

## La recompra de deuda externa pública

### Resumen Ejecutivo:

Ecuador sufrió un proceso de fuerte endeudamiento en los años setenta. Las tasas de interés variables y efectos de crisis internacionales en la década del ochenta ocasionaron que el pago de deuda externa sea insostenible; esto generó que en los noventa se reestructure la deuda a bonos Brady y posteriormente a bonos Global. A pesar que en términos nominales la deuda externa se ha incrementado en las últimas décadas, su peso en el PIB presenta una tendencia decreciente.

A raíz del pronunciamiento oficial de catalogar como deuda ilegítima a los bonos Global 2012 y 2030, se ha evidenciado una notable reducción en la cotización de dichos títulos y un significativo aumento del riesgo país. Una vez que el Gobierno declaró la moratoria de este tramo de deuda, al mes siguiente se dio a conocer el interés de las autoridades para retirarla del mercado. La operación financiera realizada tuvo como resultado la recompra del 91% de estos bonos al 35% de su valor nominal, lo que a futuro representa un ahorro de intereses y capital cercano a \$8.800 MM. A pesar del aparente éxito de esta operación se debe considerar los efectos negativos que esto puede acarrear para conseguir nuevas fuentes de financiamiento.

#### Editorial:

*A primera vista, la decisión de recompra de los bonos 2012 y 2030 representa un ahorro a futuro en capital e intereses para el país. Sin embargo, una mirada más profunda del tema evidencia también que podría complicar la credibilidad del país y las fuentes de financiamiento.*

*Esa afirmación tiene su explicación. En los meses previos a la recompra, Ecuador mostró 3 posturas contrapuestas frente al tema de la deuda externa. Inicialmente se declaró ilegítima un tramo de la deuda, a continuación se anunció que no se pagaría una deuda ilegítima y perjudicial para el país, pero meses después se recompró aquel tramo de la deuda considerada ilegítima, y se anunció con evidente euforia el éxito de la operación.*

*Esa variación de posturas deteriora la imagen del país a nivel internacional, pudiendo así afectar a futuro las fuentes de financiamiento en el sector público y privado. Es necesario que el país muestre al escenario internacional una postura sólida y concreta, especialmente en temas sensibles como la deuda externa.*

*En lo referente a la recompra en sí, el resultado fue una respuesta favorable por parte de los tenedores, logrando retirar el 91% del monto de los bonos. Esa decisión generará en el corto plazo una liberalización de recursos, ya que no se deberá pagar semestralmente el monto correspondiente a intereses.*

*Por ello, es necesario reflexionar acerca de estos fondos y de cómo serán canalizados. Una opción es priorizar para la reactivación del aparato productivo, que se encuentra afectado por problemas de liquidez derivados de la crisis mundial. Esto permitirá mantener los niveles de empleo formal y fomentar nuevas plazas de trabajo, con los consecuentes impactos positivos en reducción de la pobreza y mejora de la calidad de vida de los ecuatorianos.*

### La deuda puede servir como herramienta de política.

La teoría económica tradicional explica que la actividad económica depende del consumo, la inversión y del saldo de las relaciones externas, por lo que si los ingresos no son suficientes para satisfacer las demandas de consumo e inversión se produce un déficit de ahorro interno, el mismo que puede ser cubierto con ahorro o endeudamiento externo. Es decir, la necesidad de no paralizar los niveles de consumo y de inversión de la sociedad obligaba a que se busquen formas de endeudamiento público.

Esta teoría trata de resaltar la importancia del crecimiento económico como prioridad, por lo que la deuda puede considerarse como una herramienta para alcanzar objetivos planteados. Por tanto, el problema radica en las condiciones del endeudamiento, destino de los recursos, rendición de cuentas de los

compromisos adquiridos y el entorno vigente.

La deuda de un país se puede clasificar en 4 grupos: deuda pública externa o interna y deuda privada externa o interna. Este boletín se enfoca en las últimas acciones de retiro de deuda pública del mercado internacional, por lo que nos centraremos en el análisis de la deuda externa pública.

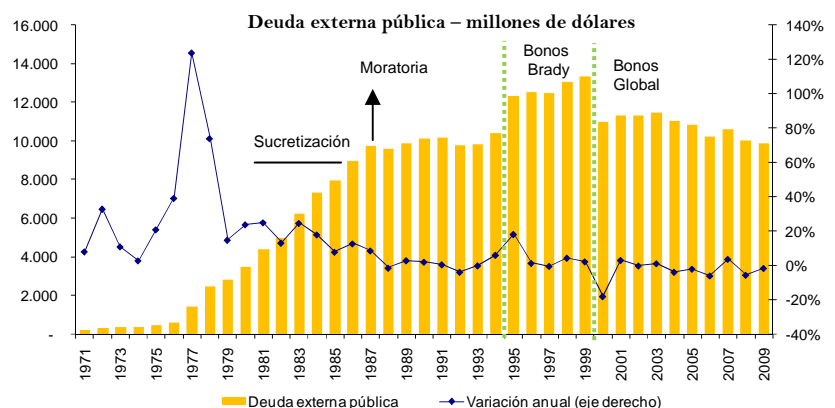
Ésta última, a su vez, se divide en tres tramos: comercial (es la que se mantiene con acreedores privados), bilateral (con otros países) y multilateral (con organismos como el Banco Interamericano de Desarrollo – BID-, Banco Mundial –BM-, Corporación Andina de Fomento –CAF-, entre otros).

### Evolución de la deuda externa...

El mayor incremento del nivel de endeudamiento en Ecuador, se dio

Sebastián Borja Silva  
Presidente Ejecutivo  
Jorge Cevallos Clavijo  
Vicepresidente Ejecutivo

DIRECCIÓN TÉCNICA  
Richard Martínez Alvarado  
Director Técnico  
Carla Muirragui Palacios  
Técnica en Macroeconomía y Finanzas  
Daniel Legarda Touma  
Técnico en Comercio Exterior



\* Datos a abril de 2009. Fuente: BCE Elaboración: DT-CIP

en la década del setenta, a raíz del boom petrolero nacional y la existencia de los petrodólares a nivel internacional. En 1970 la deuda externa ascendía a \$229,3 MM y para 1980 había alcanzado \$3.530,2 MM, un crecimiento de 1.440%. En este período, las obligaciones mantenían una tasa de interés variable muy baja y que en algunos períodos inclusive alcanzó tasas de interés real negativas. Sin embargo, para finales de la década y principios de los ochenta, debido a efectos internacionales se registraron tasas de interés elevadas, situación que llegó a ser insostenible. Tal fue así que México, por ejemplo, en 1982 declaró la moratoria de deuda. En Ecuador, por su parte, se "sucretizó" la deuda externa privada, asumiendo el Estado dicha deuda como pública. Con lo que los deudores privados pagaban al Estado en sures y este pagaba en dólares a los acreedores internacionales. Entre 1982 y 1984 la deuda privada se redujo en 86%, es decir \$1.401 MM; en tanto que, la deuda pública aumentó en \$2.365 MM. Posteriormente, en 1987 Ecuador entró en un proceso de moratoria, año en el cual la deuda se ubicaba en \$9.760,3 MM.

En 1995, en el gobierno de Sixto Durán Ballén se concretó la negociación de canje de deuda a bonos Brady<sup>1</sup>, ya que desde 1987 se venía acumulando atrasos en el pago tanto de capital como de intereses. En ese año la deuda total llegó a \$12.531 MM, un incremento de 27% frente al saldo de 1987.

La última renegociación de la deuda externa fue en el año 2000 (Gobierno del Dr. Gustavo Noboa), cuando se canjearon los bonos Brady por bonos Global<sup>2</sup>. Se establecieron dos tipos: el primero, los Global 2030 con una emisión de \$2.700 MM y un vencimiento a 30 años, con tasas que empezaban en el 4% y aumentaban 1% al año hasta el 10%; y, los segundos, Global 2012 con una emisión de \$1.250 MM a 12 años plazo, con tasa fija del 12%. En esta operación el gobierno se comprometió a recomprar deuda a partir del año 15 para los global 2030 y del año 6 para los global 2012. Con la renegociación se observa la mayor reducción de la deuda en términos nominales (-18%). En 2005, se contrató más deuda a través de una emisión de los bonos Global 2015 por \$740 millones. A partir, del año 2004, con excepción de 2007, se evidencia una contracción de la deuda externa pública. En abril de 2009 se ubicó en \$9.882 MM, nivel similar al de 1993.

**... en las últimas décadas se presenta una reducción significativa del peso de la deuda en el PIB...**

Entre 1990 y abril de 2009, la diferencia entre medir los saldos de la deuda externa pública y aquella privada frente al PIB se reducen de manera importante. En el primer caso,

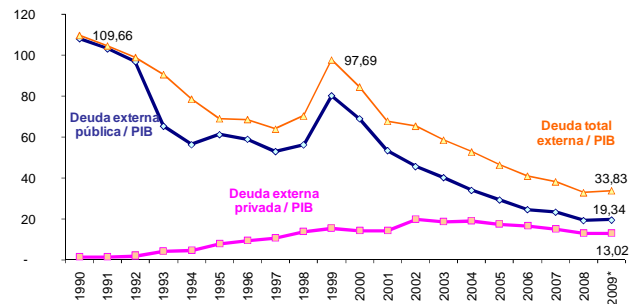
<sup>1</sup> Según el Ministerio de Finanzas, un bono es un documento por medio del cual reconoce tener una deuda con otra persona, a quien ofrece pagar en determinados plazos, el valor de dicha deuda (o capital) y los intereses respectivos. Es un documento similar a un pagaré o letra de cambio que puede ser vendido y comprado en las Bolsas de Valores. El valor real al que se vende el bono puede ser mayor o menor al de su valor nominal u original, dependiendo de razones que se analizan en el mercado.

Los bonos Brady, toman ese nombre por el apellido del Secretario del Tesoro de EE.UU., Nicholas Brady, quien estructuró un plan que fue adoptado como estrategia a finales de la década de los ochenta para reestructurar la deuda contraída por los países en desarrollo con bancos comerciales.

<sup>2</sup> Estos documentos son títulos valores emitidos al portador, desmaterializados y cotizados básicamente en las principales bolsas de valores del mercado internacional, como son las bolsas de New York, Chicago, Londres y Tokio

dicha proporción en 1999 fue de 108,1% mientras que para abril del presente año pasó a 19,34%. La relación de la deuda externa privada frente al PIB en el período analizado pasa de 1,5% en 1990 a 13%, alcanzando un porcentaje cercano al 20% en 2002. Combinando ambos sectores, la carga de la deuda externa pública y privada pasa del 110% en 1990 a 33% en abril de 2009.

Relación deuda externa vs. PIB

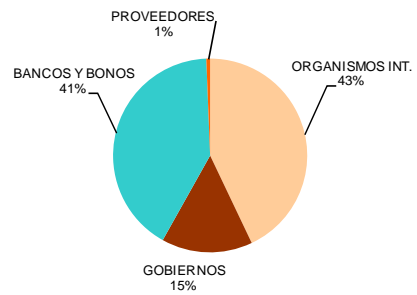


Fuente: BCE  
Elaboración: Dirección Técnica-CIP

**...la mayor parte deuda externa es deuda multilateral y comercial.**

En 2008 la deuda comercial representaba el 41% del total de la deuda externa, cuando en 1999 era del 50%. La deuda con los organismos multilaterales el año anterior fue de 43%, cuando en 1999 fue del 29%; y la deuda con los gobiernos llegó a tener una participación de 15%, 5 puntos porcentuales menos que en los noventa.

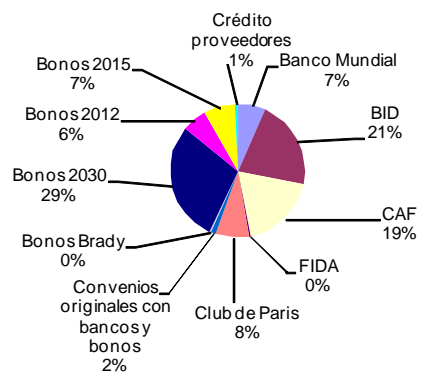
Estructura de la deuda externa pública - 2008



Fuente: Ministerio de Finanzas (MF)  
Elaboración: Dirección Técnica-CIP

Considerando la deuda con mayor detalle, los bonos Global 2030 tienen la mayor participación en la estructura de deuda (29%), seguida por las deudas con el BID (21%) y la CAF (19%), bonos Global 2015 y BM con 7%, cada uno, el Club de París con 8% y los Bonos 2012 con 6%.

Estructura de la deuda externa pública- 2008



Fuente: MF  
Elaboración: Dirección Técnica-CIP

## Declaración de la “ilegitimidad” de la deuda de los Global 2012 y 2030...

A través de un decreto presidencial del 15 de julio de 2007 se creó la Comisión para la Auditoría Integral del Crédito Público (CAIC), organismo que publicó sus resultados el pasado 20 de noviembre. En dicho informe se establece que la deuda comercial correspondiente a los Bonos Global 2012 y 2030, es ilegal e ilegítima, debido a que según el CAIC se presentaron irregularidades e ilegalidades al momento del canje de bonos Brady a Bonos Global. Por su parte, los bonos Global 2015 no entran dentro del tramo de deuda ilegal ya que fueron emitidos posteriormente y su objetivo era obtener recursos para la recompra de bonos global 2012 que debía realizarse en el año 2006. Sin embargo, no existe un sustento legal que respalde esta posición.

El 12 de diciembre de 2008, Ecuador declaró la moratoria de los bonos 2012 cuando dejó de pagar \$30,6 MM en intereses y se acogió a un período de mora técnica<sup>3</sup>, para entrar en *default* o moratoria en el mes de enero.

Para los bonos Global 2015, el Gobierno se acogió a la mora técnica el 15 de diciembre de 2008. Sin embargo, dado que este tipo de bonos no están considerados como deuda comercial ilegítima, el 13 de enero de este año se desembolsaron \$30,5 millones correspondiente a los intereses de este tramo de deuda. Posteriormente, el 15 de febrero se oficializó la decisión de acogerse a la moratoria técnica en el pago de los intereses de los bonos Global 2030, que ascienden a \$135 millones de dólares.

Fecha	Evento
15-jul-07	Creación de la Comisión Auditora de la Deuda
20-ago-08	Declaración de deuda "ilegítima"
12-dic-08	Mora técnica Global 2012
15-dic-08	Mora técnica Global 2015
15-ene-09	Defaulta Global 2012
15-ene-09	Pago intereses Global 2015
15-feb-09	Mora técnica Global 2030
20-abr-09	Anunció de recompra
11-jun-09	Informe de la recompra

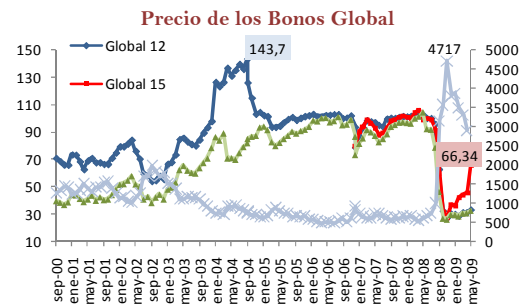
Elaboración: Dirección Técnica-CIP

## ...uno de los efectos de la moratoria es una notoria reducción en los precios de los bonos.

Estas declaraciones afectaron el precio de los bonos globales en el mercado y los niveles de riesgo país. A través de la Ley Orgánica de Responsabilidad, Estabilización y Transparencia Fiscal, y la creación del Fondo de Estabilización, Inversión y Reducción del Endeudamiento Público (FEIREP), el país se comprometió a destinar 70% de este fondo a la recompra de bonos Global. Asegurar el pago con recursos provenientes del petróleo ayudó a que el precio de los bonos se incrementen, en ocasiones por encima del valor nominal; es decir, que tenga una cotización superior al 100%, como se puede observar en el gráfico. Entre enero y septiembre de 2008, el precio promedio de los bonos global 2012 fue de 100,8 puntos, pasando en octubre a 62,63 puntos hasta marcar la mayor caída en noviembre, por los hechos ya mencionados, y ubicarse en 32,16 puntos. El riesgo país, por su parte, en

<sup>3</sup> La mora técnica es un período de un mes de gracia para el pago de las obligaciones adquiridas, en este caso el interés de los Bonos Global. Una vez que culmine este período se entra en *default* o moratoria.

enero de 2008 fue de 649 puntos, en diciembre alcanzó un valor de 4.717, el más alto en todo el período de dolarización y a abril de 2009 llegó a 3.315 puntos.



Fuente: Bloomberg  
Elaboración: Dirección Técnica-CIP

## La recompra representó un ahorro para el país...

El 20 de abril de 2009, el gobierno anunció la recompra de aquellos bonos que había calificado de “ilegítimos” a través de un procedimiento de Subasta Holandesa Modificada<sup>4</sup>, y dio a conocer que la disposición de pago mínimo sería de 30 centavos por dólar por bono. Después de recibir las ofertas se llegó a un acuerdo con los tenedores de deuda de pagar 35 centavos por cada dólar. Según la información provista por la Ministra de Finanzas, con esta acción se retiró el 91% de la deuda en bonos Global 2030 y 2012, quedando en el mercado el 7,2% (\$194 MM) y el 18,7% (\$95 MM) de los bonos, respectivamente. Con estos resultados, la deuda externa comercial asciende a \$1.243 MM y representa el 2,4% del PIB y la deuda pública externa de 19% al 13,6% del PIB.

A pesar de los mecanismos utilizados por el Gobierno, como la declaración de ilegalidad de la deuda, moratoria del pago de intereses de los bonos, la decisión de retirar deuda del mercado presenta un ahorro significativo para el país. Desde la emisión de los bonos global 2012 y 2030, el país pagó por concepto de intereses y reestructuración \$3.313 MM (\$2.573 MM intereses y \$740 MM capital), es decir el 103% del total de obligación actual y el 84% del total emitido en el año 2000.

Año	Intereses 2012 y 2030	Amortizaciones	Total deuda
2001	290		3.950
2002	285		3.950
2003	312		3.950
2004	339		3.950
2005	367		3.950
2006	349	740	3.210
2007	331		3.210
2008	301		3.210
<b>Total</b>	<b>2.573</b>	<b>740</b>	<b>3.210</b>
Recompra			-2921,1
<b>Total jun-09</b>			<b>289</b>

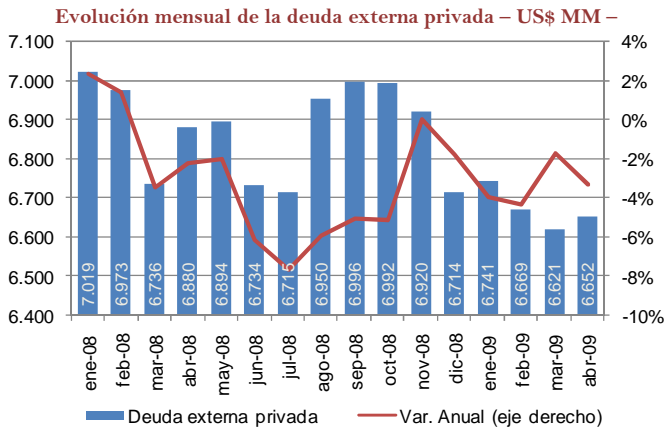
Fuente: MF  
Elaboración: Dirección Técnica-CIP

Por su parte, según estimaciones del MF hasta el 2030 se habrían cancelado \$8.185 MM, es decir 2,5 veces su valor inicial. Por lo que, sin considerar los perjuicios que puede traer este tipo de hechos al declarar moratoria e ilegalidad y posteriormente recomprar, el país ahorró el pago de los intereses futuros. Entre los efectos negativos se puede considerar que el país tendrá menos disponibilidad de financiamiento externo, debido a una pérdida de la

<sup>4</sup> El proceso de esta consistió en que Ecuador estableció un precio de partida (30 centavos por cada dólar), luego se abrió la etapa para que los tenedores oferten su posición y por último el país acepta o rechaza la oferta.

credibilidad del manejo de deuda y un deterioro en la imagen a nivel internacional, lo que afectaría al sector público y al privado.

Si se analizan los datos de la deuda externa privada desde la declaratoria de ilegitimidad de un tramo de las obligaciones comerciales, como se puede observar en el siguiente gráfico, se presenta una contracción de la deuda. Entre nov-08 y abr-09, esta cae en 4% (\$267 MM).



Fuente: BCE  
Elaboración: Dirección Técnica-CIP

Adicional a esto, se debe evaluar el movimiento de la deuda interna pública, ya que si se pierde financiamiento externo, en caso de necesitar recursos el Gobierno optará por emitir deuda interna. Entre diciembre de 2008 y mayo de 2009, ésta se contrajo en 16,3% y se ubicó en \$3.049 MM. Sin embargo, se debería analizar lo sucedido con estas obligaciones en junio, mes cuando se efectuó la recompra, y

su evolución en el corto plazo, datos aún no disponibles.

La percepción internacional del Ecuador dada la moratoria de deuda pública ha significado un costo apreciable en la percepción de riesgo del país. Por lo que se podrían presentar dificultades si el país requiere de endeudamiento público externo para suplir deficiencias de ahorro interno y contar con fondos suficientes para inversión que permita un mayor crecimiento. Una forma de ganar respetabilidad interna y externa es que los países se responsabilicen de sus obligaciones.

Si bien es cierto, que el retiro de deuda permite que las cuentas fiscales tengan un mayor flujo de recursos y exista menos presión de deuda en el presupuesto; los recursos deben tener un alto retorno social y productivo y no destinarse a incrementos de la burocracia.

Si se produce un proceso de endeudamiento, se debe establecer límites a través de una política responsable de manejo de deuda pública, es decir, que los países no se endeuden en proporciones que amenacen la estabilidad económica o comprometan la capacidad de pago futura.

El manejo de una política de endeudamiento público es un proceso, es decir, no puede ser una decisión coyuntural. El crecimiento económico es un fenómeno dinámico y el flujo de deuda es también un proceso cambiante en el tiempo. Por tal razón, no es correcto que las decisiones de endeudamiento público lleven consigo únicamente consideraciones de corto plazo, pues pueden ocasionar daños irreversibles para la estabilidad y el crecimiento económico.

## Cortos Económicos: Reformas a la Salvaguardia de Balanza de Pagos

- En enero de 2008, el Consejo de Comercio Exterior e Inversiones (COMEXI) emitió una Salvaguardia por Balanza de Pagos a 627 partidas arancelarias, y quitó las preferencias existentes sobre dichas partidas.
- El 25 de junio, mediante la Resolución 487 el COMEXI resolvió "reestructurar" la composición de la Salvaguardia, trasladando los productos sujetos a restricciones cuantitativas (cupos) a: recargo arancelario del 12%, recargo arancelario del 3%, arancel específico de 80 centavos por kg y arancel específico de 10 centavos por kg.
- Mediante Resolución 1244, la Secretaría General de la CAN resolvió ratificarse en la Res. 1227 de la CAN con lo cual autoriza a Ecuador a aplicar la salvaguardia por balanza de pagos a los países andinos, sin embargo debe restituir las preferencias arancelarias otorgadas a los países andinos en el marco de la Zona de Libre Comercio de la CAN. No obstante, a pesar de que se anunció en rueda de prensa que el COMEXI iba a acoger este pronunciamiento, hasta el momento no se ha publicado alguna Resolución en este sentido.



Para acceder a las cifras económicas dirijase a [www.cip.org.ec](http://www.cip.org.ec) en la sección Indicadores Económicos