

LA DIMENSIÓN CONTABLE DE LA REVOLUCIÓN EÓLICA URUGUAYA

Fernando Esponda, Administración Nacional de Usinas y Trasmisiones Eléctricas, fesponda@ute.com.uy

Jorge Molinari, Administración Nacional de Usinas y Trasmisiones Eléctricas, jmolinari@ute.com.uy

Resumen

Uruguay ha vivido en los últimos años un importantísimo cambio en su matriz eléctrica, pasando de una situación de déficit estructural de energía firme en los primeros años de este siglo a la posibilidad de exportar excedentes de energía en el presente. En este marco, el incremento significativo de la energía eólica ha alcanzado relevancia mundial. Un aspecto poco discutido de este proceso es la estrategia escogida para poder ejecutar esta gran inversión. ¿Por qué se tomó el camino de la inversión privada y las modalidades alternativas de inversión pública, pasando la inversión pública tradicional a ocupar un lugar marginal? El presente documento busca la respuesta a esta pregunta, más que en el área económica, en el área contable, en particular en la actual y controvertida relación entre inversión pública y déficit fiscal, que genera fuertes distorsiones en las decisiones de inversión pública y, por lo tanto, en la selección de las mejores opciones para concretar la inversión en infraestructura.

Una revisión de este sesgo contable permitiría dar mayores posibilidades a la inversión pública en infraestructura, en particular energética, algo particularmente importante en un panorama económico complejo como el actual. Asimismo, permitiría estructurar nuevos proyectos basados en las ventajas económicas de cada modalidad y en las virtudes intrínsecas de la inversión privada y de la inversión pública, así como en la adecuada complementación entre ambos sectores.

Palabras clave: Inversión pública, déficit fiscal, contabilidad pública

1. Introducción¹

En los últimos años Uruguay ha asistido a una verdadera transformación de su matriz energética. Fracasada la estrategia “gas por caño o gas por cable” que se buscó implementar en los noventa, a comienzos del presente siglo el sistema eléctrico se encontraba en una situación de déficit estructural de energía firme que lo situaba en un escenario vulnerable ante sequías extremas. La recuperación de la capacidad de inversión en generación por parte de UTE –la empresa eléctrica del Estado–, contribuyó a superar la sequías de 2006 y 2008 sin cortes de energía y a brindar un escenario favorable para la elaboración de una política energética con un rol orientador preponderante del Estado. Esta estrategia, que tiene un hito importante en la concreción de un acuerdo multipartidario en materia energética, ha procurado avanzar en términos de soberanía (menor dependencia del precio del petróleo y de las importaciones), de volatilidad (menor dependencia de la hidraulicidad) y desde el punto de vista ambiental (aumento de la generación eléctrica en base a energías renovables).

En un corto período de tiempo las energías renovables no convencionales pasaron de ocupar un lugar marginal en la generación eléctrica a representar un tercio de la energía eléctrica generada en 2016, destacándose el crecimiento de la energía eólica, que alcanzó un cuarto del total. En particular, el fuerte crecimiento de la energía eólica en Uruguay se basó en una estrategia que combinó esfuerzos públicos y privados. Por un lado, la inversión privada se basó fundamentalmente en contratos PPA (*Power Purchase Agreement*) entre UTE y agentes privados. Por otro lado, la inversión pública fue desarrollada por UTE, en algunos casos como inversión pública tradicional, y en otros casos utilizando un conjunto variado de modalidades alternativas, como fideicomisos, *leasings* y sociedades anónimas.

La estrategia de incorporación del sector privado ha contribuido a realizar este importante esfuerzo de inversión en un plazo relativamente corto. Sin embargo, hay un elemento que ha sido poco estudiado y analizado, pero que resulta de un interés fundamental: el impacto de la dimensión contable en este desarrollo. El principal objetivo del presente trabajo es analizar las características del desarrollo eólico uruguayo y su relación con los tratamientos contables de las diferentes modalidades de inversión.

Mientras que la inversión pública se registra totalmente en el momento en que se realiza, la inversión privada o las modalidades alternativas de inversión pública son registradas en un período de tiempo más dilatado. Esta dualidad de criterios genera impactos diferenciales sobre el déficit fiscal, generando fuertes

¹ El presente documento es una versión resumida de un documento más extenso. El mismo no refleja necesariamente la opinión de UTE. Sus deficiencias, errores y omisiones son exclusivamente responsabilidad de los autores.

restricciones al desarrollo de la infraestructura² y alterando las decisiones de inversión. Si bien este criterio ya ha sido modificado en los manuales estadísticos, dicho cambio todavía no se ha aplicado en la mayoría de países de Latinoamérica. La hipótesis central del presente trabajo es que esta dualidad a nivel contable es un elemento fundamental en la explicación del mix entre inversión privada, modalidades alternativas de inversión pública e inversión pública tradicional de la expansión eólica uruguaya.

El trabajo se desarrolla como se describe a continuación. El segundo capítulo plantea elementos del marco teórico que utilizará el trabajo: allí se realiza una breve historia del sistema eléctrico uruguayo y se analiza la relación contable entre inversión pública y déficit fiscal. En el tercer capítulo se analiza la revolución eólica uruguaya: en primer lugar se realiza una descripción de los principales cambios en la matriz eléctrica ocurridos en los últimos años, a continuación se analizan los principales instrumentos de incentivo a la inversión privada, en tercer lugar se analiza la eficiencia de la estrategia desarrollada, y en último lugar se realiza un ejercicio que vincula la inversión eólica realizada y el déficit fiscal. Finalmente, el cuarto capítulo analiza criterios alternativos de contabilidad pública, de modo de incorporar la inversión pública en el déficit fiscal de una forma más adecuada que la actual.

2. Marco Teórico

2.1. Breve historia del sistema eléctrico uruguayo

La historia del sistema eléctrico uruguayo en el siglo XX está pautada por una muy fuerte presencia del sector público, en una primera etapa asociada en gran medida a la historia de UTE³. En el último cuarto de siglo surge como actor relevante la Comisión Técnico Mixta de Salto Grande, motivada por la construcción de la represa de Salto Grande⁴.

Desde fines de los sesenta se limita el grado de autonomía de los entes autónomos a partir de los cambios introducidos en la Constitución de 1967 y se adoptan un conjunto de medidas legales tendientes a la introducción de un mayor rol al mercado. Entre las más relevantes se destacan: (i) la Ley Nacional de Electricidad (Ley N° 14.694), promulgada en 1977, que introduce un cambio importante en el sector eléctrico, al derogar el monopolio legal de UTE para el suministro de energía a terceros; (ii) la Ley de Servicios Públicos Nacionales (Ley N° 16.211), impulsada por el gobierno en 1991 y derogada mediante plebiscito en 1992, que evitó la privatización de las principales empresas públicas (entre ellas UTE); (iii) la Ley de Marco Regulatorio del Sector Eléctrico del año 1997 (Ley N° 16.832), que en su parte medular plantea, siguiendo a Dubrovsky y Ruchansky (2010), lo siguiente: instaurar un mercado competitivo en la etapa de generación, creando un mercado mayorista de energía eléctrica; crear la Administración del Mercado Eléctrico como persona pública no estatal, con el cometido de administrar el mercado mayorista de energía eléctrica; habilitar a UTE a asociarse con empresas públicas o privadas, nacionales o extranjeras, dentro del país; crear la Unidad Reguladora de la Energía Eléctrica, con el propósito de separar los roles empresario y regulador del Estado.

De todas formas, de acuerdo a la historia y a la configuración institucional del Uruguay, la reforma del sistema eléctrico tuvo características particulares:

“Si bien en esencia, la reforma del sistema eléctrico uruguayo remite a un mismo patrón clásico, aplicado en el resto de los países de la región que iniciaron una transformación de su sistema eléctrico, resulta interesante situarse en aquellos aspectos que marcan de alguna manera la especificidad de la reforma del sector eléctrico implantada en Uruguay. En este sentido cabe destacar que ni la privatización de la UTE, ni su desintegración vertical y horizontal (aunque sí se le exigió, la presentación de una separación contable de actividades), presentes en las reformas de otros países y en las recomendaciones de los organismos multilaterales de crédito, fueron impuestas por la Ley N° 16.832. Fueron determinantes para ello, el contundente resultado del plebiscito del 92’ y la fuerte resistencia evidenciada durante el proceso de discusión de la ley a una eventual fragmentación o minimización del rol de la UTE.”

Dubrovsky y Ruchansky (2010), *El desarrollo y la provisión de servicios de infraestructura: La experiencia de la energía eléctrica en Uruguay en el período 1990-2009*, pág. 28

² Como se encuentra consignado en documentos del Banco Mundial (*Walking up the Down Escalator: Public Investment and Fiscal Stability*, 2008), la CEPAL (*Opciones para enfrentar el sesgo anti-inversión pública*, 2005) o el FMI (*A Fiscal Policy Framework to Safeguard Public Investment*, 2005), entre otros.

³ La empresa es creada en 1912 como ente autónomo, en el marco del primer Batllismo, bajo una concepción que asignaba una gran importancia al rol del Estado en la economía, ejerciendo el monopolio en los sectores de generación, transmisión y distribución de electricidad en todo el Uruguay.

⁴ La Comisión Técnico Mixta de Salto Grande es un Organismo Binacional creado por la República Argentina y la República Oriental del Uruguay con el fin de aprovechar los rápidos del río Uruguay en la zona de Salto Grande.

Más allá de la apertura a la participación privada propuesta en el marco regulatorio del sector eléctrico, la participación de actores privados en la generación eléctrica fue marginal, por lo menos hasta el año 2012, cuando de la mano del fuerte impulso de la energía eólica, la participación privada en la generación eléctrica comenzó a tener una mayor importancia.

2.2. Relación contable entre inversión pública y déficit fiscal

La discusión sobre cómo considerar la inversión pública en el resultado fiscal no es nueva, sino que tiene al menos dos siglos.⁵ La historia da cuenta del uso de una “regla de oro”, asociada al patrón oro, que implicaba que los gastos corrientes se igualaran a los ingresos corrientes, y los gastos de capital se financiaran con deuda:

“La práctica del siglo XIX de mantener separados los presupuestos ordinarios y los de capital era una de las posibles fórmulas para alcanzar el equilibrio presupuestario para soportar el patrón oro. Esta particular fórmula prohibió el déficit en la cuenta ordinaria, pero permitió que los déficits en la cuenta de capital fuesen compensados por superávits futuros de la cuenta capital suficientes para pagar la nueva deuda. Una práctica común era dedicar los ingresos para servir la deuda que se había tomado para financiar dicha inversión.”⁶

Basseto y Sargent (2005), *Politics and efficiency of separating capital and ordinary government budgets*, pág. 1

Durante la primera mitad del siglo XX muchos países mantuvieron esta forma de contabilizar el presupuesto. Las experiencias de esta doble contabilidad en la primera mitad del siglo XX en Suecia, Dinamarca, Canadá y Estados Unidos y las discusiones con respecto al uso de esta regla y la clasificación en gasto de capital o corriente pueden encontrarse profusamente detalladas en Hansen (1941, págs. 191-207). Esta regla era utilizada también en el Uruguay de la primera mitad del siglo XX (Azar, y otros, 2009, pág. 6).

La historia reciente de la contabilidad pública está marcada por dos hitos importantes, relacionados con dos manuales diferentes del Fondo Monetario Internacional (FMI): el Manual de Estadísticas de las Finanzas Públicas del año 1986 y el del año 2001.

La utilización del criterio actual tiene su fundamento en el manual de 1986, que implica la inclusión en el resultado fiscal tanto del gasto corriente como del gasto de capital, registrando la inversión pública en su totalidad el año que se ejecuta. El manual es un compendio extenso y detallado de diferentes criterios contables; con respecto al presente trabajo, cabe destacar una dimensión particular del mismo: el registro de la inversión pública utilizando el criterio de base caja.

“II.A.2. Registro en base de caja

153. Las estadísticas correspondientes al ingreso y al gasto total deben basarse en las transacciones que se han efectuado en la fecha más cercana posible al pago (...)

154. Se dará preferencia a las estadísticas basadas en los pagos para determinar el ingreso y el gasto totales del gobierno, ya que esos datos miden el efecto de todo el gobierno en las cuentas monetarias y en el resto de la economía.”

FMI (1986), *Manual de Estadísticas de las Finanzas Públicas*, pág. 36

En el manual cualquier tipo de gasto, ya sea gasto corriente o gasto de capital, es registrado de la misma forma, en el momento que se verifica el flujo de caja (págs. 194-212). El propio manual reconoce las diferencias con otros criterios:

“165. La preferencia por los datos basados en el pago efectivo para la declaración de las operaciones del gobierno se diferencia de la manera en que las empresas llevan sus estadísticas, las cuales se basan en valores devengados a fin de medir el patrimonio neto.”

FMI (1986), *Manual de Estadísticas de las Finanzas Públicas*, pág. 38

Este criterio, que genera un fuerte sesgo anti inversión pública (Martner & Tromben, 2005), fue revisado posteriormente. En 2001 el FMI lanza una nueva versión de su Manual de Estadísticas de las Finanzas Públicas, en donde plantea cambios a los criterios planteados en el manual de 1986. Con respecto al registro de los eventos económicos, el manual plantea:

“El momento cuando se registran las transacciones y los otros flujos económicos está determinado por los principios de la contabilidad en base devengado del *Manual de EFP* revisado. Es decir, los flujos se registran

⁵ Balassone y Franco (2001) hacen un muy interesante estudio histórico del tema, que incluso trasciende los últimos dos siglos, analizando el tema desde la Biblia hasta la actualidad.

⁶ Traducción propia, como la de todos los textos en inglés.

cuando se crea, transforma, intercambia, transfiere o extingue valor económico. En el *Manual de EFP 1986*, las transacciones se registran cuando se recibe o se paga efectivo.”

FMI (2001), *Manual de Estadísticas de Finanzas Públicas*, pág. 174

Más cerca en el tiempo, el FMI resalta como la primera diferencia entre los manuales que:

“Las ventas y adquisiciones de activos no financieros se consideran ingreso y gasto, respectivamente, en el sistema del *MEFP 1986*; mientras que en el sistema del *MEFP 2001* constituyen una categoría separada, transacciones en activos no financieros.”

FMI (2011), *Manual de Estadísticas de Finanzas Públicas*, pág. 35

La propuesta de diferenciar contablemente entre gasto e inversión es explicada conceptualmente por el FMI.

“Se argumenta que es impropio someter la inversión pública a las mismas restricciones fiscales que las del gasto corriente porque no se toma en cuenta el hecho de que la inversión pública aumenta el potencial de crecimiento de un país y las corrientes futuras de ingresos fiscales.”

Hemming y Ter-Minassian (2004), *Mejorar las condiciones para la inversión pública*, FMI, pág. 32

Además del FMI, también en documentos de la CEPAL y el Banco Mundial se encuentra presente la propuesta de contabilizar de forma diferente a la inversión pública:

“[Una opción] es la adopción lisa y llana de los principios contables del Manual de Estadísticas de Finanzas Públicas 2001 del FMI. (...) En este sentido, estos proyectos podrían contabilizarse en el presupuesto público cuando los gobiernos realizan las amortizaciones de los préstamos, y no al momento de recibirlos, de la misma forma que algunos proyectos de asociaciones público-privadas. Esto permitiría distribuir intertemporalmente la carga financiera, tal como es la práctica en el sector privado.”

Martner y Tromben (2005), *Opciones para enfrentar el sesgo anti-inversión pública*, CEPAL, pág. 8-9

“Las debilidades de los indicadores fiscales tradicionales sugieren que los gobiernos deberían producir otros indicadores. Como los indicadores actuales se derivan del criterio caja, vale la pena considerar si la adopción del criterio devengado proporcionaría la información que falta.”

Irwin (2008), *Accrual Accounting, Long-Term Fiscal Projections, and Infrastructure Investment*, Banco Mundial, pág. 278

Más allá del cambio planteado por el manual de estadísticas públicas del FMI del 2001, o los diversos planteos encontrados en la literatura analizada, el marco general de contabilización de las inversiones públicas en el déficit fiscal en Latinoamérica continúa siendo, esencialmente, el del manual de 1986.

Así planteado, el problema analizado podría concebirse exclusivamente como un problema de restricción de inversión: las metas de déficit fiscal conducirían a un subóptimo de inversión pública. Sin embargo, esta restricción choca muchas veces con la imperiosa necesidad de realizar inversiones en infraestructura. De esta necesidad surgen alternativas para poder saltar la restricción contable y efectivamente ejecutar la inversión.

Las alternativas son diversas: fomentar la inversión privada otorgando marcos jurídicos de promoción, exoneración de impuestos e incluso asunción de riesgos por parte del Estado; realizar Contratos de Participación Público-Privada (PPP); o impulsar la inversión pública a través de vehículos especiales como fideicomisos, *leasings* o sociedades Anónimas constituidas por el propio estado.

El problema es que esta “trampa al solitario” no es inocua. Implica, por la vía de los hechos, la pérdida parcial o total de la propiedad del Estado de activos fundamentales para el país, menor capacidad de control de los gastos del estado y/o procesos que terminan siendo más costosos que si la inversión hubiera sido realizada directamente por el Estado. Un problema adicional con estos contratos es que muchas veces son difíciles de monitorear y hacer cumplir (Blanchard & Giavazzi, 2004) y la mayoría son sujetos a renegociación (Guasch L., 2004). Como señala el Banco Mundial:

“En muchos casos la preocupación por la solvencia y la eficiencia han pasado a un segundo plano, y el recurso de la inversión privada se ha guiado fundamentalmente por el deseo de eludir la presión de los objetivos de liquidez sobre la inversión pública. Proyectos concebidos con tal propósito en mente pueden no estar bien diseñados desde el punto de vista de la eficiencia o la solvencia.”

Easterly, Irwin y Servén (2008), *Walking up the Down Escalator: Public investment and Fiscal Stability*, Banco Mundial, pág. 45

Además de los fideicomisos, *leasings* y sociedades anónimas, una de las herramientas clásicas para realizar inversiones por fuera de las restricciones fiscales son las PPP. Una investigación por parte del Comité Selecto de la Casa de los Loes del Reino Unido –cuna de las PPP– planteaba que en muchas ocasiones la opción por la aplicación de las PPP se debía a la particular forma en que se contabilizaban, y recomendaba que el

gobierno “tome medidas para remover el sesgo institucional en favor de las PPP” (House of Lords, 2010). En la misma línea, el profesor Eduardo Engel recalca lo siguiente para el caso latinoamericano:

“[Un] problema importante es cómo las PPP se contabilizan para las cuentas fiscales. Típicamente las PPP no cuentan como deuda pública y no contribuyen al déficit, y esto lleva a una distorsión que hace atractivas las PPP para los gobiernos, no porque sean una mejor opción, sino porque permiten trucos contables que no son aconsejables desde el punto de vista de las finanzas públicas.”

Engel (2015), *Intervención en curso Asociaciones Público Privadas: Implementando Soluciones en Latinoamérica y el Caribe*

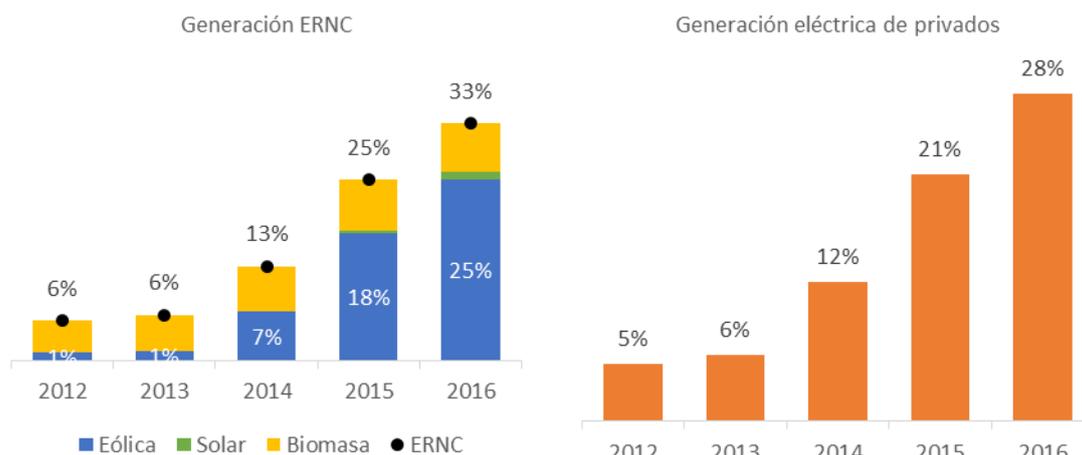
Para el caso de Uruguay también pueden encontrarse discusiones sobre la relación entre inversión pública y déficit fiscal, ya sea en trabajos específicos (Capurro, Fraga, Harguindeguy, & Oddone, 2015) como en intervenciones puntuales de algunas autoridades (Álvaro García (2015), *Presentación en Seminario de la URSEA*; Fernando Lorenzo (2015), *Intervención en la Comisión Investigadora de la situación Económica y Financiera de Ancap*).

3. La revolución eólica uruguaya

3.1. Características de la revolución eólica uruguaya

En los últimos años la matriz eléctrica uruguaya vivió importantes cambios. En el Gráfico 1 se analizan dos dimensiones diferentes de este proceso: el aumento de la generación de Energías Renovables No Convencionales (ERNC) y el aumento de la generación privada.

Gráfico 1 - Generación ERNC y generación privada (% sobre generación total)



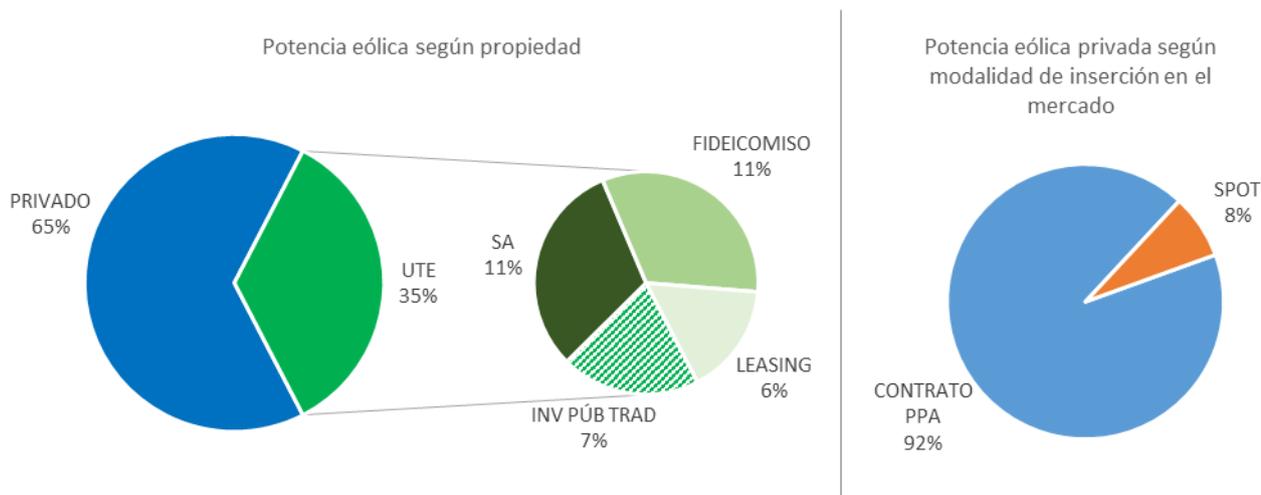
Fuente: Elaboración propia, en base a datos de ADME

El panel de la izquierda muestra el importante ascenso de la generación de ERNC sobre la generación total, fundamentalmente a partir del aumento de la generación eólica. La generación de ERNC, como porcentaje de la generación total, pasó del 6% en 2012 a 33% en 2016; asimismo, de un magro 1% de generación eólica en 2012, Uruguay alcanzó un 25% en 2016. El panel de la derecha presenta otra cara de los cambios acontecidos en el sector de generación eléctrica. En 2012, el 5% de la energía provino de generadores privados, mientras que en 2016 este guarismo ascendió a 28%.

Estos cambios son dos caras del mismo fenómeno: la estrategia de incorporación de energía eólica con fuerte apuesta a la inversión del sector privado. Mientras que en el año 2012 el 91% de la generación privada en Uruguay estaba asociada a la generación con biomasa (de la cual la mitad correspondía a la generación de la planta UPM), en el año 2016 la generación privada pasa a ser mayoritariamente de energía eólica (72% del total).

El Gráfico 2 muestra en su panel izquierdo la distribución de la potencia eólica instalada para el año 2016 según la propiedad del activo, en dos categorías: Privado o UTE. Para el caso de UTE, se realiza una nueva apertura, distinguiendo cuatro modalidades de inversión: sociedad anónima, fideicomiso, *leasing* operativo e inversión pública tradicional. El panel derecho muestra, solamente para los parques eólicos privados, la modalidad de inserción en el mercado.

Gráfico 2 - Potencia eólica según propiedad y Potencia eólica privada según modalidad de inserción en el mercado (año 2016)



Fuente: Elaboración propia, en base a datos de ADME y UTE i

En relación con la propiedad de los parques, se destacan dos elementos: en primer lugar, mayoritariamente la potencia eólica instalada es de propiedad privada; en segundo lugar, el tercio correspondiente a UTE fue mayoritariamente desarrollado a través de modalidades alternativas de inversión, correspondiendo sólo un 7% del total a inversión pública tradicional.⁷

En términos de modalidad de inserción en el mercado, se destaca que en su gran mayoría los parques eólicos instalados cuentan con un contrato a largo plazo con UTE. Aquellos parques eólicos que dependen del mercado spot representan solamente un 8% de la potencia eólica privada instalada.

Si se analizan ambas dimensiones en conjunto, se concluye que solamente el 5% de la potencia eólica se explica por el mercado Spot; el restante 95% tiene fuerte relación con UTE, ya sea por ser desarrollo propio o por haber sido viabilizada a través de contratos a largo plazo con la empresa pública.

3.2. Instrumentos de fomento de la inversión privada: Contratos a largo plazo con UTE y exoneraciones impositivas

Bajo el amparo de la política energética consensuada en un acuerdo multipartidario, el desarrollo eólico uruguayo contó con dos instrumentos clave que favorecieron la instalación de inversiones privadas: por un lado, contratos a largo plazo con UTE, y por otro lado, exoneraciones impositivas en el marco de la ley de promoción de inversiones.

Como mostró el Gráfico 2, la mayoría de los parques eólicos en Uruguay se instalaron teniendo como punto de partida un contrato a 20 años con UTE, denominado contrato PPA por su sigla en inglés (*Power Purchase Agreement*). Este elemento es de vital importancia, y debe tenerse en cuenta en cualquier análisis del mercado eléctrico que se quiera realizar: en Uruguay el desarrollo de la energía eólica privada no se dio en el marco del juego del libre mercado, sino que se dio bajo un régimen monopsónico, en donde el gran actor estatal aseguró la compra de la energía mediante contratos por 20 años, asumiendo de esta forma el riesgo de demanda del negocio, y facilitando por esta vía la obtención de financiamiento por parte de los agentes privados.

En líneas generales, los contratos privados con UTE tuvieron las siguientes características:

- Contratos de compra-venta de energía eléctrica por 20 años.
- Un premio por entrada anticipada asociado a un precio mayor de la energía vendida.
- La garantía de que UTE compra la totalidad de la energía potencialmente generada.⁸
- Un contrato con UTE, con un historial de cumplimiento total de sus obligaciones de pago.
- En caso de incumplimiento de UTE, responderá subsidiariamente el Estado.

⁷ Sociedades Anónimas (P.E. Artilleros (Rouar S.A.), P.E. Valentines (Areafin S.A.)); Inversión Pública Tradicional (P.E. Juan Pablo Terra, P.E. Caracoles 1 y 2); Leasing (P.E. Palomas (Nicefield S.A.), todavía en desarrollo); Fideicomiso (P.E. Pampa). Actualmente se encuentra en desarrollo un parque eólico realizado a través de Fideicomiso (P.E. Arias), pero no se contabilizó para los datos de potencia eólica instalada en 2016.

⁸ Véase el Decreto 59/015, en el cual el Poder Ejecutivo exhorta a UTE a modificar los contratos incorporando el pago de la energía que no resulte despachada por el Despacho Nacional de Cargas.

Otro elemento de vital importancia en el desarrollo eólico privado fueron las exoneraciones tributarias otorgadas en el marco de la Ley de Promoción de Inversiones. El régimen de exoneración de inversiones utilizado mayoritariamente ha sido el régimen general, estipulado en el Decreto 02/012, al que pueden acceder todos los sujetos pasivos de IRAE cuyos proyectos de inversión sean promovidos por el Poder Ejecutivo. Esto incluye Sociedades Comerciales (S.A., S.R.L, etc.), Sociedades de hecho, Fideicomisos y unipersonales. La mayoría de los parques eólicos se acogieron a las exoneraciones previstas en este régimen general. A través de este mecanismo se pueden exonerar los siguientes tributos:

- Impuesto a la Renta de las Actividades Económicas (IRAE)
- Impuesto al Patrimonio
- Tasas y tributos a la importación
- Impuesto al Valor Agregado (IVA)

3.3. Eficiencia de la estrategia desarrollada

3.3.1. Las características económicas del negocio eólico y las tasas de interés

La incorporación de generación eólica tuvo una destacada participación del sector privado, que se asentó en contratos a largo plazo con UTE y exoneraciones tributarias. Esta participación debe analizarse a la luz de las características económicas del sector, y en particular de las características técnicas y económicas de la generación eólica. Las variables clave que determinan la eficiencia de un negocio varían dependiendo de las características económicas del mismo. En el presente artículo no se discute la composición del “parque óptimo” y la participación de la energía eólica en el mismo⁹. Una vez asumido este “parque óptimo” y teniendo asegurado por UTE la compra de la energía eólica, el negocio eólico se transforma en un negocio básicamente financiero. En palabras de Ramón Méndez, Director de Energía durante el período 2008-2014:

"Uno tiene que entender que el negocio eólico es un negocio básicamente financiero. ¿Qué quiero decir con esto? ¿Cuál es el costo del combustible? Es gratis, básicamente. ¿Cuál es el costo de Operación y Mantenimiento? Muy bajito. ¿Cuál es, entonces, el costo de la energía? Repagar la inversión inicial. Esto significa dos cosas: primero, conseguir el mejor precio; segundo, conseguir la mejor tasa de interés."

Ramón Méndez (2015), entrevista en Radio El Espectador

Por lo tanto, en un negocio eólico en el cual la venta de energía está asegurada, la variable clave es la tasa de interés¹⁰. La pregunta en términos de eficiencia debería ser cuál es el mecanismo de inversión por el cual se obtiene una menor tasa de interés. En este marco, una posible explicación de la decisión de recorrer el camino de las modalidades alternativas de inversión, o de la apuesta por la inversión privada, podría basarse en las eventuales dificultades de la empresa pública estatal para acceder a financiamiento, o que el mismo fuese más caro que estas opciones.

Para analizar este punto vale la pena observar la visión de las calificadoras de riesgo sobre UTE. Por ejemplo, la calificadora de riesgo Fitch ha dictaminado la calidad AAA (uy) a todas las obligaciones negociables emitidas por UTE, la máxima calificación asignada en su escala de calificaciones nacionales del país. Entre los factores relevantes asociados a esta calificación se destaca la *“solidez y flexibilidad financiera [que] permite a UTE afrontar situaciones de stress”*, el *“fácil acceso al mercado bancario y financiero”* y que UTE cuenta con una *“buena liquidez”* (FixScr, 2015).

De esta forma, la posición financiera de UTE no parecía ser una debilidad a la hora de tomar financiamiento. Inclusive, la posición financiera de UTE operó positivamente en los desarrollos realizados a través de modalidades alternativas de inversión, en donde tanto las modalidades de sociedad anónima como de fideicomiso buscan descargar en la empresa estatal UTE la garantía final del repago de la deuda, mitigando por esta vía los diferentes riesgos del negocio.

Adicionalmente, la fortaleza financiera de UTE también fue decisiva en el desarrollo de generadores privados. El éxito de la inversión privada a través de contratos PPA se basó en la confianza y seguridad que transmitía que el comprador de la energía fuera UTE. Los organismos financiadores buscaron incidir, a través de los contratos, en el sentido de descargar hacia la empresa estatal la responsabilidad del repago del préstamo. Esto ha sido destacado por las principales firmas legales asesoras de los inversores. El estudio Posadas, Posadas

⁹ El abordaje de dicha temática excede los límites del trabajo e implicaría, entre otras consideraciones, evaluar la combinación de fuentes, tecnologías y proveedores que permiten garantizar razonablemente el abastecimiento ante situaciones de “stress del sistema” al menor costo.

¹⁰ Con relación al costo de la inversión, no se identificaron estudios que mostraran diferencias entre los valores de las inversiones tradicionales de UTE y de las otras modalidades analizadas, siendo un tema a abordar en futuros trabajos.

y Vecino (2016) planteaba como uno de los motivos de éxito la “*Solidez Financiera de UTE ('Off-taker')*”. La firma Guyer y Regules recalca el papel de UTE y la modificación de cláusulas contractuales para dar seguridad al financiador:

“UTE entendió que estos proyectos necesitan ser financiables. UTE se encontró abierto a escuchar a los bancos internacionales (multilaterales especialmente) y sus requerimientos. Los PPA se modificaron en términos de derechos de ‘step-in’, cláusulas de arbitraje, fuerza mayor, eventos de terminación, valor de terminación, entre otros. Se hicieron ‘bankables’.”

Guyer y Regules (2015), *presentación en Lecciones aprendidas en Latinoamérica sobre PPP's*, pág. 9

En este marco, algunas preguntas surgen naturalmente: si una mayor proporción de la inversión hubiera sido realizada por UTE, ¿podrían haberse logrado ahorros en términos de costo de financiamiento? ¿De qué magnitud? Si bien un hecho recurrente en los proyectos de este tipo es que el Estado suele conseguir financiamiento a menores tasas que el sector privado, no se cuenta con datos públicos como para realizar un análisis concreto de esta dimensión. Sin embargo, en términos cuantitativos –y salvando las distancias– se lograron identificar algunas estimaciones de la diferencia en el costo del financiamiento, fundamentalmente para literatura relacionada con los contratos de participación público-privada.

“Los costos de financiamiento de las PPP son entre 3 y 4 puntos porcentuales por encima de la deuda pública.”

House of Commons (2011), *Private Finance Initiative*, pág. 17

“La tasa efectiva de interés de las PPP (7%-8%) es el doble que la de los préstamos que obtiene el gobierno (3%-4%).”

National Audit Office (2015), *The choice of finance for capital investment*, pág. 47

“El costo de financiación de un proyecto sin riesgo (por ejemplo, la planta de desalinización de Sídney, que ya está en funcionamiento y tiene un contrato de compra en firme) es de aproximadamente el doble del de una simple emisión de bonos.”

Grenville (2013), *Infrastructure: Overcoming sovereign-debt phobia*

“La financiación del sector privado de un proyecto público-privado claramente cuesta más que un proyecto adquirido por el sector público y financiado con deuda pública: el costo del capital de una PPP típicamente será de entre 2 y 3 puntos porcentuales mayor que el financiamiento público.”

Yescombe (2007), *Public-Private Partnership: Principles of Policy and Finance*, pág. 18

A efectos meramente ilustrativos, supóngase un ejercicio simplificado consistente en una inversión de 1.000 millones de dólares y dos estrategias para realizarla: por un lado, una Estrategia Pública con un financiamiento a 15 años con una tasa de interés del 4% anual, y por otro lado una Estrategia Mixta con financiamiento al mismo plazo pero que con una tasa de 8%. Mientras que bajo la Estrategia Pública se deben pagar 90 millones de dólares por año para repagar la deuda, bajo la Estrategia Mixta se deben pagar 117 millones de dólares por año. El sobre costo de estos 4 puntos porcentuales en la tasa de interés implica un sobre costo financiero de un 30% en la cuota anual; en este ejemplo, de 27 millones de dólares por año durante 15 años.

Similar análisis puede realizarse en las modalidades alternativas de inversión pública. Si bien el Estado es el que está detrás de estas modalidades, en líneas generales la realización de un proyecto a través de un vehículo especial, ya sea sociedad anónima o fideicomiso, implica acceder a financiamiento a mayores costos que si lo hiciera directamente una empresa estatal.

Vale decir, adicionalmente, que la apuesta por la expansión eólica no fue un elemento marginal, sino que tomó el carácter de una transformación radical, y que dicho esfuerzo de inversión podría alterar el análisis sobre las posibilidades de financiamiento. De haber sido realizada por UTE, esta importante inversión hubiera tenido como contrapartida un importante aumento del endeudamiento de la empresa, que podría llevar a una alteración problemática de su situación financiera y, por lo tanto, del acceso a financiamiento de la propia empresa. Sin embargo, es necesario resaltar que la estrategia desarrollada no fue inocua para las cuentas financieras de UTE. Por el contrario, implicó un aumento muy importante del pasivo, que si bien no se vio asociado al crecimiento de la categoría “pasivos financieros”, implicó la aparición del concepto “pasivos por concesión de servicios”. Este tipo de pasivos explica el importante aumento del pasivo total de la empresa de los últimos años (que casi se duplica), llegando a representar casi el 40% del total en el año 2015.¹¹

¹¹ 34 mil millones de pesos de pasivos por concesión de servicios sobre 88 mil millones de pesos de pasivos totales. Adicionalmente, la nota 9.1 de los Estados Contables de UTE de 2015 da cuenta de compromisos asumidos por contratos de compraventa de energía por casi USD 7.000 millones (1.600 por biomasa, 4.500 por eólica y 800 por fotovoltaica).

3.3.2. *El incentivo de las exoneraciones tributarias*

El segundo instrumento que colaboró en el desarrollo de la inversión privada fue la Ley de Promoción de Inversiones y las exoneraciones tributarias enmarcadas en dicha ley. La agencia Uruguay XXI, encargada de la promoción de inversiones y exportaciones de Uruguay, destacaba esta herramienta para el sector de Energías Renovables:

“El atractivo régimen de promoción permite que los industriales que inviertan en generación de energía renovable financien hasta un 80% de la inversión a través de las exoneraciones impositivas.”

Uruguay XXI (2014), *Energías renovables. Oportunidades de inversión*, pág. 1

A partir de los decretos de la COMAP, se identificaron 24 parques eólicos privados que accedieron a la declaratoria de promoción de inversiones. Para tener una aproximación cuantitativa a estos beneficios, se analizó solamente el caso del IRAE para aquellos parques que obtuvieron la exoneración.

Los datos muestran un monto de exoneración de IRAE de USD 633 millones, asociado a un monto de inversión de USD 1.175 millones, en un período promedio de 12 años. Este monto representa un 53% de la inversión promovida.

Los parques promovidos por UTE también accedieron a exoneraciones tributarias. Sin embargo, solamente los parques eólicos realizados por UTE a través de modalidades alternativas accedieron a las exoneraciones tributarias planteadas por la ley de promoción de inversiones. Los realizados directamente por la empresa pública, como inversión pública tradicional, no tuvieron exoneraciones en el marco de esta ley, de acuerdo a lo establecido en la circular N° 4/09 de la COMAP.¹²

De forma análoga al apartado anterior, se pueden conceptualizar dos estrategias contrapuestas. Bajo la Estrategia Pública, una inversión de USD 1.000 millones es realizada por una empresa pública como inversión pública tradicional, sin apelar a exoneraciones tributarias. Bajo la Estrategia Mixta, se apuesta por un esquema de fomento a la inversión privada, mediante la exoneración un conjunto de impuestos, entre ellos IRAE. Esta segunda estrategia implica una resignación total del 53% de la inversión total, o sea 530 millones de dólares, durante 12 años, representando un diferencial de 44 millones de dólares por año entre una y otra estrategia.¹³

3.4. Las estrategias y su impacto en el déficit fiscal

El camino escogido parece haber sido eficaz, en la medida que permitió con creces lograr los objetivos planteados en términos de incorporación de energía eólica en el sistema eléctrico uruguayo. Sin embargo, en términos de eficiencia, la información no es concluyente: hay elementos que muestran que una estrategia posible, basada en mayor proporción de inversión pública tradicional, podría haber sido más eficiente, por lo menos en cuanto a obtener menores tasas de financiamiento y evitar las exoneraciones fiscales.¹⁴

Sin embargo, por lo menos a nivel del debate público, es difícil encontrar con claridad una posición a nivel gubernamental, o del conjunto del espectro político, que proponga la posibilidad de haber viabilizado una proporción mayor de las inversiones a través de UTE.¹⁵ ¿Por qué no se consideró esta posibilidad? ¿Cuáles fueron los fundamentos que determinaron el mix entre inversión privada, inversión pública y modalidades alternativas de inversión pública para desarrollar la generación eólica en Uruguay? Una posibilidad es que haya otros componentes económicos adicionales, basados en consideraciones de eficiencia, que no están tomados en el presente documento y que posicionen a la estrategia como óptima desde el punto de vista económico. Otra

¹² Con la excepción de Caracoles I, que se realizó con anterioridad a la circular N° 4/09 de la COMAP.

¹³ Al respecto, valen tres comentarios. En primer lugar, lo que figura en los decretos es un máximo de exoneración de IRAE posible; puede suceder que esos montos no terminen efectivamente alcanzándose. En segundo lugar, sólo se analiza uno de los impuestos exonerados (IRAE); un análisis más profundo sobre el resto de los impuestos permitiría obtener valores más precisos –y mayores– sobre la magnitud de la exoneración tributaria. En tercer lugar, podría plantearse que las exoneraciones tributarias realizadas repercutieron en ofertas con precios más bajos, y que esto terminaría teniendo un impacto positivo para la UTE como compradora de la energía. Sin embargo, no se encontraron estudios que demuestren la existencia de un pasaje directo entre las exoneraciones tributarias y los precios ofertados (además que la fecha de firma de los contratos casi siempre precede a los decretos de exoneración).

¹⁴ En el presente trabajo se da cuenta solamente de estos dos elementos de eficiencia que diferencian a una estrategia de otra. Sin embargo, en la literatura analizada se consignan otros costos asociados a la estrategia de apostar a la inversión privada y a las modalidades alternativas de inversión, sobre los que valdría la pena profundizar en trabajos posteriores: Costos de transacción (Blanc-Brude, Goldsmith, & Valila, 2006); Costos de la rentabilidad del inversionista (National Audit Office (2015)); Costos contingentes por renegociaciones (Guasch, 2004) (Guasch, Benitez, Portabales, & Flor, 2014); Costos de supervisión; Costos financieros no asociados a la tasa (por ejemplo, comisiones de estructuración, costos de asesores para el proceso de *Due Diligence*, comisión inicial, otros costos financieros).

¹⁵ Con la excepción de la postura manifestada por el sindicato de funcionarios de UTE (AUTE).

posibilidad es que, en realidad, la respuesta a estas preguntas no deba buscarse en el área económica, sino en el área contable.

La lógica de la inversión de las empresas públicas en Uruguay se define a partir de la programación presupuestal y financiera aprobada por el Poder Ejecutivo que pauta, entre otras cosas, un tope a la inversión, considerando principalmente su impacto en el déficit fiscal. Los proyectos de inversión que no estén incluidos en este tope no necesariamente serán descartados, sino que podrán ser viabilizados por modalidades que se computen como gasto y no como inversión.¹⁶ Esta lógica determina fuertemente la modalidad de inversión, y ha signado la evolución reciente de la matriz eléctrica uruguaya.

Para evaluar este punto, se realiza un ejercicio numérico hipotético, consistente en visualizar cuál hubiese sido el déficit fiscal uruguayo si se hubiera seguido un camino que implicara el desarrollo de los parques eólicos mediante mayor proporción de inversión pública tradicional.

En primer lugar, la Tabla 1 muestra el Resultado del Sector Público en términos del PIB, con una discriminación que permite visualizar el peso de las inversiones en el Resultado Global (Déficit Fiscal).¹⁷

Tabla 1 - Resultado Sector Público (% del PIB)

	2012	2013	2014	2015	2016
Resultados Global Sector Público (sin inversiones)	0,1%	1,1%	-0,2%	-1,3%	-1,6%
Inversiones Ute	-0,5%	-0,8%	-0,8%	-0,6%	-0,5%
Otras inversiones	-2,3%	-2,7%	-2,4%	-1,7%	-1,9%
Resultado Global Sector Público	-2,7%	-2,3%	-3,5%	-3,6%	-4,0%

Fuente: Elaboración propia, en base a datos del MEF

De esta forma, es posible establecer una conexión directa entre las inversiones de UTE y el déficit fiscal del país: en 2016, del 4,0% de déficit fiscal, un 0,5% corresponde a las inversiones realizadas por UTE.

En segundo lugar, debemos realizar un análisis de las inversiones en energía eólica efectuadas en el mismo período de tiempo. Para esto se debe asumir una cadencia de incorporación de energía eólica por año, según la modalidad de inversión utilizada. La Tabla 2 muestra los supuestos utilizados de inversiones en potencia eólica de acuerdo a cada modalidad.

Tabla 2 - Supuestos de inversiones en potencia eólica por año (MW)

	2012	2013	2014	2015	2016	Total
UTE - Inv. Púb. Trad.	0	0	0	67	0	67
UTE - SA	0	0	0	65	70	135
UTE - Fideicomiso	0	0	0	0	142	142
UTE - Leasing	0	0	0	0	70	70
Privado	2	14	287	379	182	864
Total	2	14	287	511	464	1.278

Fuente: elaboración propia

Asumiendo un costo de USD 2.000 por MW instalado, asignando la totalidad del monto de la inversión al año que se pone en funcionamiento el parque eólico¹⁸, y distribuyendo los montos dentro y fuera del déficit fiscal según como son catalogados por la contabilidad pública¹⁹, se puede analizar la inversión eólica de acuerdo a su registro en el déficit fiscal.

El panel izquierdo del Gráfico 3 muestra un importante volumen de inversiones que, al no haber sido realizado directamente por UTE, no figura en el déficit fiscal de dichos años. ¿Qué hubiera sucedido si UTE hubiera realizado directamente una mayor proporción de la inversión eólica? Para responder la pregunta basta con introducir estos datos en el cálculo del déficit fiscal. En este marco, se puede reflexionar en torno a cuatro estrategias: (i) la efectivamente realizada (*Est. Actual*); (ii) que UTE hubiera realizado todas sus inversiones como inversión pública tradicional (*Est. IPT*); (iii) la mitad de la inversión realizada por UTE y la otra mitad

¹⁶ O, en algunos casos, que ni siquiera computen como gasto.

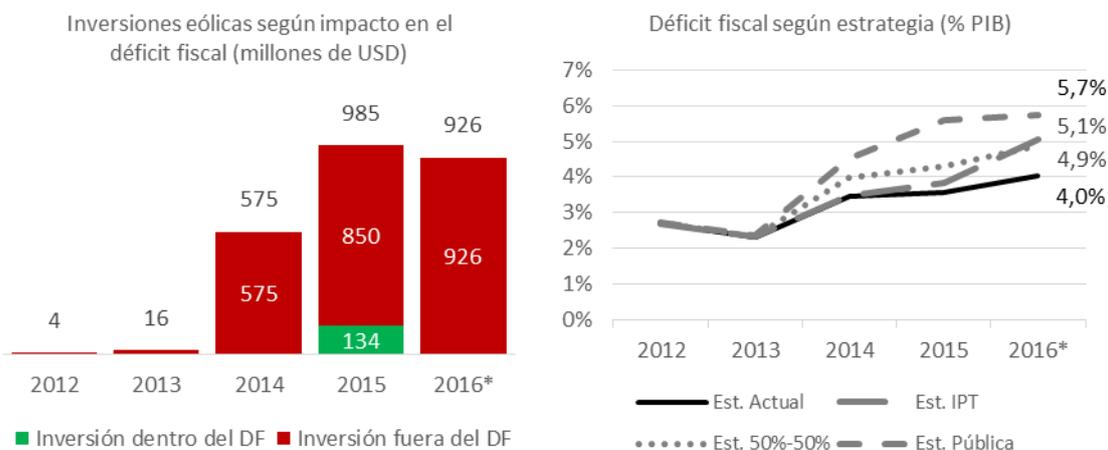
¹⁷ La Tabla 1 presenta una agrupación pertinente para los propósitos del presente trabajo, a partir de datos del MEF.

¹⁸ Un supuesto más realista sería realizar una división de la inversión que precediera la puesta en funcionamiento de los parques, con una cadencia que correspondiera a este tipo de proyectos de inversión (por ejemplo, una cadencia de 10%, 60% y 30% en los tres años anteriores a la puesta en funcionamiento). Se realizó una versión alternativa del presente ejercicio con este supuesto, encontrando resultados cualitativamente similares.

¹⁹ Se tomaron dentro del déficit fiscal las inversiones hechas por UTE directamente, y fuera las inversiones realizadas a través de fideicomiso, *leasing* o sociedad anónima, además de las inversiones realizadas por privados.

por el sector privado (*Est. 50%-50%*) y (iv) toda la inversión realizada por UTE (*Est. Pública*). El panel derecho del Gráfico 3 muestra cómo sería el déficit fiscal bajo las cuatro estrategias.

Gráfico 3 – Inversión eólica y déficit fiscal



Fuente: elaboración propia en base a supuestos propios y datos del MEF

Este breve y simplificado ejercicio numérico permite visualizar los diferentes valores del déficit fiscal de acuerdo a cada una de las cuatro estrategias: en el año 2016, el déficit fiscal se incrementa sustancialmente, alcanzando valores de entre 4,9% y 5,7%, dependiendo de la estrategia que se analice.²⁰

4. La necesidad de modificar la contabilidad pública

El ejercicio de la sección anterior ayuda a comprender la estrategia desarrollada. A pesar de las ventajas que podría tener una estrategia en donde UTE hubiera realizado directamente una proporción mayor de la inversión, esto hubiera generado un fuerte impacto en el déficit fiscal, elevándolo a valores mayores al 5%.

Alcanzar niveles de déficit fiscal sustantivamente más altos que los que se configuraron podría haber llevado, entre otras cosas, a una sensación de mayor desequilibrio fiscal, a una baja en las calificaciones de riesgo del país y, quizás, a la pérdida del *Investment Grade*, elemento vital para la estrategia de desarrollo de Uruguay. Como contrapartida a mantener en raya al déficit fiscal, se optó por utilizar modalidades alternativas y por la inversión privada para el desarrollo de la matriz eléctrica uruguaya.

En este escenario, el margen de maniobra del gobierno parece reducirse a dos opciones: realizar la inversión desde el Estado, a riesgo de realizar un aumento excesivo del déficit fiscal que repercuta negativamente en el crecimiento y el desarrollo del país, o realizarlo mediante inversión privada y modalidades alternativas, asumiendo sobrecostos asociados al financiamiento y a las exoneraciones tributarias.

Sin embargo, esta dicotomía no es la única posible. Existe también una tercera vía: rediscutir las reglas contables de la administración pública, en particular la relación existente entre la inversión pública y el déficit fiscal, habida cuenta de los problemas que tiene el criterio utilizado actualmente. A continuación se mencionan, a modo de ejemplo, dos posibles caminos para discutir estos cambios.

4.1. Adoptar los criterios del manual de estadísticas públicas del FMI del 2001

Una opción posible para evitar los problemas descriptos es adoptar plenamente los criterios del manual del FMI de 2001. Con respecto a la adquisición de activos no financieros, las definiciones del manual implican lo siguiente:

“4.6 El marco analítico parte del sistema de EFP 1986, ampliándolo mediante la incorporación de nuevos elementos útiles para evaluar la política fiscal. (...):

²⁰ Como se mencionó anteriormente, las variaciones en la proporción de inversión eólica que se realiza bajo la modalidad de inversión pública tradicional podrían incidir sobre el nivel de apalancamiento de la empresa, generando impactos sobre las tasas de interés obtenidas. Las modificaciones en los ratios de apalancamiento de la UTE asociadas a cada estrategia ameritarían un trabajo específico que excede las dimensiones del presente estudio. Sin embargo, se realizaron algunas simulaciones que, dado el bajo nivel de apalancamiento de UTE, muestran impactos de segundo orden en relación a la restricción generada por los criterios contables que asocian inversión pública y déficit fiscal.

Se han adoptado definiciones de las distintas variables estadísticas que se ajustan más a los conceptos económicos. Un ejemplo importante es el tratamiento de los activos no financieros, donde la venta de este tipo de activos ya no se registra como ingreso ni su compra como gasto. (...)

6.1 El *gasto* es una disminución del patrimonio neto como resultado de una transacción. (...)

6.5 La adquisición de un activo no financiero mediante compra o trueque no afecta el patrimonio neto, y la transacción no es un gasto.”

FMI (2001), *Manual de Estadísticas de Finanzas Públicas*, págs. 41 y 71

De esta forma, el manual de 2001 plantea organizar la información en tres grandes bloques:

- Transacciones que afectan el patrimonio neto (ingresos y gastos)
- Transacciones en activos no financieros (adquisición neta de activos no financieros)
- Transacciones en activos y pasivos financieros (adquisición neta de activos financieros y pasivos netos incurridos)

La organización de la información en un esquema de este tipo tiene como fundamento separar con claridad el resultado fiscal (producto de ingresos y gastos corrientes) de las inversiones y el financiamiento. De esta forma, las inversiones no forman parte de los gastos.

“Los gastos en el sistema de EFP revisado son disminuciones del patrimonio neto como resultado de una transacción. Las compras de activos no financieros no afectan al patrimonio neto y no se consideran transacciones de gasto. El término “gasto” que se emplea en el *Manual de EFP 1986* tiene un nuevo significado en el manual revisado, ya que está más estrechamente relacionado con el registro en base devengado e indica que se excluyen las transacciones en activos no financieros. El gasto se define en el *Manual de EFP 1986* como el conjunto de pagos no reembolsables e incluye las compras de activos no financieros.”

FMI (2001), *Manual de Estadísticas de Finanzas Públicas*, pág. 176

En contraposición al manual de 1986, que sólo centraba la atención en una sola partida de resultado, el nuevo manual plantea introducir nuevas partidas de resultado. En particular, diferenciar el *resultado operativo del préstamo neto/endeudamiento neto*.

“19. En el Manual de EFP revisado se introducen varias partidas de resultado nuevas, como consecuencia de considerar que el análisis fiscal debe incluir una variedad de factores y que ninguna medida por sí sola basta para todos los fines. En el Manual de EFP 1986, el marco analítico se centra en una sola partida de resultado, el déficit/superávit global, aunque se contempla la posibilidad de otras partidas de resultado.

20. El marco analítico del Manual de EFP revisado contiene varias partidas de resultado. El Estado de operaciones del gobierno incluye las siguientes partidas:

- El resultado operativo neto, que se define como los ingresos menos los gastos y representa la variación en el patrimonio neto como resultado de transacciones.
- El préstamo neto/endeudamiento neto, que se define como la adquisición neta de activos financieros menos el incurrimiento neto de pasivos, o alternativamente como el resultado operativo neto menos la adquisición neta de activos no financieros.”

FMI (2001), *Manual de Estadísticas de Finanzas Públicas*, pág. 177

Esta propuesta puede encontrarse en algunas discusiones recientes en Uruguay: en el Seminario sobre Regulación de Empresas Estatales organizado por la Unidad Reguladora de Servicios de Energía y Agua (URSEA), el economista Gabriel Oddone alertaba sobre los problemas de la contabilidad pública actual:

“Una revisión del marco de las empresas públicas debería favorecer, o poner sobre la mesa, lo importante que es que el Uruguay empiece a transitar, lenta pero de manera clara, hacia la adopción del Sistema 2001 del Fondo Monetario Internacional de Contabilidad Pública. No podemos seguir estando en un régimen en el cual las inversiones de las empresas públicas, en el consolidado de la contabilidad del sector público no financiero, son un gasto. Esto es una locura. Restringe las inversiones de las empresas, afecta el desarrollo de la infraestructura en un país –como lo ha señalado el Banco Mundial– en donde este desarrollo está en manos de las empresas públicas. Este no es un país en donde el desarrollo de infraestructura esté en manos de un sector privado muy dinámico; la provisión de infraestructura está, y va a estar por mucho tiempo, en mano de las empresas públicas. Tener un sistema de contabilidad que no favorece a transparentar cuándo una inversión pública es una compra de un activo, y por lo tanto no debe ser consolidado en el ajuste global del sector público no financiero como una erogación de caja, es un tema crucial.”

Gabriel Oddone (2015), *Presentación en Seminario de la URSEA*

4.2. Excluir proyectos específicos

Otra opción posible, en caso de no optar por utilizar los criterios del manual del FMI, es establecer un marco específico para contabilizar de forma diferente un conjunto de inversiones públicas, en particular las inversiones en infraestructura productiva. A modo de ejemplo, se describen dos casos que van en este sentido: Los PIDIREGAS en México y la propuesta de excluir proyectos específicos.

4.2.1. *PIDIREGAS*

Los PIDIREGAS surgen a partir de la necesidad de financiar los grandes proyectos de infraestructura productiva de PEMEX y CFE (las empresas petrolera y eléctrica del Estado Mexicano). Ya desde su nombre, “Proyectos de Infraestructura Productiva con Impacto Diferido en el Registro del Gasto”, los PIDIREGAS dan cuenta del problema del registro contable de la inversión, y se presentan como una solución contable a este problema. Dentro de los PIDIREGAS conviven dos esquemas de financiamiento: los proyectos de inversión condicionada –similares a los contratos de participación público-privada– y los de inversión directa –tipo llave en mano– (Centro de Estudios de las Finanzas Públicas, 2008).

En relación a su tratamiento contable, los compromisos de largo plazo de PIDIREGAS son parte de la deuda soberana del Gobierno Federal y considerados dentro de los Requerimientos Financieros del Sector Público, pero no tienen impacto en lo que tradicionalmente se conoce como el déficit presupuestario. Adicionalmente, los ingresos que generan cada uno de los proyectos pagan los costos del financiamiento, por lo que no hay una transferencia de ingresos tributarios para el pago de los mismos.

El camino planteado en los PIDIREGAS podría ser una opción que permita contabilizar la inversión de las empresas públicas de forma que no impacten en el déficit fiscal, pero sin tener necesariamente que adoptar los criterios del manual del FMI de 2001.

4.2.2. *Exclusión de proyectos específicos*

Otra opción es excluir de las metas fiscales algunas inversiones llevadas a cabo por el sector público. Sobre este punto, existe una propuesta que propone excluir a los proyectos financiados por organismos multilaterales, bajo el argumento de que estos proyectos serían más propensos a ser cuidadosamente seleccionados y diseñados que otros (Easterly, Irwin, & Servén, 2008, pág. 46). Propuestas en este sentido han llegado a plantearse en Uruguay en el último tiempo:

“Teniendo el sello de aprobación de los organismos y su asesoramiento técnico, eso garantiza que estas obras van a ser de alta rentabilidad económica y social. Si así ocurre, podríamos llegar a convencer al Fondo Monetario Internacional (FMI) –que tiene su metodología, pero que está abierto a escuchar estas propuestas– y a las calificadoras de riesgo de no se compute como parte del déficit fiscal porque en rigor esto no es gasto. Se podría tratar como un proyecto autocontenido por fuera de las cuentas públicas. Cuando uno tiene en cuenta los flujos que va a generar este proyecto a futuro y los descuenta apropiadamente, va a tener un valor presente neto positivo. No es deuda sino todo lo contrario, es un activo para el país. Y si está avalado por los organismos –y esto es muy importante–, podemos ir al FMI y decirles, “miren, esto no debería computarse como déficit ni como deuda y por eso lo dejamos aparte”. Es una apuesta al crecimiento futuro y al mismo tiempo, a la reactivación presente.”

Ernesto Talvi (2016), *Entrevista en Diario El Observador*

Una segunda opción es excluir de las metas fiscales aquellas inversiones realizadas por empresas públicas que se rigen por criterios comerciales. Esta propuesta ha sido impulsada en su momento también por el FMI:

“El FMI reconoce que una cobertura amplia no permite distinguir entre las empresas que plantean un riesgo fiscal y las restantes. Por esa razón, está analizando la posibilidad de excluir las empresas públicas con fines comerciales de la cobertura de las estadísticas de finanzas públicas al fijar metas fiscales para América Latina, basándose en el supuesto de que la orientación comercial es un buen elemento de juicio para evaluar el riesgo fiscal. Esas empresas podrían entonces adoptar libremente las decisiones de negocio que consideren convenientes, incluso en materia de inversión.”

Hemming y Ter-Minassian (2004), *Mejorar las condiciones para la inversión pública*, pág. 33

Adicionalmente, en documentos de la CEPAL se consignan casos en Latinoamérica en los cuales las estadísticas públicas siguen criterios alternativos al tradicional:

“En Chile las estadísticas fiscales cubren el gobierno general, y no se consolidan los saldos con las empresas públicas. Esta es por lo demás la práctica en la Unión Europea, donde los compromisos fiscales se adquieren con cobertura de gobierno general, y también es la cobertura habitual de los manuales de Estadísticas de Finanzas Públicas y de Cuentas Nacionales. (...) La práctica reciente en México excluye del cálculo del déficit tradicional a los proyectos de inversión de petróleo y energía. Aproximándose a los conceptos de la contabilidad privada, el objeto es registrar el gasto de inversión durante varios ejercicios.”

Martner y Tromben (2005), *Opciones para enfrentar el sesgo anti-inversión pública*, pág. 9

Esta opción tiene también sus problemas, entre los que se encuentra la dificultad de identificar un criterio que permita diferenciar a las empresas “con fines comerciales” de las otras, o que las que cumplen con las condiciones planteadas por el FMI serían la excepción más que la regla en Latinoamérica. Adicionalmente, también existe el riesgo de generar un sesgo en contra de inversiones que pudieran no ser “con fines comerciales” pero igualmente rentables desde el punto de vista del desarrollo de la infraestructura del país (por ejemplo, carreteras, ver Easterly, Irwin y Servén (2008)).

5. Conclusiones

La matriz eléctrica uruguaya ha experimentado importantes cambios en los últimos tiempos, pasando de una situación de déficit estructural de energía firme en los primeros años de este siglo a la posibilidad de exportar excedentes de energía en el presente. Uno de los rasgos relevantes de este proceso es el significativo incremento de las energías renovables no convencionales, en particular la energía eólica.

El desarrollo eólico en Uruguay contó con tres elementos claves que favorecieron la instalación de inversiones privadas: existencia de un acuerdo multipartidario que explicita las principales líneas de acción de la política energética, contratos de compra de energía a largo plazo con UTE y exoneraciones impositivas en el marco de la ley de promoción de inversiones. La inversión eólica en Uruguay no se realizó en un entorno de libre mercado, UTE vía los contratos y sus propias inversiones asumió el 95% de la compra de energía por 20 años, asumiendo de esta forma el riesgo de demanda y facilitando por esta vía la obtención de financiamiento por parte de los agentes privados.

Desde el punto de vista de la eficiencia, hay dos dimensiones que fueron analizadas: el costo del financiamiento y la resignación fiscal vía exoneraciones tributarias. Una vez asumida la composición del “parque óptimo”, y teniendo asegurada por UTE la compra de la energía, el negocio eólico se transforma en un negocio básicamente financiero. En este marco, la variable de interés clave desde el punto de vista económico-financiero es la tasa de interés del préstamo que financia la inversión. En contraposición con la estrategia desarrollada, una estrategia basada en una mayor proporción de inversión pública directa podría haber implicado menores costos de financiamiento. La segunda dimensión, referida a las exoneraciones tributarias realizadas, muestra que, solamente por IRAE, se resignaron valores que se ubicaron en el entorno de la mitad de la inversión realizada. En este sentido, una estrategia de mayor inversión pública directa hubiese también sido beneficiosa en términos de menores niveles de resignación tributaria.

La principal hipótesis de este trabajo es que el camino desarrollado en Uruguay, basado en inversión privada y modalidades alternativas de inversión pública, fue fuertemente determinado por consideraciones de tipo contable, bajo la necesidad de no aumentar el déficit fiscal. Si la inversión en parques eólicos hubiera tenido mayor proporción de inversión pública tradicional directamente realizada por UTE, el déficit fiscal hubiera alcanzado, de acuerdo a las reglas contables actuales, valores superiores al 5%.

En este marco, el trabajo muestra la necesidad de rediscutir las reglas contables de la administración pública, en particular la relación existente entre la inversión pública y el déficit fiscal, habida cuenta de los problemas que tiene el criterio utilizado actualmente. La revisión de la literatura nacional e internacional da cuenta de que el vínculo contable actual entre la inversión pública y el déficit fiscal –que implica imputar la totalidad de la inversión en el momento en que se ejecuta– distorsiona la toma de decisiones, no es el único posible, no es universal, no es el único que ha sido utilizado a lo largo del tiempo y es dudoso que sea el más conveniente. Es necesario rediscutirlo, ya sea utilizando los criterios del último manual de contabilidad pública del FMI de 2001, o mediante la exclusión de proyectos específicos.

Esta discusión es de suma importancia y trasciende al sector de la generación de energía eléctrica. En Uruguay se proyectan inversiones mediante modalidades alternativas también dentro de los sectores transmisión y distribución de energía eléctrica, en particular utilizando la modalidad *leasing*. El uso de esta modalidad se sustenta fundamentalmente en la virtud contable de no aparecer como inversión, permitiendo superar los topes de inversión propuestos por el Poder Ejecutivo. También fuera del sector eléctrico cobran creciente relevancia modalidades alternativas de inversión (principalmente fideicomisos o PPP), inducidas por el diferente registro contable que tienen estas modalidades frente a la inversión pública tradicional.

Un análisis de este sesgo contable permitiría dar mayores posibilidades a la inversión pública en infraestructura, en particular energética, algo particularmente importante en un panorama económico complejo como el actual. Asimismo, permitiría estructurar nuevos proyectos basados en las ventajas económicas de cada modalidad y de las virtudes intrínsecas de la inversión privada y de la inversión pública, así como de la adecuada complementación entre ambos sectores.

Bibliografía

- Akitoby, B., Hemming, R., & Schwartz, G. (2007). *Inversión pública y asociaciones público-privadas*. FMI.
- Allen, M., & Ter-Minassian, T. (2004). *Public Investment and Fiscal Policy*. FMI.
- Alonso, P. (2015). *Ciclo PPP - Las PPP en Salud*. Montevideo: CND.
- Azar, P., Bertino, M., Fleitas, S., García Repetto, U., Bertoni, R., Sanguinetti, C., & Sienra, M. (2009). *¿De Quiénes, para Quiénes y para Qué? Las Finanzas Públicas de Uruguay en el Siglo XX*. Montevideo: Fin de Siglo.
- Balassone, F., & Franco, D. (2001). *EMU fiscal rules: a new answer to an old question?*
- Bankwatch Network. (2008). *Never mind the balance sheet*.
- Basetto, M., & Sargent, T. (2005). *Politics and efficiency of separating capital and ordinary government budgets*. Cambridge: National bureau of economic research.
- Bertino, M., Mariño, N., Querejeta, M., Torrelli, M., & Vázquez, D. (2013). *Cien años de empresas públicas en Uruguay: Evolución y Desempeño*. Montevideo: Revista de Gestión Pública.
- Blanc-Brude, F., Goldsmith, H., & Valila, T. (2006). *Ex Ante Construction Costs in the European Road Sector: A Comparison of Public-Private Partnerships and Traditional Public Procurement*. European Investment Bank.
- Blanchard, O., & Giavazzi, F. (2004). *Improving the SGP through a proper accounting of public investment.pdf*. MIT.
- CAF. (2010). *infraestructura pública y participación privada*. Bogotá: CAF.
- Capurro, A., Fraga, F., Harguindeguy, S., & Oddone, G. (2015). *Financiamiento de infraestructura: apuntes sobre la experiencia internacional y reflexiones para el caso uruguayo*. Montevideo: CEEIC.
- Centro de Estudios de las Finanzas Públicas. (2008). *PIDIREGAS 2007-2008*. Ciudad de México: Cámara de Diputados.
- Deloitte. (2016). *NIIF 16 Arrendamientos. Lo que hay que saber sobre cómo van a cambiar los arrendamientos*.
- Dubrovsky, H., & Ruchansky, B. (2010). *El desarrollo y la provisión de servicios de infraestructura: La experiencia de la energía eléctrica en Uruguay en el período 1990-2009*. Santiago de Chile: CEPAL.
- Easterly, W., Irwin, T., & Servén, L. (2008). Walking up the Down Escalator: Public Investment and Fiscal Stability. *The World Bank Research Observer*, 23(1), 37-56.
- Engel, E. (2015). Intervención en Curso Asociaciones Público-Privadas: Implementado Soluciones en Latinoamérica y el Caribe. In BID (Ed.). Retrieved from <https://www.youtube.com/watch?v=nItD26wImj4>
- European Commission. (2003). Public investment and its interaction with the EU's budgetary rules. *European Economy*, 99-130. Retrieved from http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication473_en.pdf
- Fedelino, A., & Hemming, R. (2005). *A Fiscal Policy Framework to Safeguard Public Investment*. Washington, DC: FMI.
- FixScr. (2015). *Finanzas Corporativas*. Administración Nacional de Usinas y Trasmisiones Eléctricas.
- FMI. (1986). *Manual de estadísticas de las finanzas públicas*. Washington: International Monetary Fund, Publication Services.
- FMI. (2001). *Manual de Estadísticas de Finanzas Públicas*. Washington: FMI.
- FMI. (2011). *Estadísticas de finanzas públicas: Guía de compilación para países en desarrollo*. Washington: FMI.
- García, Á. (2015, de Febrero 24 y 25). *Presentación en Seminario de la URSEA*. Retrieved from Seminario: Hacia una nueva conceptualización del Gobierno y la Regulación de Empresas Estatales: <http://www.ursea.gub.uy/Inicio/Institucional/eventos/Seminario+Regulacion+Empresas+Publicas/Presentaciones+expositores/>
- Grenville, S. (2013, Noviembre 28). *Infrastructure: Overcoming sovereign-debt phobia*. Retrieved from <https://www.lowyinstitute.org/the-interpreter/infrastructure-overcoming-sovereign-debt-phobia>
- Guasch, J. L., Benitez, D., Portabales, I., & Flor, L. (2014). *The Renegotiation of PPP Contracts: An Overview of its Recent Evolution in Latin America*. París: International Transport Forum.
- Guasch, L. (2004). *Granting and Renegotiating Infrastructure Concessions*. Washington: Banco Mundial.
- Guyer & Regules. (2015). Experiencias exitosas de desarrollo de infraestructura del país y recomendaciones. (p. 9). Montevideo: CND. Retrieved from http://www.cnd.org.uy/index.php/sala-de-prensa/download/5202_ecd86a3f3c4d58edb8925e8947ba19f9
- Hall, D. (2014). *¿Por qué las Asociaciones Público-Privadas (APPs) no funcionan?* Londres: Public Services International Research Unit.
- Hansen, A. (1941). *Fiscal Policy and Business Cycles*. New York: Northon & C.
- Hemming, R., & Ter-Minassian, T. (2004). Mejorar las condiciones para la inversión pública. *Finanzas & Desarrollo*, 32.
- Hernaiz, D., Pineda Ayerbe, E., & Rasteletti, A. (2013). *Inversiones Públicas y Reglas Fiscales*. BID.
- House of Commons Treasury Committee. (2011). *Private Finance Initiative*. London: The Stationery Office Limited.
- House of Lords. (2010). *Private Finance Projects and off-balance sheet debt*. London: Committee Office, House of Lords.
- Irwin, T. (2008). Accrual Accounting, Long-Term Fiscal Projections, and Infrastructure Investment. In G. Perry, L. Servén, & R. Suescún, *Fiscal Policy, Stabilization and Growth: Prudence or Abstinence?* (pp. 195-224). Washington D.C.: The World Bank.
- Lorenzo, F. (2015). *Intervención en la Comisión Investigadora de la situación Económica y Financiera de Ancap*. Montevideo: Parlamento del Uruguay.
- Martner, R., & Tromben, V. (2005). *Opciones para enfrentar el sesgo anti-inversión pública*. Cepal.
- Méndez, R. (2015, 07 05). *Entrevista a Ramón Méndez en Radio el Espectador*. Retrieved from <http://www.espectador.com/sociedad/318733/ramon-mendez-galain-y-la-revolucion-energetica-uruguaya>
- Munyo, I., & Regent, P. (2015). *Empresas del Estado y eficiencia: La relevancia del ejercicio de la propiedad*. Montevideo.
- National Audit Office. (2015). *The choice of finance for capital investment*. HM Treasury.
- Oddone, G. (2015, de Febrero 24 y 25). *Presentación en Seminario de la URSEA*. Retrieved from Seminario: Hacia una nueva conceptualización del Gobierno y la Regulación de Empresas Estatales: <http://www.ursea.gub.uy/Inicio/Institucional/eventos/Seminario+Regulacion+Empresas+Publicas/Presentaciones+expositores/>
- Ortuzar Solar, A. (1990). *El contrato de Leasing*. Santiago de Chile: Jurídica de Chile.
- Porto, L. (2010). *Asociación Público-Privada en Uruguay*. (p. 13). Montevideo: KPMG.
- Posadas, Posadas y Vecino. (2016). Enseñanzas de los Proyectos de Energías Renovables y su Aplicación a Proyectos PPP. *Ciclo PPP* (p. 3). Montevideo: CND. Retrieved from [file:///C:/Users/ut603067/Downloads/20160819_cicloppp_ARey%20\(2\).pdf](file:///C:/Users/ut603067/Downloads/20160819_cicloppp_ARey%20(2).pdf)
- Poterba, J. (1992). *Capital budgets, borrowing rules, and state capital spending*. Cambridge: NBER.
- Rabosto, M. (2015, 24 y 25 de Febrero). *Presentación en Seminario de la URSEA*. Retrieved from Seminario: Hacia una nueva conceptualización del Gobierno y la Regulación de Empresas Estatales: <http://www.ursea.gub.uy/Inicio/Institucional/eventos/Seminario+Regulacion+Empresas+Publicas/Presentaciones+expositores/>
- Romero, M. J. (2015). *What lies beneath?* Bruselas: Eurodad.
- Talvi, E. (2016, 06 18). Podemos apostar al crecimiento futuro y al mismo tiempo, a la reactivación presente. *El Observador*. Retrieved from <http://www.elobservador.com.uy/podemos-apostar-al-crecimiento-futuro-y-al-mismo-tiempo-la-reactivacion-presente-n928075>
- Uruguay XXI. (2014). *Energías renovables. Oportunidades de inversión*. Montevideo: Uruguay XXI.
- UTE. (2010). *Estados contables Año 2009*. Montevideo: UTE.
- UTE. (2015). *Estados contables Año 2014*. Montevideo: UTE.
- UTE. (2015). *Proyectos eólicos promovidos por UTE*. Montevideo.
- Yescombe, E. (2007). *Public-Private Partnership: Principles of Policy and Finance*. Oxford: Elsevier.