

# LAS NUEVAS REFORMAS: ¿ES POSIBLE UNA POLÍTICA DE ESTADO SOBRE EL PATRIMONIO DEL SECTOR PÚBLICO?

En el pasado ha sido muy difícil lograr sintetizar una política de estado entorno a los temas fiscales y la realidad ha venido demostrando que es uno de los puntos de partida de las experiencias internacionales exitosas en materia de desarrollo social y económico. La discusión ideologizada del pasado no permitió un análisis objetivo y lo que primaron fueron antagonismos: pagar o no pagar la deuda externa, privatizar o no privatizar las empresas públicas, vender o no el oro, etc. En cada instancia de definiciones lo único que se obtuvo fue la polarización en torno al tema.

En los últimos años se ha avanzado significativamente en la desmitificación de las posiciones ideológicas del pasado. El gobierno del Frente Amplio le ha dado una buena dosis de pragmatismo a la discusión, trayéndola de vuelta a la discusión racional desde el terreno de la movilización y la disputa. Es uno de los elementos que hace pensar que hay oportunidades para caminar el sendero de la síntesis.

Para lograrlo proponemos mirar al sector público y al país como si fuera una empresa y haciendo un paralelismo con la dinámica que se sigue en la dirección de las mismas. En primer lugar se fijan criterios a seguir en materia financiera y de inversiones, buscando administrar pasivos y activos de forma de asegurar la mayor solidez a la empresa. En segundo lugar, la complejidad de las estructuras de gobierno exige la adopción de medidas específicas para lograr que las decisiones que toma la dirección y la administración, efectivamente se estén ejecutando siguiendo el interés del accionista (en el caso del gobierno sería el pueblo o los votantes). Es lo que se engloba bajo el término de moda: “gobierno corporativo” o “corporate governance”.

En particular, cuando se habla de finanzas públicas automáticamente se genera un sesgo: la mirada se inclina predominantemente hacia el “Estado de Resultados”; esto es, se analiza el nivel del déficit fiscal, el superávit primario, el peso del pago de intereses, la presión fiscal que generan los tributos, etc.. El análisis del “Estado de Situación” se ve relegado y las consideraciones de los activos y pasivos del Estado pueden resultar fundamentales para la configuración del escenario de mediano plazo.

¿De qué estamos hablando?. Se puede pensar en forma esquemática en un estado de situación patrimonial sencillo: activo menos pasivo igual al patrimonio. Para concentrar el esfuerzo analítico y ante la falta de registros contables patrimoniales en el sector público, se puede poner foco a los principales pasivos y activos del sector público<sup>1</sup>. En el pasivo se destacan los rubros que componen la deuda pública, externa e interna. Mientras tanto en el activo sobresalen las reservas internacionales, la propiedad (las “acciones”) de las principales empresas públicas, la infraestructura propiedad del sector público, los inmuebles y las tierras fiscales.

El accionar conjunto sobre la deuda pública, las reservas internacionales y la venta de acciones de empresas públicas (por ejemplo UTE y ANTEL) permitiría:

- pagar menos intereses, lo que dejará mayor espacio fiscal a políticas de gasto público,
- una mejor administración del riesgo al que está expuesto el patrimonio por descalce de plazos y monedas
- dotar a la administración de las empresas públicas de un mejor gobierno corporativo con una contraposición de intereses y transparentación de información de gestión.

---

<sup>1</sup> Evitamos en estos apuntes desviar la discusión hacia los temas de políticas sociales y de educación. Habitualmente a los primeros se los asocia con el pasivo o “deuda social” del gobierno y a los segundos con el activo en recursos humanos o “capital humano”. Ambos serán objeto de futuras jornadas de Síntesis.

- hacer funcionar el mercado de capitales para lograr una mejor asignación del ahorro nacional.

Prosiguiendo con el paralelismo con la empresa, siguiendo el lenguaje de los proyectos podríamos establecer una entrega o resultado para medir el éxito o fracaso del esfuerzo. En este sentido sería la calificación de riesgo de la deuda pública dentro del grado inversor el mayor posible dentro de la región.

#### **a) Una mirada al balance del lado del pasivo: bajar la deuda**

El total de endeudamiento del sector público no ha parado de crecer, a pesar de la fase expansiva del ciclo si se mide en términos brutos y en dólares como moneda de referencia. Al cierre del primer trimestre del 2008 las cifras oficiales indican un equivalente a US\$ 17.337 millones. De todas formas se considera que con el avance del PIB en términos reales, la recuperación del nivel de reservas internacionales y el aumento de los precios en dólares, la situación de endeudamiento del país ha mejorado significativamente, sobre todo si se mira en términos netos de las reservas internacionales y como porcentaje del PIB.

Desde el punto de vista de los vencimientos la situación ha mejorado ya que se han despejado los inmediatos. El 77% de las amortizaciones finales de la deuda pública ocurrirá después del año 2013 .

Uruguay salió del momento crítico, se recuperó la línea de crédito en los mercados internacionales, hay un mercado local que ha cambiado y pide más desarrollo y competencia. ¿Cuáles son los desafíos que se enfrentan y configuran una nueva etapa?

En primer lugar, el mercado internacional sigue muy volátil, no hay restricción de crédito para los países emergentes pero aumenta la probabilidad de que lo haya en el futuro. Puede ser por desconfianza regional (una vez más Argentina nos genera una externalidad negativa) o por la suba de la tasa de interés cuando el foco de la Fed pase de la liquidez del sistema financiero a la inflación.

Preparándonos para estos tiempos peores, es que consideramos que la primer característica que puede tener esta nueva etapa es recuperar el distintivo del investment grade e incluso apuntar a lograr la mejor evaluación de riesgo en la región. Las señales que están detrás de la calificación son muy fuertes. Reafirman todos los compromisos del gobierno por mantener una buena conducta macroeconómica y asegurar la estabilidad en las condiciones económicas. Al mismo tiempo abre mercados y reduce el costo del endeudamiento.

A pesar que es posible que el foco se deba concentrar en las emisiones en el mercado local por los próximos años, igual el esfuerzo por calificar la deuda global con el mejor grado inversor posible generará efectos positivos sobre la economía.

En segundo término, pensando en que se deberán profundizar las colocaciones locales para que el pasivo tenga una mayor participación de los pesos, se propone mirar el mercado local y procurar un desarrollo sostenible de los instrumentos en pesos. Qué medidas pueden mejorar la institucionalización del mercado en pesos: a) una oferta de valores sostenida que asegure profundidad en los distintos plazos; b) para el corto plazo estimular la participación del Banco República como “market maker”, c) analizar modificaciones en las condiciones operativas de los inversores institucionales que movilicen la demanda y la oferta en las operaciones de mercado secundario. Históricamente se bloquearon iniciativas por la comodidad del status quo y enfrentamientos estériles, principalmente entre los bancos y los corredores. El Estado debe jugar el papel integrador de estos intereses encontrados.

El grado inversor y un buen manejo de deuda pública se puede lograr combinando la gestión del pasivo con la del principal conjunto de activos financieros que dispone el país: las reservas internacionales.

**b) El balance del lado del activo: las reservas internacionales**

La acumulación de reservas internacionales ha sido vertiginosa en los últimos meses. A mediados de agosto se contaba con US\$ 6.300 millones contra US\$ 3.500 un año atrás. La principal razón es la compra de dólares para sostener su cotización. Esto ha provocado un aumento en la deuda en pesos y cierta convalidación monetaria de las presiones inflacionarias. Por lo tanto el balance se modificó significativamente. Si bien inicialmente no se genera o pierde riqueza porque aumenta un activo (dólares depositados en un banco internacional) y un pasivo (deuda en pesos colocada en el mercado local), el descalce es total en todas las dimensiones y en la medida que pase el tiempo puede tener importantes consecuencias patrimoniales.

Si el dólar pierde valor en relación al peso, el sector público tiene una pérdida.

Si las tasas de interés de corto plazo en dólares se mantienen muy bajas (en niveles reales negativos) y las tasas de interés en pesos a mediano plazo están más altas, habrá un impacto sobre la riqueza.

Además del riesgo tipo de cambio y del riesgo tasa de interés, en la actualidad hay que administrar también un riesgo crediticio ya que los mercados internacionales se encuentran en zona de turbulencia y varias instituciones financieras están en la zona de peligro.

El nivel de reservas, con tipo de cambio flexible y con las fuerzas de mercado que se observan en la actualidad resultan ser un seguro de liquidez caro.

Creemos que las reservas que se han acumulado para sostener el tipo de cambio se pueden utilizar para bajar deuda bruta o en todo caso para evitar el aumento de la misma. Si bien no se necesita una política de estado para tomar estas decisiones financieras, sería bueno incorporar en la discusión nacional el tema en conjunto.

En definitiva hay que determinar si la política de sostener el tipo de cambio se hace en forma fiscalmente encubierta aumentando

un pasivo y un activo que tendrán consecuencias negativas para el patrimonio en el futuro; o se hace contra recursos fiscales genuinos o en forma explícita.

### c) El balance del lado del activo: las empresas públicas

No se plantea una vuelta al tema de las privatizaciones pero en los últimos años el clima para buscar políticas de estado entorno a las empresas públicas ha cambiado. Se reconoce públicamente por el gobierno que el control no siempre lo tiene quien gobierna y muchas veces lo ostentan los empleados<sup>2</sup>. Lo mismo ocurre con la idea que la tecnología destruye con el pasaje del tiempo el poder monopólico de algunos servicios<sup>3</sup>. En varias ocasiones se les ha pedido que tomen decisiones desviándose de sus objetivos pero se ha reconocido que no es su obligación y que será acotado en el tiempo<sup>4</sup>.

A su vez, es factible lograr un consenso sobre el concepto de que el sector público puede mantener el control de las empresas, ser más transparente en su gestión y resistir la tentación de desviarse de los objetivos que le fijó la sociedad a cada una de las empresas. Estos atributos se pueden complementar con incrementar la eficiencia de las empresas, lograr el financiamiento de sus inversiones y mantener una contribución con las finanzas públicas.

¿Qué pasa si agregamos la idea de privatizar una parte de las empresas en condiciones especiales?

En primer lugar, coincidir en que solo es factible si se vende una parte. La discusión determinará si es menor o mayor pero el concepto a discutir no es la introducción de propiedad privada, es generar un espacio de control de la gestión. En tal sentido hay muchas formas institucionales para explorar el consenso. Tener el control accionario no es tener el control de la empresa, pero ello sucede también en la actualidad con la propiedad pública. El concepto de gobierno corporativo en estos casos es muy aplicable y será motivo del análisis del próximo punto.

---

<sup>2</sup> Rodolfo Nin Novoa en El Observador....

<sup>3</sup> Recientemente se creó comisión para estudiar el monopolio de la telefonía fija

<sup>4</sup> La tarifas de UTE y ANCAP fueron exigidas a la baja para evitar que el índice de precios al consumidor superara determinados niveles a fines del 2007.

En segundo lugar, buscar las condiciones que aseguren un efecto externo para el mercado de capitales, como: a) la introducción del concepto de renta variable en un mercado que solo tiene cultura de renta fija; b) el concepto de activos en pesos que no sean deuda pública garantida; c) generar volumen para lo cual es necesario prohibir la concentración en la tenencia de estas acciones pero darles derechos especiales para hacerlas atractivas y no cautivas.

El tercer elemento complementa los anteriores y es que el producido de la venta puede utilizarse para bajar deuda bruta. Incluso se puede utilizar la figura de la integración de la compra con títulos de deuda pública y licitar su precio. En el caso que se necesiten fuertes inversiones también puede ser el aporte de capital necesario que evite un incremento de la deuda pública.

Otros efectos:

- acostumbramiento a leer la información de la gestión de las empresas con ojos de accionista y la discusión en la sociedad sobre los objetivos de las empresas que compatibilicen el deseo de los accionistas (para que no baje el precio) con el deseo del gobierno como representante de los restantes accionistas y fijando las decisiones estratégicas.
- Se podrían explicitar las políticas sociales y costearlas si requieren fondos públicos. En este sentido, no hay definiciones claras. Lo que quiere la sociedad es que cumplan objetivos sociales y regulatorios, den el mejor servicio al menor costo. No les importa el flujo de caja que generan. Esto le importa al MEF que utiliza parte del mismo para mejorar su flujo financiero y que ha incurrido en el pasado en disponer el capital necesario para crear las empresas.

**d) Emisión de acciones y mejorar el gobierno corporativo de las empresas públicas**

Todo esto se puede lograr equiparando las instituciones que gobiernan las empresas públicas con las de las grandes empresas

que cotizan en bolsa de valores, simultáneamente con la venta de una parte menor de las acciones a un conjunto atomizado de compradores.

Un primer avance hacia esta mejora en las prácticas de gobierno se logró por las modificaciones del papel del sector público en la regulación. En los últimos años se ha consolidado la iniciativa por la cual se mantiene separada la regulación de la gestión de las empresas.

En cuanto al control de gestión habría que asegurar el poder de las minorías, no para que tranquilen el desarrollo de las empresas sino para que oficien como garantes de los que tienen ahorros a corto plazo.

El valor de las empresas públicas está asociado a tres dimensiones:

1. el flujo de caja que pueda generar para su propietario (utilidades)
2. el cumplimiento de objetivos sociales
3. el papel regulador o testigo que oficien en el mercado

Estos tres papeles están presentes en mayor o menor medida en cada una de las tres principales empresas públicas industriales: UTE, OSE y ANTEL y en las tres financieras: BROU, BSE y BHU.

En los noventa se avanzó sobre separar el papel regulador de las empresas de la gestión. Queda un poco por hacer en cuanto a la institucionalidad de los reguladores y el respeto por esta separación de papeles. De todas formas está avanzado y es fácil lograr síntesis en este tema.

Donde la tecnología y la regulación lo permiten, a través de la competencia pueden jugar un papel de ente testigo para evitar rentas monopólicas de los privados. Está bastante cerca de todos.

Donde la sociedad reclama cambios es en la dirección de las empresas. Los objetivos pueden ser bien intencionados y estar alineados con lo que siente la población, pero hay falta de transparencia para el control de la gestión.

## Síntesis

Lograr una política de Estado en temas que involucran el patrimonio del sector público tiene en el momento actual un alto poder de retroalimentación de cada una de las políticas que muchas veces se consideran aisladas. No es necesario llegar a posiciones extremas en cada una de ellas para obtener buenos resultados, alcanza con avanzar en el buen sentido en todas en forma conjunta.

El indicador objetivo del éxito de las medidas elegido es la calificación de riesgo de la deuda pública en el mejor nivel de la región dentro del grado inversor. La presencia de un indicador de resultado de referencia permite un monitoreo del esfuerzo que se está haciendo y generará la dosis de presión por profundizar la política donde sea necesario para lograrlo.

Las decisiones involucran simultáneamente: deuda pública, activos de reserva y empresas públicas. El planteo esquemáticamente consiste en reducir la deuda bruta utilizando las reservas internacionales y parte del producido por la venta de acciones de las empresas públicas. Hay que ser concientes que para lograr el objetivo también deberá haber un fuerte compromiso en materia de política macroeconómica, estabilidad social y fortaleza institucional.

Esto permitirá pagar menos intereses con lo que se dejará espacio para las políticas de gasto público que decida implementar el gobierno de turno.

También posibilita una reducción de la exposición al riesgo que presenta la situación patrimonial actual por la combinación de monedas y plazos

A través de la privatización se obtendrá una mejora en la estructura de gobierno corporativo. Obligará a las empresas a explicitar sus objetivos y someter su gestión permanentemente a la evaluación del público. Previo a esta situación se deberán definir objetivos para las empresas y por ello la necesidad de construir consensos: es subsidiar consumos, vender barato u

obtener rentabilidad, cuál es el nivel de rentabilidad razonable para una empresa pública.

La participación de empresas públicas sumado al manejo de la deuda pública hacia los instrumentos en pesos permitirá un mejor desarrollo del mercado de capitales. El resultado de un mercado de capitales más desarrollado es canalizar mejor el ahorro nacional. En la actualidad la sociedad de pregunta permanentemente ¿en qué puedo ahorrar?, y ante la caída del valor del dólar no encuentra respuestas claras y opta por soluciones lejanas a las óptimas con alto nivel de liquidez o directamente colocando en el exterior.