

EL JUEGO DE LA DEUDA PÚBLICA

Jaime Calles Lòpez



¿Desea usted rentabilidades anuales superiores al 100%? Tiene suficiente paciencia y nervios de acero? Si las respuestas son afirmativas entonces podría haber invertido antes o hacerlo ahora en título de deuda externa del Ecuador.

Aunque lo anterior parecería indicar que comprar deuda externa del Ecuador ha implicado un gran riesgo, esto no ha sido así, si tiene los suficientes conocimientos, contactos e información, como la que si la han tenido los inversionistas especuladores. Más aún cuando las leyes y el poder político favorecen incondicionalmente el pago de la deuda.

Por si mismo la deuda no es buena ni mala, lo que existe es deuda bien usada y mal usada, como también existe deuda bien negociada o mal negociada. Así que su existencia no se puede negar unilateralmente, lo que no implica que si hay como en efecto ha habido hechos dolosos, corruptos y poco claros no se los investigue.

La deuda pública en general y la externa en particular ha tenido diferentes niveles de importancia conforme los acontecimientos políticos, sociales, económicos e internacionales se han venido dando. Por ello, hoy vuelve a tener relevancia cuando se anuncia un no pago de la misma por considerársela "ilegal e ilegítima".

UN POCO DE HISTORIA

Desde 1974, el Ecuador ha incrementado su deuda pública gracias a que se convirtió en país petrolero lo que generó expectativas de desarrollo sustentado en este producto, sin embargo, para los años 80 en el país al igual que el resto de países de América Latina, se desataba la "crisis de la deuda", motivada por la caída de los precios de los principales productos de exportación, un nivel de endeudamiento que creció más allá de las capacidades de pago, y por políticas fiscales expansivas no sostenibles. Estos tres factores determinaron la imposibilidad de honrar el pago de la deuda por parte de los países de la región, con ello la necesidad de renegociar la deuda y recurrir a préstamos de emergencia condicionados de organismos internacionales como el FMI y firmar cartas de intención para realizar ajustes económicos y cambios estructurales.

A la década de los 80s se la conoció como la "década perdida" en la fenómenos como altas tasa de inflación, bajo nivel de crecimiento del PIB, devaluación de las monedas locales, aumento de los niveles de pobreza y sobre todo un incremento de la conflictividad social. Cada paquete de ajuste representaba aumento de impuestos, congelamiento de salarios, restricción del gasto público, etc.

Para los años 90s, las economías logran estabilizar sus principales indicadores, aumenta el PIB, disminuye la inflación, tasas de devaluación más bajas y las exportaciones logran incrementarse de forma tal que fortalecen el modelo agro-exportador. Sin embargo, este modelo tiene en si mismo el germen de su destrucción. Las continuas devaluaciones generan una competitividad de las exportaciones espuria no sostenible; pero sobre todo se constituye en un impuesto inverso pues con cada devaluación se benefician los exportadores y pagan por esta toda la sociedad. Adicionalmente se convierte a la sociedad en conjunto en una economía especulativa y no productiva en la cual el sistema financiero jugó un papel preponderante.

La economía especulativa se manifiesta en el sistema financiero que para mediados de los 90s tenía más ingresos por ganancias cambiarias antes que por préstamos concedidos. Para ello captaba recursos del público a altas tasas de interés, lo cual motivaba que muchas personas prefirieran colocar sus todos sus ahorros en los bancos en lugar de generar producción. Como consecuencia las tasas activas llegan a niveles superiores al 60% anual con lo cual muy pocos negocios logran obtener financiamiento y si lo logran corren un alto riesgo de no pago.

La burbuja especulativa llegó a su fin por la combinación de factores

políticos, económicos y externos. Para fines de los 90s, caen los precios de petróleo que debilita la posición fiscal, se produce una crisis financiera, donde clientes afectados por el fenómeno de El Niño no pudieron pagar sus deudas, luego de lo cual otros clientes que si podían pagar simplemente no quisieron hacerlo. Ante este escenario, los bancos y algunos banqueros tomaron decisiones que aceleran la crisis financiera al crear la AGD (Agencia de Garantía de Depósitos) con un seguro del 100% de los depósitos lo que ocasionó un comportamiento irresponsable y en algunos casos corrupto de los banqueros, quienes toman riesgos excesivos y generan nerviosismo en los depositantes con lo cual la corrida de depósitos no se hizo esperar. El retiro masivo de depósitos obligó al gobierno en ese momento a dar "préstamos de liquidez" que a más de consumir los pocos recursos fue necesario hacer una emisión inorgánica de dinero que terminó con un congelamiento de depósitos, quiebra del 70% del sistema financiero,

hiperinflación y la adopción de la dolarización como tratamiento de emergencia ante una situación de catástrofe económica.

Desde el año 2000, la economía ha logrado estabilizarse, siendo este el mayor logro de la dolarización. La estabilidad permite el aumento del consumo, aumento del crédito, profundización bancaria, dinamización de la construcción, baja de la inflación y mejora de la competitividad real de los productos exportables. Sin embargo, como cualquier otra medida de política económica no es neutra o solamente tiene efectos positivos. Efectos negativos son: abaratamiento artificial de las importaciones con lo cual se afecta la producción local y el empleo, vuelve vulnerable al país ante crisis externas y la pérdida de política monetaria autónoma limita la capacidad del Estado de enfrentar problemas como crisis financieras, déficit fiscales y déficit de balanza de pagos.

La estabilidad aunque es una condición necesaria para el crecien-

to, no es suficiente. Por si misma la dolarización solo es un sistema monetario, no cambia las condiciones estructurales de producción del país. La dolarización solo ha sido viable y sostenible por el ingreso de dólares provenientes de altos precios de productos de exportación (principalmente el petróleo), envío de remesas de los migrantes y aumento de ingresos de divisas no cuantificadas provenientes de economías subterráneas y/o de lavado de dinero. Todos estos factores son externos y en consecuencia no dependen del país. Un cambio en estos factores pone en entredicho a la dolarización. Con lo cual la cuestión no es de si debe o no mantenerla, sino hasta cuando es posible y deseable hacerla.

Durante estas décadas la importancia de la deuda y su influencia en la economía y política del país han variado desde de un tema que marcó el convivir nacional principalmente en los años 80s hasta ser simplemente otro tema dentro de muchos. Hay que indicar que el



IMPORTANCIA ECONÓMICA DE LA DEUDA PÚBLICA

tema de la deuda ha sido usado como bandera de lucha principalmente por grupos de izquierda pero que al momento mismo de tomar decisiones ajustadas a su discurso no se lo ha hecho ya sea por el reconocimiento de que los perjuicios podrían superar a los beneficios de no pagar o porque simplemente resulta más cómodo no confrontar con poderes establecidos tanto internos como externos, llegando en algunos casos a convertirse en cómplices de acuerdos inconfesables.

SITUACIÓN ACTUAL

La deuda pública para el año 2008 había bajado su nivel de importancia estratégica, política e inclusive económica, sin embargo, retoma la importancia cuando la Comisión de Auditoría de la Deuda presenta su informe, en el cual se dice que una porción de la deuda externa fue calificada como "ilegal e ilegítima". Con este respaldo el Presidente declara que no pagará esta deuda con lo cual el precio de los Bonos de Deuda del Ecuador se desploman a

niveles del 25%, el riesgo país crece hasta 5000 puntos y las líneas de crédito para el sector público y privado se suspenden.

Hay sin embargo que decir, que la decisión de no pago de la deuda en realidad parecería ser responde a una estrategia predefinida anteriormente, inclusive antes de llegar al poder el presidente Correa. Por una parte se dice que no se anunció el no pago de la deuda a fin de hacer bajar su cotización y por otro lado a más de cumplir con ellos, se recurre según notas de prensa a comprar deuda por medio de un broker internacional deuda que fue calificada unilateralmente como "ilegal e ilegítima".

Desde el punto de vista financiero y político la decisión de "no pagar" para obligar a la renegociación de la deuda puede favorecer al gobierno en el corto plazo. Sin embargo, las consecuencias a largo plazo tanto para el gobierno como para el sector privado y para el país en general están aún por verse.

Los principales indicadores de la importancia económica de la deuda pública son:

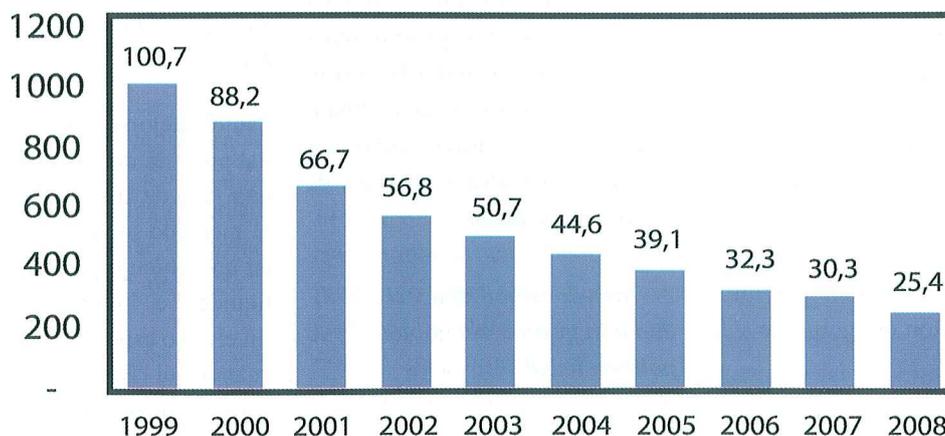
1. Deuda / PIB;
2. Servicio de la deuda / Exportaciones bienes y servicios;
3. Reservas internacionales / Deuda;
4. Deuda corto plazo / Deuda;

Dado que estos indicadores son parciales, todo análisis de endeudamiento debe considerar expectativas macroeconómicas y externas.

Deuda / PIB.

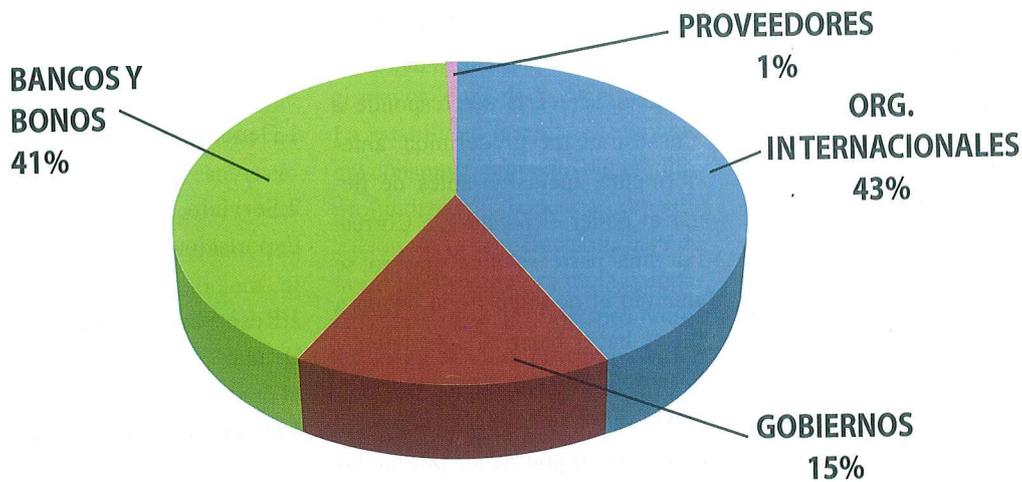
El peso de la deuda respecto al PIB pasa de representar el 100% en 1999 a 25% en el 2008. Esto se da gracias a la reducción de la deuda en términos absolutos y un importante aumento del PIB.

Deuda Pública en porcentaje



La deuda pública del Ecuador asciende a US\$ 12.962 millones, de los cuales el 77% es deuda externa (US\$ 9.989 millones) y 23% es deuda interna (US\$ 2.973).

COMPOSICIÓN DE LA DEUDA EXTERNA



GESTIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA

Según el economista Victor Hugo Juan-Ramón en el Curso de Gestión Macroeconómica y cuestiones relacionadas con el sector financiero realizado en Brasilia dice que “la deuda pública desempeña una función útil en la formulación de la política pública. Ayuda a atenuar las variaciones del consumo público y los impuestos, a hacer frente a shocks temporales, a aprovechar las oportunidades de inversión pública y a fomentar la equidad intergeneracional”.

Adicionalmente, una buena gestión de deuda permite:

- 1.Reducir la vulnerabilidad fiscal a los cambios en los mercados financieros.
- 2.Proveer estabilidad y credibilidad a la gestión del gobierno y la política fiscal.
- 3.Beneficia a los mercados financieros.

1-Reducir la vulnerabilidad fiscal a los cambios en los mercados financieros.

Cuando los mercados financieros entran en crisis, estos limitan las fuentes de financiamiento a países y gobiernos con mejor historial de pago de deuda y con bajos niveles de riesgo. Por lo tanto, si un país tiene problemas fiscales podría solucionar este problema recurriendo a los mercados financieros internacionales los cuales podrían entregar recursos en la cantidad y oportunidad requeridos, que no podrían ser cubiertos por el mercado financiero local.

Lo contrario, es decir el no tener un buen historial de pago limita y en muchos casos anula la posibilidad de conseguir recursos financieros que permitan solventar problemas fiscales sean estos de corto y largo plazo.

2- Proveer estabilidad y credibilidad a la gestión del gobierno y la política fiscal.

Hay que distinguir entre el “no poder pagar” del “no querer

pagar”. En el primer caso debe ser el resultado de condiciones macroeconómicas adversas, fenómenos naturales que afecten la capacidad de pago de un país o disposición legal de organismo competente que así lo dictamine. Por otro lado el no querer pagar constituye una violación a los principios de seguridad jurídica internacional.

Una política de gestión de deuda adecuada y transparente hace que la gestión de un gobierno sea más estable y cualquier requerimiento de recursos sea apoyada en la medida que responda a principios de confianza y prudencia.

3- Beneficiar a los mercados financieros.

Tanto nacional como internacional pues la deuda pública provee una tasa de interés de referencia al mercado local y se transforma en un vehículo para el manejo de liquidez e inversión financiera. En el caso específico del Ecuador, cuando el Estado emite bonos para ser negociados en el mercado local, su emisión es la más importante dentro del sistema



financiero nacional y capta principalmente recursos de instituciones financieras públicas con excedentes de liquidez como es el caso del IESS. Esta Institución al adquirir títulos del Estado reduce su liquidez y la posibilidad de invertir importantes recursos para otros fines y sectores. Adicionalmente la tasa de interés pactada sirve de referencia para el resto del sector financiero privado que deberá proponer tasas de interés competitivas a fin de captar recursos de esta institución.

ESTRATEGIAS DE GESTIÓN DE DEUDA

Estructurar bien las amortizaciones: Evitar concentraciones de pagos en un año dado. Las amortizaciones constituyen el pago de capital de una deuda, de estar concentrado el pago en un solo año obligará a un esfuerzo fiscal importante para cubrir el pago o a su vez se obligará a renegociar su pago. Adicionalmente, la concentración de pagos en un solo año hace que el servicio de la deuda (intereses) sea alto pues durante el período de contrato no se redujo el pago.

A la reestructuración de la deuda se lo conoce también como un reperfilamiento de la deuda que

no es otra cosa que homogenizar los pagos a lo largo del período de contrato. Aunque el tener plazos de gracia y períodos más largos de pago, siempre se deberá considerar que el servicio de la deuda será mayor

Minimizar la deuda de corto plazo:

Esto es importante especialmente en un contexto de mercados de capitales volátiles, lo que hace que su disponibilidad no esté garantizada ni en plazos, montos y tasas de interés.

Dificultades en refinanciar deuda de corto plazo puede desestabilizar el mercado financiero doméstico, pues ante la necesidad de captar recursos, el Estado procede a emitir deuda a tasas de interés superiores a las del mercado, obligando a otros actores a subir la tasa a fin de ser competitivos con el Estado y captar recursos.

Asegurar liquidez para contingencias:

El tiempo que requiere una transacción en muchos casos es mayor al requerido para contar con los recursos. Fuentes de financiamiento que otorgan créditos a corto plazo lo hacen a un costo mayor y en muchos casos con condiciones más rigurosas.

Diversificar fuentes de financiamiento:

Para ampliar el acceso a mercados de capitales porque aún con globalización, el acceso varía con monedas y tipos de inversores. Es necesario esta diversificación a fin de evitar que una fluctuación del tipo de cambio de la moneda en la cual se tiene la deuda pueda afectar al país deudor. En el caso específico del Ecuador más del 90% de su deuda está dado en dólares.

EL NEGOCIO DE LA DEUDA

EL poseer títulos de deuda de cualquier tipo implica la aceptación de que hay el riesgo de no pago. Mientras más alto esté el riesgo de no pago, menor el precio de la deuda pero mayor la rentabilidad. Antes de analizar los aspectos financieros del manejo de la deuda es necesario aclarar algunos conceptos básicos:

Valor nominal: es el que consta en el título valor.

Valor de mercado: el que se negocia en el mercado secundario.

Nivel de riesgo: es la diferencia que se obtiene de restar el valor de mercado del valor nominal.

$$\text{Valor nominal} - \text{Valor de mercado} = \text{Nivel de riesgo}$$

La fórmula anterior indica que mientras más bajo sea el valor de mercado de una deuda mayor será el nivel de riesgo. Hay que indicar que el valor nominal en términos porcentuales siempre será 100%, por lo tanto si el valor de la deuda es de 25% en el mercado indica que el nivel de riesgo será de 75%, considerando como riesgo la probabilidad de no pago.

Recompra de deuda: se presenta cuando el emisor de los títulos valores compra a los tenedores la deuda ya sea de forma directa o por medio de terceros. En el caso ecuatoriano significaría que el país compraría los Bonos Global a los tenedores de

la deuda o usar un broker para que lo haga, sin que esto signifique que se deba como estrategia revelar quien es el comprador.

Renegociación: significa que sobre la misma deuda se acuerdan nuevos plazos, tasas, valores y garantías. En el caso del Ecuador, el gobierno ha dicho que buscará un acuerdo para que el valor nominal de la deuda tenga una reducción superior al 70%.

Canje: implica cambiar los títulos actuales por nuevos títulos en condiciones que previamente se negociaban. Normalmente implica establecer una tasa de intercambio que

debe ser calculada de acuerdo a los valores presentes de la deuda actual respecto a la deuda nueva.

Los tres mecanismos tienen como objetivos, suavizar los pagos mejorando los flujos de caja para el deudor y aumentar la probabilidad de pago para el acreedor. Una negociación es siempre mejor que un rompimiento unilateral.

Rentabilidad: es el porcentaje que se obtiene por una inversión realizada.

En el caso de los títulos de la deuda esta se da por dos vías. El incremento en el precio y por el pago de intereses.

$$Re = \frac{Int}{Po} + \frac{Pn - Po}{Po}$$

Donde:

Re = Rentabilidad del título de la deuda

Int = Interés

Pn = Precio de venta del título de deuda

Po = Precio de compra de título de deuda.

Al reemplazar esta fórmula en diferentes escenarios planteados se observa que la rentabilidad que un inversionista habría alcanzado puede haber estado entre el 22% y 107%.

Escenarios	Precio Compra (Po)	Precio Venta (Pn)	Interés ganado anual	Tiempo (años)	Rentabilidad período	Rentabilidad año
Escenario 1	30%	100%	12%	5	533%	107%
Escenario 2	35%	100%	12%	5	320%	64%
Escenario 3	40%	100%	12%	5	280%	56%
Escenario 4	45%	100%	12%	5	249%	50%
Escenario 5	50%	100%	12%	5	224%	45%
Escenario 6	55%	100%	12%	5	204%	41%
Escenario 7	60%	100%	12%	5	187%	37%
Escenario 8	65%	100%	12%	5	172%	34%
Escenario 9	70%	100%	12%	5	160%	32%
Escenario 10	75%	100%	12%	5	149%	30%
Escenario 11	80%	100%	12%	5	140%	28%
Escenario 12	85%	100%	12%	5	132%	26%
Escenario 13	90%	100%	12%	5	124%	25%
Escenario 14	95%	100%	12%	5	118%	24%
Escenario 15	100%	100%	12%	5	112%	22%

Cualquiera de estos escenarios arrojan rentabilidades interesantes si es que se cumplen con los pagos programados, lo cual en

los últimos años se dio gracias a ingresos suficientes con los que el Estado contó para afrontar la crisis y porque la decisión políti-

ca de las autoridades de turno también lo favorecía con lo cual desapareció el riesgo de no pago.



EL NO PAGO COMO UNA ESTRATEGIA DE RENEGOCIACIÓN

Luego de publicado el informe de la Comisión de Auditoría de la Deuda, en la cual se califica a una porción de esta como “ilegal e ilegítima”, el presidente Correa anunció el no pago, para luego decir que va a hacer una propuesta de recompra a valores inferiores a los de mercado. Esto

hace pensar que lo que siempre se buscó no fue no pagar sino hacerlo en mejores condiciones.

De lograrse una renegociación total o parcial de los Bonos Global como lo está planteando el gobierno existirían importantes ahorros para el Ecuador, como se detalla a continuación.

VALOR REAL DE LA DEUDA EN BONOS GLOBAL

BONOS	VALOR NOMINAL	% VALOR DE MERCADO				
		20%	25%	30%	35%	40%
BONOS 2030	2.700	540	675	810	945	1.080
BONOS 2012	541	108	135	162	189	216
BONOS 2015	650	130	163	195	228	260
TOTAL	3.891	778	973	1.167	1.362	1.556

Elaboración: El autor.

Por el contrario, de no lograr un acuerdo el Ecuador se enfrenta posibles demandas a nivel internacional, cierre de muchas líneas de crédito,

encarecimiento de las pocas líneas de crédito que se mantengan, entre otras.

En todo caso el gobierno ha hecho

una apuesta sobre la base de grandes beneficios que implica grandes riesgos. En todo caso, hay que recordar que “no hay comida gratis”. ■

AHORRO POTENCIAL EN RECOMPRA DIRECTA DE BONOS

BONOS	VALOR NOMINAL	% VALOR DE MERCADO				
		20%	25%	30%	35%	40%
BONOS 2030	2.700	2.160	2.025	1.890	1.755	1.620
BONOS 2012	541	432	405	378	351	324
BONOS 2015	650	520	488	455	423	390
TOTAL	3.891	3.112	2.918	2.723	2.529	2.334

Elaboración: El autor.