemnización, pero como a eso se les restaba las "utilidades excesivas" (por encima de un 10% anual que se consideraba razonable) que habían tenido desde el año 1955, algunas empresas como Anaconda y Kennecott no recibieron ningún pago e incluso quedaron con deudas elevadas para con el Estado chileno. Más tarde, todas esas empresas quedarían nucleadas en Codelco, una empresa estatal que había sido creada en 1967.

Con el gobierno de facto de Pinochet en 1973, comenzó una gradual apertura al capital extranjero. Durante este gobierno, en 1981 se aprobó la ley 18097 "Orgánica Constitucional de Concesiones Mineras", mediante la cual los yacimientos de minerales pasaron a ser "Concesiones Plenas", lo que implicó que los recursos naturales pasaron a ser propiedad del que obtuviera la concesión para explotarlos, hasta el momento en que se agotara el yacimiento. Los defensores de esta ley señalaban que esta medida se tomó teniendo en cuenta que el Estado de Chile y Codelco no disponían de los recursos financieros, tecnológicos y personal capacitado para explotar los yacimientos, por lo que una forma de poder iniciar la explotación de los grandes yacimientos era entregándolos en concesión. Esto originó fuertes debates incluso dentro del gobierno militar, dado que existía un ala más nacionalista que pretendía para el Estado la totalidad de la renta del mineral. Al mismo tiempo, existían presiones para privatizar Codelco, presiones que fueron atenuándose una vez que se dispuso que el 10% de las ventas anuales se destinara a las fuerzas armadas para la adquisición de armamento. El estímulo a la inversión privada continuó con los sucesivos gobiernos democráticos.

Debido a las facilidades entregadas al capital privado, la inversión extranjera en Chile se disparó a partir de los años 90, junto con la producción del mineral. Si en 1973

el 94% de la producción cuprífera estaba en manos del estado, para 2007 ese porcentaje se reducía a 31%. Entre la década de 1990 y la primera década del siglo XXI, la inversión privada en el cobre alcanzó alrededor de los 19.000 millones de dólares. Con el aumento de los precios del cobre a partir de la segunda mitad de la década de 2000, la fuerte inversión fue acompañada de fuertes ganancias, del orden de 15.000 millones de dólares anuales en el sector privado.

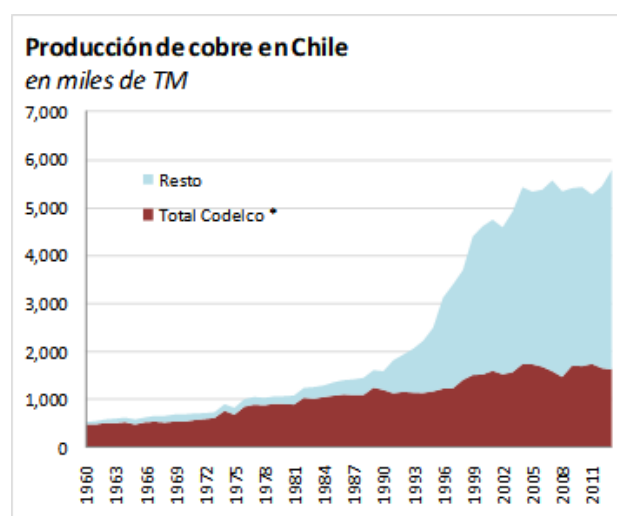


Gráfico 18.a Producción de cobre en Chile.

Durante los gobiernos de Ricardo Lagos Escobar y Sebastián Piñera se discutieron en el Congreso proyectos de "Royalty" que afectarían a las mineras privadas, para así aumentar la recaudación del fisco por concepto de extracción del mineral. Sin embargo, estas modificaciones han sido marginales tomando en consideración las altas utilidades captadas por las empresas extranjeras, mientras que otros actores, sobre todo los ligados a los sectores productivos, lo han considerado excesivo y un problema para la competitividad del país.

El caso chileno difiere en gran medida del caso noruego. En primer lugar, los recursos extraordinarios de Noruega fueron mucho más elevados que en el caso chileno, el cual se originó en mayores extracciones y en mayores precios del cobre, esto último fundamentalmente a partir de mediados de los años 2000. Al mismo tiempo, en la actualidad el grueso de la producción del cobre está en manos extranjeras y presumiblemente sus ganancias quedan retenidas en el exterior, al no haber una obligación por liquidar las exportaciones fronteras adentro. En ese sentido, el "efecto gasto"

que estas exportaciones generarían, provocando una apreciación del tipo de cambio o un incremento de la inflación, resulta notablemente atenuado. La retención de ganancias en el exterior por parte de las empresas extranjeras curiosamente funcionaría como un Fondo de Estabilización con inversiones en el exterior, con la diferencia de que una eventual repatriación, en caso de ser necesaria en momentos recesivos, podría resultar más difícil que en caso de que la renta esté en manos del sector público.

En segundo lugar, Chile tuvo una conducta fiscal mucho más severa que la de Noruega, incluso a pesar de que su Fondo de Compensación del Cobre tuvo una dinámica más moderada que la del noruego a partir del año 2000. Se podría argumentar que Chile cambió estado de bienestar por menor enfermedad holandesa y mayor solvencia macroeconómica, al menos hasta mediados de los años 2000. A partir de 1987 se creó el Fondo del Cobre y en 2001 una regla de política fiscal. Ambos mecanismos han buscado definir la política fiscal de acuerdo a criterios que le den sustentabilidad de largo plazo.

El Fondo se estableció en 1987 después de una crisis a principios de esa década. Era una antigua idea que nunca se había implementado formalmente. La justificación para un fondo de estabilización es que el precio del cobre es muy fluctuante y los ingresos fiscales por utilidades de Codelco (la empresa estatal que produce y exporta el cobre) representan cerca del 5% de los ingresos corrientes del gobierno y una proporción mayoritaria de sus ingresos en moneda extranjera.

El sistema opera básicamente de la siguiente forma:

- a. *Se fija un precio de referencia anticipadamente para cada año —esto se hace anualmente teniendo en cuenta lo que se consideran las tendencias de mediano plazo o el precio más permanente—. A partir de 2001 y a fin de darle independencia de las autoridades se estableció un comité de expertos que año a año recomienda el precio de tendencia a utilizar para el Fondo.*
- b. *Si el precio en el año se eleva por sobre la referencia hasta en cuatro centavos de dólar, esos fondos son de libre disponibilidad fiscal. Por los*

siguientes 6 centavos debe ahorrarse el 50% de los mayores ingresos. Por encima de 10 centavos del precio de referencia, esos recursos se ahorran y se integran completamente al Fondo del Cobre.

- c. *Cuando el precio se sitúa por abajo del nivel de referencia, se actúa en forma simétrica. Por los primeros 4 centavos no hay derecho a acceder al Fondo, por los siguientes 6 centavos se puede girar hasta el 50% de los menores ingresos desde el Fondo y cuando excede los 10 centavos el fisco puede compensar enteramente los menores ingresos con giros del Fondo.*

Los cálculos se hacen trimestralmente tomando en cuenta las ventas efectivas de Codelco y los precios efectivos de exportación. Los fondos se mantienen en una cuenta del fisco con el Banco Central, a quien se le tiene encomendada la inversión financiera de estos recursos.

En cuanto al uso de los fondos existió siempre bastante flexibilidad. El temor al retorno de la democracia y a la temida irresponsabilidad fiscal llevó al gobierno militar a desembolsar todos los recursos a fines del 89 destinándolos al pago de deuda pública. En 1990, a raíz de la crisis del golfo y la fuerte alza del precio del petróleo, se usó parte del Fondo de estabilización para crear un fondo estabilizador de precios y gastos en petróleo, pero con la obligación de reintegrar los fondos cuando bajaran los precios internacionales del petróleo.

En líneas generales, entonces, el Fondo funciona sólo como complemento de una estrategia fiscal que colabora para enfrentar posibles efectos de enfermedad holandesa. El saldo del fondo nunca superó los 2.000 millones de dólares, sustancialmente inferior a los 600.000 millones de dólares del fondo noruego.

Por otro lado, la estructura industrial de Chile reside en un puñado de nichos que bien puede compensarse fiscalmente en caso de apreciación de tipo de cambio que afecte su competitividad. Noruega tenía un sector industrial importante antes de las exportaciones de hidrocarburos con lo cual tenía más que perder si contraía la enfermedad. En ese sentido, por la cantidad de personal empleado en el sector industrial y por la participación de la industria en el PIB, el caso argentino se

asemejaría más, por sus condiciones iniciales y dejando de lado aspectos relacionados con la productividad, al caso noruego que al caso chileno.

En síntesis, Chile pudo enfrentar bien la amenaza de la enfermedad holandesa en la década del 90. En el marco de un programa desinflacionario diseñado por el gobierno de la Concertación, la mayor producción de cobre y el incremento de las cantidades exportadas fueron de la mano de una mayor conducta fiscal. El tipo de cambio, lejos de apreciarse, acompañó el crecimiento de la economía con un deslizamiento hacia arriba, y las exportaciones no tradicionales ganaron participación en el PIB. Así y todo, Chile no pudo evitar una apreciación cambiaria. Aun manteniendo la inflación a raya, la pérdida de competitividad en los sectores no metalíferos generó que la participación de sus exportaciones en el PIB chileno retroceda a niveles cercanos al 5,5%,

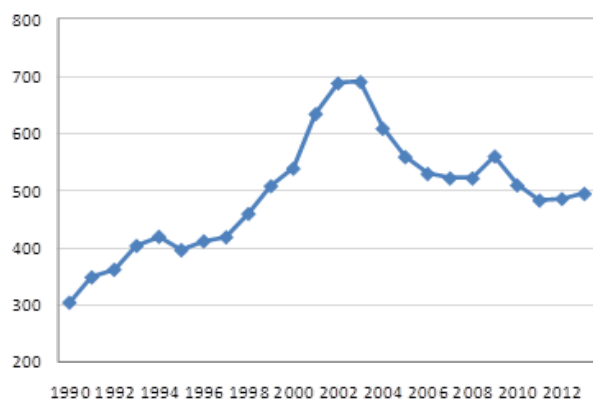


Gráfico 18.b Tipo de cambio nominal contra el dólar.

4.3 BOLIVIA

La disputa por la renta gasífera fue particularmente trágica en Bolivia, luego de que se descubrieran reservas de gas natural en el departamento de Tarija a mediados de la década del 90, que son catalogadas como el segundo yacimiento más grande de Latinoamérica. La intención del gobierno de aquel entonces de exportar gas a bajo costo originó movilizaciones sociales que fueron reprimidas por las fuerzas armadas. La "guerra del gas" culminó con la renuncia de Sánchez de Lozada en el año 2003, pero las protestas

cuando la misma había llegado a alcanzar casi 8% del PIB a comienzos del siglo.

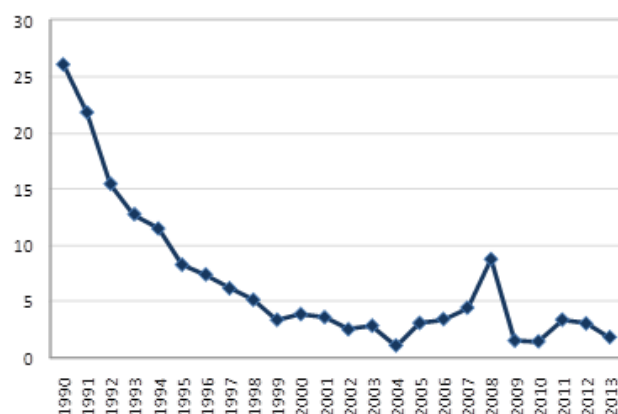


Gráfico 18.c Inflación minorista

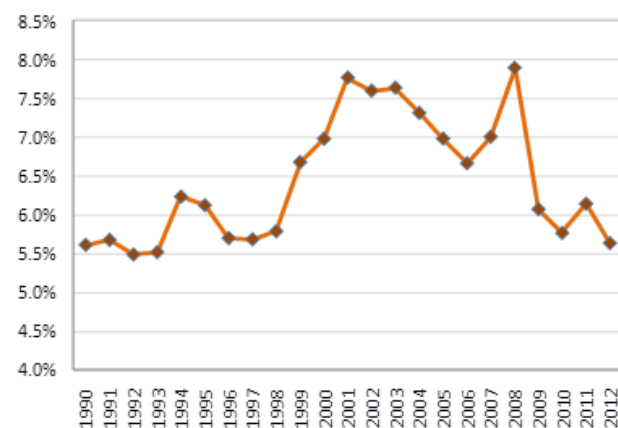


Gráfico 18.d Exportaciones que no son commodities

por la estatización, por un lado, y las presiones de las empresas transnacionales, por el otro, continuaron. Con Evo Morales en el poder se estatiza la industria gasífera en el año 2006 y se incrementan los ingresos por la explotación del gas. El Estado pasa a ganar del 51% aprobado en el Referendo de 2004 en el gobierno de Carlos Mesa al 82% del negocio del gas. Ese porcentaje duró sólo seis meses; luego se firmaron nuevos contratos que dejaron al Estado una renta cercana al 60% (en promedio, según los campos).

En la actualidad, Bolivia es uno de los principales exportadores de hidrocarburos en la región, lo que brinda fuertes ingresos públicos al Estado. Los ingresos tributarios por hidrocarburos tienen la mayor participación dentro los ingresos públicos totales alcanzando a 20% del PIB.

Las exportaciones de gas han contribuido al notable cambio en el saldo en la cuenta corriente de la balanza de pagos, que pasó de un déficit del 5% del PIB en 2000 a un superávit histórico de 12% en 2007, así como al incremento de las reservas internacionales (RI). Esto redujo la vulnerabilidad del país a los shocks externos, pero al mismo tiempo, ha generado efectos en el mercado de divisas que impuso desafíos para la autoridad monetaria.

En efecto, Bolivia se ha visto beneficiada por la exportación de gas natural, pero la contracara fue la generación de desafíos en cuanto a la administración de los ingresos generados para no padecer la enfermedad holandesa. Como vemos en los gráficos

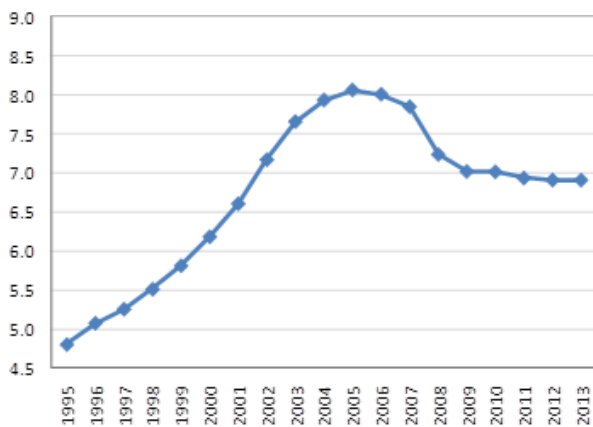


Gráfico 19.a Tipo de cambio nominal contra el dólar.

19^a, 19b y 19c, desde el año 2005 efectivamente Bolivia sufrió la combinación de una apreciación en el tipo de cambio nominal y un incremento en la tasa de inflación. La pérdida de competitividad resultante afectaría el desempeño del sector industrial no tradicional, según se aprecia en el nivel de exportaciones que no son commodities.

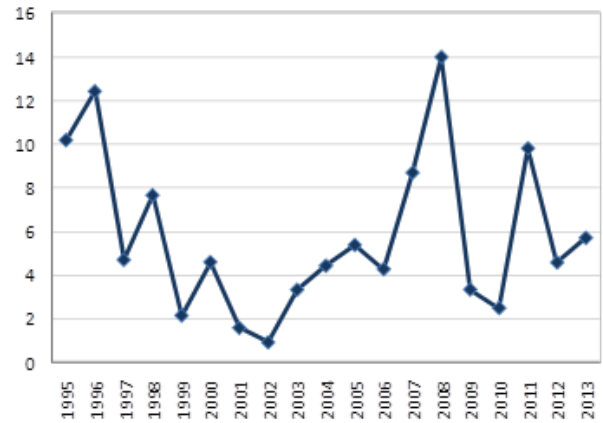


Gráfico 19.b Inflación minorista.

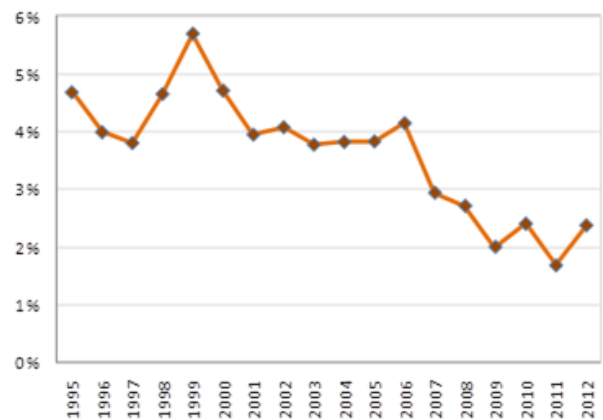


Gráfico 19.c Exportaciones que no son commodities.

4.4 AUSTRALIA

La inversión agregada crece en los últimos años, pero sólo debido a la inversión en las industrias extractivas; la inversión en los demás sectores se estancó o

se redujo en los últimos años. El sector privado en Australia se ha mostrado muy poco interesado en tomar riesgos e invertir fuera del sector extractivo.

Acá está justamente el problema que enfrenta la economía australiana, cómo fomentar la inversión en los sectores no extractivos.

La cuestión para Australia es realizar una transición del boom de inversión en industrias extractivas que se vio en los últimos años a un crecimiento más balanceado. (66% de las exportaciones australianas son minerales y energía).

Y para eso se necesita fomentar la inversión en los demás sectores de la economía, muy relegados en los últimos años en un contexto de sobre apreciación del tipo de cambio.

Australia - Tipo de cambio nominal contra el dólar

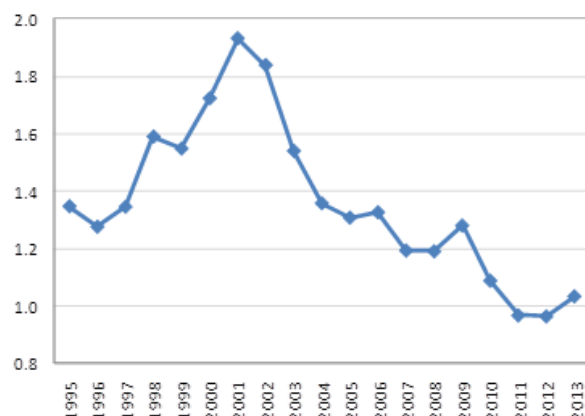


Gráfico 20.a. Tipo de cambio nominal contra el dólar.

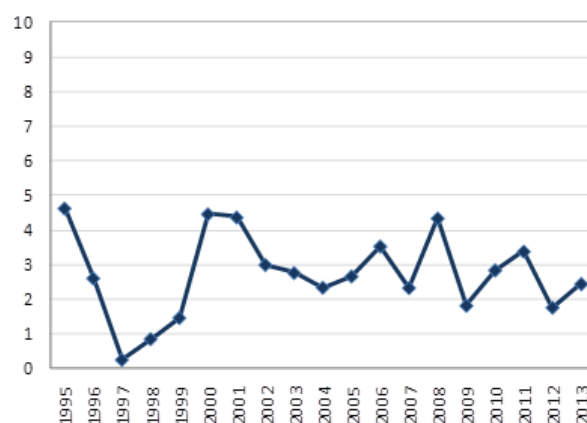


Gráfico 20.b Inflación minorista.

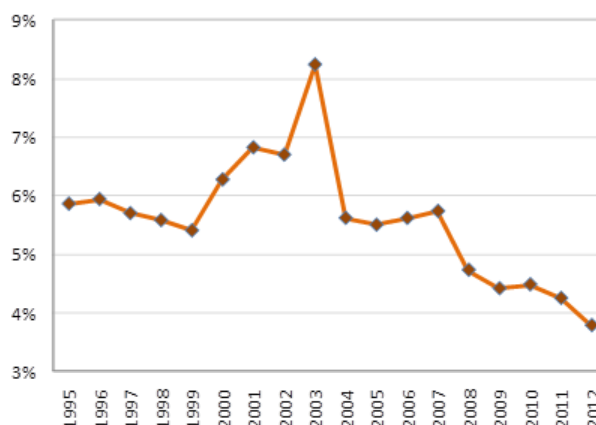


Gráfico 20.c Exportaciones que no son commodities.

4.5 NIGERIA

La explotación de petróleo en Nigeria comenzó con el primer descubrimiento en el delta del río Níger, a mediados de 1956. La primera exportación ocurrió dos años después, en 1958. Sin embargo, fue en la década del 70 donde Nigeria experimentó un verdadero boom petrolero. Antes de la euforia, la agricultura era la principal actividad en la economía nigeriana, la cual computaba un 50% del PIB y más del 70% de la mano de obra empleada. Era el mayor exportador de maní del mundo, el segundo mayor exportador de cacao, y un importante exportador

de caucho, algodón, cueros y pieles. Gradualmente, se iba agregando valor a estas materias primas. Para fines del siglo XX, las exportaciones agrícolas ya habían caído hasta casi desaparecer. *¿La enfermedad holandesa había sido la culpable?*

El caso nigeriano es interesante en al menos dos aspectos. En primer lugar, resalta el hecho de que el sector más afectado por la irrupción del petróleo no fue el sector industrial sino el agropecuario. La literatura

siempre enfatiza al sector industrial como el destinatario de la afección debido a que es ese sector el que posee ciertas particularidades a la vez vulnerable y al mismo tiempo crucial para el desarrollo de una nación: es el sector donde, en principio, se puede aplicar mayor tecnología, en donde los procesos de aprendizaje son más intensivos, en donde se pueden aplicar más innovación para el diseño de nuevos productos, etc. Se asume en general que el sector industrial tiene "algo de especial", sobre todo aquel destinado a competir en mercados externos. Lo cierto es que Nigeria nunca tuvo un sector industrial importante: las exportaciones que no son alimentos, metales o combustibles nunca superaron el 1% del PIB desde los años previos al boom petrolero en la década del 70 hasta fines de los años 90. Pero las exportaciones de alimentos, como ya comentamos, sí se vieron notablemente afectadas en ese período. Entonces, en este caso la enfermedad afectó a un sector que, aun sin ser el industrial, era pujante y determinante para la economía. La enfermedad puede afectar, por lo tanto, a otros sectores primarios.

¿Puede haber alguna enseñanza para Argentina en ese aspecto? Asumiendo que en nuestro país puedan darse las condiciones para una explotación agresiva en Vaca Muerta, aun si no se implementaran medidas correctivas para evitar la apreciación cambiaria y/o un mayor nivel de inflación, podría ser factible que muchos otros productos agrícolas o ganaderos sí puedan verse afectados hasta hacerlos desaparecer en un escenario así (presumiblemente, trigo, frutas frescas, frutas secas, carnes, leche, y muchos otros típicos de economías regionales), de modo que la producción agropecuaria estará mucho menos diversificada y nuestra economía se hará mucho más frágil. Por otro lado, en la actualidad ya no es tan cierto que el sector industrial pueda arrogarse ser el único propietario de estas virtudes para el desarrollo futuro de toda economía. En concreto, tanto en el sector servicios como en los sectores agropecuarios la incorporación de tecnología y las mejoras en los procesos de producción y comercialización son tan importantes como en el sector industrial. De hecho, las líneas divisorias entre los sectores ya no son tan claras, de modo que el objetivo sería no desproteger de manera notoria a ningún sector que sea permeable a incrementos significativos en la productividad e innovación, y a la posibilidad de vender productos en el exterior.

En segundo lugar, el caso de Nigeria difiere de los demás en el sentido que no siguió el patrón clásico de exportación del recurso natural y posterior apreciación nominal del tipo de cambio que le resta competitividad al resto de los sectores. En ese período la paridad cambiaria se mantuvo fija o subió. La inflación sí fue de moderada a alta pero no está claro que eso pueda adjudicarse exclusivamente al consumo o inversión interna de los propietarios de los yacimientos; es posible que el incremento en las tasas de inflación haya surgido de una matriz de política económica inadecuada. Es por eso que muchos estudios que analizaron la presencia de enfermedad holandesa en Nigeria hayan arrojado resultados negativos⁴⁴. Más allá de la fuerte apreciación cambiaria real de mediados de los 80, que efectivamente fue muy fuerte, no hubo en los últimos 25 años episodios significativos de apreciación real o nominal. Por ello, algunos estudios han modificado el "mecanismo de transmisión" por el cual el boom petrolero afectó efectivamente a la economía nigeriana. El foco en la corrupción, el uso de la renta petrolera como herramienta para incrementar el poder, para el reciclaje en las funciones, para supresión de detractores, la casi nula calidad institucional, el descontento interno o los conflictos sociales, fueron otros elementos utilizados para determinar que sí hubo enfermedad, que afectó a la economía y a su dinámica de largo plazo, pero cuya transmisión se dio a través de otros canales, tal vez independientes, que los habituales.

En ese sentido, el caso nigeriano sería prácticamente opuesto al noruego. En el país nórdico, la renta petrolera se destinó mayormente, más allá de los fondos ahorrados en el exterior sobre todo en los últimos años, a la inversión en capital humano y físico y, más ampliamente, en el desarrollo de un estado de bienestar. Vimos que esa es una manera de transformar la maldición de los recursos naturales en una bendición, pero más allá de este comportamiento apoteósico, remarkamos también que el escaso ahorro originó una apreciación real del tipo de cambio que afectó a otros sectores: la enfermedad holandesa resultante también puede ser vista como parte de una maldición.

En Nigeria, la renta petrolera gatilló comportamientos viles en distintos agentes de la sociedad que

⁴⁴. En algunos de esos resultados también influyó el hecho que analizaran sólo el sector industrial, que era casi inexistente antes del boom petrolero.

afectaron sobremanera el desarrollo económico y la inversión en necesidades básicas para su población (todavía gran parte de la población no tiene agua potable, la infraestructura en general es lamentable, y el PIB per cápita es el mismo que hace 50 años). Pero pareciera que el canal por el cual ese deterioro se manifestó no fue, como en el caso noruego, a través de una apreciación persistente del tipo de cambio (si bien no habría que descartar que la fuerte apreciación de mediados de los 80 haya sido suficiente para realizar los efectos nocivos sobre la economía) sino especialmente sobre el comportamiento de la renta petrolera sobre una estructura de corrupción y de escasa institucionalidad.

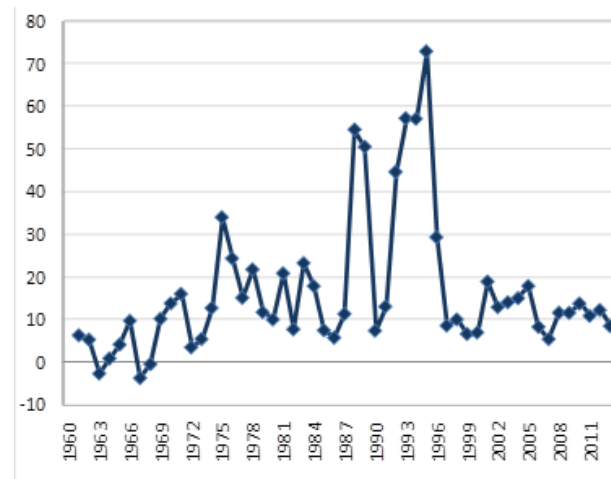


Gráfico 21.b Inflación minorista

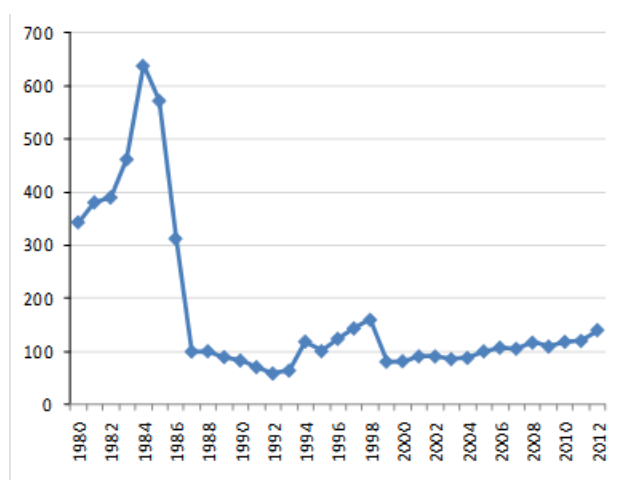


Gráfico 21.a Tipo de cambio real en Nigeria – 2005=100

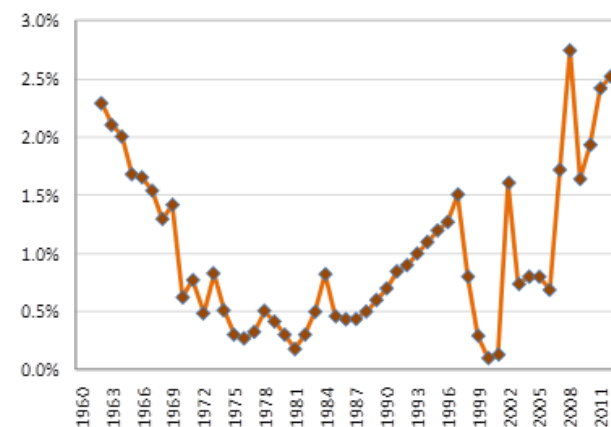


Gráfico 21.c Exportaciones que no son commodities – como % del PIB.

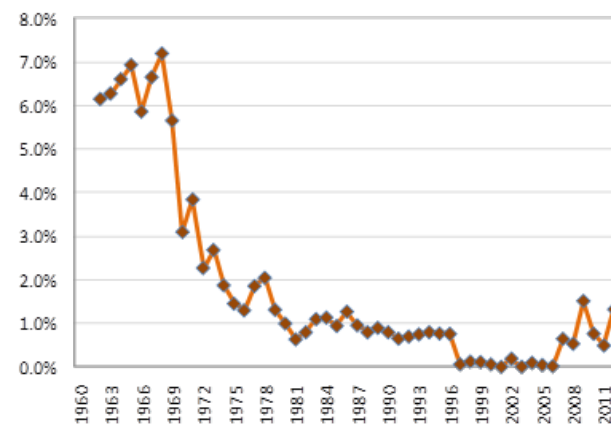


Gráfico 21.d Exportaciones de alimentos – como % del PIB.

4.6 CONCLUSIONES

Hemos visto que la explotación de grandes recursos naturales puede, eventualmente, ser muy disruptiva para una nación, en el sentido de afectar diversos sectores que podrían tener un potencial de desarrollo que estimule el crecimiento económico.

Que dichos recursos naturales terminen siendo una maldición o una bendición depende crucialmente de las instituciones, es decir, de los arreglos entre los distintos agentes sobre cómo manejar esos recursos en el presente con miras al bien colectivo. Esto de por sí, si bien fácil de decir, resulta de una complejidad notoria. Más aun, incluso manejando los recursos de manera sensata, destinándolos al incremento del capital físico y humano, los efectos de la enfermedad holandesa pueden realmente afectar ese bien común.

El caso de Noruega es ejemplificador: aun con todos los beneficios alcanzados con la explotación sensata de la renta petrolera, con mejoras en el bienestar social y en el desarrollo humano, no está claro en qué situación terminará cuando dichos recursos escaseen. Las exportaciones industriales han caído en términos del PIB y no hay sectores a la vista que puedan cubrir la falencia que implicaría la reducción de producción petrolera.

Todavía faltan varios escalones para que Vaca Muerta se transforme efectivamente en una región de producción hidrocarburífera inaudita a partir de métodos no convencionales de extracción, y no hemos analizado en este estudio cuáles son las condiciones necesarias o la ecuación de costo-beneficio para que ello ocurra.

Pero si los mejores pronósticos se materializaran, eso sin dudas implicará un gran desafío para la política económica. En la actualidad, estamos relativamente acostumbrados a la escasez de reservas. Dejando de lado las presiones sobre el uso de una eventual renta gasífera elevada, una esterilización de estos recursos excedentes podría no ser demasiado problemática en el presente. Pero si el panorama cambia y las expectativas favorables que las exportaciones de gas generan se traducen a la vez en entradas de capitales, activos y pasivos del banco central crecerán desproporcionadamente y la esterilización tendría límites más estrechos, dado que el costo cuasi fiscal (en esencia, intereses pagados por Lebacks/Leliqs menos intereses cobrados por las reservas) será diferente. Sin dudas, la administración de la abundancia será mucho más complicada que en el pasado.

Como hemos señalado, además, la “enfermedad holandesa” podría emerger incluso antes de cualquier exportación, en el momento en que se pone en marcha un fuerte gasto en infraestructura en los comienzos del desarrollo del proyecto. Un elevado gasto en construcción podría ser sin dudas saludable en un ambiente recesivo, pero complejo de administrar con una actividad económica pujante e inflación desanclada. Si este tipo de inversiones necesitara cierta esterilización en el mercado monetario, se estaría produciendo una especie de “crowding out privado”: para evitar presiones inflacionarias la inversión asociada a Vaca Muerta significará tasas de interés más altas que podrían afectar la inversión en otros sectores. En ese sentido, como hemos dicho, una política fiscal anticíclica luce más adecuada, pero sabemos que no siempre es fácil de implementar (incluso se podría dar un crowding out a la inversa, con gasto privado que requiere reducir gastos públicos necesarios para evitar presiones inflacionarias). El momento del ciclo económico es, entonces, relevante.

5

PROPUESTA DE CREACIÓN Y DISEÑO

A) Fondo público de inversiones para la estructuración del financiamiento de obras de infraestructura

B) Escrow account para la administración de la renta petrolera que permita redistribuir eficientemente entre los diversos sectores de la economía, los beneficios de la exportación de la riqueza energética

5.1 INTRODUCCIÓN

En particular, en esta sección se pone énfasis en la creación de un Fondo de Inversión Público para la Infraestructura (FIPA), tendiente a invertir recursos específicos en dicho campo, que permitan en el futuro generar mayor nivel de empleo formal, un desarrollo económico sustentable e incrementar la recaudación impositiva. Los inversores privados, locales e internacionales, podrían suscribir títulos de deuda fiduciaria que emitiera dicho fondo así como participaciones de diversa naturaleza financiera.

Como hemos mencionado precedentemente, resulta indudable que la inversión en obras de infraestructura aparece como un elemento basilar para la producción, el empleo y el desarrollo sustentable, tanto desde el punto de vista económico como social; no sólo por su contribución directa en la actividad general sino por el efecto multiplicador sobre otros sectores de la industria, el comercio y los servicios financieros.

En este sentido resulta necesario promover la expansión de las inversiones en obras de infraestructura en todo el territorio nacional a través de un esquema integral de participación del sector público y privado, local e internacional, que permita extender las capacidades potenciales de crecimiento de largo plazo.

Asimismo, se requiere la coordinación de los distintos sectores de la economía y la producción a los fines de permitir la obtención de una mejora sustancial, en términos de eficiencia y razonabilidad administrativa, optimizando la utilización de los recursos disponibles tanto a nivel local como internacional para ser aplicados en las obras proyectadas.

De este modo, proponemos aquí el diseño de la ingeniería financiera específica de un Programa de Financiamiento para la consecución de obras públicas, razón por lo cual entendemos que la propuesta de creación del Fondo de Inversión Público para la

Infraestructura (FIPA) podría resultar acorde con el objetivo propuesto.

Las características del FIPA así como la descripción de sus funciones principales y el circuito operativo de funcionamiento para la estructura de financiamiento,

se detallarán en los apartados siguientes. Asimismo, se explicitarán los factores innovadores e incentivos necesarios de la propuesta de financiamiento de las obras, las cuales creemos se encuentran en línea con el diseño de las políticas económicas y monetarias vigentes en el país, así como las últimas modificaciones normativas introducidas en el plano nacional.

5.2 FONDO DE INVERSIÓN PÚBLICO PARA LA INFRAESTRUCTURA (FIPA)

MISIÓN DEL FIPA

La misión principal del FIPA será promover el desarrollo de las inversiones en infraestructura dentro de la República Argentina, estructurando el financiamiento requerido para concretar los proyectos, contribuyendo de este modo a la generación de empleo, crecimiento económico sustentable y desarrollo social.

ÁMBITO

La CAC prevé un significativo plan de obras de infraestructura para el periodo 2020-2029, lo que indefectiblemente requerirá diseñar, coordinar y canalizar recursos de distintas fuentes de financiamiento alternativos para poder enfrentar los compromisos que supone.

Por ello, creemos que el Ministerio del Interior, Obras Públicas y Vivienda es el ámbito adecuado para centralizar la concreción del plan de obras, tanto en su rol de planificación y ejecución de los proyectos así como en aquellos aspectos relacionados netamente con el diseño y estructuración del financiamiento más óptimo a lo largo del periodo, función que estimamos será ejecutado con mayor eficiencia a partir de la creación de un órgano especializado y dedicado a dicha tarea.

FUNCIONES DEL FIPA

El FIPA cumplirá dos tipos de funciones claramente diferenciadas. Por un lado tendrá funciones de es-

tructuración del financiamiento y adicionalmente funciones de ejecución.

FUNCIONES DE ESTRUCTURACIÓN DE FINANCIAMIENTO

Diseñar la mejor ingeniería financiera a aplicarse dado las características de la obra pública a desarrollarse

El FIPA participará en el desarrollo e instrumentación de distintos esquemas de estructuración financiera, permitiendo generar instrumentos que sirvan para canalizar los recursos en forma eficiente.

- **Articular los recursos disponibles en los distintos sectores económicos, tanto a nivel local como internacional**

El FIPA deberá determinar las fuentes de fondeo disponibles, su costo y magnitud para proceder a completar el diseño de la estructura de financiamiento óptima.

- **Seleccionar los Desarrollistas y Bancos que financian las obras**

El FIPA identificará por un lado a los desarrollistas o grupo de constructores que califiquen para la ejecución de los proyectos establecidos, y los seleccionará de acuerdo a parámetros preestablecidos de capacidad, solvencia, trayectoria, etc. Por otro lado, seleccionará un grupo de

entidades financieras, tanto públicas como privadas, que dispongan de las características necesarias para canalizar las inversiones hacia los desarrollistas.

FUNCIONES DE EJECUCIÓN

- **Proponer los mecanismos de incentivo pertinentes**

El FIPA podrá determinar diferentes mecanismos en la creación y otorgamiento de incentivos para impulsar la concreción de las obras de infraestructura. En este sentido, los instrumentos podrán reflejarse en incentivos fiscales, financieros, económicos y/o laborales con el objeto de orientar el financiamiento de las obras a sectores productivos y regiones estratégicos específicos.

- **Efectuar el seguimiento y coordinación de las políticas de inversión**

El FIPA dispondrá de mecanismos para efectuar un seguimiento periódico del estado de avance de cada una de las obras de infraestructura, verificando los desvíos que pudieran ocurrir en materia de fondeo y atender las necesidades de financiamiento en forma coordinada con las políticas de inversiones establecidas.

- **Mapear el riesgo de inversión en infraestructura que enfrenta el sector privado, considerando las evaluaciones de inversión y los precios.**

- **Recopilar datos de infraestructura, que incluya datos cuantitativos sobre los flujos de efectivo históricos y el rendimiento de los proyectos.**

SOLIDEZ ORGÁNICA DEL FIPA

Se propone que el "FIPA" sea creado por Ley Nacional, en el ámbito del Ministerio del Interior, Obras Públicas y Vivienda, como un ente autárquico con personería jurídica propia y con capacidad de actuar en el ámbito del derecho público y privado; patrimonio propio y autarquía financiera, donde el Estado nacional tenga el control mayoritario del patrimonio o de la formación de las decisiones.

La concepción de estas características propias del FIPA generan variadas externalidades positivas, a saber:

- Asegura un marco de previsibilidad de largo plazo a los inversores locales e internacionales que participarán en las distintas estructuras de financiamiento que se diseñarán;*
- Asegura la disponibilidad de fondos para su propio funcionamiento interno sin depender de las asignaciones presupuestarias anuales que pudieran estar sujetas a los eventos económicos coyunturales de los próximos años;*
- Le permite realizar sus propios dictámenes y emitir resoluciones administrativas sin depender de un organismo superior lo cual aceleraría los tiempos de ejecución de proyectos.*

COMPLEMENTACIÓN DE ROLES DEL FIPA CON EL SISTEMA NACIONAL DE INVERSIÓN PÚBLICA (SNIP) Y EL BANCO DE PROYECTOS DE INVERSIÓN PÚBLICA NACIONAL (BAPIN)

En pos de lograr un enfoque sistémico e integral para la formulación, evaluación y seguimiento de la inversión pública que permita identificar sinergias intersectoriales y articular planes estratégicos, y de procurar su consistencia con la formulación presupuestaria, en septiembre de 2017 fueron transferidas las competencias del SNIP a la Jefatura de Gabinete de Ministros, mediante el Decreto 696/2017.

Para alcanzar efectivamente los objetivos establecidos para el SNIP, y lograrlo mediante una gestión eficiente, a fines de 2017 se definió un plan estratégico que incluyó cinco grandes lineamientos: i) Alcanzar una mirada integral de la Inversión Pública, ii) Ejercer un control efectivo de la formulación y evaluación de los proyectos de inversión con anterioridad a su inclusión en el Presupuesto, iii) Implementar un procedimiento de priorización que conjugue necesidades derivadas de las brechas de infraestructura (enfoque global) con los proyectos identificados por los Ministerios (enfoque intrasectorial), iv) redefinir el alcance de la intervención de la Dirección Nacional de Inversión Pública (DNIP), incluyendo adecuaciones normativas, y v) simplificar los requerimientos por parte de las jurisdicciones, tanto en la operación del Banco de Proyectos de Inversión Pública Nacional (BAPIN) como en la gestión de los dictámenes.

El BAPIN (Banco de Proyectos de Inversión Pública) es el Sistema de Información donde los organismos públicos registran todos los proyectos de inversión pública a ser financiados con recursos del Estado Nacional. Por lo tanto, incluye a los proyectos en etapa de Formulación (idea, perfil, prefactibilidad o factibilidad) y a los que se encuentran en Ejecución (para lo cual fueron previamente incorporados al Presupuesto).

Los proyectos de inversión incorporados al Banco cumplen con ciertos parámetros de estandarización, de modo de permitir la comparabilidad y la priorización para su eventual inclusión en el Presupuesto Nacional (o sea, para que forme parte del Plan Nacional de Inversiones Públicas).

A su vez el BAPIN se encuentra interrelacionado con el Sistema de Administración Financiera del Sector Público Nacional (SIDIF), facilitando de esta forma la formulación presupuestaria y el seguimiento de la ejecución físico-financiera de los proyectos de inversión.

La utilización de un Banco de Proyectos favorece y/o permite:

- *Aplicar criterios e indicadores estandarizados para la comparabilidad y priorización de los proyectos de inversión.*
- *Disponer de reportes con información oportuna y exhaustiva, tanto de la ejecución de la dimensión financiera como la física.*

- *Articular con las distintas áreas de la administración pública.*
- *Realizar la trazabilidad de los proyectos, desde su etapa de idea, hasta su finalización.*
- *Conocer la totalidad de los proyectos de inversión que tienen o tuvieron previsto realizar las distintas jurisdicciones del Sector Público Nacional.*
- *Evaluar la complementariedad y las sinergias de proyectos de inversión promovidos por los distintos organismos públicos del Sector Público Nacional.*
- *Facilitar la opinión y consulta a las provincias sobre la ejecución de los planes de inversión de todas las jurisdicciones.*
- *Propender a una estandarización de tareas, metodologías y formatos de archivos de trabajo para compartir y publicar la información.*
- *Procurar la automatización en la transferencia y disponibilidad de la información.*
- *Propender al desarrollo de proyectos basados en criterios de dimensión territorial.*
- *Comunicar y Transparentar la información (Gobierno Abierto)*



ESQUEMA DE ESTRUCTURACIÓN DE FINANCIAMIENTO DEL FIPA - CIRCUITO INICIAL DE FINANCIACIÓN

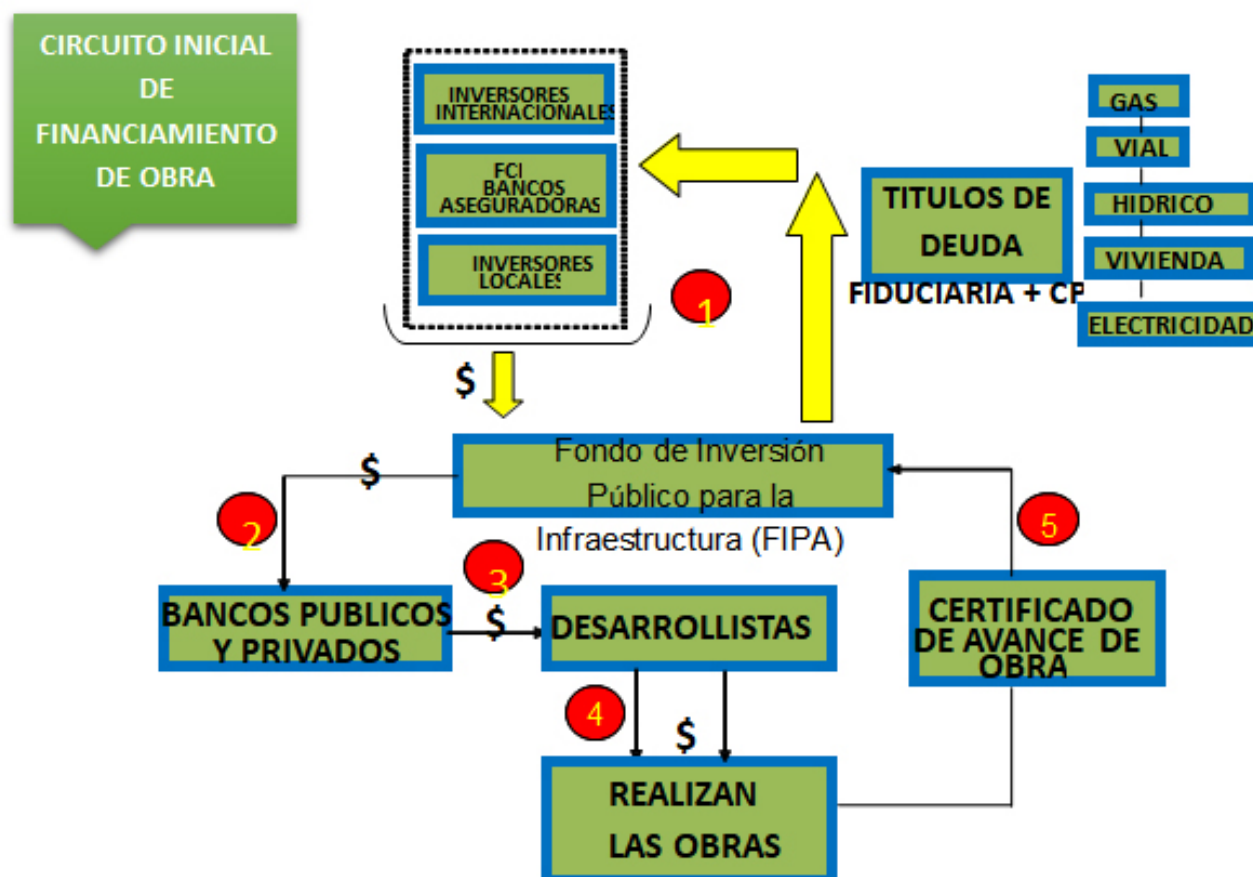


Gráfico 22. Esquema de estructuración de financiamiento del FIPA – Circuito inicial de financiación.

1. El Fondo de Inversión Público para la Infraestructura (FIPA) diseñará y estructurará diversos fideicomisos de inversión según distintos segmentos o destinos específicos de las obras a desarrollar. Los títulos valores emitidos por los fideicomisos tendrán oferta pública, cotización en los mercados y calificación de riesgos. Serán suscriptos por los inversores a través del mercado de capitales, local e internacional.
 2. Los fondos obtenidos por el FIPA serán canalizados hacia los bancos públicos y privados
 3. Los bancos redireccionan los fondos hacia los desarrollistas que participaron previamente de los procesos licitatorios.
 4. y 5. Los desarrollistas ejecutan los proyectos y en cada etapa determinada previamente obtienen los certificados de avance de obra que presentan al FIPA.
- que han sido seleccionados en un proceso previo, y que actuarán como intermediarios y ventanilla de cobro y pago para los desarrollistas que llevaran a cabo las obras.

ESQUEMA DE ESTRUCTURACIÓN DE FINANCIAMIENTO DEL FIPA - CIRCUITO DE CESIÓN DE FLUJOS, PAGO DE TÍTULOS, GARANTÍAS Y NEGOCIACIÓN DE ESPECIES EN MERCADOS

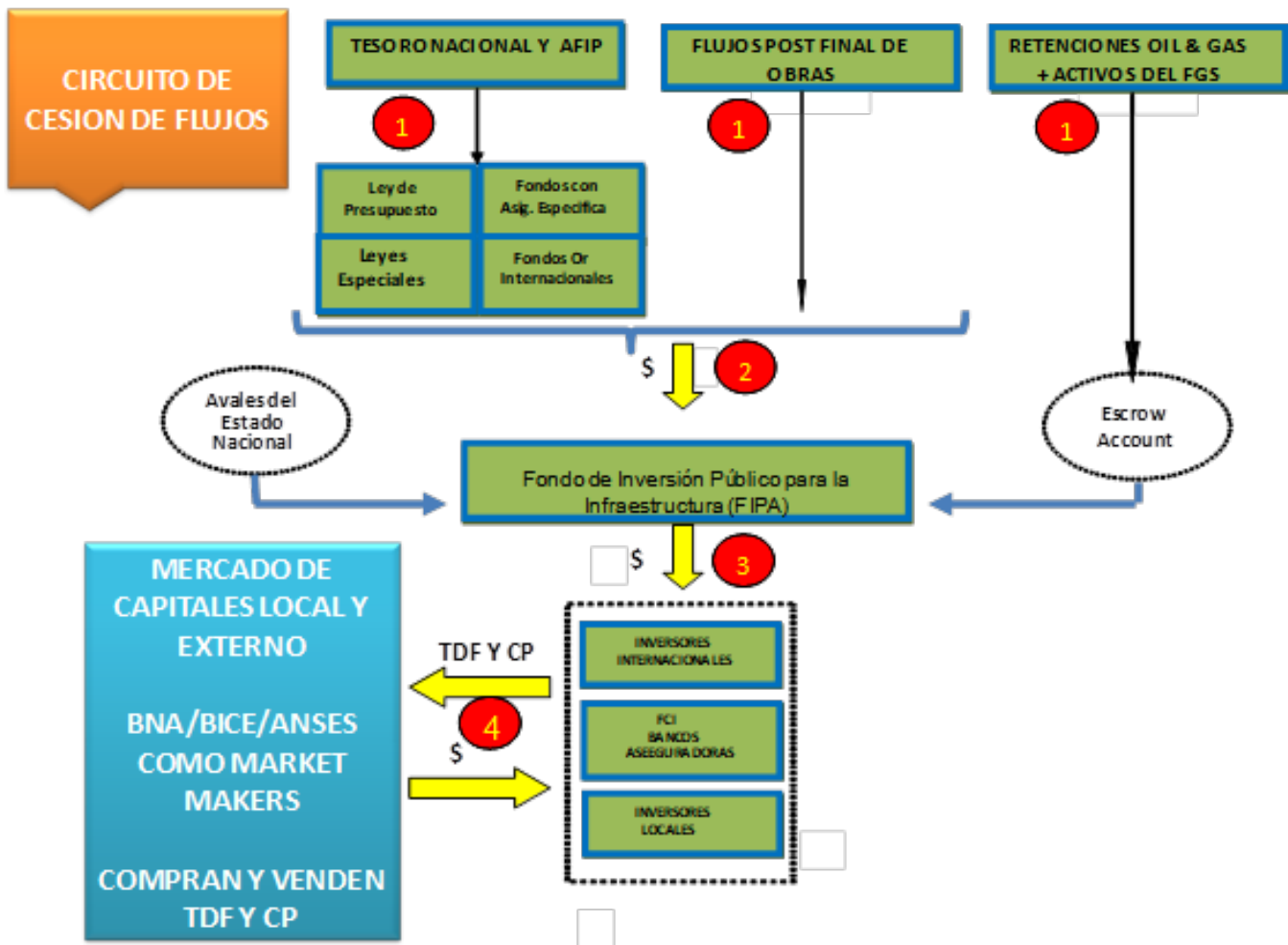


Gráfico 22. Esquema de estructuración de financiamiento del FIPA – Circuito inicial de financiación.

1. Serán dirigidos al FIPA: i) las tasas, impuestos y contribuciones recaudadas por los fiscos cuando tuvieran como destino específico la consecución de obras de infraestructura ; ii) la porción del gasto de capital presupuestado erogar por el sector público nacional en aquellas obras de envergadura seleccionadas por el BAPIN y iii) los flujos económicos generados por las obras públicas ya construidas (como sería el caso de peajes o la venta de la generación energética). Asimismo, las retenciones a las exportaciones hidrocarburíferas y un conjunto de activos internacionales (con alto nivel de calidad crediticia) del FGS-ANSES, se direccionarán directamente hacia la Escrow Account, cuyo funcionamiento se explicita más adelante en detalle, para actuar como garantía de repago de los títulos que emitiese el FIPA.

2. Los instrumentos emitidos por el FIPA son "reforzados" con avales del Estado y con la garantía de los activos y flujos que componen el Escrow Account.
3. FIPA transfiere el dinero a cada uno de los fideicomisos estructurados para pagar el capital e intereses en tiempo y forma a los inversores.

4. *Los inversores podrán en cualquier momento comprar o vender títulos valores de los fideicomisos emitidos por el FIPA en el mercado secundario de capitales, en el cual la banca pública local cumplirá el rol de market makers para asegurar a los inversores la posibilidad permanente de operar los instrumentos financieros que emitiera el FIPA.*

ESTIMACIÓN DE FLUJOS DE FINANCIAMIENTO DISPONIBLES PARA LA SUSCRIPCIÓN DE TÍTULOS EMITIDOS POR EL FIPA

SUPUESTOS DE ESTIMACIÓN DEL FONDEO

Para poder elaborar la matriz de fuentes de financiamiento hemos tomado como base las necesidades anuales de inversión en infraestructura para el periodo 2020-2029 calculada por la CAC.

El monto total anual aproximado de inversión alcanza los \$ 63.9 billones (equivalentes a \$63.900.000 millones)⁴⁵.

Sin embargo, de este total general, sólo \$20.6 billones corresponden al monto a destinar a construcción pública y privada.

A partir de ello se trabajó en un esquema posible de alternativas de fondeo, con sus respectivos supuestos, a saber:

- **Fuentes Internas**

Ley de Presupuesto (incluyendo Empresas y Soc del SPN): Partiendo del monto de gasto de capital en el

Presupuesto 2019, para el año 2020 se fue ajustando dicha cifra en base al crecimiento proyectado del PBI.

Fondos Fiduciarios: Sólo se consideró aquellos Fondos Fiduciarios con respaldo de Leyes Especiales y destinados a Infraestructura. Partiendo del gasto de capital para 2019 se fue ajustando dicha cifra en base al crecimiento proyectado del PBI.

FGS-ANSES: Se supuso renta real del 8% anual sobre el stock ya invertido y que el doble de la ponderación actual⁴⁶ de inversiones en infraestructura sobre el total del FGS tiene como destino la adquisición de Títulos de Deuda Fiduciaria (TDF) emitidos por el FIPA.

Cias de Seguro: Se supuso renta real del 8% anual sobre el stock ya invertido y que el doble de la ponderación actual⁴⁷ de inversiones en infraestructura tiene como destino la adquisición de TDF emitidos por el FIPA

FCI: Se supuso renta real del 8% anual sobre el stock ya invertido y que el quíntuple de la ponderación actual⁴⁸ de inversiones en infraestructura sobre el total administrado tiene como destino la adquisición de TDF emitidos por el FIPA.

Préstamos bancarios a Empresas Constructoras: Sobre la base del stock de préstamos actuales del sistema financiero, y considerando: a) un crecimiento real de dicho stock similar a la evolución del crecimiento del PBI y b) que continúe escasa, como en la actualidad⁴⁹, la participación del total de los préstamos con destino a empresas constructoras.

Inversores Minoristas Locales: Inicialmente y con los incentivos fiscales propuestos, se considera que podrían destinarse a la inversión en títulos emitidos por

⁴⁵. A un tipo de cambio de \$45, el monto global de inversión para todo el periodo 2020-2029 es equivalente a u\$s 1.420.000.000.000. Es decir, u\$s 142 billones.

⁴⁶. La participación actual de las inversiones del FGS en infraestructura alcanzan el 6% del total del portfolio.

⁴⁷. La participación actual de las inversiones de las Compañías de Seguro en infraestructura alcanzan el 10% del total del portfolio.

⁴⁸. La participación actual de las inversiones de los FCI en infraestructura alcanzan el 1% del total del portfolio.

⁴⁹. En la actualidad los préstamos con destino a construcción son sólo 2.6% del stock total.

el FIPA hasta el 15% de total de depósitos en Plazo Fijo en \$ y en u\$s del sistema y a medida que se percibe certeza de cobro de los títulos del FIPA, ese porcentaje se mantiene en el tiempo.

Capitalización de Compañías vía aporte de accionistas, Reinversión de Utilidades acumuladas en años anteriores, Emisión de acciones preferidas, Préstamos Intercompany desde casas matrices y Emisión de ON's corporativas: Se supone nulas en los primeros años debido a la incertidumbre del funcionamiento de todo el sistema y hasta tanto el país lograra salir lentamente de la estanflación. Luego, se estima montos escuetos creciendo a la misma tasa que el PBI.

Externalización de Ahorro Local de Inversores Residentes: Se estima que los residentes locales mantienen el equivalente a un PBI argentino fuera del sistema formal. De ese total, un 25% estaría dentro del territorio argentino y el 75% restante en el exterior y aún sin declarar en el fisco. Se estimó que el 10% del monto no declarado que estaría en el país pudiera ser exteriorizado vía un nuevo marco de blanqueo de capitales dentro de 4 años. Y otro proceso de blanqueo adicional a los 9 años por igual monto.

- **Fuentes Externas**

Redireccionamiento de Ahorro Externo declarado de Inversores Residentes: El blanqueo de capitales

de 2017 alcanzó los u\$s 116.800 millones. Del total exteriorizado, el 80% (u\$s 93.300 millones) quedó en el exterior y sólo un 20% (u\$s 23.500 millones) ingresaron al país. Se consideró que inicialmente un 15% de los u\$s 93.300 millones, con los incentivos adecuados propuestos en este Trabajo, pudieran ser direccionados hacia instrumentos emitidos por el FIPA. Para los años subsiguientes, ese 15% se mantiene, pero se aplica ya no sobre el stock, sino sobre la renta calculada en torno al 5%.

Fondos de Organismos Internacionales (BID+BM): Se estimó rollover permanente de los montos comprometidos en los programas trianuales vigentes de dichos organismos con el país.

Inversores Institucionales Externos: Es la variable utilizada como ajuste, de manera tal que la sumatoria de todas las fuentes previas, junto con la de este ítem, coincida con el monto de inversión en infraestructura necesario estimado por la CAC

ESQUEMA RESUMEN DEL TOTAL DE FONDEO (MONTO Y PONDERACIONES) PARA EL FINANCIAMIENTO DEL PLAN DE INFRAESTRUCTURA PROPUESTO POR CAMARCO

A continuación, se presenta la matriz completa de fuentes de fondeo⁵⁰ de las obras de infraestructura del país en las tablas 27 y 28.:

ESQUEMA TENTATIVO DE FUENTES DE FONDEO LOCALES Y EXTERNAS PARA EL FINANCIAMIENTO DE OBRAS DE INFRAESTRUCTURA 2020-2029

En Millones de u\$s

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
FUENTES INTERNAS	14.824	15.120	15.699	16.327	23.224	18.086	18.809	19.467	26.051	20.653
Ley de Presupuesto (incluyendo Empresas y Soc del SPN)	4.094	4.176	4.301	4.473	4.719	4.955	5.153	5.333	5.493	5.658
Fondos Fiduciarios con respaldo de Leyes Especiales destinados a Infraestructura	681	695	715	744	785	824	857	887	914	941
FGS-ANSES	412	420	433	450	475	499	519	537	553	569
Cias de Seguro	310	316	325	338	357	375	390	404	416	428

⁵⁰. No se incorporó aquí flujos potenciales futuros surgidos de la explotación de las propias obras, tales como el caso de peaje, ventas de energía al mercado mayorista, etc; que también serían parte de los montos totales que recibiría el FIPA para el repago de títulos.

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
FCI	66	67	69	72	76	79	83	85	88	91
Préstamos bancarios a Empresas Constructoras	23	23	24	25	27	28	29	30	31	32
Inversores Minoristas Locales	9.239	9.423	9.706	10.094	10.649	11.182	11.629	12.036	12.397	12.769
Capitalización de Compañías vía aporte de accionistas	0	0	25	26	27	29	30	31	32	33
Reinversión de Utilidades acumuladas en años anteriores	0	0	25	26	27	29	30	31	32	33
Emisión de acciones preferidas	0	0	25	26	27	29	30	31	32	33
Préstamos Intercompany desde casas matrices	0	0	25	26	27	29	30	31	32	33
Emisión de ON's corporativas	0	0	25	26	27	29	30	31	32	33
Externalización de Ahorro Local de Inversores Residentes	0	0	0	0	6.000	0	0	0	6.000	0
FUENTES EXTERNAS	30.876	30.580	30.001	29.373	22.476	27.614	26.891	26.233	19.649	25.047
Inversores Institucionales Externos	13.725	26.660	25.985	25.224	18.187	23.146	22.272	21.477	14.771	20.044
Redireccionamiento de Ahorro Externo declarado de Inversores Residentes	13.995	700	700	700	700	700	700	700	700	700
Fondos de Org Internacionales (BID+BM)	3.157	3.220	3.316	3.449	3.589	3.768	3.919	4.056	4.178	4.303
TOTALES	45.700	45.700	45.700	45.700	45.700	45.700	45.700	45.700	45.700	45.700
CRECIMIENTO PROYECTADO DEL PBI	2,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,5%	5,0%	4,0%	3,5%	3,0%	3,0%

Tabla 27. Fuentes de fondeo locales y externas para el financiamiento de obras de infraestructura 2020-2029.

ESQUEMA TENTATIVO DE FUENTES DE FONDEO LOCALES Y EXTERNAS PARA EL FINANCIAMIENTO DE OBRAS DE INFRAESTRUCTURA 2020-2029

En %

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
FUENTES INTERNAS	32%	33%	34%	36%	51%	40%	41%	43%	57%	45%
Ley de Presupuesto (incluyendo Empresas y Soc del SPN)	9,0%	9,1%	9,4%	9,8%	10,3%	10,8%	11,3%	11,7%	12,0%	12,4%
Fondos Fiduciarios con respaldo de Leyes Especiales destinados a Infraestructura	1,5%	1,5%	1,6%	1,6%	1,7%	1,8%	1,9%	1,9%	2,0%	2,1%
FGS-ANSES	0,9%	0,9%	0,9%	1,0%	1,0%	1,1%	1,1%	1,2%	1,2%	1,2%
Cias de Seguro	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,8%	0,8%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%
FCI	0,1%	0,1%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Préstamos bancarios a Empresas Constructoras	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Inversores Minoristas Locales	20,2%	20,6%	21,2%	22,1%	23,3%	24,5%	25,4%	26,3%	27,1%	27,9%
Capitalización de Compañías vía aporte de accionistas	0,0%	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Reinversión de Utilidades acumuladas en años anteriores	0,0%	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Emisión de acciones preferidas	0,0%	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Préstamos Intercompany desde casas matrices	0,0%	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Emisión de ON's corporativas	0,0%	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Externalización de Ahorro Local de Inversores Residentes	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	13,1%	0,0%	0,0%	0,0%	13,1%	0,0%
FUENTES EXTERNAS	68%	67%	66%	64%	49%	60%	59%	57%	43%	55%
Inversores Institucionales Externos	30%	58%	57%	55%	40%	51%	49%	47%	32%	44%
Redireccionamiento de Ahorro Externo declarado de Inversores Residentes	31%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Fondos de Org Internacionales (BID+BM)	7%	7%	7%	8%	8%	8%	9%	9%	9%	9%
TOTALES	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Tabla 28. Fuentes de fondeo locales y externas para el financiamiento de obras de infraestructura 2020-2029 – en %.

ESTIMACIÓN DE RETENCIONES A LAS EXPORTACIONES DE GAS Y PETRÓLEO QUE PODRÍAN DESTINARSE AL ESCROW ACCOUNT PARA EL RESPALDO DEL PAGO DE LOS TÍTULOS EMITIDOS POR EL FIPA DESTINADOS AL FINANCIAMIENTO DE OBRAS DE INFRAESTRUCTURA

En fecha 4 de septiembre del 2018, el gobierno sancionó el decreto 793/18, mediante el cual impuso un impuesto a las exportaciones del 12%, con un límite máximo de \$4 para hidrocarburos. La medida tendrá vigencia hasta el 31 de diciembre de 2020.

Para el corriente año 2019, se estiman exportaciones hidrocarburíferas por u\$s 1.200 millones. De este modo, la recaudación a ingresar a las arcas nacionales por esta vía ascendería a u\$s 144 mm a lo largo de este año aproximadamente.

Sin embargo, a los fines de calcular la recaudación potencial del fisco en concepto de retenciones a las exportaciones hidrocarburíferas, para un periodo de tiempo compatible con el horizonte de inversión de las obras previstas en el Plan propuesto por CAC, precisamos proyectar el recorrido posible de la producción, la productividad, el nivel inversión, precios y exportación de hidrocarburos para el periodo 2019-2030⁵¹.

PRECIOS

Siguiendo las proyecciones del Banco Mundial hacia 2030⁵² –las que fueron elaboradas en base a información estadística que llega hasta octubre de 2018–, podría decirse que el precio del crudo estaría hallando su promedio máximo en alrededor de los US\$/bbl 70, ya que la mencionada fuente estima que el precio de este recurso se mantendrá alrededor de esa cifra en el mediano a largo plazo, seguramente como resultado de la puja que hoy llevan adelante los principales productores de crudo y sus efectos sobre los valores que pueda alcanzar éste durante 2019, teniendo en cuenta el impulso que EE.UU. sigue dando a la extracción de no convencionales y el impacto que ello podría tener en el mercado internacional, más aún luego del inédito superávit que esta economía ha logrado en la cuenta comercial del crudo durante 2018. En tanto, con el gas natural ocurre algo similar ya que en igual período el precio de este hidrocarburo, entendido como el promedio del producido en EE.UU. y la Unión Europea (UE) por millón de BTU (MMBTU), pasó de US\$ 3,5 en 2016

⁵¹. Industria del Petróleo y Gas. Tendencias para 2019. KPMG.

⁵². World Bank Commodities Price Forecast”, Banco Mundial, octubre de 2018.

a un aproximado de US\$ 5,3 en 2018. Para este producto, el Banco Mundial, sostiene que el precio mantendrá una tendencia alcista que lo podría llevar a los US\$/MMBTU 6 en 2030.

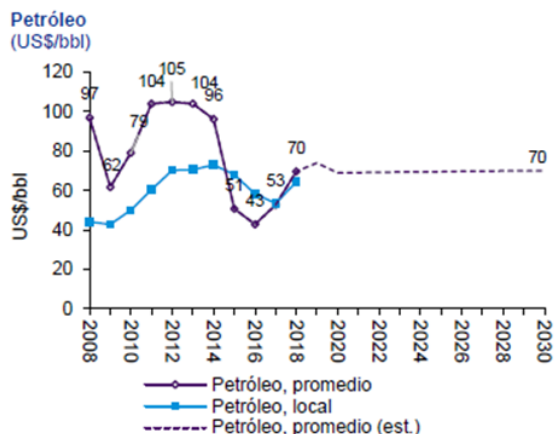


Gráfico 24 a. Evolución del precio promedio del petróleo en la última década y proyección a 2030.

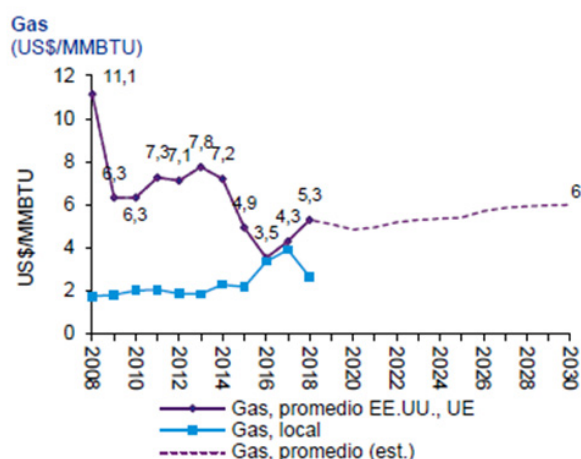


Gráfico 24 b. Evolución del precio promedio del gas en la última década y proyección a 2030.

PRODUCCIÓN Y PRODUCTIVIDAD

La producción doméstica de hidrocarburos ha venido mostrando una fase descendente desde finales de la década de 1990, luego de que la industria alcanzara un máximo histórico cercano a los 50 millones de M3 en 1998 (alrededor de 850.000 barriles de producción media diaria). A partir de allí, el output del sector comenzó a responder a las condiciones desfavorables del entorno económico, situación que estuvo ligada al modelo de crecimiento elegido durante los años 2003 a 2015, y cuya principal característica fue la aplicación de políticas que buscaban fomentar de manera desproporcional la demanda por sobre la oferta, generando

un retroceso gradual pero consistente de la inversión en casi todos los sectores productivos. Desde entonces, la merma en la producción de hidrocarburos en combinación con una demanda energética creciente decantó en una crisis de abastecimiento que debió paliarse con un incremento sustancial en la importación de gas y energía eléctrica, lo que derivó, a partir de 2011, en un importante déficit en la cuenta de energía que llegó a rozar los US\$ 7.000 millones en 2013. En la actualidad, en tanto, la prospectividad de las áreas de explotación gasífera-petrolera, principalmente en lo referido a no convencionales, en conjunto a las potencialidades naturales y técnicas que ostenta el país y las mejoras que se están observando en el entorno fiscal y en el ambiente de negocios, generan las condiciones necesarias para que progresivamente se apuntalen los niveles actuales y esperados de inversión y producción en esta industria y subsanar, en un lapso relativamente corto de tiempo, el déficit crónico en el balance comercial energético. De hecho, en los dos últimos años el promedio del déficit en la cuenta comercial de combustibles y energía se mantuvo en torno a los US\$ 3.000 millones, cifra que representa una mejora del 55% respecto al resultado de 2013.

En particular, Argentina es uno de los cuatro países que producen actualmente a escala comercial hidrocarburos del tipo no convencional, ello debido a los importantes reservorios ubicados en la provincia de Neuquén, principalmente en la formación de Vaca Muerta, que conforman uno de los principales puntos de atracción para las inversiones globales en materia de exploración y producción de este tipo de recursos. De hecho, las estadísticas oficiales dan cuenta de que los no convencionales como el shale y el tight contribuyen en la actualidad con alrededor del 15% de la oferta doméstica de crudo y el 37% de la de gas, cuando hace no más de dos años lo hacían en un 10% y 20% respectivamente. No obstante, a pesar de la importante dotación natural de recursos energéticos, deben destacarse algunas debilidades internas que podrían entorpecer el buen funcionamiento y desarrollo del sector energético en general y de la industria del petróleo y gas en particular en el mediano plazo, como, por ejemplo, i) El actual déficit de infraestructura, que el gobierno intenta atender a partir de varios proyectos de inversión en obras incluidos en la ley de presupuesto 2019 y que se llevarían adelante dentro del programa de participación público-privada (PPP)-hoy en suspenso y a la espera de mejores condiciones internas y externas¹²; ii) Los aun elevados costos de perforación en el tramo upstream (principalmente en la explotación de no convencionales), los cuales, no obstante, se encuentran descendiendo.

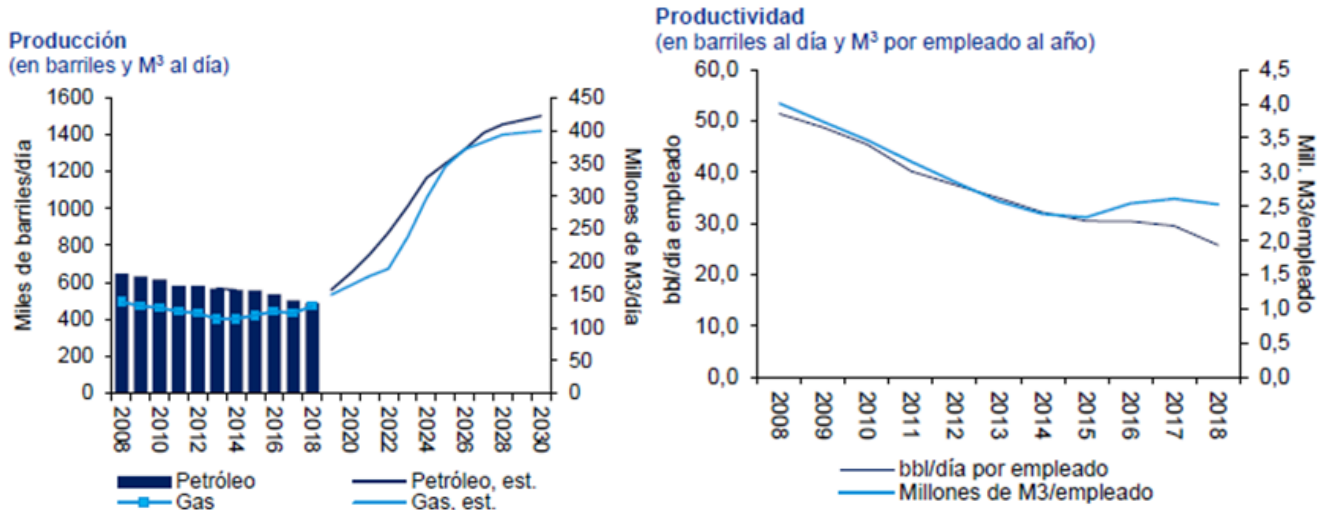


Gráfico 25 a. Evolución de la producción en la industria de F & G.
Gráfico 25 b. Evolución de la productividad en la industria de F & G.

Producción de petróleo en Argentina

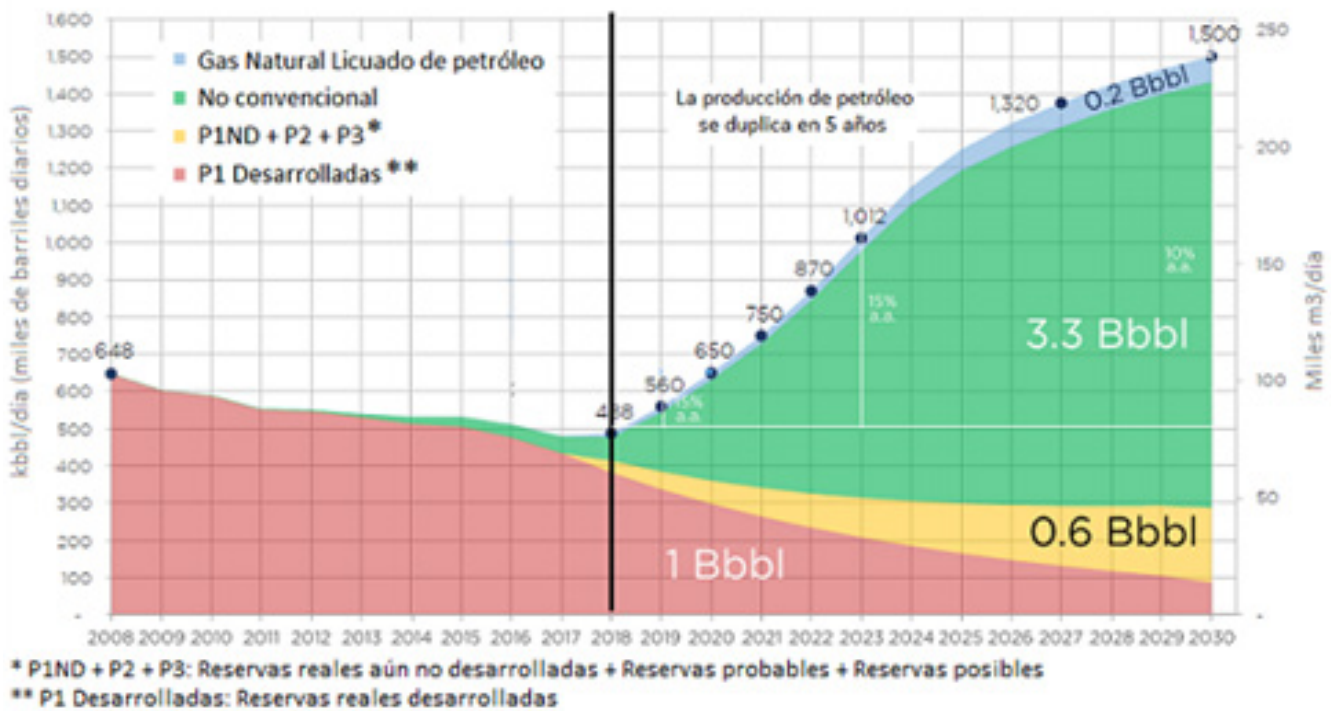
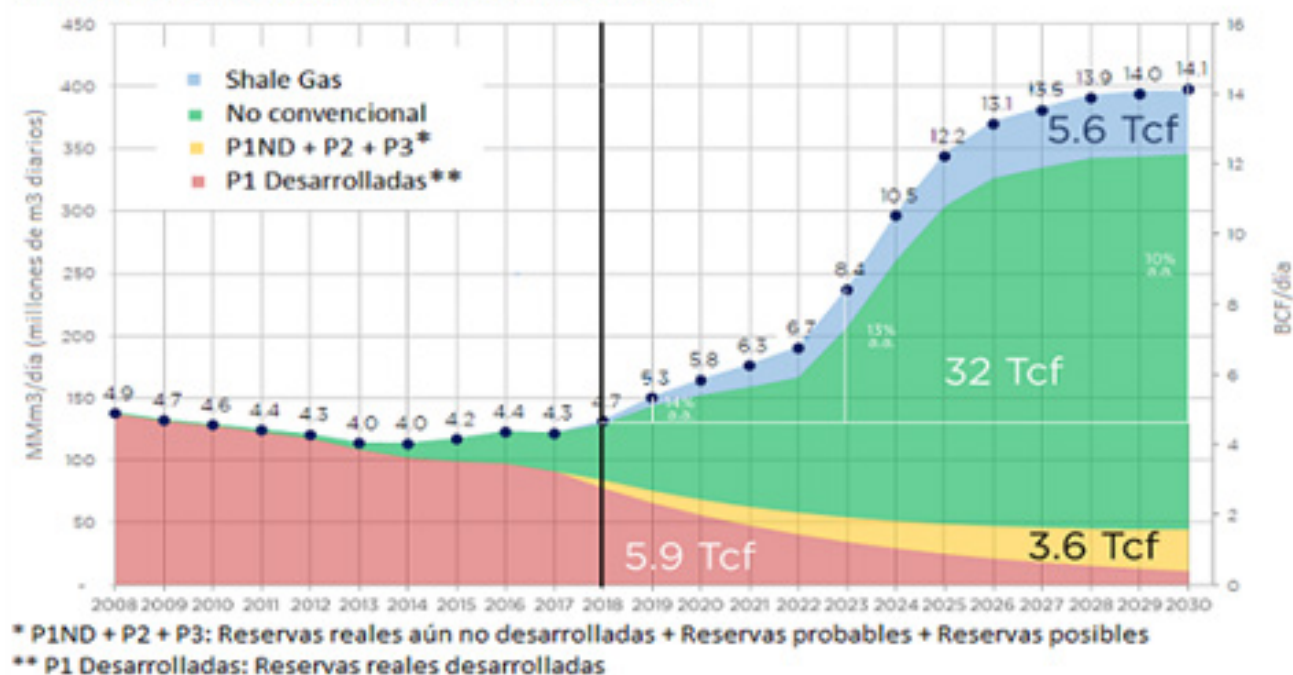


Gráfico 26 a. Producción de petróleo natural en Argentina.

Producción de gas natural en Argentina



Fuente: Secretaría de Energía, 2018.

Gráfico 26 b. Producción de gas natural en Argentina.

Relacionado a estos aspectos, resulta importante destacar que los ítems que más impacto tienen en el costo de perforación local son básicamente el laboral, el de transporte y logística y el impositivo. Teniendo en cuenta que el gobierno sigue buscando nuevas herramientas para mejorar el ambiente de negocios y el entorno fiscal con el objetivo de atraer un mayor flujo de inversiones y nuevos actores, es que se están llevado adelante importantes cambios, principalmente en materia impositiva, laboral y de infraestructura. Entre estos pueden destacarse la adenda al convenio colectivo de trabajo (CCT) que el gobierno firmó en 2017 junto a los representantes de los trabajadores de la industria del P&G (Sindicato de Petróleo y Gas Privado de Río Negro, Neuquén y La Pampa, y su par del Personal Jerárquico y Profesional de Petróleo y Gas Privado) y las empresas que explotan el área de Vaca Muerta, con el fin de contemplar las particularidades de la actividad de explotación de no convencionales, mejorar los incentivos y posibilitar reducciones en costos e incrementos en la productividad –y que ha sido refrendado recientemente por el denominado “marco de entendimiento sectorial”–; o el proyecto incluido en la ley de presupuesto público 2019 para la construcción de un ferrocarril a Vaca Muerta, que cubriría 850 km e implicaría una inversión cercana a los US\$ 1.280 millones en 48 meses. En efecto, estas iniciativas

buscan atender (reducir) la porción de los costos de producción relacionados a las erogaciones laborales y a las de transporte y logística con el objetivo de seguir mejorando la eficiencia en costos.

Como puede apreciarse, la producción de petróleo comienza a mostrar un cambio de tendencia a partir de 2019, luego de tocar fondo durante 2018 con un promedio de producción diaria estimado en 488.000 bbl/día. En ese sentido, las estimaciones oficiales permiten entrever que la producción de crudo alcanzará en 2019 un promedio de 560.000 bbl/día, para comenzar a crecer a una tasa media anual del orden del 16% hasta 2024 y del 4% hasta 2030, llegando ese año a un nivel de extracción que podría alcanzar los 1,5 millones de bbl/día. En otras palabras, estas proyecciones estiman que el desempeño en la producción de crudo debería incrementarse en más del 200% en alrededor de 12 años.

Con respecto al gas natural, el comportamiento reciente ha sido algo diferente, ya que si bien mostró un desempeño decreciente en la última década, su output comenzó a revertir esa tendencia en 2015 cuando la producción anual de este recurso pasó de 113 millo-

nes de M3 al día (MM3/día) en 2014 a 119 MM3/día en 2015, para continuar con la misma tendencia en los últimos dos años cuando se alcanzaron los 122 MM3/día en 2017 y un estimado de 133 MM3/día en 2018. En particular, resulta claro que este comportamiento disímil respecto del crudo esta explicado por los programas estatales de incentivos (principalmente el Plan Gas, el Programa de estímulo a la inyección de gas natural excedente y el Programa estímulo a la producción de gas no convencional), y que hasta aquí han buscado fomentar la inversión y producción de gas natural en un escenario de crisis de autoabastecimiento y de sustanciales incrementos en las importaciones de productos energéticos. Hacia 2030, la senda de producción local de gas natural también es promisoriosa, ya que la misma podría alcanzar los 345 MM3/día en 2025 y rozar los 400 MM3/día en 2030. Más allá de estas proyecciones, que internalizan las modificaciones y medidas que el gobierno en conjunto con el sector están adoptando, el grado de éxito de las mismas, las nuevas políticas que se tomen a futuro y el comportamiento del precio externo del barril de crudo y del MMBTU de gas; podrán afectarlas moviendo la senda de estimaciones hacia arriba o hacia abajo.

En lo referido a los niveles de productividad, medida que muestra el desempeño de la industria local en relación al empleo demandado (es decir, qué cantidad de producto genera una unidad empleada al día/año), la Figura 2.9.2 a) muestra que mientras para el crudo se estabilizó recientemente en alrededor de 30 barriles al día por empleado, para el gas se observa algún incremento que, para 2018, podría haberse ubicado en torno a los 2,5 millones de M3 por empleado al año. Es de esperar que, en base a las proyecciones oficiales y al mejor desempeño que se estima para la industria del P&G durante 2019 y años venideros, la productividad laboral mejore de manera progresiva y sustancialmente en la medida en la que se continúen materializando medidas de fomento al desarrollo de esta industria.

LA RELEVANCIA DE LOS NO CONVENCIONALES

Como ha destacado la EIA en informes previos⁵³, en tan solo en Vaca Muerta se estima que se encuentra la mayor parte de las reservas recuperables totales de shale-oil (~16.000 millones de barriles) y shale-gas (~300 billones de pies cúbicos) existentes en Argentina. Asimismo, no deben dejar de contabilizarse los

significativos recursos de petróleo y gas convencional que, a pesar del crecimiento contributivo que vienen experimentando los no convencionales, siguen siendo hoy por hoy los que aportan la mayor porción a la oferta total doméstica de hidrocarburos y conforman el principal insumo en la generación de energía eléctrica del país; como así también la potencialidad de la exploración off-shore. Argentina es uno de los cuatro países con elevada potencialidad en materia de recursos no convencionales y, de hecho, se encuentra actualmente explotando este tipo de hidrocarburo a escala comercial. La misma fuente había estimado en 2013 que el país contaba con estimaciones de reservas técnicamente recuperables de alrededor de 27.000 millones de barriles de petróleo y 802 billones de pies cúbicos de gas natural, hecho de suma importancia para el futuro energético del país.

Petróleo No Convencional
(en miles de bbl/día)

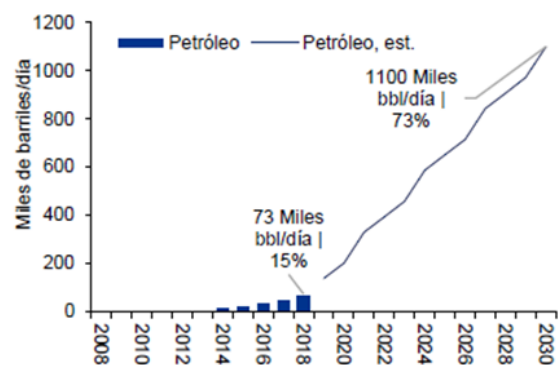


Gráfico 27 a. Evolución de petróleo no convencional - 2007-2017.

Gas No Convencional
(en MM3/día)

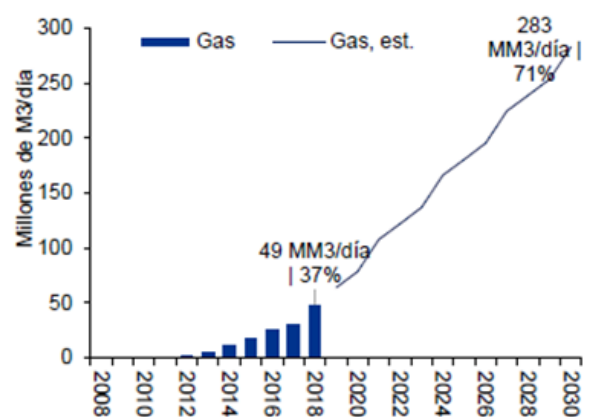


Gráfico 27 b. Evolución de gas no convencional -Periodo 2007-2017.

⁵³. Industria del Petroleo y Gas. Tendencias para 2019. KPMG.

En los últimos cuatro años, la producción agregada doméstica de hidrocarburos no convencionales se ha disparado, principalmente en el bienio 2017 - 2018. Tomando como referencia solo algunos de los años del período completo de datos disponibles, puede apreciarse que mientras la producción de petróleo no convencional ha pasado de 19.000 bbl/día en 2014 (un 3% de la oferta total de crudo) a un estimado de 54.000 bbl/día en 2017 (11%), en 2018, si bien al momento de realizar este trabajo no existían datos concluyentes, este guarismo podría haber alcanzado los 73.000 bbl/día (15%). Respecto a la proyección hacia 2030, la producción de crudo de origen no convencional podría llegar a los 1,1 millones de bbl/día para ese año, lo que podría significar, siempre en términos aproximados, alrededor del 73% de la oferta doméstica de este recurso.

Algo similar está ocurriendo con el gas natural. Entre 2014 y 2018, la producción de este recurso de origen no convencional pasó de 12 millones de M3 al día (o el 10% de la producción total anual de gas natural) a un estimado 49 millones de M3 al día (37%). A futuro, tal y como sucede con las proyecciones para el crudo, se espera que el gas natural de origen no convencional alcance una contribución del 71% sobre la oferta total doméstica de este recurso, lo que implicaría una producción estimada en 283 millones de M3 al día para 2030.

Como es sabido, la Neuquina es la cuenca más importante en suelo argentino en materia de recursos no convencionales. La empresa YPF concentra gran parte de la actividad productiva en esta cuenca, principalmente en Vaca Muerta, y es la que mayores niveles de producción ostenta actualmente en materia de no convencionales. No obstante, se espera que con estas importantes previsiones y un entorno amigable se incremente la participación de otras empresas en los proyectos en marcha de recursos no convencionales, tales como los que se están llevando adelante en La Escalonada, San Roque, Bandurria, La Ribera, Aguada Federal, Bajo del Toro, Loma Campana y Loma Amarilla, o Bajo del Choique, Salinas del Huitrin, Los Toldos, Cerro Arena y Estación Fernández; entre otros.

Si bien el alza reciente en la producción doméstica de no convencionales puede estar explicada por la recuperación de los precios internacionales y los incentivos locales a la producción de gas, la declinación

reciente en los costos como resultado de las evidentes economías de escala comienzan a mostrar un sesgo productivo que podría desligar la rentabilidad de su dependencia de los precios internacionales, al menos en parte.

Según la Secretaría de Planeamiento Estratégico del MECON⁵⁴, el costo de producción del crudo no convencional en suelo argentino cayó en un 50% entre 2015 y 2017 pasando de US\$/boe 27 a US\$/boe 13, en tanto que para el tercer cuarto de 2018 lo había hecho en otro 28% (a US\$/boe 9,5). Con el gas, en tanto, sucedió algo similar: mientras el costo de producción de este recurso había caído en casi un 50% entre 2015 y 2017 (pasando de US\$2,3/MMBTU a US\$1,2/ MMBTU), para el tercer cuarto de 2018 lo había hecho en otro 41% llegando a US\$0,7/ MMBTU.

Estos resultados y la evidente declinación en costos son el producto de la convergencia de cuatro factores cruciales: i) las mejores condiciones en las que la industria opera, ii) el leverage de las empresas que actúan en el mercado doméstico, principalmente en Vaca Muerta, que aceleran la curva de aprendizaje local al estar trasladando todo el conocimiento y la experiencia obtenida en el mercado del shale de los EE.UU a nuestro país; iii) los acuerdos multisectoriales que el gobierno ha firmado con empresarios y sindicatos de la industria, que dan previsibilidad al negocio y a los inversores, en particular en la región de Vaca Muerta (Mesa Nacional de Vaca Muerta); y iv) el impacto de las proyecciones del Banco Mundial hacia 2030, que ubican al precio internacional en una media de US\$/bbl 70 e incitan a las empresas a buscar un horizonte redituable implementando nuevos procesos y tecnologías que las habilite a reducir costos y aumentar la eficiencia, mejorando así los márgenes de ganancia.

Si bien aún resulta temprano para realizar especulaciones sobre si los resultados a futuro expuestos anteriormente se harán efectivos, principalmente porque todavía existen muchas áreas donde las empresas están finalizando las pruebas piloto y/o adquiriendo el know-how necesario para explotar eficientemente el contenido de la roca madre en la fase productiva, las perspectivas son altamente promisorias y justifican las mencionadas proyecciones.

⁵⁴. "Argentina Energy Plan", Secretaría de Planeamiento Estratégico, MECON, 2018.

INVERSIONES

En concordancia con la evolución descrita, el componente de inversión muestra una significativa recuperación en los últimos años, 2017 y 2018; luego de la fuerte caída experimentada años previos (entre 2015 y 2016), que en términos nominales estuvo en torno al 38%. La decisión política de ubicar el precio local del crudo y del gas por encima de los internacionales a partir del 2015, a través de la implementación de los programas de estímulo a la producción de hidrocarburos (entre los que se destacan el Plan Gas, el Programa de estímulo a la inyección de gas natural excedente y el Programa estímulo a la producción de gas no convencional), conformó una protección efectiva que buscó amortiguar la caída de la inversión y morigerar el impacto sobre el desarrollo de importantes proyectos de extracción (principalmente de shale) como así también sobre el resultado de la cuenta comercial energética (y la consecuente sangría de dólares derivada de la importación de energía). Sin embargo, y a pesar de que algunos de esos programas han visto su fin en 2017 (principalmente el Plan Gas, que finalizó en diciembre de 2017, y la nueva disposición del MINEM que liberó el precio doméstico de los combustibles para volver a un esquema de mercado con referencia en el precio internacional), la cifra de inversión en 2018 habría llegado a los US\$ 10.000 millones, es decir un incremento nominal del 45% respecto al monto realizado en 2017. De este total, el Ministerio de Hacienda estimó que alrededor de US\$ 4.000 millones fueron destinados a no convencionales. Hacia adelante, en tanto, se espera que la cantidad de proyectos de recursos no convencionales terminen por incidir fuertemente en los niveles de inversión en armonía con lo que se espera para la producción.

En efecto, para 2025 la contribución de las inversiones destinadas a este tipo de hidrocarburo se espera que supere el 60% (sobre un total de US\$ 29.000 millones anuales), manteniéndose alrededor de esa cifra hacia 2030.

EXPORTACIONES

Entre las proyecciones de mediano plazo del Gobierno para Vaca Muerta⁵⁵ figura duplicar en cinco años la producción de gas y de petróleo. En el primer caso lle-

garía a 260 millones de metros cúbicos por día, lo que permitiría exportar 100 millones diarios. En el caso del petróleo, la producción diaria sería de un millón de barriles y se exportaría la mitad.

Así, al cabo de cinco años, las exportaciones del sector energético aportarían US\$15.000 millones a la balanza comercial argentina.

Sin embargo, un reciente estudio de la Bolsa de Comercio de Rosario⁵⁶, procede a estimar cuántas divisas por exportaciones podría generar la operación y explotación de Vaca Muerta hacia los años 2023 y 2030.

Compara estas hipotéticas cifras con las que genera actualmente el campo y la agroindustria por ventas al exterior de granos, harinas, aceites y biodiesel; las cuales en una buena campaña ascienden a 25.000 millones de US\$.

Se construyen los siguientes cuatro escenarios:

- **Escenario N°1. Año 2023:** En gas, se supuso que se alcanza la producción proyectada en informes emitidos por la Secretaría de Energía de la Nación, con una demanda de energía creciente a tasa anual del 4% y precios de exportación de US\$ 5 el millón de Btu. En petróleo, se obtendría la producción y exportaciones estimada por la Secretaría de Energía, con un precio de barril de petróleo a exportar equivalente al Brent con rebaja de US\$ 4,5 y retenciones a la exportación.
- **Escenario N°2. Año 2023:** Supone que se verifican en el año 2023 apenas el 40% de las exportaciones de petróleo y gas previstas para el escenario N°1.
- **Escenario N°3. Año 2030:** En gas, estima que se cumple la producción proyectada por la Secretaría de Energía de la Nación para el 2030, con una demanda de energía creciente a tasa anual del 4%. Precio de exportación: el millón de Btu de US\$ 5. En petróleo, se obtendría la producción proyectada por la Secretaría de Energía para ese

⁵⁵. "Argentina Energy Plan", Secretaría de Planeamiento Estratégico, MECON, 2018.

⁵⁶. "El desafío de Vaca Muerta al 2030: llegar a generar los 25.000 M de US\$ que hoy aporta el campo y la agroindustria". BCR. Mayo 2019.

año, con exportaciones crecientes a igual tasa de la producción y precio de venta al exterior equivalente a computar el valor del Brent con rebaja de US\$ 4,5 y retenciones a la exportación.

- **Escenario N°4. Año 2030:** Supone que se verifican en el año 2030 el 70% de las exportaciones de petróleo y gas previstas para el escenario N°3.

Los resultados obtenidos en las proyecciones se exponen en la tabla 29. De acuerdo con los cálculos, las exportaciones de petróleo y gas de Argentina podrían ser:

- *Escenario N°1. Año 2023. U\$S 20.578 millones.*
- *Escenario N°2. Año 2023. U\$S 8.231 millones.*
- *Escenario N°3: Año 2030. U\$S 36.285 millones.*
- *Escenario N°4: Año 2030. U\$S 25.400 millones.*

Las conclusiones a las que arriba la BCR son:

Por las dificultades actuales, macro y microeconómicas de Argentina, parece difícil poder alcanzar el Escenario N°1 en el año 2023. Es más probable que se pueda presentar el escenario N°2, donde las exportaciones conjuntas de petróleo y gas podrían llegar a ubicarse en 8.200 millones de U\$S en el año 2023. Sería un verdadero logro para nuestro país y su política energética. Esta cifra representa el 33%

de las exportaciones actuales de granos y derivados, valuadas en U\$S 25.000 millones. Vaca Muerta podría generar -al año 2023- la tercera parte de lo que hoy crea el campo y la agroindustria en materia de divisas de exportación.

Pero si Argentina logra desarrollar una agresiva política de inversiones en Vaca Muerta y puede encauzar su política macroeconómica y social, posiblemente para el año 2030 se pueda llegar a verificar el escenario N°4, con exportaciones nacionales de petróleo y gas de 25.400 millones de U\$S, cifra muy similar a lo que hoy genera el campo argentino. Esto sería de gran importancia para el crecimiento y desarrollo económico de nuestro país, la búsqueda de reducir los niveles de pobreza y de alcanzar una mayor equidad social.

CÁLCULO ESTIMATIVO DE RETENCIONES A LAS EXPORTACIONES DE HIDROCARBUROS

Considerando se mantiene más allá del año 2020 la alícuota actual de retenciones del 12% fijada por ley y de acuerdo con los cálculos proyectados por la BCR para las exportaciones de petróleo y gas, entonces los montos anuales de retenciones fiscales para c/u de los 4 escenarios sería:

- *Escenario N°1. Año 2023. U\$S 2.469 millones.*
- *Escenario N°2. Año 2023. U\$S 987 millones.*
- *Escenario N°3: Año 2030. U\$S 4.354 millones.*

ARGENTINA. PROYECCIONES DE EXPORTACIONES ANUALES DE GAS Y PETRÓLEO (MILLONES DE U\$D)

	2023		2030	
	ESCENARIO 1	ESCENARIO 2	ESCENARIO 3	ESCENARIO 4
Gas - Valor de exportaciones anuales	6.669	2.668	15.640	10.948
Petróleo - Valor de exportaciones anuales	13.908	5.563	20.645	14.452
Total de exportaciones Gas y Petróleo	20.578	8.231	36.285	25.400
Total de exportaciones actuales granos, harinas, aceites y biodiesel	25.000	25.000	25.000	25.000
¿Qué porcentaje representarían las exportaciones de petróleo y gas respecto de las actuales de granos, harinas, aceites y biodiesel?	82%	33%	145%	102%

Fuente: Estimaciones BCR en base a datos de la secretaria de energía de la nación y consultores privados

Tabla 29. Proyecciones de exportaciones anuales de gas y petróleo (millones de U\$S) en Argentina.

- *Escenario N°4: Año 2030. U\$S 3.048 millones.*

Cabe mencionar que para 2019 las retenciones a las exportaciones, de todos los rubros, se estiman en \$352.000 millones, equivalentes a u\$s 7.800 millones aproximadamente.

RETENCIONES EXPO

PERIODO	2018	2019	VAR. IA.
ene	3.645	15.573	327%
feb	5.623	17.592	213%
mar	3.063	18.166	493%
abr	8.780	23.820	171%
may	10.842	38.425	254%
jun	10.728	42.000	292%
jul	7.355	41.000	457%
ago	6.359	35.800	463%
sep	13.207	30.000	127%
oct	14.051	30.000	114%
nov	14.715	30.000	104%
dic	15.794	30.000	90%
TOTAL	114.160	352.377	209%
PRESUPUESTO 2019		440.010	

Tabla 30. Retenciones exportación.

ESTIMACIÓN DE ACTIVOS EN ESPECIES QUE EL FGS DEBIERA REDIRECCIONAR HACIA LA ESCROW ACCOUNT

La Escrow Account podría respaldar hasta el 50% del total de pagos de capital e intereses que debiera realizar el FIPA por sus emisiones de títulos de deuda fiduciaria.

Como arriba se mencionara, una parte de la garantía provendría de la recaudación de retenciones a las exportaciones hidrocarburíferas. El resto, hasta completar el 50% del monto de vencimientos de capital e intereses de la deuda que se hubiera emitido, sería cubierto por activos cedidos por ANSES.

Dado que estos activos debieran ser de alta calidad crediticia y no títulos emitidos por el propio soberano, se sugiere que el ANSES vendiera parte de los activos actualmente en su cartera en el mercado secundario y con el producido adquiriera bonos del Tesoro de Estados Unidos, considerados por el mercado como

libres de riesgo. Dichos activos, que seguirían siendo propiedad del FGS, son cedidos a la Escrow Account.

Tal como se explicita, más adelante, en detalle, a medida que el FIPA pagara en tiempo y forma sus obligaciones, se iría liberando las garantías de la Escrow Account y los bonos del Tesoro de Estados Unidos volverían oportunamente a la cartera del FGS.

Los posibles activos locales hoy en cartera del FGS que podría intentar canjearse por títulos del Tesoro de USA, ya sea a través de operaciones de swap con entidades financieras internacionales ó procurando la venta directa en los mercados internacionales de capitales podrían ser: a) Títulos Públicos argentinos y b) Acciones de empresas argentinas.

Asimismo, el stock de efectivo y disponibilidades del FGS que existiera también debería destinarse a la adquisición de títulos del Tesoro de USA para su cesión posterior a la Escrow Account.

ESQUEMA RESUMEN DEL TOTAL DE FLUJOS Y ESPECIES (MONTO Y PONDERACIONES) QUE SE REDIRECCIONARIAN HACIA LA ESCROW ACCOUNT PARA ACTUAR COMO RESPALDO Y GARANTIA DE PAGO DE LOS TITULOS EMITIDOS POR EL FIPA DESTINADOS AL FINANCIAMIENTO DEL PLAN DE INFRAESTRUCTURA PROPUESTO POR CAMARCO

En la tabla 31 se presenta la matriz completa de la composición del Escrow Account.



ESQUEMA TENTATIVO DE COMPOSICION DE LA ESCROW ACCOUNT
PARA EL RESPALDO DE PAGO DE OBRAS DE INFRAESTRUCTURA
2020-2029 EN MILLONES DE U\$S

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Retenciones Expo Oil & Gas	150	430	710	987	1.330	1.673	2.016	2.359	2.702	3.048
Bonos del Tesoro USA cedidos por ANSES	22.700	22.420	22.140	21.863	21.520	21.177	20.834	20.491	20.148	19.802
Garantía Total en el Escrow Account	22.850	22.850	22.850	22.850	22.850	22.850	22.850	22.850	22.850	22.850
GARANTÍA EN ESCROW ACCOUNT COMO % DE LA INVERSION	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%

Tabla 31. Matriz completa de la composición del Escrow Account.

6

LA FINANCIACIÓN DE INFRAESTRUCTURA POR PARTE DE INVERSORES INSTITUCIONALES.

Incentivos que permitirían el aterrizaje de capitales de residentes extranjeros y locales especialmente a través del mercado de capitales.

6.1 INTRODUCCIÓN

Existe una gran desconexión entre los inversores institucionales (como las aseguradoras, los fondos de pensiones, y fondos soberanos de riqueza) que buscan oportunidades de inversión y los proyectos que necesitan su capital.

La restricción más grande parece ser el desarrollo de una cartera suficiente de proyectos bien estructurados ajustados al riesgo dispuesto a tolerar por los inversores.

También hay restricciones en el lado de la oferta de financiamiento, incluidas las estrictas regulaciones vigentes en

los mercados de capitales extranjeros, referidos a las exigencias de suficiencia de capitales (o niveles mínimos de capitales que deben disponer los inversores institucionales) como Basilea III y Solvencia II que recaen sobre bancos y fondos de inversión.

Los mercados de capitales para el financiamiento de los activos de infraestructura siguen siendo relativamente complejos, y los instrumentos de inversión destinados a obras de infraestructura no están estandarizados y son ilíquidos. La estandarización limitada y la escasa agrupación de proyectos aumenta sensiblemente los costos de transacción para los inversores.

6.2 ESTRATEGIAS QUE PODRÍAN DESBLOQUEAR LA FINANCIACIÓN DE INFRAESTRUCTURA

Los bancos e inversores institucionales disponen de \$ 120.000 millones en activos bajo administración, y es necesario evaluar cómo desbloquear esta fuente de financiación y crear un mercado que funcione mejor para el financiamiento de la infraestructura.

Para atraer a estos inversores, el FIPA debe estructurar adecuadamente sus proyectos, eliminar ciertas barreras reglamentarias y estructurales, y construir mercados propicios para que los instrumentos de inversión puedan cotizar.

Las posibles soluciones incluyen:

MEJORAR EL ENTORNO DE INVERSIÓN

Una de las consideraciones más importantes para el sector privado cuando se toma una decisión de inversión es que se trate de un entorno de inversión propicio. Esto incluye inestabilidad política, riesgo de corrupción, un marco legal débil o complejo, riesgo de tipo de cambio, falta de cumplimiento contractual, baja calidad de contraparte, riesgo de construcción, desafíos reputacionales en torno a criterios ambientales, sociales y de gobernanza, riesgos de incumplimiento, etc. La capacidad de gestión de un gobierno y su disposición a tomar decisiones también son importantes. Mejorar la política y el marco legal de nuestro país sería, por lo tanto, un poderoso catalizador para captar más inversión privada para la infraestructura sostenible.

INVOLUCRAMIENTO DE TERCERAS PARTES PARA MEJORAR EL RIESGO DE CRÉDITO Y ADQUIRIR SEGURO DE RIESGO POLÍTICO

Los inversores institucionales tienen la posibilidad de comparar su potencial inversión en infraestructura con el retorno de títulos públicos emitidos por el mismo país en el cual se encuentra radicada la obra a desarrollar. En este sentido, los bancos de desarrollo pueden proporcionar financiación transitoria amortiguando la primera pérdida potencial que pudiera ocurrir o implementando otras herramientas para mejorar el crédito, así como asegurar contra el riesgo político.

Los inversores institucionales a gran escala prefieren activos que gocen del “grado de inversión” (calificación mínima otorgada por las calificadoras de riesgo para medir un umbral aceptable de recuperado de la inversión en tiempo y forma) y horizontes a largo plazo con mercados secundarios que permitan la salida de la inversión en forma rápida. No es el caso de Argentina, al menos por el momento.

El objetivo de los inversores institucionales es reducir el costo del capital a través de la mitigación del riesgo, siempre que los rendimientos estén en línea con los requisitos de retorno a largo plazo. Esto significa que una forma de impulsar una mayor inversión en infraestructura sostenible es utilizar instrumentos financieros que mitiguen el riesgo y que fueran ofrecidos por contrapartes que decidieran asumir o soportar la hipotética primera pérdida en caso de ocurrencia de siniestros de crédito u ocurrencia de eventos crediticios negativos. **ESTO PODRÍA SUPLANTARSE CON LA EXISTENCIA DE LA ESCROW ACCOUNT SUGERIDA EN ESTE TRABAJO.**

NORMALIZACIÓN

Los proyectos de infraestructura a menudo tienen términos contractuales completamente diferentes, lo que dificulta evaluar los mismos de manera eficiente. Una mayor estandarización ayuda a atraer fondos a proyectos de infraestructura más pequeños. El gobierno debería promover la estandarización de la preparación y evaluación del proyecto, mediante el uso de marcos de evaluación de riesgos y documentación estandarizada.

La ausencia de contratos de financiación financiera estándar con convenios comparables y principios de ejecución legal puede conducir a complejidades significativas e innecesarias. Una mayor estandarización financiera reduciría los costos y facilitaría las asignaciones de los inversores institucionales a la inversión en infraestructura. Los contratos financieros estructurados de forma más homogénea, basados en buenas prácticas, también permitirían una mejor divulgación e información, al tiempo que simplificarían el proceso de calificación de las agencias de calificación crediticia. Finalmente, un conjunto de cláusulas financieras comunes puede ayudar a crear una masa crítica de proyectos estructurados

de manera similar y fomentar el desarrollo de mercados secundarios profundos y líquidos.

LA ESTANDARIZACIÓN DE PRODUCTOS PUEDE REDUCIR LAS BARRERAS AL ACCESO DE CAPITAL PRIVADO

Estandarizar un conjunto de instrumentos financieros básicos en forma combinada (seguros de riesgo específicos, préstamos subordinados, garantías de primera pérdida, bonos de impacto social, etc.) alineando sus términos y condiciones contractuales aliviaría algunas dificultades que experimenta el sector privado, que incluyen las complejidades de los contratos y los altos costos de transacción asociado con la falta de familiaridad y experiencia interna para evaluar las estructuras financieras a medida.

La estandarización ha llevado a una mayor transparencia, concentración o agregación de liquidez y eficiencia operativa para ejecutar y liquidar operaciones. La estandarización también ha sido un ingrediente importante para los productos que han migrado con éxito a la comercialización eficiente en plataformas electrónicas⁵⁷.

AGRUPACIÓN POR PROYECTOS

Otra forma de reducir los costos de transacción para los inversores es mediante el agrupamiento de proyectos, incluido el desarrollo de fondos, índices y vehículos de titulización específicos según destinos de la inversión: carreteras, viviendas, energía, etc.

La agrupación de activos con una calificación de crédito adecuada puede ayudar a aumentar la escala de la inversión institucional para la infraestructura sostenible.

La agregación de los activos subyacentes en estructuras y carteras de fondos financieros combinados puede aumentar el tamaño de las transacciones, mejorar la liquidez de los activos a largo plazo, diversificar los riesgos y crear tramos de inversión que atraigan a diferentes inversores institucionales. Crear más vehículos de inversión con el perfil adecuado de riesgo / rendimiento que sea familiar para

un mercado amplio (es decir, agrupando activos con calificación inferior a la de grado de inversión y luego aplicando alguna mejora crediticia para obtener un vehículo con grado de inversión) sería fundamental para ampliar la inversión institucional en transacciones financieras con destino a la infraestructura.

La agrupación de activos, por supuesto, requiere que haya activos suficientes para la agrupación.

PONER A DISPOSICIÓN DATOS PARA LA TOMA DE DECISIONES DEL INVERSOR

La disponibilidad de datos claros y oportunos garantiza que los inversores puedan evaluar las características clave de los proyectos de infraestructura, en particular su perfil de riesgo-rendimiento esperado. Sin embargo, el gobierno y los mercados carecen de datos completos, detallados y sistematizados a nivel de activos para realizar evaluaciones adecuadas e informadas. Para abordar esta deficiencia, se debe dedicar más trabajo al desarrollo de datos sobre el rendimiento a largo plazo de la infraestructura a nivel de activos y proyectos.

DESARROLLO DE MERCADOS SECUNDARIOS

El gobierno podría aumentar significativamente la inversión privada en activos de infraestructura agregando liquidez a las bolsas de valores, actuando como creadores de mercado, para la cotización de los títulos de deuda y/o certificados de inversión que emitieran los fondos de inversión en infraestructura

La característica principal de los denominados "market-makers" es su obligación de apoyar el mercado secundario de determinados títulos valores, cumpliendo con la función de generar mercado (mantener en todo momento precios de compra y de venta, generando una curva permanente) en los títulos pertinentes, creando liquidez al cotizar en forma continua para asegurar un mercado de dos vías, y facilitando la eficiencia en el funcionamiento del mercado. Paralelamente, y dado que las necesidades de los inversores mayoristas y minoristas son distintas, los market-makers actúan a su vez como una especie de puente para unir esos mercados,

⁵⁷. Infrastructure Investing and the S&P Global. Infrastructure Index Standard & Poor's, April 2008.

intermediando habitualmente entre ambos tipos de inversores⁵⁸.

Obviamente, su rol los expone a riesgos financieros tales como los de no poder vender a un precio razonable los títulos que hubiesen comprado y/o no poder comprar a precios razonables los títulos que hubiesen vendido en descubierto. Para cubrir ese riesgo deben contar necesariamente con una posición de capital suficiente para soportar las eventuales pérdidas.

Entre los elementos comunes en los modelos de negocios de los distintos tipos de market-makers se pueden incluir, a saber:

- i) Una base suficientemente amplia de clientes para asegurar la ejecución de un flujo de órdenes importante.*
- ii) Un nivel de capital adecuado para sustentar grandes posiciones.*
- iii) Acceso continuo a diversos mercados, incluyendo aquellos para obtener el fondeo necesario o para operar con derivativos.*
- iv) Capacidad para gestionar grandes inventarios de títulos, asumiendo los riesgos asociados.*
- v) Experiencia en mercados de capitales para proveer cotizaciones competitivas, aún en periodos de elevada volatilidad financiera.*

Pero los market-makers no son los únicos participantes que contribuyen a dotar de liquidez a los mercados. También los bancos universales operando con su cartera propia (proprietary trading) contribuyen a absorber desequilibrios temporarios del mercado estando esta actividad muy relacionada con la función de los market-makers, a menudo dentro de distintas áreas en la misma institución. Asimismo, es importante diferenciar ambas actividades en función de distintos aspectos:

- i) Objetivos: la actividad de market-making contribuye para afianzar la relación con los*

clientes, a partir de distintas operatorias tales como underwriting, originación, gestión de activos u operaciones de bolsa, todas ellas estrechamente vinculadas con la provisión de servicios de market-making. La importancia de la base de clientes explica por qué estos market makers continúan proveyendo este servicio aún en mercados muy volátiles donde la rentabilidad es sumamente pequeña. En cambio, la actividad de manejo de cartera propia de la banca universal, al no estar relacionados específicamente con operatorias comerciales, genera una potencial disminución de la operatoria en situaciones de estrés de mercado, interviniendo solamente para buscar rentabilidad en lo que podrían considerarse correcciones temporarias del mercado.

ii) Asimetría en la información: dado el objetivo de facilitar la operatoria en vez de tomar posiciones direccionales (compradas o vendidas), los market-makers típicamente son entidades consideradas como que no operan en función del aprovechamiento de ventajas en el manejo de la información. Por el contrario, cuando las instituciones operan con su cartera propia, buscan obtener ganancias a partir de un correcto análisis de la información que disponen.

iii) Perfiles de riesgo: si bien el perfil de riesgo puede ser similar en algunos aspectos, existen algunas diferencias dado que las actividades de market-making pueden variar muy fuertemente dependiendo de las características del mercado.

En mercados donde la liquidez es elevada, el riesgo que asumen estos operadores es más limitado, mientras que la participación en mercados ilíquidos muchas veces trae aparejada la necesidad de mantener inventarios elevados de títulos en función de la demanda potencial futura de los clientes, cosa que no ocurriría en el caso de la gestión de cartera propia.

Un aspecto clave del comportamiento de los bancos universales con relación a la función de proveedor

⁵⁸. "Fundamentos del market-making y los mecanismos de los mercados".Saul Musicante. 2018.

de liquidez al mercado es que ninguno de los participantes puede esperar que estos se expongan en forma deliberada al riesgo de desvalorización de los activos en los cuales están obligados a hacer mercado. Es más, los market-makers podrían representar en sí mismos una fuente importante de contagio de inestabilidad financiera en caso de no poder manejar adecuadamente estos riesgos. La actividad de market-making se basa en que existe un desequilibrio entre la oferta y demanda de los activos financieros y que se equilibra por esta actividad.

La percepción de los participantes del mercado respecto del valor de estos activos genera cambios en la oferta y demanda y consecuentemente produce un ajuste en su valuación. Por ende, existen algunos factores que contribuyen a que se produzcan grandes desequilibrios con los consiguientes impactos adversos en el mercado, tales como:

i) la denominada “ilusión de liquidez” (una sobreestimación de la liquidez) por parte de los participantes del mercado.

ii) un flujo de órdenes concentrado en pocos participantes, que amplifican la volatilidad.

iii) la mayoría de los participantes del mercado siguiendo estrategias de inversión similares (el denominado efecto “manada”).

iv) los participantes utilizando estrategias de fondeo vulnerables a cambios en las condiciones del mercado.

Otro punto relevante está referido a si sería factible lograr una mitigación de los riesgos de ocurrencia de inestabilidad financiera en el mercado generando políticas para robustecer a las instituciones participantes en la operatoria. En ese sentido, los últimos cambios regulatorios apuntan a exigir más capital y un menor nivel de apalancamiento a los bancos para prevenir el efecto negativo de exposiciones excesivas en estos portafolios riesgosos, por ende reduciendo el riesgo de reversiones imprevistas que generen a su vez grandes desequilibrios en el mercado. En esta misma dirección apuntan las distintas metodologías de gestión del riesgo de mercado (valor ajustado al riesgo), que al fijar objetivos de rentabilidad ajustados por volatilidad, hace que los participantes tengan menos incentivos a construir inventarios muy riesgosos, e incluso reduzcan las exposiciones durante

periodos de alta volatilidad.

Una reducción en la oferta de servicios realizados por los market-makers tradicionales habilita la posibilidad a que otros participantes del mercado comiencen a actuar como proveedores de liquidez, balanceando en cierta manera el impacto negativo. Pero, estos nuevos proveedores no tendrían el incentivo de actuar si las condiciones del mercado empeoran (especialmente si no visualizan ganancias extraordinarias que compensen el mayor riesgo asumido). Este cambio en el mercado, especialmente si los nuevos proveedores no son entidades reguladas pueden generar un deterioro adicional en la solvencia general del mercado.

Las ventajas que este cambio en los tipos de market-makers (de entidades más reguladas a sujetas a menor regulación) apuntarían a poder generar mejores estándares en la provisión de liquidez y una oferta superior de estos servicios a los participantes en el mercado producto de la mayor competencia.

Algunos puntos de los mencionados tienen influencia potencial a nivel de la regulación, en especial para los siguientes aspectos:

i) Mayor transparencia y mejor monitoreo: promover mayor transparencia a nivel de la capacidad de las entidades en forma individual de proveer los servicios de market-making en los distintos sistemas financieros. El hecho de tener información más precisa sobre las posiciones brutas y netas de los market-makers contribuirá a mejorar la evaluación de la solvencia del mercado. De todos modos, los reguladores necesitarán evaluar las ventajas y riesgos entre promover mayor transparencia al exigir a los market-makers a divulgar sus posiciones, dado que esto podría implicar que estas entidades eviten la acumulación de inventarios de activos muy riesgosos, especialmente en mercados poco líquidos y de alto riesgo por temor a que el mercado perciba que son más riesgosas y ello pudiese poner en riesgo sus fuentes de fondeo y/o su costo de captación, y por ende contribuyendo a generar una mayor volatilidad en el mercado.

ii) *Mejorar la gestión del riesgo de liquidez: una mayor transparencia generalmente contribuye a una mejor apreciación del riesgo de liquidez, donde los distintos participantes del mercado necesitan asegurarse que en sus métodos de cálculo de este riesgo esté incluido el impacto para cada participante que representaría una reducción en la oferta de servicios de market-making y por ende un impacto incremental en los precios.*

iii) *Aumentar la capacidad de absorción de shocks por parte de los market-makers: regulaciones que tiendan a mejorar la capacidad de absorción de pérdidas por parte de los bancos y a incentivar a conseguir estructuras de fondeo prudentes, tenderán a fortalecer a las entidades que cumplan con la función de market-making.*

iv) *Mejorar las condiciones para el cumplimiento de la función de market-making: una opción sería la de expandir los incentivos para que los market-makers actúen más ampliamente en los mercados secundarios de los distintos tipos de activos, especialmente en los cuales exista una escasa liquidez. Estos cambios pueden contribuir a una mayor liquidez en todo el sistema, si los market-makers perciben que pue-*

den generar una mayor rentabilidad a partir de prestar mayor volumen de estos servicios.

v) *Mejorar la fortaleza de los mercados de fondeo y de cobertura (hedging markets): como se mencionó la función de market-making está relacionada estrechamente con los mercados de fondeo y de cobertura. Las iniciativas que se implementasen beneficiarán la liquidez de los mercados (especialmente los de renta fija) facilitando la administración del riesgo de acumulación de inventarios de bonos por parte de los market-makers. Con relación a esto, medidas tendientes a reducir el riesgo de contraparte tales como la utilización de terceros que actúen en la liquidación de las operaciones que sean concertadas en forma bilateral por los participantes del mercado también contribuirá a mejorar la función de market-making.*

Otro set de medidas que eventualmente podrían establecer los reguladores está relacionado con posibles alternativas de otorgamiento de financiamiento en caso de ocurrencia de crisis en los mercados donde actúan los market-makers. Las mismas tendrían como objetivo mitigar los riesgos de ocurrencia de crisis en los mercados y en caso de ocurrencia, brindar elementos que permitan limitar las consecuencias negativas de dicha crisis.

6.3 INCENTIVOS QUE PODRÍAN POTENCIAR LA PROPUESTA DE FINANCIAMIENTO DE OBRAS DE INFRAESTRUCTURA

En el marco de la propuesta que estamos aquí presentando hemos agregado CUATRO factores que entendemos fundamentales para la concreción exitosa del financiamiento de las obras.

En particular estos elementos tenderán a promover, incentivar y asegurar la provisión y canalización de fondos suficientes a lo largo plazo para poder financiar las obras públicas de gran envergadura en su totalidad.

Y estos factores de éxitos son:

ESQUEMA DE ELIMINACIÓN DE ALÍCUOTA DEL IMPUESTO A LAS GANANCIAS Y A LA RENTA FINANCIERA PARA INVERSORES QUE INVIRTAN EN TÍTULOS DE DEUDA DE FIDEICOMISOS DE INFRAESTRUCTURA EMITIDOS POR EL FIPA

El artículo 20 de la Ley N° 20.628 de Impuesto a las Ganancias, texto ordenado en 1997 y sus modificaciones,

contempla la exención del Impuesto de las Ganancias para determinadas entidades o bajo ciertas circunstancias.

La Ley N° 27.430 incorpora un impuesto cédular dentro del Impuesto a las Ganancias a aplicarse, entre otros, a las rentas de instrumentos financieros o de su enajenación.

¿Cuáles son los conceptos sujetos a retención?

De acuerdo a lo dictado en la RG 4227, los conceptos sujetos a retención son:

- *Intereses originados de depósitos a plazo efectuados en instituciones sujetas al régimen de entidades financieras de la Ley N° 21.526.*
- *Rendimientos de LEBAC.*
- *Rendimientos de obligaciones negociables, cuotas de fondos comunes de inversión, títulos de deuda de fideicomisos financieros y contratos similares, bonos y demás valores que no se encuentren comprendidos en la exención prevista en el artículo 20 de la Ley de Impuesto a las Ganancias en su inciso w).*

Se sugiere incorporar a dicho plexo normativo que la compraventa, así como la renta generada, por títulos valores emitidos por el FIPA estén eximidas del pago del Impuesto a las Ganancias y a la Renta Financiera para inversores locales e internacionales.

CREACIÓN DE ESCROW ACCOUNT (QUE CONTIENE TÍTULOS DEL TESORO DE USA Y EL FLUJO DE RETENCIONES A LAS EXPORTACIONES HIDROCARBURÍFERAS) ASEGURANDO LA EXISTENCIA DE DÓLARES PARA REPAGO DE LA ESTRUCTURACIÓN DE INSTRUMENTOS EN MONEDA EXTRANJERA A INVERSORES DE LARGO PLAZO Y PARA OBRAS DE GRAN DURACIÓN

Una de las principales dificultades que se manifiestan al momento de diseñarse estructuras de financiamiento destinadas a obras públicas de infraestructura de gran envergadura, como las centrales termoeléctricas por ejemplo, y que conllevan por su naturaleza un plazo de construcción y/o puesta en funcionamiento de al menos siete años que pueden incluso adicionar varios años de gracia hasta que dicho emprendimiento fuera

capaz de generar flujos de fondo; es la incertidumbre tácita para el inversor de largo plazo, especialmente del inversor institucional extranjero, de la existencia o no del respaldo o garantía suficiente de cobro del instrumento de deuda originalmente emitido.

Generalmente dichos instrumentos de deuda (TDF de los Fideicomisos) suelen estar acompañados de avales otorgados por el Gobierno Nacional o los gobiernos subnacionales. Sin embargo, desde el punto de vista de las finanzas públicas, los avales constituyen deuda pública y por lo tanto se requiere su aprobación presupuestaria anual quedando sujeta a los vaivenes de las coyunturas económicas (posibilidad de fluctuación del crecimiento económico, de la recaudación proyectada, etc) así como de las coyunturas políticas ya que el Presupuesto es propuesto por el PEN pero aprobado por el Congreso sujeto en algunas circunstancias a un marco de negociaciones entre contrapartes políticas. Ambas coyunturas son factores de incertidumbre para el inversor respecto al grado de respaldo financiero de su activo.

Por este motivo, y a los fines de procurar el aterrizaje de capitales locales y extranjeros para el financiamiento de las grandes obras públicas previstas en el Plan de Obra es que proponemos la creación de la figura de la "Escrow Account" o "Cuenta de Garantía Bloqueada" en la cual el Estado Nacional deposita títulos públicos emitidos por el Tesoro de USA y deriva hacia dicha cuenta los fondos recaudados por el cobro de las retenciones a las exportaciones hidrocarbúricas, a los fines de que actúen como garantía de cobro para los tenedores de TDF emitidos por los diversos fideicomisos que fuera estructurando el FIPA.

Esta "Escrow Account", por su constitución, no es integrada a las finanzas del Tesoro nacional y por lo tanto éste no puede acceder a dichos títulos, asegurando así la existencia permanente de la garantía para el inversor. La Escrow Account tiene como fin garantizar por parte del emisor de deuda (en nuestro caso, el fideicomiso) el cumplimiento de la responsabilidad que pudiese derivarse de la aparición de algún pasivo contingente. **La Escrow Account debería estar constituida en el exterior y su administrador fiduciario también debería ser una entidad financiera de reconocido prestigio y experiencia en mercados de capitales globales.**

Creemos que el Fondo de Garantía de Sustentabilidad de ANSES es el Organismo apropiado para ceder las tenencias de títulos públicos a la Escrow Account.

El FGS cuenta con una amplia gama de instrumentos financieros sujetos a ser transferidos, lo que evitaría nuevas emisiones de deuda por parte del Tesoro de la Nación.

El plazo de duración de este depósito de títulos deberá ser coincidente con el plazo de duración de la deuda emitida por el fideicomiso de infraestructura y deberá asimismo estar en relación con la duración de las contingencias declaradas y manifestadas por el emisor. En caso de contingencias, se libera de la "Escrow Account" la cantidad resultante necesaria para hacer frente al cumplimiento del pago del cupón de renta y/o amortización del TDF emitido, en tiempo y forma.

La Escrow Account puede estar a nombre del fideicomiso o del inversor y solamente puede ser liberado por mutuo acuerdo o por decisión del juez o árbitro al que esté sometida la relación contractual (depende del caso). Se designa así a un tercero imparcial (agente fiduciario o agente de custodia) para que mantenga en custodia los títulos públicos, para que en el momento oportuno o al cumplirse ciertas condiciones, ese tercero, ejecute ciertas instrucciones específicas acordadas previamente entre esas partes. A ese tercero imparcial se le denomina "Agente Escrow". Se sugiere que sea una entidad financiera internacional.

Si bien un Escrow podría contener cláusulas que confieran al Agente Escrow las facultades de un Fiduciario y hasta discreción para decidir cómo proceder en casos de conflictos entre las partes, en la gran mayoría de ellos el Agente asume una función mucho más ministerial. Básicamente su obligación consiste en ejecutar las instrucciones específicas contenidas en el acuerdo. Lo usual es que no corresponde a dicho Agente dirimir los conflictos entre las partes, sino que de presentarse conflictos entre ellas, ello deberá resolverse por tribunal judicial o arbitral competente. Sin embargo, aún en estos casos, resulta admisible que el Agente Escrow, tome decisiones menores que permitan implementar operativamente las instrucciones de las partes y el propósito por el cual se constituyó el Escrow, siempre que ello se haga de modo tal que esto conlleve al cumplimiento de lo pactado entre las partes y el cumplimiento del propósito y espíritu del Escrow.

El Agente Escrow debe respetar el debido proceso de ley, por lo que deberá notificar adecuadamente a las partes y darles audiencias cuando proceda para que expongan sus puntos de vista, pero todo ello de una manera sumaria y tratando de mantener la celeridad

que caracteriza a un Escrow. En caso de haber dudas razonables en cuanto a la forma en que deben ejecutarse las instrucciones; o sobre los alcances de lo convenido entre las partes; o sobre si una o varias partes han cumplido o no; o si se han dado las condiciones para la entrega de los fondos, el Agente Escrow podrá prevenir a las partes para que sometan el asunto a decisión del respectivo tribunal.

Por sus servicios el Agente Escrow cobrará un honorario que se fija en proporción al valor de los bienes en custodia y a los deberes y responsabilidades asumidos por el Agente. Sin embargo, podría ocurrir que en el transcurso del Escrow se presenten situaciones que hagan que el Agente tenga que incurrir en gastos o servicios imprevistos o que, aunque previstos, no había seguridad de que se iban a presentar. En tales casos, las partes deberán cubrir los costos que ello demande, pudiendo el agente Escrow exigir que dichos costos sean pagados de previo y/o que sean cubiertas por la parte carente de razón o que haya actuado de mala fe.

Es fundamental que el Agente Escrow, esté por entidades reguladoras internacionales para desempeñarse como tal, la cual impone a dichos Agentes serias regulaciones y múltiples requisitos y reportes periódicos para evitar que la actividad de dichos Agentes pueda ser utilizada por el crimen organizado para lavar dinero o financiar el terrorismo.

Cabe mencionar, que la posible cesión de tales instrumentos a la Escrow Account, es sólo en carácter de garantía temporal de pago a los inversores que suscribirían los títulos de deuda fiduciaria de los fideicomisos de obra. A medida que los fideicomisos van cumpliendo con sus pagos de capital e intereses en tiempo y forma, estas garantías (los títulos públicos cedidos por ANSES) se van recuperando o reutilizando para garantizar nuevos fideicomisos de obra pública.

INCORPORACIÓN DE INVERSORES QUE DISPONEN DE AHORROS FUERA DEL SISTEMA FORMAL LOCAL ("COLCHÓN") E INTERNACIONAL PARA CANALIZAR HACIA TDF DE FIDEICOMISOS DE INFRAESTRUCTURA

El Estado Nacional debe destinar una porción sustantiva de los recursos para implementar políticas públicas destinadas a sostener las actividades productivas, preservar el nivel de empleo y financiar la inclusión social de los sectores desprotegidos.

Frente a tamaña exigencia, es imperativo recurrir a la captación de nuevos recursos, que permitan asimismo, la adopción de políticas anticíclicas con miras al fortalecimiento del sistema.

Bajo las premisas de profundizar el modelo, orientado a la producción, el empleo y el desarrollo sustentable, se advierte la necesidad de articular medidas novedosas o adecuar aquellas que se revelaron exitosas.

En este sentido, aparece propicio proponer la instauración de un mecanismo que permita la exteriorización, repatriación de capitales y regularización impositiva de fondos cuando fueran exclusivamente aplicados a la suscripción de un menú de valores mobiliarios emitidos a fin de financiar el Plan de Obras.

BREVE REFERENCIA AL RÉGIMEN DE REGULARIZACIÓN IMPOSITIVA Y REPATRIACIÓN DE CAPITALES CREADO POR LA LEY N° 26.476.

Mediante la sanción de la Ley N° 26.476, se estableció un *“Régimen de Regularización Impositiva, Promoción y Protección del Empleo Registrado con Prioridad en Pymes y exteriorización y Repatriación de Capitales”*.

El citado régimen se estructuraba en torno a tres grandes capítulos:

- *la regularización de impuestos y recursos de la seguridad social.*
- *un régimen especial de regularización del empleo no registrado y promoción y protección del empleo registrado.*
- *la exteriorización de la tenencia de moneda nacional, extranjera, divisas y demás bienes en el país y en el exterior.*

Sin perjuicio de que excede en mucho el propósito del presente informe, a simple título de recensión informativa, digamos que el primer Título del cuerpo normativo que venimos relacionando, apuntaba a la regularización de ciertos impuestos y obligaciones con la seguridad social, suspendiendo y en su caso, extinguiendo las causas penales que podrían haber estado sustanciándose, mediante ciertas franquicias a la hora

de satisfacer deudas tributarias anteriores a la sanción de la ley. Quienes así procedieran, resultaban beneficiario de un rango de condonaciones de deudas.

Por su parte, el segundo Título, confería ciertas facilidades tendientes a la regularización del empleo no registrado, sea por el lado de una rectificación de la remuneración o la fecha de inicio de ciertas relaciones laborales. La regularización acarreaba como beneficio la liberación de multas y otras sanciones; así como la extinción de la deuda de capital e intereses originada en la falta de pago de aportes y contribuciones de la seguridad social, así como las cuotas sindicales. Asimismo, se adicionaba como incentivo una reducción en las contribuciones vigentes respecto de los trabajadores regularizados. Finalmente, el tercer Título, que es en definitiva el que interesa al presente desarrollo, facilitaba la exteriorización de la tenencia de moneda nacional, extranjera, divisas y demás bienes en el país y en el exterior.

Resultaban beneficiarios de dicha franquicia las personas físicas, las sucesiones indivisas, las sociedades constituidas en el país o empresas unipersonales; los comisionistas, rematadores, consignatarios y demás auxiliares de comercio y los fideicomisos (salvo los fideicomisos financieros), entre otros, quienes podían exteriorizar la tenencia de moneda extranjera, divisas y demás bienes en el exterior y la tenencia de moneda nacional, extranjera y demás bienes en el país.

Se establecían diversos mecanismos registrales a fin de exteriorizar la tenencia de moneda extranjera, que iban desde la declaración de un depósito en entidades financieras del exterior; la transferencia a una entidad financiera del país; la presentación de una declaración jurada respecto de los demás bienes y/o mediante el depósito en una entidad financiera de aquellas tenencias en el país (Cfr. Art. 25 Ley N° 26.476).

Así las cosas, las divisas y bienes exteriorizados estaban sujetos a un impuesto especial (Cfr. Art. 26 Ley N° 26.476), cuya tasa alícuota variaba según el lugar de radicación de los mismos. En efecto, para bienes radicados en el exterior y tenencia de moneda extranjera y divisas en el exterior, que no se transferían al país, la tasa era del 8%; para bienes radicados en el país y tenencia de moneda local o extranjera en el país que no se utilizara para suscribir títulos públicos emitidos por el Estado nacional, un 6%; mientras que si los mismos bienes se utilizaban para la suscripción de títulos públicos emitidos por el Estado nacional, la tasa

alícuota era del 3%, con la obligación de mantenerlos en cartera por un período no inferior a 24 meses, caso contrario la tasa alícuota era de un 5% adicional.

También en el mismo artículo que venimos comentado, se amparaba con una tasa diferencial del 1 % a aquellas tenencias de moneda extranjera y/o divisas en el exterior, y moneda local y/o moneda extranjera en el país, por personas físicas, que se destinaran a la compra en el país de viviendas nuevas, construidas o que obtengan certificado final de obra a partir de la vigencia de la ley, con la obligación de permanecer en cabeza del titular por un plazo de 2 años. La misma tasa del 1 % era aplicable a aquellas tenencias de moneda extranjera y/o divisas en el exterior, y moneda local y/o moneda extranjera en el país, que se destinara a la construcción de nuevos inmuebles, finalización de obras en curso, financiamiento de obras de infraestructura, inversiones inmobiliarias, agroganaderas, industriales, turismo o de servicios.

Resulta del caso señalar, que los sujetos beneficiarios que efectuaran la exteriorización e ingresaran el impuesto especial antes enunciado, estaban eximidos de informar a la Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP) la fecha de compra de las tenencias y el origen de los fondos con las que fueran adquiridas, al tiempo que quedaban liberados de las acciones judiciales, así como del pago de ciertos impuestos que hubieran omitido declarar (Cfr. Art. 32 Ley N° 26.476).

EN SU HORA, EL BLANQUEO DE CAPITALS ALCANZÓ EN SU CONJUNTO UNA SUMA DE APROXIMADAMENTE U\$S 8.300 MILLONES. EL 98,5% DE LOS CAPITALS EXTERIORIZADOS EN SUS DISTINTAS FORMAS -SEAN ACTIVOS MONETARIOS O FÍSICOS- CORRESPONDIÓ A TENENCIAS EN EL PAÍS, MIENTRAS QUE SÓLO EL 1,5% DE LAS PRESENTACIONES FUERON POR ACTIVOS RADICADOS EN EL EXTERIOR.

POR ENTONCES SE ESTIMABA QUE EN EL EXTERIOR EXISTÍAN UNOS U\$S 140.000 MILLONES, DE LOS CUALES INGRESARON AL PAÍS APROXIMADAMENTE U\$S 4.400 MILLONES.

BREVE REFERENCIA A LA LEY 26.860 DE EXTERIORIZACIÓN VOLUNTARIA DE LA TENENCIA EN MONEDA EXTRANJERA EN EL PAÍS Y EN EL EXTERIOR

Puede llamar la atención que a menos de cinco años de la promulgación de la Ley 26.476 (BO del 24/12/2008),

que contempló un régimen de exteriorización y repatriación de capitales, el Estado Nacional insistió nuevamente con una medida que la doctrina considera aplicable para situaciones extraordinarias de la economía.

Sin embargo, aquel régimen tenía un objetivo recaudatorio y de regularización impositiva de los contribuyentes, ya que a los beneficios del blanqueo se le sumaba un plan de pagos que incluía la condonación de sanciones y reducción de intereses, y además un régimen de promoción y protección del empleo registrado.

En esta nueva versión, el blanqueo otorgaba beneficios "hacia adelante", sin perjuicio de algunas alternativas de regularización que serían analizadas y tiene como génesis de su creación dos aspectos centrales: (i) La posibilidad de que el Estado introduzca en la economía formal los dólares no declarados, que se infiere tienen los particulares ocultos en el país y en exterior; y (ii) La financiación de proyectos de inversión pública (infraestructura e hidrocarburos), como así también la promoción de la industria de la construcción.

El Título I de la norma disponía entonces la creación de tres instrumentos destinados al cumplimiento de los citados objetivos: (i) El Bono Argentino para el Desarrollo Económico (BAADE); (ii) El Pagaré de Ahorro para el Desarrollo Económico; y (iii) El Certificado de Depósito para Inversión (CEDIN). El goce de los beneficios que establece la ley estaría sujeto a que el importe correspondiente a la moneda extranjera que se exteriorice se afecte a la adquisición de alguno de los citados instrumentos.

Las personas físicas, las sucesiones indivisas y las sociedades -se encontrarán inscriptos o no ante la AFIP- podrían exteriorizar voluntariamente la tenencia de moneda extranjera en el país y en el exterior, como así también la tenencia de moneda extranjera en el país y en el exterior, que resulte del producido de la venta de bienes existentes.

La referida exteriorización se efectuaba, para el caso de tenencia de moneda extranjera en el país, mediante su depósito en entidades financieras comprendidas en el régimen de la Ley 21.526, y para la tenencia de moneda extranjera en el exterior, a través de su transferencia al país a través de las citadas entidades.

A diferencia del régimen de régimen de exteriorización y repatriación de capitales que estuvo vigente en el año 2009, la versión 2013 del blanqueo no estuvo sujeta al pago de impuesto especial alguno, condición

que confirma la tesis de que dicho esquema no tuvo un objetivo recaudatorio.

Los sujetos que efectuaron la exteriorización no estuvieron obligados a informar a la AFIP, la fecha de compra de las tenencias, ni el origen de los fondos con las que fueran adquiridas, y gozaron de los siguientes beneficios:

i) Las tenencias exteriorizadas no fueron considerados como incrementos patrimoniales no justificados.

ii) Quedaron liberados de toda acción civil, comercial y penal tributaria, administrativa, penal cambiaria y profesional que pudiera corresponder.

iii) Quedaron eximidos del pago de los impuestos que hubieran omitido declarar.

La Ley 26.860 no contiene eximición alguna con respecto al impuesto sobre los ingresos brutos de las distintas provincias. Ello se debe a que el Congreso Nacional no tiene potestad tributaria sobre dicho gravamen, sino que es facultad de las provincias legislar sobre éste. Por consiguiente, fueron las legislaturas locales las que debieron dictar una ley para eximir de la obligación tributaria frente al impuesto sobre los ingresos brutos de su provincia a los sujetos que exterioricen moneda extranjera.

- **La aplicación del Cedin**

La Ley 26.860 dispone en su artículo 2º que el Certificado de Depósito para Inversión (CEDIN) será cancelado en la misma moneda de su emisión (dólares estadounidenses), por el Banco Central de la República Argentina o la institución que éste indique, ante la presentación del mismo por parte del titular o su endosatario. No obstante, su cancelación estará sujeta a la previa acreditación de la realización de determinadas operaciones. Fue mediante la Comunicación "A" 5447 que el Banco Central se refirió a la aplicación del CEDIN. De acuerdo a dicha normativa, los bancos debían verificar, antes de cancelar cada certificado, que se acompañe la documentación correspondiente a la aplicación del mismo en el país en los destinos admitidos:

a. Compra de terrenos, lotes o parcelas -sean urbanos o rurales-, galpones, locales, oficinas, cocheras, y viviendas ya construidas.

b. Construcción de nuevas viviendas.

c. Refacción, ampliación o mejora de inmuebles.

- **La emisión del BAADE**

Se trató de título público en dólares estadounidenses que pagó un interés del 4% (en dos cuotas semestrales) y venció el 17 de julio de 2016. Este lo podían suscribir personas o empresas que tuvieran fondos no declarados en el país o el exterior y quieran blanquearlos, o bien público en general que contaba con tenencias declaradas de divisas. Por ley, todo lo recaudado con el BAADE debía ser destinado a financiación de proyectos de inversión pública en sectores estratégicos, como infraestructura e hidrocarburos.

EL GOBIERNO PRORROGÓ SIETE VECES LA VIGENCIA DEL BLANQUEO DE CAPITALES. EL PLAN LOGRÓ CAPTAR UNOS US\$ 1450 MILLONES DESDE SU INICIO A MEDIADOS DE 2013, FRENTE A LA EXPECTATIVA DEL GOBIERNO, QUE PLANEABA RECAUDAR US\$ 4000 MILLONES. EL 97% CORRESPONDIÓ A COMPRAS DE CEDIN Y EL 3% A EMISIÓN DE BAADE.

BREVE REFERENCIA A LA LEY 27.260 DEL AÑO 2017

El 1 de agosto se reglamentó la ley 27.260 que incorpora la Reparación Histórica a Jubilados y Pensionados y el régimen de exteriorización de capitales, o blanqueo. Su objetivo era lograr la mayor declaración voluntaria de patrimonio no declarado de la historia argentina, y regularizar la deuda con el fisco accediendo, por única vez, a ciertos beneficios.

Sus aspectos principales eran:

Desde el 1 de agosto de 2016 y hasta el 31 de marzo de 2017 se podía efectuar la Declaración Patrimonial de tenencia de moneda nacional, extranjera y demás bienes en el país y en el exterior. El acogimiento al régimen voluntario y excepcional permitía exteriorizar moneda nacional, extranjera y demás bienes en el país o en el exterior, abonando un impuesto especial cuya alícuota dependía del caso específico. Los bienes declarados dentro de este régimen podían ser repatriados o continuar en el exterior. Asimismo, este régimen ofreció la posibilidad de invertir las tenencias y/o valores declarados en Fondos Comunes de Inversión

destinados al financiamiento de la economía real, o suscribirlos en forma originaria a títulos públicos que emitiría el Poder Ejecutivo. La ley de blanqueo también les dio a los contribuyentes que adherían al régimen la posibilidad de no pagar el “impuesto especial” que establece la norma si se suscriben a Fondos Comunes de Inversión, abiertos o cerrados, destinados a proyectos de infraestructura, productivos o de vivienda con un plazo mínimo de 5 años.

EL BLANQUEO DE CAPITALES ALCANZÓ LOS U\$S 116.800 MILLONES, EQUIVALENTE AL 1,8% DEL PBI. DEL TOTAL EXTERIORIZADO EL 80% (U\$S 93.300 MILLONES) QUEDARON EN EL EXTERIOR Y SOLO UN 20% (U\$S 23.500 MILLONES) INGRESARON AL PAÍS.

RESPECTO A DESTINAR LOS CAPITALES DE UN NUEVO ESQUEMA DE BLANQUEO HACIA LA ADQUISICIÓN DE TÍTULOS DE DEUDA FIDUCIARIA EN EL MARCO DE OBRAS DE INFRAESTRUCTURA

Se debería establecer un plazo obligatorio de mantenimiento en cartera de dichos valores mobiliarios, plazo que debería ser consistente con el tipo de obra a financiar.

Por su parte, el régimen de la Leyes N° 26.476 y N° 27.260 que venimos analizando establecía ciertas tasas alícuotas diferenciales, según el destino. De considerarse viable la proposición de un cuerpo de reformas normativas como el que aquí se enuncia, habría que efectuar los correspondientes estudios de sensibilidad a fin de determinar la conveniencia de una tasa u otra, o aún, la liberación de todo tributo.

Finalmente, resulta del caso señalar que toda cuestión de índole impositiva, tanto más una excepción al régimen general, debe ser sancionada por ley de la Nación, toda vez que no resulta una materia delegada por el régimen de emergencia.

CREACIÓN DE IMPUESTOS Y TASAS AD HOC CON DESTINO ESPECÍFICO AL FINANCIAMIENTO DE OBRAS

Los impuestos con afectación específica abarcan un variado universo y la generación de un flujo de fondos lo convierte en una herramienta idónea para fondear proyectos de infraestructura como los que aquí nos convocan.

En este sentido, sería factible proponer ciertas reasignaciones de partidas en cuanto al destino de los impuestos ya creados y/o la sanción de un nuevo impuesto con una asignación específica para una determinada obra o conjunto de obras.

Ahora bien, debe tenerse presente que en materia impositiva rige el principio de legalidad por el cual es una atribución excluyente del Congreso de la Nación, la creación de un impuesto. A mayor abundamiento, cabe recordar que el art. 99 inciso 3° de la Constitución Nacional, que faculta al Poder Ejecutivo Nacional a emitir, bajo ciertas circunstancias, los llamados decretos de necesidad y urgencia, excluye expresamente de tales facultades delegadas a aquellas normas que regulen (entre otras) la materia tributaria.

En este entendimiento, toda reasignación en el destino de los impuestos existentes o, aún, la creación de un nuevo impuesto con afectación específica a financiar una determinada obra o proyecto deberá ser sancionado por una norma que observe el trámite legislativo previsto para el tratamiento y sanción de las leyes por el Congreso de la Nación Argentina.

A simple título ilustrativo, se enuncian a continuación algunos impuestos que serían susceptibles de ser creados en el marco descripto precedentemente.

- a. *Un impuesto a los casinos, con destino a sufragar obras de infraestructura deportiva.*
- b. *Un impuesto a las apuestas hípcas, destinado a obras rurales.*
- c. *Un impuesto a la compraventa de yates y otras embarcaciones suntuarias, destinado a obras portuarias.*

Será objeto de la última etapa de este Trabajo presentar los proyectos normativos que facilitarán la creación del FIPA, así como a la normativa vigente para que puedan cumplirse los factores de éxito enunciados precedentemente.

7

BORRADORES DE NORMAS SUGERIDAS

Finalmente, en esta etapa se acompañan los borradores de aquellos cuerpos normativos (leyes, decretos, resoluciones, etc.) que pudieran resultar acordes con la estructuración de financiamiento propuesta, en orden a ser presentados a las autoridades gubernamentales con competencia en la materia.

No obstante ello, cabe mencionar y aclarar que para la confección del presente cuerpo normativo se ha utilizado la información disponible a la fecha, lo que implica que de acuerdo a la dinámica de la coyuntura tanto política como económica en el país, en el futuro podría ser necesario realizar ajustes o actualizaciones a los mismos.

Se proponen las siguientes normas:

- a. *Proyecto de Ley para la creación del Fondo de Inversión Pública para la Infraestructura (FIPA)*
- b. *Proyecto de Resolución Conjunta entre el Ministerio de Hacienda y Anses para la creación de la Escrow Account.*
- c. *Proyecto de DNU para el direccionamiento de la recaudación proveniente de los derechos de exportaciones hidrocarburíferas hacia la Escrow Account y modificación del régimen de inversión vigente del FGS para que pueda ceder activos en especie la Escrow Account.*
- d. *Proyecto de DNU para que los bancos públicos y Anses actúen como market makers de los títulos emitidos por el FIPA*
- e. *Proyecto de DNU determinando la exención impositiva para aquellos inversores locales e internacionales que inviertan en títulos valores emitidos por el FIPA*

7.1 PROYECTO DE LEY

“Creación del Fondo de Inversión Público para la Infraestructura (FIPA)”

BUENOS AIRES,

AL HONORABLE CONGRESO DE LA NACIÓN:

Tengo el agrado de dirigirme a VUESTRA HONORABILIDAD con el objeto de someter a su consideración el Proyecto de Ley de creación del Instituto de Financiamiento de Obras de Infraestructura (INFOI), organismo que tendrá por fin participar activamente en la estructuración financiera, así como la generación de los vehículos, instrumentos, valores mobiliarios y mercados para poder financiar las obras públicas y de infraestructura.

VISTO Y CONSIDERANDO QUE:

Resulta indudable que la inversión en obras de infraestructura aparece como un elemento basilar para la producción, el empleo y el desarrollo sustentable, tanto desde el punto de vista económico como social; no sólo por su contribución directa en la actividad general sino por el efecto multiplicador sobre otros sectores de la industria, el comercio y los servicios financieros.

A tales fines, se presenta necesario promover la expansión de las inversiones en obras de infraestructura en todo el territorio nacional a través de un esquema integral de participación del sector público y privado, que permita extender las capacidades potenciales de crecimiento de largo plazo.

Este cometido, requiere la coordinación de los distintos sectores de la economía y la producción a los fines de permitir la obtención de una mejora sustancial, en términos de eficiencia y razonabilidad administrativa, optimizando la utilización de los recursos disponibles tanto a nivel local como internacional para ser aplicados en las obras públicas proyectadas.

El rol específico que le compete a las áreas de gobierno involucradas en la obra pública, más orientado a la planificación y generación de políticas, debe ser completado con un nuevo actor que intervenga en el diseño de las estructuras de financiamiento potencialmente más adecuadas, que permitan proveer de

fondos públicos y privados para la consecución de las Obras de Infraestructura necesarias para el desarrollo de nuestro país.

Por su parte, es dable advertir una inmensa diversidad de sectores y subsectores económicos como potenciales beneficiarios de obras, así como una vasta dispersión a lo largo de toda la geografía nuestro país.

En este entendimiento, el objetivo propuesto prevé un significativo plan de obras de infraestructura, lo que indefectiblemente requerirá diseñar, coordinar y canalizar recursos de distintas fuentes de financiamiento alternativos para poder enfrentar los compromisos que supone, toda vez que para atender el financiamiento adecuado de la inversión prevista para dichas obras públicas se requiere de un Programa de Financiamiento de Largo Plazo eficientemente administrado.

En la actualidad, es dable advertir que los diferentes actores, tanto públicos como privados, involucrados en la planificación de las políticas de desarrollo, la formulación del Plan de Obras y el financiamiento se encuentran desarticulados, de tal suerte que la creación de un único organismo que actúe como nexo coordinador para la obtención del financiamiento permitirá generar una interacción dinámica entre los proyectos y las estructuras de financiamiento requeridas para su ejecución.

Así las cosas, se propone la creación del Fondo de Inversión Público para la Infraestructura (FIPA), vinculado al Poder Ejecutivo por intermedio del Ministerio del Interior, Obra Pública y Vivienda, con autarquía técnica, funcional y financiera, con personería jurídica propia y jurisdicción en todo el territorio de la Nación, revistiendo la condición de institución de derecho público, con capacidad para actuar privada y públicamente, conforme la normativa vigente.

Tal como fuera expresado precedentemente, la misión principal del FIPA será promover el desarrollo de las inversiones en infraestructura dentro de la República Argentina, estructurando el financiamiento requerido para concretar los proyectos, contribuyendo de este modo a la generación de empleo, crecimiento económico sustentable y desarrollo social.

Se le confiere un presupuesto así como las facultades necesarias para que el Jefe de Gabinete de Ministros, en el marco de sus atribuciones, efectúe las reestructuraciones presupuestarias que fueran menester.

De igual forma, y teniendo en cuenta las funciones de financiamiento que habrá de llevar adelante, se ha entendido conveniente eximir al FIPA de las restricciones contenidas en la Ley de Administración Financiera respecto de la constitución y contribución patrimonial de fondos fiduciarios.

En materia de organización, se crea un Consejo Directivo, quien tendrá a cargo el gobierno y administración, con representación de todos los sectores involucrados en la actividad, estableciéndose las normas y facultades que reglarán su funcionamiento.

A tales efectos, el organismo a crearse actuará como facilitador de la gestión de los proyectos de inversión, mediante la coordinación de las áreas competentes, brindando asistencia directa al desarrollador y participando en la creación de las estructuras financieras que mejor se adecúen a una determina obra.

De modo semejante, se pretende facilitar un acceso directo a la información relacionada con cada uno de los procesos, con el consiguiente ahorro de costos de intermediación y aprovechamiento de economías de escala.

En otro orden, también se crea un Consejo Consultivo con el objeto de monitorear el desempeño de las actividades realizadas por el FIPA y realizar sugerencias de acciones a desarrollar.

La creación de un único organismo que reúna en su seno a los diversos actores involucrados en el proceso de financiamiento y la ejecución del Plan de Obras permitirá una ajustada correlación entre la planificación y la asignación de los recursos financieros.

En esta inteligencia, el Ministerio del Interior, Obra Pública y Vivienda es el ámbito adecuado para centralizar la concreción del plan de obras, tanto en su rol de planificación y ejecución de los proyectos diseñados, así como en aquellos aspectos relacionados netamente con el diseño y estructuración del financiamiento más óptimo a lo largo del periodo.

En suma, con la íntima convicción que tanto el Plan de Obras como las necesidades de financiamiento hacen necesario la creación de un organismo que promueva la expansión de las inversiones locales y la captación de inversiones extranjeras, que contribuyan al crecimiento sostenido y el desarrollo sustentable de las distintas actividades económicas del país, el aumento de su competitividad, del empleo y la mejora de la calidad de vida de sus habitantes, es que se propone la creación del Fondo de Inversión Público para la Infraestructura (FIPA).

Dios guarde a VUESTRA HONORABILIDAD.

Mensaje N° XXXX

El Senado y Cámara de Diputados de la Nación Argentina, reunidos en Congreso, etc., sancionan con fuerza de LEY:

ARTICULO 1º. De la creación —Créase el Fondo de Inversión Público para la Infraestructura (FIPA), organismo descentralizado en el ámbito del MINISTERIO DEL INTERIOR, OBRA PÚBLICA Y VIVIENDA, con autarquía técnica, funcional, económica financiera, con personería jurídica propia y con capacidad de actuar en el ámbito del derecho público y privado.

ARTICULO 2º — Objeto. El FIPA tendrá por objeto promover el desarrollo de las inversiones en infraestructura dentro de la República Argentina, actuando en el ámbito de la estructuración del financiamiento requerido para concretar los proyectos, contribuyendo de este modo a la producción, la generación de empleo, el crecimiento económico sustentable y el desarrollo social y económico del país.

ARTÍCULO 3º — Funciones. Serán funciones del FIPA:

1. *Diseñar la mejor ingeniería financiera a aplicarse dado las características de la obra pública a desarrollarse*
2. *Articular los recursos disponibles en los distintos sectores económicos, tanto a nivel local como internacional.*
3. *Seleccionar los Desarrollistas y Bancos que financian las obras.*

4. *Proponer los mecanismos de incentivo pertinentes.*
5. *Efectuar el seguimiento y coordinación de las políticas de inversión.*
6. *Mapear el riesgo de inversión en infraestructura que enfrenta el sector privado, considerando las evaluaciones de inversión y los precios.*
7. *Estandarizar y armonizar la documentación de los proyectos y de los enfoques para la valoración y el análisis de la infraestructura.*
8. *Recopilar datos de infraestructura, que incluya datos cuantitativos sobre los flujos de efectivo históricos y el rendimiento de los proyectos.*

ARTÍCULO 4° — Excepción. Exceptúese al FIPA de lo dispuesto por el artículo 5° inciso a) de la Ley N° 25.152, modificado por el artículo 48 de la Ley N° 25.565, en lo que se refiere a la integración total o parcial de fondos fiduciarios.

ARTÍCULO 5°— Del gobierno y la administración. El gobierno y administración del FIPA estará a cargo de un Consejo Directivo integrado en la siguiente forma:

- a. *UN (1) presidente designado por el Poder Ejecutivo nacional.*
- b. *UN (1) representante del Ministerio de Hacienda de la Nación.*
- c. *UN (1) representante del BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA.*
- d. *UN (1) representante de la ADMINISTRACION NACIONAL DE LA SEGURIDAD SOCIAL*
- e. *UN (1) representante de ASOCIACION DE BANCOS PUBLICOS Y PRIVADOS DE LA REPUBLICA ARGENTINA.*
- f. *UN (1) Representante de la CAMARA ARGENTINA DE LA CONSTRUCCION.*

El cargo de presidente será incompatible con el ejercicio de toda otra función pública y/o privada, salvo la

docencia y será remunerado conforme lo determine la reglamentación que dicte al efecto el PODER EJECUTIVO NACIONAL. Durará cuatro años en sus funciones y podrá ser reelecto.

Los demás miembros del Consejo Directivo ejercerán su función con carácter ad honórem y serán designados por el Poder Ejecutivo nacional a propuesta de las entidades y organismos respectivos.

ARTÍCULO 6°— Del quórum y mayorías. El Consejo Directorio formará quórum con la mitad más uno de sus miembros. Sus resoluciones se adoptarán por mayoría simple. El presidente tendrá doble voto en caso de empate.

ARTÍCULO 7° — Funciones y atribuciones del presidente. Son funciones del presidente:

- a. *Representar legalmente al instituto.*
- b. *Cumplir y hacer cumplir esta ley, sus normas reglamentarias y todas las resoluciones que sancione el Consejo Directivo.*
- c. *Proponer al Consejo Directivo las medidas y la designación del personal que estime necesarios para el mejor funcionamiento del instituto.*
- d. *Aplicar las sanciones que correspondan al personal*
- e. *Ejecutar los actos y celebrar los contratos necesarios para llevar a cabo las resoluciones de orden general o particular que tome el Consejo Directivo, siendo necesario para su convalidación que estén refrendados con la firma de otro integrante del mismo.*
- f. *Elevar anualmente al Poder Ejecutivo Nacional el presupuesto y la memoria del instituto, previa aprobación del Consejo Directivo. Mientras no se apruebe el nuevo presupuesto, continuará vigente el del año anterior.*

ARTÍCULO 8° — Funciones y atribuciones del Consejo Directivo. Son funciones del Consejo Directivo:

- a. *Aplicar la presente ley;*
- b. *Proyectar su reglamentación;*
- c. *Proyectar anualmente el presupuesto del instituto;*
- d. *Establecer las normas de organización del instituto;*
- e. *Adoptar las medidas necesarias para la mejor y mayor promoción del desarrollo de las inversiones en infraestructura, la planificación y formulación de las obras, así como la instrumentación y estructuración del financiamiento requerido para concretar los proyectos*
- f. *Nombrar, trasladar, promover y remover a su personal, respetando las normas que garantizan la estabilidad y los derechos de los empleados públicos.*
- g. *Resolver la adquisición de inmuebles y celebrar los actos y contratos necesarios para el cumplimiento de sus funciones;*
- h. *Administrar los bienes del instituto dentro de las facultades que le acuerdan la presente ley y autorizar los gastos y efectuar las recaudaciones previstas en su presupuesto;*
- i. *Disponer la aplicación de los saldos sobrantes de presupuesto al cierre del ejercicio y, en especial, la constitución de fondos de reserva para ulteriores destinos;*
- j. *Celebrar convenios con los Estados provinciales, municipales u otros organismos públicos a fin de coordinar la acción a desarrollar;*
- k. *Ninguna resolución del Consejo Directivo podrá conservar, establecer o crear privilegios de una o más zonas geográficas respecto de otras.*

ARTÍCULO 9º — Del Consejo Consultivo. El FIPA contará con un Consejo Consultivo integrado en la siguiente forma:

- a. *UN (1) representante de la UNION INDUSTRIAL ARGENTINA.*
- b. *UN (1) representante UNION OBRERA DE LA CONSTRUCCION DE LA REPUBLICA ARGENTINA.*
- c. *UN (1) representante de la administración central de cada región geográfica conforme lo establezca la reglamentación.*

ARTÍCULO 10 — Funciones y atribuciones del Consejo Consultivo. Son funciones del Consejo Consultivo monitorear el desempeño de las actividades realizadas por el FIPA y realizar sugerencias de acciones a desarrollar.

ARTÍCULO 11 — Cláusula común para ambos consejos. Cuando las propuestas correspondientes a las designaciones de los miembros del Consejo Directivo y del Consejo Consultivo no hubiesen sido efectuadas, los mismos serán designados directamente por el Poder Ejecutivo Nacional, respetando las bases de representación.

Los miembros de ambos Consejo permanecerán en sus funciones mientras la entidad que representan así lo determine.

Simultáneamente con la designación de los titulares y por los mismos procedimientos e idénticos requisitos, el Poder Ejecutivo Nacional designará un suplente para cada una de las representaciones, quienes sustituirán al titular en los casos que determine la reglamentación.

ARTÍCULO 12º — Presupuesto. El FIPA atenderá los gastos que demande su funcionamiento con los siguientes recursos:

- a. *El 1% de la recaudación del impuesto a las rentas financieras.*
- b. *Donaciones y legados;*
- c. *Las partidas que asigne el Poder Ejecutivo de rentas generales, cuando fueren insuficientes para completar el presupuesto las partidas anteriormente establecidas.*

ARTICULO 13. — Los recursos a los que se refiere el artículo 12, inciso a) de la presente ley, serán recaudadas por el Tesoro de la Nación e ingresados a la

orden del FIPA en una cuenta especial que se abrirá en el BANCO DE LA NACIÓN ARGENTINA.

ARTICULO 14. — Los saldos remanentes al final del ejercicio se transferirán al siguiente y su aplicación será dispuesta por el Consejo Directivo, de acuerdo con las facultades que le otorga la presente ley.

ARTICULO 15 — Deber de Consulta. Los organismos públicos nacionales deberán consultar al FIPA antes de adoptar providencias sobre asuntos que se relacionen con lo dispuesto por el artículo 2° de la presente Ley.

ARTÍCULO 16 — Autoridad de aplicación. El MINISTERIO DEL INTERIOR, OBRA PÚBLICA Y VIVIENDA será la autoridad de aplicación de la presente Ley.

7.2 PROYECTO DE RESOLUCION “Creación de Escrow Account”

BUENOS AIRES,

VISTO el Expediente N° 501:0XXXXX/2018 del Registro del MINISTERIO DE ECONOMIA Y FINANZAS PUBLICAS y el Expediente N° 0XXXXX/2018 del Registro de ANSES

Y CONSIDERANDO:

Que puede afirmarse sin duda alguna que la inversión en obras de infraestructura aparece como un elemento basilar para la producción, el empleo y el desarrollo sustentable, tanto desde el punto de vista económico como social; no sólo por su contribución directa en la actividad general sino por el efecto multiplicador sobre otros sectores de la industria, el comercio y los servicios financieros.

Que en este sentido, resulta necesario promover la expansión de las inversiones en obras de infraestructura en todo el territorio nacional a través de un esquema

ARTÍCULO 17.- Facúltase al Jefe de Gabinete de Ministros para disponer las reestructuraciones presupuestarias que considere necesarias, en los términos y con los alcances de lo dispuesto en el artículo 37 de la Ley N° 24.16 (y modif.) a fin de sufragar los gastos corrientes, gastos de capital y aplicaciones financieras, hasta tanto no se incluya el financiamiento del FIPA en el presupuesto de la Nación.

ARTICULO 18. — Vigencia. Esta ley empezará a regir a los NOVENTA (90) días de su promulgación, en cuyo lapso el Poder Ejecutivo dictará la reglamentación respectiva.

ARTICULO 19. — Comuníquese al Poder Ejecutivo.

integral de participación del sector público y privado, que permita extender las capacidades potenciales de crecimiento de largo plazo.

Que asimismo, se requiere optimizar la utilización de los recursos disponibles tanto a nivel local como internacional para ser aplicados en las obras públicas proyectadas.

Que con la medida que por la presente se propicia, se persigue promover la participación privada en la construcción, mantenimiento, operación y financiamiento de obras públicas en el marco de los objetivos fijados por el Gobierno.

Que una de las principales dificultades que se manifiestan al momento de diseñarse estructuras de financiamiento destinadas a obras públicas de infraestructura de gran envergadura es la incertidumbre tácita para el inversor de largo plazo, especialmente del inversor institucional extranjero, con relación a la existencia del res-

paldo y/o garantía suficiente de cobro del instrumento de deuda privado originalmente emitido.

Que por este motivo, y a los fines de procurar la captación de capitales extranjeros para el financiamiento de las grandes obras públicas, se ha estimado conducente proponer la creación de la figura de una "Cuenta de Garantía Bloqueada" ("Escrow Account") en la cual el Estado Nacional depositará títulos públicos en moneda extranjera y/o acciones de empresas privadas, ya emitidos y con cotización en el mercado de capitales, a los fines de que actúen como garantía de cobro para los tenedores de Títulos de Deuda Fiduciaria emitidos por los diversos fideicomisos que fuera estructurando el Fondo de Inversión Público para la Infraestructura (FIPA) creado por la Ley N° XXXXXXXXXXXX.

Que la "Cuenta de Garantía Bloqueada" ("Escrow Account") tiene como fin garantizar por parte del emisor de deuda el cumplimiento de la responsabilidad que pudiese derivarse de la aparición de pasivos contingentes.

Que la Dirección General de Asuntos Jurídicos del MINISTERIO DE HACIENDA ha tomado la intervención que le compete.

Por ello,

EL MINISTRO DE HACIENDA

RESUELVE:

ARTÍCULO 1º.- Créase las "Cuentas de Garantía Bloqueada" destinadas a actuar como garantía de cobro para los tenedores de Títulos de Deuda Fiduciaria emitidos por los diversos fideicomisos que estructurase el Fondo de Inversión Público para la Infraestructura (FIPA).

ARTÍCULO 2º.- Las "Cuentas de Garantía Bloqueada" mencionadas en el Artículo 1º estarán constituidas por títulos públicos emitidos por gobiernos extranjeros, obligaciones negociables en moneda extranjera y/o acciones de empresas privadas y que dispongan de cotización en el mercado de capitales local o internacional, así como también por el total de la recaudación en concepto de retenciones a las exportaciones hidrocarburíferas.

ARTÍCULO 3º.- El ANSES será quien realice el depósito de los títulos valores títulos en dichas Cuentas y quien seleccione los instrumentos de deuda pública y privada o acciones que en forma específica serán depositados en las mismas. El Tesoro de la Nación será quien transfiera los montos de retenciones al sector de hidrocarburos.

ARTÍCULO 4º.- El plazo de duración de estos depósitos de títulos deberá ser coincidente con el plazo de duración de la deuda emitida por cada uno de los fideicomisos de infraestructura que estructure el FIPA y deberá asimismo estar en relación con la duración de las contingencias declaradas y manifestadas por el emisor.

ARTÍCULO 5º.- En caso de contingencias, se liberará de las "Cuentas de Garantías Bloqueadas" la cantidad de Títulos valores que al ser valuados a precio de mercado resultará necesaria para hacer frente al cumplimiento del pago de los cupones de renta y/o amortización de los Títulos de Deuda Fiduciaria emitidos por el FIPA, en tiempo y forma.

ARTÍCULO 6º.- Las "Cuentas de Garantías Bloqueadas" deberán estar constituidas en el exterior y podrán estar a nombre del fideicomiso o del inversor y solamente podrán ser liberadas por el administrador fiduciario o custodia a designarse, por mutuo acuerdo o por decisión del juez o árbitro al que esté sometida la relación contractual.

ARTÍCULO 7º.- El Tesoro de la Nación o el ANSES designarán a un "Agente de Custodia" para que mantenga en custodia los títulos públicos, para que en caso de cumplirse las condiciones preestablecidas, ejecute las instrucciones específicas acordadas previamente entre las partes. El "Agente de Custodia" deberá ser una entidad financiera de reconocido prestigio internacional en los mercados de capitales globales en su rol de administrador y custodio de bienes de tercero.

ARTÍCULO 8º.- Será obligación del Agente de Custodia ejecutar las instrucciones específicas contenidas en los acuerdos preexistentes firmados entre las partes, debiendo respetar el debido proceso de ley, por lo que deberá notificar adecuadamente a las partes y darles audiencias cuando proceda para que expongan sus puntos de vista. En caso de haber dudas razonables en cuanto a la forma en que deben ejecutarse las instrucciones; o sobre los alcances de

lo convenido entre las partes; o sobre si una o varias partes han incumplido o no; o si se han dado las condiciones para la entrega de los fondos, el Agente de Custodia podrá prevenir a las partes para que sometan el asunto a decisión del respectivo tribunal.

ARTÍCULO 9º.- Por sus servicios el Agente de Custodia cobrará un honorario que se fijará en proporción al valor de los bienes en custodia y a los deberes y responsabilidades asumidos por el Agente.

ARTÍCULO 10º.- El Agente de Custodia deberá estar autorizado por la Comisión Nacional de Valores u otras entidades reguladoras internacionales para desempeñarse como tal.

ARTÍCULO 11º.- Comuníquese, publíquese, dese a la Dirección Nacional del Registro Oficial y archívese.

7.3 PROYECTO DE DNU

“Direcciónamiento de la recaudación proveniente de los derechos de exportaciones hidrocarburíferas hacia la Escrow Account y modificación del régimen de inversión vigente del FGS”

BUENOS AIRES,

dor de fondos hacia la inversión productiva.

VISTO la Ley N° NNNNNNNNNNN de Creación de FIPA, la RESOLUCION CONJUNTA N° NNNNNN DEL MINISTERIO DE HACIENDA y ANSES DE “CREACIÓN DE ESCROW ACCOUNT”, el Decreto 793/2018 y la Ley 24.241

Que es necesario dotar de garantías de cobro adicionales a los títulos a ser emitidos por el FIPA.

Y CONSIDERANDO:

Que la Ley 17.319 (Ley de Hidrocarburos) autoriza al Poder Ejecutivo Nacional a intervenir en las operaciones de importación y exportación de hidrocarburos y sus derivados.

Que es necesario impulsar la demanda de de Títulos de Deuda Fiduciaria emitidos por el FIPA.

Que el día 4/9/18 se publicó el Decreto 793/2018 por medio del cual el Poder Ejecutivo Nacional aplica derechos o retenciones a todas las exportaciones.

Que por otra parte, conforme los términos de la Ley N ° XXXXXXXXXX, los Títulos de Deuda Fiduciaria y Certificados de Participación de los fideicomisos que estructurará el Fondo de Inversión Público para la Infraestructura (FIPA) son instrumentos a largo plazo, facilitándose al efecto el marco normativo que permita que los inversores locales e internacionales inviertan en dichos instrumentos financieros.

Que es necesario adecuar las normativas de inversión del FGS de ANSES para permitir la cesión de parte de sus activos a la Escrow Account.

Que es prioridad de este Gobierno promover la inversión de largo plazo en obras de infraestructura que generen empleo y crecimiento económico, utilizando el ahorro doméstico e internacional como canaliza-

Que el servicio jurídico pertinente ha tomado la intervención de su competencia.

Que la presente se dicta en uso de las atribuciones conferidas por el artículo 99, inciso 1, de la CONSTITUCION NACIONAL y la Ley N° 25.561 y sus modificatorias.

Por ello,

LA PRESIDENTA DE LA NACION ARGENTINA

DECRETA:

ARTICULO 1º — El producido del impuesto establecido en los Artículo 1º y Artículo 2º del Decreto 793/2018, que hubiera sido recaudado proveniente de las exportaciones hidricarburíferas se distribuirá de la siguiente manera:

- a. *Escrow Account creada por Resolución Conjunta Ministerio de Hacienda-ANSES N° XXXXXX: 100,00%*

ARTÍCULO 2º.- Modifícase el inciso c) del Artículo 76 de la Ley 24.241, por el siguiente:

- c. *Caución. Cuando el Fondo de Garantía de Sustentabilidad del Sistema Integrado Previsional Argentino (FGS) realice operaciones de caución con sus activos u operaciones financieras que requieran prendas o gravámenes sobre sus activos, solo lo podrá hacer sobre hasta un máximo del cincuenta por ciento (50%) del total de los activos del Fondo.*

ARTÍCULO 3º.- Facultase al MINISTERIO DE PRODUCCIÓN y al ANSES a dictar las normas necesarias para la aplicación de este decreto.

ARTÍCULO 4º.- Comuníquese, publíquese, dese a la Dirección Nacional del Registro Oficial y archívese.

7.4 PROYECTO DE DNU

“Bancos Públicos y ANSES como Market Makers”

BUENOS AIRES,

VISTO la Ley N° NNNNNNNNNNN de Creación de FIPA

Y CONSIDERANDO:

Que es necesario impulsar la demanda de de Títulos de Deuda Fiduciaria emitidos por el FIPA.

Que por otra parte, conforme los términos de la Ley N ° XXXXXXXXXXX, los Títulos de Deuda Fiduciaria y Certificados de Participación de los fideicomisos que estructurará el Fondo de Inversión Público para la Infraestructura (FIPA) son instrumentos a largo plazo, debiéndose facilitar a tales efectos el marco normativo que permita que los inversores locales e internacionales inviertan en dichos instrumentos financieros.

Que debe procurarse permitir que los inversores en títulos de deuda emitidos por el FIPA tengan acceso a mercados líquidos y profundos en los cuales poder comerciar sus respectivas posiciones y facilitar el acceso de nuevos inversores a este tipo de instrumentos.

Que es prioridad de este Gobierno promover la inversión de largo plazo en obras de infraestructura que generen empleo y crecimiento económico, utilizando el ahorro doméstico e internacional como canalizador de fondos hacia la inversión productiva.

Que el servicio jurídico pertinente ha tomado la intervención de su competencia.

Que la presente se dicta en uso de las atribuciones conferidas por el artículo 99, inciso 1, de la CONSTITUCION NACIONAL y la Ley N° 25.561 y sus modificatorias.

Por ello,

EL PRESIDENTE DE LA NACION ARGENTINA

DECRETA:

ARTÍCULO 1° —

i) El Banco Nación Argentina, la ANSES y el BICE deberán definir un valor de comercialización diario para los títulos emitidos por el FIPA en el marco de su diseño y estructuración del financiamiento de obras de infraestructura..

ii) Dichas entidades públicas deberán dotar de liquidez al mercado secundario de cotización de tales títulos valores. En forma diaria dichas

entidades colocarán puntas de precios compradoras y vendedoras, al mismo tiempo, y con un spread mínimo entre ambas puntas.

iii) Asimismo, tales entidades deberán realizar ofertas de compra y venta con niveles elevados de volumen involucrados; de manera tal que los inversores locales e internacionales que hayan obtenido tales títulos como consecuencia de haber invertido en los fideicomisos de obra pública estructurados por el FIPA dispongan de posibilidades ciertas y reales de vender esos bonos en el mercado.

iv) El BCRA llevará a cabo las reglamentaciones pertinentes para la implementación.

Artículo 2°.- Comuníquese, publíquese, dese a la Dirección Nacional del Registro Oficial y archívese.

7.5 PROYECTO DE DNU

“Exención impositiva para títulos valores emitidos por el FIPA”

BUENOS AIRES,

VISTO la Ley N° NNNNNNNNNNN de Creación de FIPA

Y CONSIDERANDO:

Que es necesario impulsar la demanda de de Títulos de Deuda Fiduciaria emitidos por el FIPA.

Que por otra parte, conforme los términos de la Ley N ° XXXXXXXXXXX, los Títulos de Deuda Fiduciaria y Certificados de Participación de los fideicomisos que estructurará el Fondo de Inversión Público para la Infraestructura (FIPA) son instrumentos a largo plazo, facilitándose al efecto el marco normativo que permita que los inversores locales e internacionales inviertan en dichos instrumentos financieros.

Que es prioridad de este Gobierno generar los incentivos para la inversión de largo plazo en obras de infraestructura que generen empleo y crecimiento económico, utilizando el ahorro doméstico e internacional como canalizador de fondos hacia la inversión productiva.

Que el servicio jurídico pertinente ha tomado la intervención de su competencia.

Que la presente se dicta en uso de las atribuciones conferidas por el artículo 99, inciso 1, de la CONSTITUCION NACIONAL y la Ley N° 25.561 y sus modificatorias.

Por ello,

EL PRESIDENTE DE LA NACION ARGENTINA

DECRETA:

ARTÍCULO 1º — Incorporase como inciso z (bis) del artículo 20 de la Ley N° 20.628 de Impuesto a las Ganancias, texto ordenado en 1997 y sus modificaciones, al resultado de la compra-venta de títulos valores emitidos por el FIPA así como a la renta generada por dichos instrumentos cuyos beneficiarios sean inversores locales e internacionales.

ARTÍCULO 2º.- Comuníquese, publíquese, dese a la Dirección Nacional del Registro Oficial y archívese.

Cámara Argentina de la construcción

FINANCIAMIENTO

Plan de Inversiones 2020 - 2029

autor Javier Mutal Hodara

diseño Hey, Baires!