

Director: Sergio Clavijo

ISSN 1909-0137

Con la colaboración de
Alejandro González



ABRIL 2 DE 2009

EDICIÓN 32

FINANCIAMIENTO DE INFRAESTRUCTURA Y MERCADOS DE CAPITALES

El desarrollo de infraestructura apropiada es fundamental para mantener ritmos de crecimiento sostenido superiores al 6% anual en Colombia. Históricamente, el país logró crecer a tasas de 4.5% anual durante los años 1950-1980, siendo el de mejor desempeño en la región. Sin embargo en la década del noventa el modelo de economía cerrada se agotó y Colombia inició un difícil tránsito hacia una economía más abierta al comercio internacional. Después de los exitosos años 1990-1995, el país experimentó un auge crediticio que terminaría en una crisis hipotecaria de grandes dimensiones durante 1998-2001.

La recuperación del período 2002-2007, creciendo a ritmos de 5.5% anual, fue una afortunada coincidencia del auge internacional y de un “rebote” de la economía local tras la crisis financiera. A través de este redireccionamiento quedó clara la urgencia de consolidar una economía abierta al comercio mundial y de implementar la llamada Agenda Interna, donde la infraestructura juega un papel central.

El esfuerzo de provisión de infraestructura lo han venido compartiendo el sector público y la empresa privada, gracias al desarrollo de los sistemas de concesiones y de servicios públicos, especialmente desde la Ley 80 de 1993. Gracias a ello, Colombia muestra buenos

indicadores de provisión de servicios en el contexto latinoamericano: el 81% de la población tiene acceso a electricidad (frente a una media de 79%), el 93% a agua potable (vs. 90%), el 86% a servicios sanitarios (vs. 79%) y el 65% a servicios de telefonía (vs. 62%).

En esta edición de *Enfoque* examinaremos el financiamiento de proyectos de infraestructura a la luz de las características inherentes a este tipo de activos y al esquema de participación entre el gobierno y los agentes privados.

Desarrollo de los activos de infraestructura

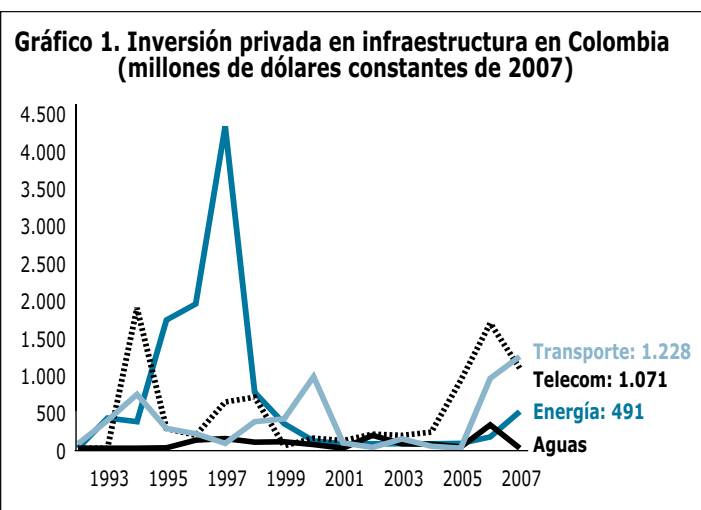
El financiamiento de infraestructura encierra cinco características: 1) períodos de larga gestación (3 a 5 años) y duración

(10 a 30 años); 2) requerimientos de capital elevados y de alto riesgo; 3) proyectos altamente dependientes del marco regulatorio, con frecuencia vinculados a la provisión de bienes públicos; 4) encierran bienes y servicios de primera necesidad, con pocos sustitutos cercanos; y 5) se trata de activos inamovibles e indivisibles.

Debido a estas características, la provisión de infraestructura había sido tradicionalmente tarea del Estado. Sin embargo, el peso de estos proyectos sobre las finanzas públicas y la falta de experiencia de los administradores públicos limitaron el desarrollo de la infraestructura en la mayoría de los países en vías de desarrollo durante los años 1950-1980.

El sector privado empezó a jugar un papel clave durante la década del noventa, lo cual requirió profundos cambios en la regulación. En Colombia, el despegue de la inversión privada en infraestructura se dio a través del marco de concesiones de la Ley 80 de 1993 y las leyes 142 y 143 de 1994 de servicios públicos. Los sectores beneficiados fueron los de energía (tras el apagón) y telecomunicaciones cuando el Estado fue cediendo su monopolio (ver gráfico 1).

Las grandes necesidades de capital en infraestructura conllevan una combinación de fuentes de financiamiento,



Fuente: PPI Banco Mundial.

ENFOQUE

MERCADO DE CAPITALES



ABRIL 2 DE 2009

PÁGINA 2

incluyendo préstamos sindicados, emisión de bonos y titularizaciones. Durante los años noventa, las economías emergentes carecían de mercados de capitales profundos, de manera que el sector privado debió recurrir a los mercados externos. Este financiamiento externo con frecuencia se vio abocado al llamado *peso problem*, donde la fuerte devaluación de la moneda local frente al dólar implicó moratorias en el servicio de su deuda.

Por ejemplo, la crisis de la deuda mexicana de 1982 y el problema financiero asiático de 1997-1998 desataron devaluaciones pronunciadas de las monedas de los mercados emergentes, con grave contagio sobre América Latina. Esta crisis puso de relieve la importancia de mantener fundamentos macroeconómicos sólidos y la necesidad de reforzar la seguridad jurídica en los contratos de largo plazo. Colombia experimentó una reducción del monto de la inversión privada en infraestructura durante todo el período 1997-2002, lo cual se vio agravado por los problemas de orden público.

En 2001, los riesgos económicos y políticos se materializaron de forma grave en Argentina, cuando la eliminación de la convertibilidad generó una crisis de su sistema financiero y la cesación de pagos, incluyendo a los organismos multilaterales. El descalce de los proyectos (ingresos en pesos y deudas en dólares) obligó a las empresas de infraestructura a incrementar sus tarifas, pero el estrecho límite del

Muchos de los activos de infraestructura se han financiado a través del mercado de valores, logrando colocaciones de montos importantes (hasta de \$1.7 billones anuales) y a plazos amplios (hasta de 20 años).

poder adquisitivo local generó una alta inestabilidad política. La moratoria de esas deudas con el sector privado provocó el pánico entre los inversionistas institucionales, quienes elevaron sus “castigos de descuento” a diversos títulos relacionados con infraestructura. Esto generó graves traumatismos para el desarrollo de la inversión privada en proyectos de infraestructura en los mercados emergentes.

En años más recientes (2002-2008), América Latina logró controlar la inflación y recargar sus emisiones sobre los mercados locales. No sólo se ha evitado el *peso problem*, sino que esas emisiones han ayudado a desarrollar el mercado de capitales a nivel de países emergentes. Gracias a ello, repuntó la Inversión Extranjera Directa y se desarrollaron rápidamente proyectos relacionados con vías, puertos y telecomunicaciones.

Colombia vio un resurgimiento de la inversión privada a partir de 2005. Aparte de la industria de las telecomunicaciones, las concesiones en el sector transporte han sido otro pilar importante de esa inversión en el país. De hecho, la Inversión Extranjera Directa ha sido la fuente de gran parte de esos flujos (ver cuadro 1). Los proyectos de transporte alcanzaron más de US\$1.200 millones en 2007, de los cuales un 37% corresponde a nuevos proyectos. Adicionalmente, muchos de estos activos se han financiado a través del mercado de valores, logrando colocaciones de montos importantes de bonos (hasta de \$1.7 billones anuales) y a plazos amplios (hasta de 20 años).

Cuadro 1. Inversión Extranjera Directa (IED) en Colombia (US\$ millones)

	2006	2007	2008	2009 (py)
Petróleo & Energía	1.802	3.429	6.000	4.000
Minas y Canteras	1.783	1.047	280	550
Sector Financiero	464	1.196	750	320
Telecomunicaciones	1.061	766	570	430
Otros	255	1.676	2.615	1.700
IED Bruta	5.365	8.115	10.215	7.000
(del cual) privatizaciones y petróleo	2.666	3.504	6.675	4.400
IED Colombiana en el exterior	1.098	913	2.040	950
IED Neta	4.267	7.202	8.175	6.050
IED (% del PIB)	2.6	3.5	3.7	3.1

Fuentes: Banco de la República y cálculos Anif

ENFOQUE

MERCADO DE CAPITALES



ABRIL 2 DE 2009

PÁGINA 3

Características de la financiación de infraestructura

Los elevados montos de inversión, los costos hundidos que conllevan y el largo ciclo de los proyectos tienden a generar un elevado grado de apalancamiento financiero. Además, una vez realizado el proyecto, sus flujos de caja implican una lenta recuperación de la inversión. Si bien en el pasado el financiamiento de las multilaterales amortiguaba el descalce fiscal intertemporal, ahora el sector privado debe evaluar con sumo cuidado estos flujos financieros.

Una forma interesante como el sector privado ha solucionado este descalce es a través de asegurar un usufructo extendido en el tiempo de las concesiones y/o de las titularizaciones de los beneficios provenientes de las tarifas de los proyectos. Los pioneros en este tipo de estructuraciones han sido Australia, Nueva Zelanda y Chile. En todos los casos, el éxito ha requerido un marco institucional y legal sólido, estable y de talla internacional (Sheppard, 2003).

Una vez se construya un tinglado legal apropiado, la sindicación de créditos con la banca internacional y la emisión de títulos amparando los proyectos se hacen más sencillas y fluidas. Es usual que tales obligaciones se estructuren como deuda *senior*, pagadera antes de cubrir los costos y gastos operacionales, donde la periodicidad de los desembolsos determina los puntos de equilibrio del proyecto. En paralelo, también es frecuente la obtención de pólizas de cumplimiento expedidas por aseguradoras internacionales y garantías de las multilaterales.

Otra figura que se utiliza es la del *Project Finance*. En este caso se crea una compañía destinada a construir, operar y mantener (BOT - *Build, Operate and Transfer*) la nueva infraestructura. De

El éxito del esquema de participación público-privado descansa sobre dos factores que requieren continuo trabajo:

- a) mantener sistemas jurídicos ágiles que le permitan al país competir en la atracción de recursos del exterior; y*
- b) asegurar el “bien público” de buenos diseños básicos en la estructuración inicial de los proyectos.*

esta manera se exige a los patrocinadores del proyecto de responsabilidades económicas y jurídicas de forma directa.

Conclusión

Hemos visto cómo el desarrollo de proyectos de infraestructura, a partir de la década del noventa, ha contado con un papel de liderazgo en cabeza del sector privado. Esto no habría sido posible sin los cambios estructurales que produjo el nuevo marco jurídico a favor de esquemas concesionales y de fomento a la competencia. En el caso colombiano, este vuelco lo produjo el desarrollo de leyes como la 80 de 1993 y las 142 y 143 de 1994. Este tipo de participaciones ha permitido realizar los proyectos de infraestructura con mayor eficiencia y ha descargado al fisco del problema presupuestal que éstas generaban.

Sin embargo, el éxito de este esquema descansa sobre dos factores que requieren continuo trabajo: a) mantener sistemas jurídicos ágiles que le permitan al país competir en la atracción de recursos del exterior; y b) asegurar el “bien público” de buenos diseños básicos en la estructuración inicial de los proyectos. De no hacerse así, los países corren un elevado riesgo de terminar en pleitos jurídicos de largo alcance en ambos frentes y sin la provisión de la infraestructura que les permita internacionalizar la oferta de sus bienes y servicios.

Aun teniendo éxito en esta parte de reformas estructurales, los mercados emergentes enfrentarán las dificultades propias que encierran los ciclos económicos. Sin ir muy lejos, los años 2008-2010 describen un período de relativa sequía en el financiamiento de infraestructura a nivel mundial y de crecimiento por debajo del potencial. Sólo aquellos con sólida seguridad jurídica y políticas fiscales anticíclicas saldrán adelante sin mayores contratiempos.

La actual crisis financiera internacional se caracteriza por un rompimiento del canal crediticio. Ello representa un gran desafío para los proyectos de infraestructura. Afortunadamente, Colombia muestra en esta coyuntura un significativo espacio para recurrir temporalmente a la banca multilateral y lograr así un buen respaldo para el financiamiento externo durante los años 2009-2010, mientras se restablecen los canales crediticios externos.

Del grado de éxito que se tenga en este frente dependerá el papel de amortiguación que cumplan las obras civiles en estos años, cuando el crecimiento esperado en Colombia estará por debajo del potencial de 5% anual. No obstante, en el período siguiente (2011-2014) Colombia estará en capacidad de regresar a su potencial de crecimiento.

Escribanos sus comentarios a: jarjona@deceval.com.co o crojas@anif.com.co

* La información contenida en el documento anterior no compromete a Deceval, ni constituye asesoría legal de su parte en la materia.