

## CANJE DE DEUDA: TODO EN FUNCIÓN DE LOS ACREEDORES.

*Ec. Rafael Correa, Ph.D. ♦*

### **La Renegociación del 2000.**

En Julio 27 del 2000 el Ecuador presenta una propuesta a los acreedores para reestructurar su deuda comercial externa de 6.641,4 millones de dólares, cuyo pago había sido suspendido en Septiembre de 1999 debido a la mayor crisis económica de la historia del país. La propuesta consistía en canjear los bonos existentes -Bonos Brady y Eurobonos, fruto de la renegociación de 1995- por los nuevos bonos llamados Global. De esta forma, se entregaron 3570.23 millones en Bonos Global por el principal de la deuda y 177.36 millones por intereses.<sup>1</sup> Además, la comisión negociadora, utilizando 722 millones de dólares en efectivo que el país mantenía como colateral de los Bonos Brady en la Federal Reserve de Nueva York, así como 161.1 millones de dólares que salieron de las arcas fiscales –recuérdese que el país estaba en soletas-, pagó en efectivo capital e intereses atrasados por 503 millones de dólares, y compró adicionalmente y a valor nominal 380.1 millones de dólares en Bonos Brady, por lo que la reducción *nominal* que tuvimos en nuestra deuda fruto del canje, considerando además 175.2 millones de Bonos Brady que continuaron en circulación, fue aproximadamente del 38%, sin considerar los costos inherentes a la negociación.

---

♦ E-mail: [rafaelc@rafaelcorrea.com](mailto:rafaelc@rafaelcorrea.com)

<sup>1</sup> Cifra hasta el 23 de Agosto del 2000. El monto total de bonos emitidos fue de 3.950 millones de dólares, 1250 millones en Bonos Global 12 y 2750 millones en Bonos Global 30. La diferencia de lo canjeado con el total emitido se explica por el canje con tenedores rezagados, pagos a los intermediarios financieros con los mismos bonos y venta de bonos en el mercado con el fin de obtener liquidez. Cabe indicar que la emisión de Bonos Global solo fue autorizada para el canje de deuda, no para las demás operaciones mencionadas.

Sin embargo, la renegociación del 2000 estuvo viciada de graves errores altamente costosos para el país:

i) En realidad, no ocurrió ningún descuento de deuda. Por el contrario, ésta se revalorizó grandemente. Dada la crisis del país, los bonos de la deuda llegaron a venderse con un descuento promedio del 65%. Es decir, solamente con los 380.1 millones de dólares utilizados para la recompra de Bonos Brady a valor nominal, se hubiese podido comprar en el mercado cerca de 1086 millones de deuda (Flores, 2005). Además de lo anterior, el valor de mercado debió ser el punto de partida de la renegociación, como lo está haciendo en estos momentos Argentina. ¿Por qué no se hizo lo obvio? Como textualmente lo manifiesta en la presentación de la oferta de canje el Ministro de Economía de aquel entonces, ésta no tenía como objetivo minimizar el pago de deuda de un país quebrado, sino “proveer a los participantes con un significativo incremento en el valor de mercado de los precios de sus bonos”.<sup>2</sup>

ii) Los Bonos Global de 12 años, con vencimiento al 15 de Noviembre del 2012 y un monto emitido de 1250 millones de dólares, pagan un interés del 12%, interés mayor a cualquiera de los bonos canjeados y que los convierte en la deuda más cara de América Latina. Los Bonos Global a 30 años, con vencimiento al 15 de Agosto del 2030 y un monto emitido de 2700 millones de dólares, tienen intereses anualmente progresivos, que van desde el 4% en el 2001 hasta el 10% del 2006 en adelante. Todo ello en una economía mundial que ha tenido las tasas de interés más bajas de los últimos 40 años, y donde la tasa libor a 360 días en Agosto del 2000 se situaba en menos del 7%, para actualmente situarse en cerca del 3%. Por todo lo anterior, lejos del “alivio” financiero

---

<sup>2</sup> Comunicación “To All Holders of Ecuador’s Existing Bonds”, del Ministerio de Economía del Ecuador, pág. 3, Julio 27 del 2000. Traducción del autor.

prometido en la renegociación del 2000, el país ha pagado cerca de 300 millones adicionales en intereses en los últimos 4 años (Flores, 2005). Cabe indicar que una tasa de interés del 12% en un mundo con tasas de interés que llegaron a situarse en menos del 2%, es algo absolutamente inadmisibles y debió ser –así como continúa siendo- razón suficiente para *exigir* una renegociación de la deuda.

iii) La renegociación del 2000 programa recompras anticipadas de los bonos. Si se incumpliese esta condición, Ecuador estaría forzado a recomprar a la par, en el siguiente pago de intereses, un monto igual al valor nominal del incumplimiento. El único objetivo de esta condición es garantizar una demanda permanente por los bonos ecuatorianos, y de esta forma mantener la cotización de los bonos lo más elevada posible.

iv) En caso de incumplimiento en el servicio de la deuda, como “castigo” Ecuador perdería parcialmente la supuesta reducción de la deuda, dependiendo del período en que el incumplimiento se dé.<sup>3</sup> Sin embargo, aparentemente los “castigos” fueron propuestos -o al menos fueron entusiastamente aceptados- por el propio país, para, como textualmente dice el Ministro de Economía en la oferta de canje, “enfrentar la legítima preocupación de que Ecuador pueda en algún momento regresar a imprudentes políticas de deuda de tal forma que pudiera poner en peligro el servicio de estos bonos”.<sup>4</sup> Es decir, para el ministro de Economía de ese entonces, la crisis de 1999-2000, que produjo en el país uno de los empobrecimientos más acelerados de la historia de América Latina, no fue otra cosa que “imprudentes políticas” que pusieron en peligro el servicio de la deuda externa.

---

<sup>3</sup> En efecto, el Ecuador debe pagar 30% adicional del capital adeudado si incumple los pagos hasta antes del cuarto aniversario del canje, 20% después del cuarto aniversario pero antes del séptimo, y 10% adicional si el incumplimiento se da entre el séptimo y el décimo aniversario del canje.

<sup>4</sup> Comunicación “To All Holders of Ecuador’s Existing Bonds”, del Ministerio de Economía del Ecuador, pág.3, Julio 27 del 2000. Traducción del autor.

Finalmente, en la renegociación del 2000 se estipuló la posibilidad de recomprar a la par el total o parte de los bonos en las fechas de pago de intereses. Esta “call option” u opción de compra al 100%, en condiciones normales, sería absolutamente irrelevante, puesto que los bonos usualmente se transan con descuento en los mercados. Es decir, de tener los fondos respectivos, normalmente sería mejor para el país hacer recompras a través del mercado. Sin embargo, como veremos más adelante, como consecuencia directa de la política económica ejecutada por el país, los Bonos Global 12 se transan en el mercado por *encima* de su valor nominal, y, de esta forma, la opción de compra es supuestamente uno de los elementos claves para el canje de deuda que se quiere realizar en el 2005.

### **La política económica del 2000 al 2005, o maximizar el valor de los bonos.**

Como si no fueran suficientes todas las ventajas que de un país arruinado obtuvieron los acreedores, a partir del año 2000 toda la política económica ha sido orientada a garantizar que los bonos de la deuda externa ecuatoriana se coticen al valor más alto posible en los mercados de capitales, generando de esta forma ganancias extraordinarias a los tenedores de deuda ecuatoriana, y elevando a su vez el costo de una potencial recompra de deuda por parte del país. La pieza central de esta política ha sido la nefasta “Ley Orgánica De Responsabilidad, Estabilización y Transparencia Fiscal”, aprobada en el 2002, la cual creó el Fondo de Estabilización, Inversión Social y Productiva y Reducción del Endeudamiento Público -FEIREP-, que se nutre de la participación estatal en la producción privada de petróleo por el oleoducto de crudos pesados (OCP)<sup>5</sup>, así como del

---

<sup>5</sup> Para ampliar el FEIREP y con ello los fondos destinados a la recompra de deuda, contrariando la propia ley se autorizó que el fondo se alimente del crudo pesado de participación estatal, independientemente del oleoducto por el que se lo transporte, esto es, el OCP –como originalmente señalaba la ley- o el SOTE.

45% del exceso de ingresos petroleros sobre los presupuestados,<sup>6</sup> y del superávit presupuestario, si lo hubiere. En una situación tal vez única en el mundo, el 70% de todos estos recursos, por ley, se destinan a la recompra de deuda pública,<sup>7</sup> lo que ha revalorizado artificialmente los bonos de la deuda ecuatoriana y ha constituido una transferencia enorme de recursos a los tenedores de deuda. Es decir, mientras que en otros países constituye hasta delito anticipar operaciones financieras que originen ilegítimas ganancias de los tenedores de títulos, con el FEIREP esto se elevó al rango de Ley de la República.<sup>8</sup>

Por otro lado, de forma también incomprensible, los recursos del FEIREP ni siquiera entran al presupuesto del Gobierno Central, lo cual subregistra ingresos, incrementa artificialmente el déficit, y subregistra el servicio de la deuda pública. Si bien es cierto que aún no se han comprado Bonos Global con dinero del FEIREP, su sola creación y los ingentes recursos que maneja –más de 600 millones de dólares para el año 2005- han producido un incremento sustancial del precio de nuestra deuda externa, y, dicho sea de paso, de la interna también. Solamente en el año 2003, gracias al inicio del funcionamiento del OCP y, con ello, del FEIREP, los Bonos Global 12 pasaron del 67% a más del 100%, y los Global 30 pasaron de un 48% a cerca del 85%, valores en los que se

---

Además, vía decreto ejecutivo se redefinió crudo pesado como el de menos de 23° API, cuando se consideraba crudo pesado al de menos de 18° API.

<sup>6</sup> De esta forma, la famosa “prudencia” que repiten muchos de los corifeos de estas políticas, y que se traduce, entre otras cosas, en subestimar deliberadamente el precio del petróleo y con ello los ingresos petroleros del presupuesto del Gobierno Central, no es en absoluto inocua: *mientras más se subestimen los ingresos petroleros, más fondos se liberan para el servicio de la deuda..*

<sup>7</sup> Inicialmente la ley estipulaba exclusivamente recompra de deuda pública externa. Sin embargo, apenas tres meses después de su promulgación en el Registro Oficial el 4 de Junio del 2002, el Congreso Nacional reformó la ley y añadió la recompra de deuda pública interna.

<sup>8</sup> Incomprensiblemente, solo un 10% de esos recursos se destinan a desarrollo humano, mientras que el 20% restante se destina a un fondo de estabilización petrolera. De esta forma, como la participación del Estado es tan solo alrededor de un 20% de la producción privada de crudo pesado, lo anterior significa que de cada *cien* barriles de la nueva producción petrolera privada, solamente *dos* barriles van a educación y salud del pueblo ecuatoriano.

encuentran hasta los actuales momentos.<sup>9</sup> De esta forma, la artificial apreciación de los bonos en los mercados internacionales ha significado para los tenedores ganancias de más de 1400 millones de dólares, mientras que para Ecuador significa igual monto de costo adicional en caso de querer recomprar la deuda en el mercado.

### **El costo del anhelado “retorno” a los mercados internacionales.**

Después de cinco años de total obsecuencia con los intereses de los acreedores del país, aparentemente los mercados internacionales nos han “aceptado” de nuevo en su seno para poder acceder a nuevas fuentes de financiamiento así como para canjear deuda cara por deuda más barata. Estos supuestos “logros”, como es habitual en la discusión pública ecuatoriana, se los asume como beneficios que han sido obtenidos prácticamente sin ningún costo, tan solo en base a políticas “prudentes y disciplinadas”, en oposición a “populistas” que irresponsablemente querían tomar otros caminos. En realidad, el costo para el país ha sido enorme. Además de la gigantesca transferencia de recursos a los tenedores de deuda, la extracción de recursos de la economía por medio del FEIREP y de los más grandes superávits públicos primarios de América Latina,<sup>10</sup> han ocasionado que en los dos últimos años hayamos tenido las tasas de crecimiento no petrolero más bajas de la última década -con la excepción del año 1999-, por lo que la tasa de desempleo ha pasado del 8 a más del 11% en el actual régimen. En otras palabras, solamente en los últimos dos años cerca de 150000 nuevos desempleados han sido sacrificados en el altar

---

<sup>9</sup> Obviamente esta apreciación de la deuda, como se menciona más adelante, también ha sido fruto de la política seguida por el Gobierno de Lucio Gutiérrez y sus correspondientes ministros de Economía, los cuales han estado totalmente comprometidos con los intereses del capital financiero nacional e internacional. De hecho, el primer Ministro de Economía del actual régimen fue un ex banquero de uno de los bancos tenedores de Bonos Global, mientras que el Viceministro de Economía era nada menos que el vicepresidente de inversiones de dicho banco.

<sup>10</sup> El resultado primario es el resultado fiscal antes del servicio de deuda.

de los mercados internacionales.<sup>11</sup> Lamentablemente, en éste como en muchos otros ámbitos, frecuentemente el país no relaciona causas con efectos.

### **El “ahorro” por el canje de la deuda.**

De acuerdo a los voceros oficiales, supuestamente los tenedores de Bonos Global 12 estarían ansiosos de canjear los bonos de más alto interés de América Latina por bonos de menor rendimiento y mayores plazos, gracias al “temor” a la famosa opción de compra estipulada en la renegociación del 2000, la cual permitiría comprar al país los bonos al 100% de su valor nominal, pese a cotizarse en el mercado entre el 104 y el 106%. Es decir, la “administración de pasivos” -como kikuyescamente se le llama al manejo de deuda- ha sido tan torpe y mediocre, que hoy los ecuatorianos debemos estar contentos por no tener que recomprar nuestra deuda a un precio *mayor* a su valor nominal. Aunque se sabe poco sobre la forma del canje, el Viceministro de Economía manifestó que se trataría del canje por bonos a una tasa de interés del 8% y con un plazo de 10 años, lo cual representaría un ahorro para el país de cerca de 200 millones de dólares en valor presente.<sup>12</sup> Es decir, ya no se habla de los 400 a 600 millones de ahorro que irresponsablemente se mencionó en un inicio, induciendo incluso a creer que dicho ahorro sería anual. Ahora se trata de, *en 10 años*, lograr un ahorro menor aún al exceso de intereses que por la mala renegociación del 2000 hemos pagado en los últimos *4 años*, y todo ello suponiendo que se canjearán la totalidad de Bonos Global 12, que los acreedores aceptarían sin ningún descuento bonos con más bajo interés y con plazos mayores (supuesto absolutamente irrealista, por más opción de compra que exista), y sin

---

<sup>11</sup> Por ejemplo, la Organización Internacional del Trabajo (OIT) considera que liberando 400 millones de las cuentas fiscales, esto es, reduciendo el superávit primario en alrededor de 1.3% del PIB, se podrían generar de 40000 a 50000 empleos por año (OIT, 2002:86).

<sup>12</sup> Ramiro Galarza, Viceministro de Economía, Radio Democracia, Febrero 3 del 2005.

considerar los costos que la transacción origine. En realidad, lo más probable es que Ecuador no obtenga *ninguna* reducción de su deuda en valor presente, y que la operación de canje tan solo sirva para dar un mejor perfil al flujo de la caja fiscal, el cual se verá seriamente afectado a partir del 2006 por la obligatoriedad de recompra de los Bonos Global 12 estipulada en la renegociación del 2000.

### **Conclusiones.**

Dado los altos precios de los Bonos Global 12 que hacen perjudicial su recompra en operaciones de mercado, lo máximo a lo que puede aspirar el país es a una pequeña o nula reducción del valor presente de la deuda, pero con un mejor perfil de servicio que alivie la presión sobre la caja fiscal. Es decir, un paupérrimo premio para tanto servilismo y sacrificio al que se sometió al país, sometimiento que como denominador común tuvo y tiene la maximización del beneficio de los acreedores, lo cual se dio en la renegociación del 2000, durante estos últimos 5 años de “política económica”, y se dará en cualquier canje de deuda que empiece con bonos a más del 100% de su valor nominal.

¡Qué viva la fiesta!

## Referencias.

- Acosta Alberto, 2005. “Al Servicio de la Deuda, en Contra del País: A Propósito de la Propuesta de Renegociación de los Bonos Global”. Mimeo. Quito – Ecuador.
- Correa Rafael, 2004. “De Banana Republic a la No República: Las Tres Últimas Décadas de la Historia Económica del Ecuador”. Documento de Trabajo Nro. 1. SUR, Centro de Investigaciones Económicas y Sociales - Universidad “San Francisco de Quito”. Quito – Ecuador.
- Correa Rafael, 2004. *La Vulnerabilidad de la Economía Ecuatoriana.: Hacia una mejor política económica para la generación de empleo, reducción de la pobreza y desigualdad.* Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo. Quito – Ecuador. Quito – Ecuador.
- Correa Rafael, Marco Flores y Eduardo Valencia, 2003. “Lo Mismo de lo Peor: La Política Económica del Gobierno de Lucio Gutiérrez”. Documento de Trabajo. Foro Ecuador Alternativo. Quito – Ecuador.
- Flores Marco, 2005. “El Proceso de Renegociación de la Deuda Pública Externa del Ecuador en el Año 2000”. Mimeo. Quito – Ecuador.
- Ministerio de Finanzas y Crédito Público del Ecuador, 2000. “To All Holder’s of Existing Bonds”. Carta circular. Quito – Ecuador.
- OIT, 2002. *Ecuador. Empleo y Protección Social en Ecuador: Propuestas de la OIT.* Segunda Edición. Organización Internacional del Trabajo (OIT). Quito-Ecuador.
- República del Ecuador, 2000. *Offer to Exchange.* Coordinador Global: Salomón Smith and Barney.