

**Mecanismos Financieros Innovadores
para la Defensa
de la Gobernabilidad Democrática**

INICIATIVA DE LA REPÚBLICA DEL PERÚ

PRESENTADA A LA
XVII CUMBRE DE JEFES DE ESTADO
Y DE GOBIERNO DEL GRUPO DE RÍO

Cusco, Perú, 23- 24 de mayo de 2003

Contenido

I.	INTRODUCCIÓN	5
II.	CONTEXTO POLÍTICO DE LA INICIATIVA DEL PRESIDENTE ALEJANDRO TOLEDO	6
III.	PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS DE LA PUESTA EN PRÁCTICA DE LOS MECANISMOS FINANCIEROS PARA LA DEFENSA DE LA GOBERNABILIDAD DEMOCRÁTICA	7
IV.	MECANISMOS FINANCIEROS INNOVADORES PARA LA DEFENSA DE LA GOBERNABILIDAD DEMOCRÁTICA	7
	A. Iniciativas para aumentar la disponibilidad de recursos	
	A.1. Creación de un Fideicomiso Regional para Inversión Privada en Desarrollo de Infraestructura Pública	8
	A.2. Reducción del costo del endeudamiento por nuevos diseños de instrumento de deuda y la adición de garantías	11
	B. Iniciativas para ampliar el uso de recursos disponibles	
	B.1. Creación de Autoridades regionales de inversión en Infraestructura	14
	B.2. Propiciar consensos en el sistema financiero que permitan un mejor manejo fiscal por reformulación de las metas fiscales: meta de ahorro corriente, presupuesto autosostenido de inversión y uso de cuentas patrimoniales del Estado	17

I. INTRODUCCIÓN

1. En los últimos años América Latina y el Caribe han logrado avances sustantivos en el fortalecimiento de la democracia en el hemisferio y han estado a la vanguardia del proceso de democratización. En la actualidad 34 países de la región cuentan con un sistema democrático y se han acordado diversos mecanismos de apoyo, defensa de la democracia y prevención de las amenazas que puedan afectarla, como la Carta Democrática de la OEA y mecanismos similares aprobados en los ámbitos subregionales.
2. Se esperaba que con el advenimiento de la democracia en la región se lograrían mejoras significativas a favor de grandes sectores de la población que enfrentan situaciones de pobreza y marginación, lo que no sólo no se ha producido, sino que, en algunos casos, el problema parece haberse acrecentado.
3. Hay un embalse de expectativas de poblaciones que esperan que la democracia no sólo les asegure el pleno ejercicio de sus derechos constitucionales, civiles y políticos, sino también un avance en el logro de los derechos económicos, sociales y culturales. En términos concretos, mayores oportunidades de desarrollo y bienestar social. No obstante importantes esfuerzos realizados, entre otros, la aplicación de políticas económicas prudentes en el manejo de las finanzas públicas y otras orientadas a crear un ambiente propicio para la inversión y el crecimiento de la producción, los resultados positivos de estas políticas tardan en dar sus frutos a nivel de amplios sectores de la población y no han logrado enfrentar de manera efectiva el nivel de insatisfacción y en algunos casos, violencia social, que se aprecian en la actualidad en países de la región y que pueden generar "crisis de gobernabilidad".
4. En la conferencia magistral presentando, por primera vez, la iniciativa de crear mecanismos financieros para afianzar la gobernabilidad democrática, en la sede de la CEPAL en agosto pasado, el Presidente Alejandro Toledo destacaba la presión ejercida sobre los gobernantes de la región, por Wall Street, por un lado, que asume que las transiciones entre un equilibrio económico y otro son rápidas e indoloras, y Main Street, por el otro, los ciudadanos, que no entienden que un supuesto aumento de la productividad requiere, por ejemplo, de despidos. Ante esta situación, el gran desafío era combinar el manejo responsable y disciplinado de las políticas fiscal y monetaria necesarias para un crecimiento sano, con la exigencia de que ese crecimiento se convierta en mejoras sustantivas de la calidad de vida de la población.
5. El Presidente Toledo hacía luego una invocación a los países industrializados a ser más congruentes entre el discurso y la acción, recordando que muchos países en desarrollo abrieron sus mercados sin una contrapartida y que asimismo, se debe hacer frente a los efectos producidos por los cambios bruscos de los mercados financieros en la estabilidad de nuestras naciones. En dicho contexto, los llamaba a participar en la creación de mecanismos financieros para la defensa de la gobernabilidad democrática. Esto, a su vez, ayudaría a defender las inversiones ya hechas y atraer con más seguridad inversiones futuras.
6. La pobreza y la extrema pobreza constituyen problemas centrales para América Latina y el Caribe. Se calcula que, el año pasado, siete millones de personas pasaron a vivir por debajo de la línea de pobreza, llevando el total de la región a 221 millones, es decir, el 44% del total de la población. Peor aún, nuestra región se caracteriza por tener los peores niveles de distribución del ingreso. Democracia, crecimiento, equidad y desarrollo deben ir de la mano si se desea lograr un fortalecimiento del sistema democrático que sea sostenible.
7. América Latina y el Caribe enfrentan, por otro lado, un escenario internacional incierto por la pérdida de dinamismo de las economías desarrolladas, y el debilitamiento de la confianza de los inversionistas. Si bien el FMI ha hecho conocer una posición más optimista sobre el desempeño económico de la región para el presente año, no puede ignorarse los modestos o negativos resultados eco-

nómicos obtenidos en los últimos años y la tendencia decreciente de los montos de inversión extranjera directa y de flujos financieros y de cooperación a la región.

8. La comunidad internacional ha realizado esfuerzos en los años recientes con miras a erradicar la pobreza, lograr un crecimiento sostenido y un desarrollo sustentable, al adoptar en el marco de las Naciones Unidas los Objetivos del Milenio, así como al definir, en la Conferencia de Monterrey sobre financiamiento para el desarrollo el año pasado, una nueva base para la acción en aspectos claves como la movilización de recursos financieros nacionales e internacionales para el desarrollo, la deuda externa, el comercio y la cooperación. Es primordial que, en el marco del seguimiento de esta Conferencia, aseguremos que se pase a la acción con iniciativas concretas en beneficio de nuestros países.
9. Algunas de las propuestas que el Perú presenta en este documento se enmarcan en compromisos adoptados en ese contexto y en el de las labores en curso en torno a la reforma de la arquitectura financiera internacional, donde queda aún un amplio espacio para perfeccionar la eficacia de las políticas aplicadas para un aumento efectivo del financiamiento para el desarrollo, la prevención y manejo de las crisis y el fortalecimiento de los cimientos de la estabilidad financiera internacional.
10. Cabe destacar asimismo la iniciativa presentada por el Reino Unido de crear una Facilidad Financiera Internacional destinada a duplicar los recursos ofrecidos por la comunidad internacional para alcanzar los Objetivos de Desarrollo del Milenio, íntimamente vinculados al fortalecimiento de la gobernabilidad.
11. Finalmente, es crucial destacar la importancia que tiene para los países de la región el incrementar su participación en el comercio mundial y los positivos efectos que ello tendría en términos de producción, empleo y crecimiento económico. Por ello nos preocupa que las negociaciones comerciales multi-

laterales de la OMC, destinadas a ser una Agenda para el desarrollo, enfrenten actualmente serias dificultades, particularmente en temas de especial interés para los países de la región como la agricultura y los subsidios, la aplicación del trato especial y diferenciado y el uso de patentes obligatorias en caso de emergencias sanitarias, entre otros.

II. CONTEXTO POLÍTICO DE LA INICIATIVA DEL PRESIDENTE ALEJANDRO TOLEDO

12. El problema de la amenaza que representan las demandas sociales insatisfechas a la gobernabilidad democrática y la necesidad de tomar medidas inmediatas que ayuden a solucionarlo, viene siendo reconocido por la comunidad internacional. Es así como en el Consenso de Guayaquil, aprobado por los Presidentes de América del Sur, en agosto de 2002, los mandatarios recogieron la iniciativa del Presidente Alejandro Toledo señalando que existía una crisis de financiamiento y una escasez de recursos para la inversión productiva, lo que puede debilitar o socavar las bases de la democracia al impedir la satisfacción de legítimas aspiraciones de la población para acceder al empleo digno y a mínimas condiciones de bienestar. Por ello, los Presidentes resaltaron la importancia de promover, a nivel internacional, la constitución de mecanismos financieros innovadores que faciliten la gobernabilidad.
13. Este compromiso fue reiterado posteriormente por los Cancilleres del Grupo de Río en ocasión de la 57 Asamblea General de las Naciones Unidas, por los Jefes de Estado y de Gobierno en la XII Cumbre Iberoamericana realizada en Bávaro, República Dominicana, así como, recientemente, en la XI Reunión Ministerial Institucionalizada entre el Grupo de Río y la Unión Europea, realizada en Atenas el 28 de marzo de 2003, oportunidad en que los Cancilleres de la Unión Europea celebraron la iniciativa del Grupo de Río en favor de la creación de mecanismos financieros que refuercen la gobernabilidad democrática.

III. PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS DE LA PUESTA EN PRÁCTICA DE LOS MECANISMOS FINANCIEROS PARA LA DEFENSA DE LA GOVERNABILIDAD DEMOCRÁTICA

14. El Perú considera que los mecanismos para la defensa de la gobernabilidad democrática:
 - i) Deben ser producto de la concertación con los organismos económicos y financieros internacionales y otros Estados. En consecuencia, deben ser percibidos como iniciativas orientadas a fortalecer el sistema vigente y no como contrarias a éste.
 - ii) Las Metas del Milenio aprobadas por las Naciones Unidas deben servir de sustento principal para la adopción de nuevos mecanismos.
 - iii) No se trata necesariamente de fórmulas únicas, sino de un menú de opciones, a aplicarse de diversa manera, dependiendo de la situación y del interés de cada país.
 - iv) Se deja abierta la posibilidad de que en el futuro puedan plantearse nuevas propuestas de mecanismos que no hayan sido contemplados inicialmente.

IV. MECANISMOS FINANCIEROS INNOVADORES PARA LA DEFENSA DE LA GOVERNABILIDAD DEMOCRÁTICA

Síntesis de los mecanismos propuestos

15. Es desafío actual de las democracias de los países latinoamericanos lograr un mejor nivel de vida para sus ciudadanos y en particular, para las poblaciones menos favorecidas. Ello significa por una parte generar mayores posibilidades de empleo digno y bien remunerado y por la otra, precios más asequibles para cubrir las necesidades básicas.
16. A su vez, la generación de mayores posibilidades de empleo digno y bien remunerado depende de dos factores: el aumento de los recursos de inversión productiva y el mayor y mejor uso de los recursos ya disponibles. En ambos casos, existe una interacción positiva entre recursos públicos y recursos privados. La mejora de la infraestructura pública

constituye un incentivo y un apoyo a la inversión privada, incrementando su rentabilidad. Por otra parte, el aumento de la inversión privada se traduce en fuente de ingresos tributarios públicos. Asimismo, la participación privada en la provisión de infraestructura y servicios públicos puede incrementar la eficiencia de éstos.

17. En base a estas consideraciones, presentamos dos grupos de propuestas para consideración de los países del Grupo de Río. Las primeras, están orientadas a aumentar la disponibilidad de recursos; las segundas, destinadas a otorgar una mayor amplitud para usar recursos comprometidos, flexibilizando las restricciones que actualmente impiden su pleno aprovechamiento.
18. Dentro del grupo de propuestas orientadas a aumentar la disponibilidad de recursos, la iniciativa central consiste en crear un **Fideicomiso Regional para Inversión Privada en Desarrollo de Infraestructura Pública**. Es decir, un mecanismo a través del cual un porcentaje del repago de la deuda latinoamericana con el Club de París se destine a la financiación de proyectos de inversión *privada* para el desarrollo de obras de infraestructura que la región necesita en sectores vitales como educación, energía, transporte, salud y otros que cada país defina, con el consiguiente aumento de los niveles de empleo e ingreso.
19. Complementariamente, se propone la colocación en los mercados de capital de instrumentos de deuda menos riesgosos, a fin de reducir las tasas de interés requeridas y de esta manera expandir el volumen de financiamiento que se pueda prudentemente captar. En este caso, la reducción del riesgo se lograría por el diseño del instrumento mismo que al atar el pago al ciclo económico reduce el riesgo de default. Para su más rápida introducción, se propone agregar al nuevo instrumento una garantía externa.
20. En el grupo de propuestas destinadas a ampliar el uso de recursos disponibles, la propuesta principal consiste en la creación de tres autoridades de inversión: la **Autoridad Sudamericana de Infraestructura para fi-**

nanciar la infraestructura de IIRSA, la Autoridad Centroamericana de Infraestructura para financiar la infraestructura del Plan Puebla-Panamá y la Caribbean Infrastructure Authority para financiar la infraestructura en su subregión. Al tratarse de entidades supranacionales, de acuerdo con las prácticas codificadas por el FMI, su interacción con los límites presupuestarios de los países miembros se circunscribirán a los pagos que éstos hagan anualmente a la respectiva Autoridad. De esta manera los gastos de inversión que realicen las Autoridades no se encontrarán afectados por los límites impuestos por las metas de déficit nacionales.

21. La segunda propuesta de este grupo plantea propiciar consensos en el sistema financiero para la adopción de una nueva práctica mediante la cual se divide el presupuesto público en dos partes, un presupuesto de gasto corriente, con una meta de ahorro anual y otro presupuesto de gasto de inversión, limitado por la rentabilidad de las inversiones propuestas y la disponibilidad de su financiamiento, con el consiguiente cuidado por la sostenibilidad fiscal. Esta nueva práctica iría complementada por el rutinario cómputo del Balance General de la Nación, o sea el cálculo de las cuentas patrimoniales del Estado, en que se registrarían no sólo las deudas (los pasivos) del Estado, sino también los activos. De esta manera, el patrimonio neto del Estado podría servir también de contraparte para los pasivos adquiridos al contratar deuda pública.

A. INICIATIVAS PARA AUMENTAR LA DISPONIBILIDAD DE RECURSOS

A.1. Creación de un Fideicomiso Regional para Inversión Privada en Desarrollo de Infraestructura Pública

22. Uno de los límites de la inversión pública es claramente la disponibilidad de fondos, tanto de origen interno, proveniente del ahorro nacional, público o privado, como del origen externo por medio del endeudamiento. En el caso de la deuda externa, sin embargo, la restricción funciona por dos canales: por una parte está la disponibilidad misma de fondos para la ejecución de obra en un año defini-

do, y por la otra está el efecto que ejerce la obligación del servicio de la deuda sobre la sostenibilidad fiscal y por ende sobre el déficit y endeudamiento anual en que la economía puede prudentemente incurrir.

23. Este doble fenómeno significa que para un mismo nivel de endeudamiento en un año dado, un perfil más largo de repago permite mayor nivel de inversión, no solo en años futuros por el menor servicio de deuda, sino en el mismo año inicial, pues la menor carga de repago anual futuro permite un mayor endeudamiento en el presente. Esta interrelación vuelve muy potente cualquier extensión del calendario de repago de la deuda existente.
24. El Fideicomiso Regional que a continuación se propone tiene como objetivo acordar la *re-inversión* de una fracción (se propone el 20%) del servicio de la deuda por parte de los países acreedores en la infraestructura de los países deudores. El efecto de tal acuerdo es que se dispone en cada año de ese 20% reinvertido. Pero además, se obtiene el efecto potenciador de la extensión del perfil de repago de la deuda. Esa extensión a su vez, permite palanquear otros recursos, generando de esta manera un efecto multiplicador sobre la inversión pública.
25. Un segundo efecto limitante a la inversión pública lo constituyen los límites de gastos anuales. La propuesta de Fideicomiso Regional responde a esta limitante sugiriendo que los fondos fideicometidos vayan a financiar inversiones *privadas* en infraestructura pública, o sea a concesiones, participaciones público-privadas, u otros mecanismos que no cuenten contra el techo fiscal de gasto anual. De esta manera, la reinversión de fondos de los acreedores tendrá el máximo efecto.

Deuda externa pública de América Latina

26. La deuda externa de países latinoamericanos para 2002 asciende a más de US\$ 370 mil millones de dólares. La relación de Deuda Externa Pública /Producto Bruto Interno en promedio es de 22.6% donde se sitúan por encima de este promedio países como Argentina (86%), Ecuador (60%), Perú (36%) y Colombia (28%).

Deuda Pública Externa - Club de Paris
(en millones de US\$)

Países Grupo Río	Deuda Externa		Club de Paris (*)
	2001	2002	
Argentina	88,400	88,000	4,176
Bolivia	4,412	4,300	6,364
Brasil	93,200	103,000	10,384
Colombia	22,900	23,100	
Costa Rica	n.a	1,951	154
Chile	5,800	7,500	
Ecuador	11,300	12,300	3,142
El Salvador	3,028	3,892	143
Guatemala	2,847	3,037	440
Honduras	n.a	n.a	1,051
México	80,300	78,800	
Nicaragua	6,374	6,363	1,638
Panamá	n.a	n.a	185
Paraguay	n.a	n.a	
Perú	19,967	20,715	8,188
República Dominicana	n.a	n.a	771
Uruguay	n.a	n.a	
Venezuela	20,700	19,300	
Guyana	n.a	n.a	1,490
	359,228	372,258	38,126

Deuda Externa Pública - Países de Latinoamérica
(en millones US\$)

	Deuda Externa (DE)			DE/PBI %		Serv DE/PBI %	
	2001	2002	Var.%	2001	2002	2001	2002
Argentina	88,400	88,000	-0.45%	32.90%	86.0%	6.2%	17.6%
Brasil	93,200	103,000	10.52%	18.50%	21.3%	3.8%	3.4%
Chile	5,800	7,500	29.31%	8.70%	11.6%	2.2%	1.9%
Colombia	22,900	23,100	0.87%	27.80%	28.4%	4.1%	4.4%
Ecuador	11,300	12,300	8.85%	63.00%	60.1%	11.6%	6.0%
México	80,300	78,800	-1.87%	13.00%	12.1%	2.1%	2.6%
Perú	19,967	20,715	3.75%	33.30%	36.7%	3.5%	3.9%
Venezuela	20,700	19,300	-6.76%	16.60%	20.2%	2.7%	3.5%
	342,567	352,715	2.96%		22.6%		

27. Con el Club de París, son 13 estados de la región que en la actualidad mantienen deuda externa importante, por un monto de alrededor de US\$ 38,000 millones. Brasil es el principal deudor de la región con un monto de deuda bilateral de más de US\$ 10,000 millones. En el caso de Perú la deuda externa pública asciende a US\$ 20,715 millones de dólares, de los cuales corresponde a los

acreedores del Club de Paris un monto de US\$ 8,188 millones de dólares.

Fideicomisos regionales para el desarrollo

28. Los países miembros del Club de Paris y las entidades multilaterales de crédito podrían participar en la creación de un Fideicomiso Regional para el Desarrollo. Es decir, un me-

canismo de financiamiento para *proyectos de inversión privada para el desarrollo de obras de infraestructura pública en la región*, con la participación de empresas privadas y en el marco de las inversiones de *proyectos de concesión con privados*.

- **Los Fideicomitentes:** los países acreedores del Club de Paris conforman un fideicomiso mediante la creación de un patrimonio autónomo y participan en calidad de fideicomitentes.
- **El Fiduciario** o administrador de dicho patrimonio fideicometido, sería un organismo creado para este fin en el que podrían participar las multilaterales de crédito como el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), la Corporación Andina de Fomento (CAF) y/o el Banco Mundial (BM). Alternativamente, el fiduciario podría ser una o varias de las futuras Autoridades Regionales de Infraestructura (ver propuesta 2.1).
- **Fideicomisarios:** Como se verá más adelante podrán ser beneficiarios o fideicomisarios tanto los países del Club de Paris como los países de la región.

Mecanismo financiero

29. Los recursos de este Fondo fideicometido, serán obtenidos de acuerdo a lo siguiente: 20% de los flujos de pago que realicen los países deudores de la región a los países acreedores miembros del Club de Paris, se destinarán al fideicomiso.
30. En el caso de tratarse de repagos de créditos de exportación, podrían instrumentarse cuentas especiales a fin de reciclar estos fondos nuevamente a créditos de exportación, cumpliéndose de esta manera las normas de los países acreedores.
31. Los Fondos en Fideicomiso, serán destinados a financiar el total o parte de los *proyectos de inversión privada en desarrollo de infraestructura pública en la región*, de manera equitativa, en función a las partes alícuotas a los flujos generados por cada uno de los países deudores de la región, según sean los pagos efectivos de su deuda externa.

32. El financiamiento será canalizado y estará a cargo directa y totalmente de los inversionistas privados adjudicatarios de la buena pro en las licitaciones públicas internacionales en *proyectos de inversión privada de desarrollo de infraestructura pública de los países de la región*, mediante el mecanismo de Asociación Público Privada (PPP Public Private Partnership), como son las concesiones.
33. Estos proyectos priorizarán la participación de consorcios de inversionistas conformados por empresas privadas de países miembros del Club de Paris en asociación con las empresas privadas de los países locales.
34. Las concesiones de *proyectos de inversión privada de desarrollo de infraestructura pública* generarán un flujo de retorno efectivo hacia el patrimonio fideicometido, por lo cual, calificando aquellos proyectos como viables, este Fondo irá creciendo y así se lograra un desarrollo financiero sostenible en el tiempo.
35. De esta manera el fondo en un inicio estará constituido por los aportes que hagan los fideicomitentes (países miembros del Club de Paris) y se irá incrementando en el tiempo con el pago del principal e intereses propio de las operaciones financieras.

Alternativa de titulización

36. Una variante de este modelo sería que los países miembros del Club de Paris, en calidad de fideicomitentes, destinen al fideicomiso sus activos de balance conformados por el 20% de sus cuentas por cobrar de las acreencias correspondientes a la deuda externa que los países deudores de la región mantienen con dichos países.
37. El Fiduciario (organismo administrador creado para este fin), llevaría a cabo un **proceso de titulización o securitización** de los flujos de pago futuros y emitiría Bonos, calzando esta operación financiera de acuerdo a los flujos de pago de los países deudores que tendrían que hacer estos directamente al Fiduciario.
38. Asimismo, el fiduciario puede llevar adelante una titulización de los propios flujos de las

operaciones de concesión de los *proyectos de inversión privada de desarrollo de infraestructura pública de la región*.

Duración y término del Fideicomiso

39. Este Fideicomiso deberá tener una duración entre 50 a 99 años, y podrá ser de carácter renovable. Al término del mismo, serán fideicomisarios (beneficiarios) los países participantes de acuerdo a las siguientes alternativas:
- a) Los países miembros del Club de Paris en la medida de sus aportes iniciales.
 - b) Los países de la Región en la medida de la generación de sus obras de desarrollo en infraestructura.
 - c) Alternativa mixta.

Resumen

40. A modo de resumen se destaca lo siguiente:

- a) La deuda externa total que mantiene cada país con los países acreedores del Club de Paris se paga en forma íntegra y de manera oportuna. No constituye ni condonación, ni canje de deuda por inversión.
- b) Los países miembros del Club de Paris destinan el 20% de los pagos realizados por concepto de deuda externa en calidad de fideicomitentes, teniendo un derecho de crédito por ello, hasta la extinción del Patrimonio Fideicometido.
- c) Se crea un mecanismo viable de desarrollo sostenible y sustentable en el tiempo para los países miembros de la región mediante la participación de la inversión privada en obras de infraestructura pública: se promueve la participación tanto de los inversionistas y proveedores de las empresas privadas de los países miembros del Club de Paris, así como de los de las empresas privadas locales de cada país.
- d) Se crea un Flujo del Fondo de carácter revolvente y creciente, sustentable y sostenible en el tiempo, pues cada proyecto de inversión genera sus propios retornos al Fondo Fiduciario.
- e) Los desembolsos de los créditos proporcionados por este fideicomiso para inversiones

privadas en infraestructura pública son destinados en forma directa a los inversionistas o empresas privadas, por lo que no generan déficit fiscal para los países de la región.

- f) El Fideicomiso Regional puede constituirse como una herramienta muy importante para los Estados en su rol de llevar adelante un Gobierno democrático y el desarrollo de la economía de los países: planificando adecuadamente las necesidades sociales, generando confianza en los inversionistas, lo cual conlleva a incrementar el flujo de capitales, crear más fuentes de riqueza, puestos de trabajo y finalmente el bienestar de sus habitantes por cuanto puede contribuir - mediante la utilización de mecanismos de inversión privada a través del sistema de Asociación Público Privada (PPP) - a generar obras y proyectos de infraestructura en sectores de servicios públicos como pueden ser energía, transporte, educación y salud entre otros.

Propuestas concretas

41. La propuesta concreta es crear el Fideicomiso Regional para Inversión Privada en Desarrollo de Infraestructura Pública, y establecer un Grupo de Expertos para elaborar los detalles relativos a la implementación del Fideicomiso.

A.2. Reducción del costo del endeudamiento por nuevos diseños de instrumento de deuda y la adición de garantías

42. La tasa de interés pagadera sobre bonos soberanos depende fundamentalmente del riesgo que el prestamista percibe al comprar el bono. Este riesgo, a su vez, recoge la probabilidad de que el país deudor tendrá dificultades de pagar y que por lo tanto buscará renegociación de la deuda en lugar de cumplirla puntualmente. En consecuencia, la prima de riesgo bajará en la medida en que el instrumento tenga una estructura que reduzca la probabilidad de incumplimiento, y también en la medida en que un tercero con credibilidad garantice el instrumento.
43. La probabilidad de incumplimiento de pago se reduce si la redención del bono se acelera en

buenos tiempos y se retrasa en malos tiempos. En otras palabras, si se paga más cuando hay holgura de fondos y lo contrario cuando los fondos escasean. Esto se logra si la cuota de servicio de los bonos está indexada ya sea al ingreso de exportaciones, a los ingresos fiscales o a la tasa de crecimiento del PBI. La fluctuación de la cuota puede lograrse afectando el pago de intereses, el pago de principal o ambos. En todos los casos, el tratamiento puede ser simétrico o asimétrico con relación a adelantos o retrasos respecto al promedio.

44. La ventaja para el bonista es que se reduce significativamente la probabilidad de incumplimiento, pues (i) las cuotas se ajustan a la capacidad de pago, y, (ii) se precluye la posibilidad de que el deudor despilfarre sus fondos en épocas de bonanza, pues en esas situaciones los pagos se aceleran por acuerdo previo. Por otra parte, el flujo es *aparentemente* más incierto y por lo tanto puede ser más difícil de cotizar. Pero esa mayor incertidumbre del flujo se da en comparación con un bono normal "plan vanilla" *sólo si se excluye la probabilidad de renegociación implícita en la prima de riesgo país*. Una vez que ésta es tomada en cuenta se aprecia la real comparación de incertidumbre.
45. Por otra parte, la ventaja para el país emisor de los bonos indexados reside en dos aspectos: (i) tasa de interés menor, por menos riesgo, y, (ii) efecto de estabilizador automático que tienen las aceleraciones y deceleraciones procíclicas de los pagos.
46. Las garantías más efectivas para reducir las tasas de interés son las otorgadas por entidades de países desarrollados, que aseguran al tenedor de bono (bonohabiente) del pago del principal e intereses en el caso de que el emisor no cumpla. Menos eficaces han demostrado ser las garantías parciales del Banco Mundial y otras agencias, que garantizan solamente el próximo pago, pero transfieren la garantía cada vez que un pago se realiza.
47. La combinación de una garantía convencional de país desarrollado con un bono indexado ofrece un potencial interesante de reducción de riesgo y por lo tanto de tasa de inte-

rés. Al mismo tiempo, al reducirse el riesgo subyacente, por la indexación, puede reducirse la prima de seguro que cobra el garante de país desarrollado.

Precedentes recientes de Indexación

48. Existen varios precedentes de indexación. Entre ellos cabe destacar:
 - a) Indexaciones al crecimiento del PBI: Bulgaria en 1994 intercambió deuda por bonos con descuento a un valor nominal de 50 por ciento del valor facial de la deuda. La condición de recaptura en estos bonos enuncia lo siguiente: dado un futuro año "n", durante el cual el PBI de Bulgaria por lo menos iguale 1.25 veces el PBI búlgaro de 1993, el país deudor pagará a los bonistas, al final del año "n+1", un interés adicional equivalente al 0,5 por ciento del principal pendiente al final del año "n+1", por cada 1 por ciento de crecimiento del PBI entre el año "n" y el año "n+1". Costa Rica en 1990 emitió bonos con una cláusula de recaptura de valor basada en el crecimiento del PBI. Los bancos tendrían derecho a incrementos en la tasa de interés cuando el PBI de este país exceda en 20 por ciento el nivel de 1989, en términos reales.
 - b) Indexaciones al precio internacional del petróleo.- los bonos mexicanos con descuento emitidos en 1990 incluyeron una cláusula de recuperación vinculada al aumento del precio del petróleo y al volumen exportado de este bien. México se comprometió a pagar trimestralmente de manera adicional, a partir del 1 de julio de 1996 hasta el 31 de diciembre del 2019 (fecha de redención), un monto equivalente a 30 por ciento de un producto determinado por el precio corriente del petróleo menos el precio de referencia multiplicado por el volumen corriente exportado y por un porcentaje de participación en el monto agregado del principal de deuda intercambiado por bonos. Sin embargo, este monto no puede exceder en un año el 3 por ciento del valor nominal de la deuda poseída. Nigeria emitió en 1992 bonos a la par con una cláusula de recuperación vinculada al precio del petróleo. Se cancelaría US\$ 1 por cada US\$ 1 000 de

principal de bonos en función al incremento en el precio del petróleo. Venezuela en 1990 emite bonos de dinero nuevo y bonos con descuento con derechos de recuperación de valor denominados Oil Obligation Certificates, en la proporción de 5 por ciento por cada US\$ 1 000 de deuda inicialmente intercambiada por el bono. Estos certificados facultan al tenedor a recibir pagos adicionales, dependiendo del precio de las exportaciones venezolanas de petróleo. A partir del año 1996, por cada dólar que el precio promedio de las exportaciones exceda US\$ 26, Venezuela pagará 0,5 por ciento anual adicional sobre el valor original del bono, hasta un máximo de 3 por ciento.

- c) **Indexaciones al Comercio.**- Los bonos a la par emitidos por Uruguay en 1991 incluyen una cláusula de recuperación de valor basada en el aumento de un índice comercial. El nivel de referencia se toma en este caso en función del precio de las exportaciones de lana, arroz y carne, así como del precio de las importaciones de petróleo. Según las condiciones impuestas por este país, efectuará pagos semestrales adicionales a partir de 1996 si su índice de términos comerciales supera el valor de 110.

Sistemas de garantías existentes

49. En la actualidad existen los siguientes sistemas de garantías:
- a) **Corporación para la Inversión Privada en Ultramar (OPIC)**¹. La OPIC es una corporación del gobierno de Estados Unidos que se dedica a garantizar el servicio de amortización e intereses de deuda, que a su vez es garantizada o ha sido directamente contratada por un estado. Este seguro se otorga bajo el ECCM (Programa de Cobertura de Expropiación para Mercados de Capital). Esta garantía de la OPIC demanda varios requisitos, entre ellos, que la deuda a garantizar sea únicamente deuda para proyectos de inver-

sión, por lo que no se aplicaría para la emisión de bonos soberanos. Adicionalmente el monto de la garantía está limitado a US\$ 250 millones de deuda con una madurez de 20 años (10 años de vida promedio).

- b) **Autoridad de Crédito para el Desarrollo (DCA)**². La DCA, administrada por la Oficina de Crédito para el Desarrollo de la USAID³, también otorga garantías. Esta institución hace posible que las Misiones de la USAID en el exterior puedan asociarse con instituciones financieras con el fin de movilizar capital privado para el financiamiento de iniciativas de desarrollo y demostrar la viabilidad económica de tales inversiones al sector bancario local y a otras fuentes de capital privado. Los proyectos del DCA tienen como objetivo apoyar el desarrollo de microempresas, el de la energía renovable y el de la creación de mercados hipotecarios. La asistencia financiera de la DCA puede darse en garantías de préstamos, garantías móviles, garantías de portafolio, garantías de bonos y préstamos directos. La garantía varía según cada una de las modalidades señaladas, sin embargo, en la mayor parte de los casos la DCA garantiza el 50 por ciento del monto principal del préstamo.

Propuestas concretas

50. A la luz de lo anterior, se formulan las siguientes propuestas:
- a) Proponer a los países de la Comunidad Europea la creación de un sistema de seguro de crédito comparable al de OPIC en sus entidades homólogas.
- b) Proponer a los EEUU la ampliación de la cobertura de OPIC de los \$250 millones por país por año, a \$500 millones.
- c) Proponer la inclusión explícita en la cobertura OPIC/UE de bonos indexados.
- d) Promover la emisión de bonos indexados por parte de varios países a la vez, a fin de crear familiaridad en el mercado.

¹ Overseas Private Investment Corporation.

² Development Credit Authority

³ Agencia gubernamental encargada de brindar asistencia económica y humanitaria a diversos países del mundo.

B. INICIATIVAS PARA AMPLIAR EL USO DE RECURSOS DISPONIBLES

B.1. Creación de Autoridades regionales de inversión en Infraestructura

51. La inversión en infraestructura pública choca con tres limitaciones diferentes: (i) limitación de financiamiento disponible, (ii) limitación de la capacidad de gasto, y (iii) limitación de la capacidad de ejecución.
52. La *limitación de financiamiento* resulta de la limitada capacidad de ahorro corriente del gobierno y de la requerida prudencia fiscal que pone un límite al nivel de deuda que es sostenible en el largo plazo. De estos dos elementos, el primero es el más objetivo, pues resulta de restar los requerimientos de gasto corriente de los ingresos tributarios, ninguno de los cuales es muy flexible en el corto plazo. En cambio, el nivel de deuda que puede sostener un país es un concepto mucho más difícil de objetivar, pues depende en buena parte de la capacidad de refinanciar la deuda en el futuro. Y ello, a su vez, depende de la puntillosidad del cumplimiento del servicio de la deuda, de las condiciones económicas que se darán en el futuro, así como de la apreciación subjetiva de la confiabilidad de la administración económica presente y futura del país en referencia. En términos generales, cuanto más prudencia en el endeudamiento presente, tanto más capacidad de refinanciamiento en el futuro, pero cuánto más se trate de usar esa capacidad futura para aumentar el endeudamiento sostenible en el presente, tanto menos capacidad de refinanciamiento efectivo existirá en el futuro. Y si por ventura, ocurre un shock negativo exógeno, entonces bien puede sobrevenir una crisis de deuda. Suficientes casos de crisis inesperada hemos vivido en la última década.
53. La *limitación por capacidad de ejecución*, en cambio, resulta de la capacidad operativa de los ministerios de obras públicas y de las compañías de construcción privadas que operan en cada país. Afortunadamente, la capacidad de las compañías contratistas internacionales de trabajar en cualquier país significa que hay una gran elasticidad de oferta en la capacidad constructora, por lo que esta limitación no es determinante del volumen de inversión en la Latinoamérica del momento.
54. La *limitación de la capacidad del gasto* resulta de la adopción de metas anuales de déficit fiscal como indicadores de prudencia económica y sustitutos a una evaluación cuidadosa de sostenibilidad fiscal. Bien entendida y bien usada, la meta de déficit anual debería ser el instrumento para lograr la estabilidad fiscal a largo plazo, y por lo tanto debería reflejar la limitación de financiamiento. Desafortunadamente, en la práctica tiende a ser una limitación independiente que refleja impresiones gruesas de prudencia fiscal más que cálculos precisos de sostenibilidad. Evidencia de ello es la adopción de metas como la de Maastricht, para la integración monetaria europea, en que se fijó 3% por igual para todos, sin tomar en cuenta diferencias entre los futuros socios.
55. La existencia de la *limitación independiente de la capacidad del gasto* tiene como consecuencia que operaciones de inversión perfectamente justificadas desde el punto de vista de su beneficio económico no puedan realizarse. Por ejemplo, privatizar una compañía pública para invertir los fondos en un nuevo hospital incrementa el déficit y por lo tanto viola la meta. La razón: las entradas por privatización se consideran "financiamiento" y se contabilizan "debajo de la línea", y no disminuyen el déficit. En cambio, la construcción de un nuevo hospital es inversión pública, se contabiliza "encima de la línea" y por lo tanto sí incrementa el déficit. En consecuencia, el Estado no está en capacidad de reestructurar la mezcla de sus activos.
56. El Estado tampoco está en condiciones de adquirir activos nuevos, a cambio de pasivos nuevos, aunque su patrimonio neto no cambie. Por ejemplo, si el Banco Mundial le presta \$500 millones a Latinia para construir una represa de irrigación, tanto los activos (represa) como los pasivos (deuda) de Latinia se habrán incrementado por \$500 millones. Sin embargo, el gasto de construcción respectivo incrementará el déficit pero el ingreso de los fondos prestados no reduce el défi-

cit sino aumenta el financiamiento. En consecuencia, una meta fija de déficit impedirá que se lleve al cabo el proyecto.

57. Es claro que la limitación del gasto en estos casos resulta de la aplicación de convenciones contables específicas. Bien podrían ser diferentes. Por ejemplo, en las contabilidades fiscales de los estados de la federación de los EEUU, la ley exige equilibrio presupuestal. Pero ese equilibrio se define *después del financiamiento*. En términos nuestros, diríamos que los préstamos reducen el déficit. Sin embargo, estas convenciones tienen sus raíces históricas y sus propósitos correspondientes. En el caso nuestro, las raíces están en el historial del excesivo gasto fiscal y en el historial inflacionario de la región.
58. Se trata, entonces, de preservar lo bueno de estas reglas y evitar los efectos nocivos más visibles. En lo que a la inversión respecta, se requiere evitar que la limitación del gasto impida llevar a cabo inversiones que se justifiquen en términos de su relación beneficio/costo cuando éstas estén financiadas por un aumento de deuda o por venta de activos. Ello se logra con las Autoridades Regionales de Infraestructura, que al ser multinacionales, no ingresan en las contabilidades fiscales de ninguno de los países miembros.

Las Autoridades Regionales de Infraestructura

59. Cada Autoridad de Infraestructura es un fideicomiso creado por sus países miembros como fideicomitentes, administrado por un fiduciario (la CAF para la ASI, el BCIE para la ACI y el Caribbean Development Bank para la CINA⁴), con el mandato de ejecutar una misión específica, la cual es la implementación de las obras de infraestructura con-

templadas en los planes Puebla Panamá e IIR-SA y otras que le sean encomendadas por sus fideicomitentes creadores. La duración de cada Autoridad podría ser indefinida si lo permite su legislación de creación, caso contrario, por el período más largo posible. Los beneficiarios residuales de cada fideicomiso, denominados fideicomisarios, serían los mismos países fideicomitentes, en proporción a su aporte inicial y sus contribuciones posteriores en apoyo a obras de infraestructura.

60. Las ARIs se constituirían con un capital suscrito importante en términos de sus propósitos, pero con un capital pagado mínimo⁵. Sus recursos serían de dos tipos:
- a) recursos de inversión: recabados de créditos de instituciones como el BID, la CAF, el BCIE o el CDB y de los mercados de capital mediante la emisión de los instrumentos de deuda respectivos,
 - b) recursos de servicio de financiamiento: cobros por peaje u otros pagos de usuarios de las obras de infraestructura y/o pagos por garantía de rendimiento o peaje mínimo de los gobiernos miembros.
61. En la ejecución de sus funciones, las ARI identificarían las obras por realizar, las evaluarían para su rentabilidad económica y financiera y luego las sacarían a licitación. Su ejecución podría ser por contrato tradicional de construcción, por concesión de operación o por PPP, según sea más apropiado para el caso. Ejecutores de las obras podrán ser empresas privadas y ministerios de obras públicas de los países miembros. Operadores de las obras construidas podrán también ser entes públicos o privados, pero en todos los casos, el propietario de los derechos de la obra será la ARI respectiva⁶. Por otra parte, la ARI también po-

⁴ Caribbean Infrastructure Authority. El uso de las siglas iniciales C.I.A., aunque más breve, podría llevar a alguna confusión.

⁵ Estos podrían ser de \$500 millones y \$50 millones respectivamente. Nótese que el capital nominal de un fideicomiso no tiene un rol muy importante, por lo menos no inicialmente. Por lo tanto se asigna \$500 millones para dar una prestanda formal. Por otra parte, se paga solo el 10% para no imponer un costo oneroso a la participación. Después de unos cinco años de funcionamiento, podría ser factible que las ARI emitan valores contra la garantía de su capital suscrito y no pagado, como hacen otras instituciones internacionales. Pero ello no constituye el rol principal de estas Autoridades.

⁶ Existe un tema sutil respecto a la propiedad de infraestructura. Por ejemplo, en algunas legislaciones el Estado es siempre el propietario de una carretera, pero el derecho de tránsito puede ser enajenado. Entonces puede pensarse en la capa de asfalto como el elemento físico representativo de la transitabilidad y sería este derecho el que ejercería la Autoridad.

dría tercerizar parte de sus funciones, encomendando a ministerios de obras públicas parte o todo el proceso de evaluación, licitación y supervisión de obras, siempre bajo el ulterior control de la ARI respectiva.

62. Un caso típico sería el siguiente:

La Autoridad Sudamericana de Infraestructura verifica que la carretera Tara-Gumaguas en Latinia es parte de la red IIRSA y tiene beneficios sustantivamente mayores que los costos. El monto de la inversión requerida es de \$70 millones. La ASI recaba los estudios de ingeniería y económicos y los somete a la auditoría requerida para determinar su confiabilidad. Luego examina la viabilidad financiera de la carretera en términos de peaje. Si encuentra que durante parte de su vida el peaje no será suficiente para pagar los costos financieros, recaba una garantía de tráfico mínimo del gobierno de Latinia. Con los flujos de ingreso determinados, en parte de los peajes y en parte de la garantía de tráfico mínimo del Gobierno de Latinia, la ASI procede a identificar el financiamiento. Este podría ser \$50 millones del BID y \$20 millones del Gobierno de Latinia.

Acto seguido, la ASI contrata al Ministerio de Transporte y Comunicaciones de Latinia o a algún otro agente especializado para conducir la licitación del proyecto, tanto para su construcción como para su operación si ello fuera del caso. Completada la licitación, la ASI verifica la transparencia y corrección del proceso y certifica al ganador. Luego, la ASI contrata nuevamente al MTC, o a alguna otra empresa idónea para supervisar la obra, desembolsando los dineros requeridos contra las facturas del contratista. Periódicamente, la ASI recibe informes de supervisión del ente a cargo de esta función.

Una vez completada la obra y entregada al operador para su puesta en funcionamiento, la ASI recibirá periódicamente las transferencias de peaje que corresponda y los pagos de peaje mínimo del gobierno que fueran necesarios y con ello servirá la deuda contratada para ejecutar la carretera. Esta función de administración financiera la continuará ejecutando la ASI mientras dure la carretera.

Desde el punto de vista de las cuentas fiscales, la ejecución de esta carretera a través de la ASI significará para el Gobierno de Latinia, un pago inicial por su "contrapartida" del costo de inversión (\$20 millones en este caso), y luego los costos anuales a que diera lugar el pago del peaje por tráfico mínimo. Cada uno de estos pagos se contabilizará en el año presupuestario en que se realice.

Adicionalmente, habrá una obligación contingente por el peaje mínimo convenido y podría haber una garantía contingente a la ASI por su contratación del préstamo del BID. Ninguno de estos elementos, sin embargo, se aplicaría contra el techo del gasto anual y por lo tanto no serían obstáculo para la ejecución de la obra.

Finalmente, cabe señalar que si hubiera una garantía soberana de Latinia para afianzar la deuda de la ASI con el BID de \$50 millones, esta garantía se superpone con la garantía de peaje mínimo que Latinia ha dado a la ASI. Se trata de dos obligaciones contingentes de Latinia, que se superponen. Por lo tanto una de ellas, típicamente la garantía soberana, se considerará redundante y se contabilizará como tal en las cuentas de garantías contingentes de Latinia.

Propuestas concretas

63. En este sentido, las propuestas concretas son las siguientes:
- a) Crear la Autoridad Sudamericana de Infraestructura (ASI) para actuar principalmente para financiar el IIRSA, crear la Autoridad Centroamericana de Infraestructura (ACI) para financiar principalmente el Programa Puebla-Panamá y crear la Caribbean Infrastructure Authority para financiar la infraestructura relevante en su región.
 - b) Crear un Grupo de Expertos para la implementación de la ACI, de la ASI, y del CINA a la brevedad posible, debiéndose encomendar la ACI al BCIE como fiduciario, la ASI a la CAF como fiduciario, y el CINA al CDB como fiduciario.

- c) Solicitar a los fiduciarios de la ACI y de la ASI la preparación de un plan ejecutivo para la implementación acelerada de las obras del Plan Puebla-Panamá y de IIRSA, con cargo a informar a la Secretaría Pro-tempore del Grupo de Río no más tarde que el 1° de noviembre del 2003.

B.2. Propiciar consensos en el sistema financiero que permitan un mejor manejo fiscal por reformulación de las metas fiscales: meta de ahorro corriente, presupuesto autosostenido de inversión y uso de cuentas patrimoniales del Estado

64. Se propone dividir el presupuesto público en dos partes, un presupuesto de gasto corriente con una meta de ahorro anual, y otro presupuesto de gasto de inversión, limitado por la rentabilidad de las inversiones propuestas y la disponibilidad de su financiamiento, con el consiguiente cuidado por la sostenibilidad fiscal. Esta nueva práctica contable iría complementada por el rutinario cómputo del Balance General de la Nación, o sea, el cálculo de las cuentas patrimoniales del Estado, en que se registrarían no sólo las deudas (los pasivos del Estado), sino también los activos. De esta manera, el patrimonio neto del Estado podría servir también de contraparte para los pasivos adquiridos al contratar deuda pública.

El punto de partida

65. La actual política fiscal otorga poca importancia a la distinción de los gastos de capital respecto de los gastos corrientes.
66. La regla vigente de política fiscal consistente en la fijación de metas globales de déficit, convierte al gasto no financiero en una variable pro cíclica. Se entiende que el financiamiento en cualquier ejercicio presupuestal debe ajustarse a la meta de déficit fijada por cada país y pactada con el FMI. En consecuencia, no se puede, por ejemplo, aumentar el gasto como contrapartida de una donación de deuda externa. La regla no toma en cuenta que una operación de este tipo disminuiría, a mediano plazo, la relación Deuda/PBI a cambio de un aumento del gasto por

un monto significativamente menor. La política fiscal no tiene un horizonte de mediano o largo plazo.

67. El componente de los gastos no financieros, que se ajusta para cumplir las metas de déficit fiscal pactadas con el FMI, es la inversión pública. El resultado es un gasto de inversión inestable y por tanto ineficiente, y con un comportamiento pro cíclico que amplifica las recesiones en lugar de contribuir a superarlas. El recorte de la inversión pública afecta la demanda agregada y, consecuentemente, la producción urbana doméstica. Si no hay un *shock* exógeno positivo en otra variable, la caída de producción urbana contraerá los ingresos tributarios, obligando a recortar la inversión pública, para mantener o cumplir la meta de déficit fiscal. La consiguiente disminución de la demanda agregada acentuará la recesión, y así sucesivamente. Mientras no cambie la lógica de la política fiscal, cualquier *shock* adverso se verá amplificado por el fisco.
68. De otro lado, la experiencia reciente demuestra que los gastos corrientes pueden situarse sistemáticamente por encima de los ingresos corrientes. Por ejemplo, en los últimos cuatro años (1999-2002), el exceso de los gastos corrientes del Gobierno Central del Perú respecto de sus ingresos corrientes fue de aproximadamente 2.3% en promedio. Este comportamiento de los gastos corrientes, en un contexto de disminución de la importancia de la inversión pública por debajo de sus niveles históricos, da lugar a la imposición de una carga injustificada a las futuras generaciones.
69. Este tipo de política fiscal conspira contra el crecimiento económico y, por tanto, no puede calificarse de prudente. Como la política fiscal no distingue el papel de la inversión pública respecto de los otros gastos y está sesgada contra dicho gasto, no se toma en cuenta el cómo pagarán las futuras generaciones las decisiones de gasto público corriente. El tratamiento de la inversión pública como un gasto residual incentiva las demoras o la cancelación de los proyectos de inversión en lugar de efectuar recortes en el gasto corriente. Se paraliza una obra o se recorta la inversión pública, aún cuando sea evidentemente

te. Se paraliza una obra o se recorta la inversión pública, aún cuando sea evidentemente rentable. En consecuencia, el estado invierte menos de lo que debería, trasladando el problema de escasez o limitada infraestructura pública a las futuras generaciones.

El procedimiento recomendable

70. La nueva política fiscal debe enmarcarse en un horizonte de mediano o largo plazo, en lugar de priorizar el cumplimiento de la meta fiscal de corto plazo. Con este fin debe separarse claramente el tratamiento de los gastos de inversión respecto de los gastos corrientes.
71. Un elemento fundamental de esta separación sería la adopción de la *Golden Rule* (Regla de Oro) para el gasto de inversión pública. Esta regla consiste en endeudarse sólo para invertir y no para financiar gastos corrientes. Con esto se estaría, en primer lugar, reconociendo la naturaleza diferente del gasto de capital respecto del gasto corriente. Y, ciertamente, sería un estímulo al uso eficiente de los recursos y de los activos existentes.
72. La *Golden Rule* se establecería con referencia a un ciclo económico completo. Para que se cumpla esta regla, el *balance presupuestal corriente* no debe registrar déficit, en promedio, durante el ciclo económico. El *balance presupuestal corriente* representa la diferencia entre los ingresos corrientes y los gastos corrientes incluyendo la depreciación.
73. La *Golden Rule* promueve la igualdad de trato entre las generaciones. Los gastos corrientes actuales, que claramente benefician a los contribuyentes actuales, no tienen por qué ser asumidos por las futuras generaciones. Por el contrario, como se señala en la literatura especializada sobre este tema, las inversiones actuales proporcionarán beneficios en los años futuros por lo que no tienen por qué ser financiados con los ingresos corrientes. La inversión pública se haría de este modo dependiente exclusivamente de la capacidad de su financiación y, por tanto, de su rentabilidad. La deuda se justifica cuando los ingresos futuros del gasto de inversión se utilizan para pagar los impuestos futuros.

74. El otro elemento central de una nueva política fiscal y que está vinculado al anterior sería el establecimiento de la regla de la sostenibilidad consistente en mantener durante un ciclo económico completo un nivel estable y/o decreciente del porcentaje de la deuda pública respecto al PBI. Para que ambas reglas operen debería calcularse el superávit primario que asegura esta sostenibilidad dada una meta del porcentaje de Deuda/PBI.

75. Por último, las dos reglas anteriores permiten la operación de los estabilizadores automáticos. Como las reglas se aplicarían tomando en cuenta un ciclo económico completo, tendría que calcularse el presupuesto corriente ajustado por el ciclo, para, sobre esta base, determinar el superávit primario compatible con la sostenibilidad de la deuda. Durante el ciclo, en momentos en que el gasto de inversión sea menor que el gasto corriente, el déficit no registrado en el balance presupuestal corriente se compensa con la variación de los ingresos contributivos a la automática estabilización de las fluctuaciones.

El patrimonio neto estatal

76. El cómputo del Balance General del Estado, y la consecuente determinación de su patrimonio neto es un complemento natural de la metodología recomendada líneas arriba. Por una parte, complementa la compilación tradicional de la deuda pública que son pasivos del estado, con su contraparte, los activos nacionales, que constan en buena parte de las inversiones hechas precisamente con los fondos provenientes de esa deuda pública. Por otra parte, permite computar un indicador de solvencia para aquilatar la sostenibilidad fiscal.
77. Por definición existe solvencia cuando el sector público (o el sector privado) está en condiciones de cumplir plenamente sus obligaciones. Para evaluar la solvencia del sector público no sólo debe tenerse en cuenta el ingreso y el gasto fiscales presentes, sino también las expectativas de ingresos y gastos fiscales futuros.
78. El punto de partida para realizar esa evaluación debe hacerse a partir del balance del sector público, que es un resumen del activo

y el pasivo de ese sector. El activo comprende los activos presentes (internos y externos), así como el valor presente del ingreso fiscal futuro. El pasivo del sector público comprende las obligaciones presentes así como el valor presente del gasto futuro. El balance del sector público se convierte de ese modo en un balance orientado hacia el futuro, para cuya determinación se tienen en cuenta los resultados fiscales proyectados a corto y a largo plazo.

79. Con esta noción ampliada del activo y el pasivo, el patrimonio neto del sector público puede definirse como la diferencia entre el activo y el pasivo. Si el patrimonio neto es positivo, el sector público es solvente. De lo contrario se considera insolvente, lo que equivale a expresar que no podrá cumplir sus obligaciones a menos que se incremente su activo (presente o futuro).
80. La utilización de un indicador de solvencia, como el patrimonio neto, es más objetivo que los indicadores del tipo Deuda/PBI y le dan

a la política fiscal mayor flexibilidad en su campo de acción. Por este motivo, se torna necesario y conveniente la adopción del indicador patrimonio neto como el relevante para la evaluación del resultado fiscal y de la solvencia del sector público, no sólo por las autoridades nacionales sino también por los organismos financieros internacionales.

Propuestas concretas

81. En este ámbito, se propone:
 - a) Propiciar consensos en el sistema financiero que permitan acordar la modificación de la mecánica de fijación de metas fiscales a fin de acercarla más a la "Regla de Oro", con una meta de ahorro corriente y un presupuesto independiente de inversión así como para:
 - b) Acordar la incorporación regular de las Cuentas Patrimoniales a las Estadísticas públicas a fin de que la Deuda Pública (los pasivos del Estado) se encuentren balanceados debidamente con los Activos Públicos respectivos.