

La coyuntura económica se apoya en puntales externos

Por María de la Paz Vela

Saber en qué terreno pisan las empresas, los inversionistas, las instituciones y los ciudadanos en política económica es de por sí un gran logro que se le puede reconocer al Gobierno, pues ha definido el rumbo de las decisiones mediante la firma del Acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI).

Eso no quiere decir que se aplaudan las prioridades que estos compromisos encierran o que se los proclame adecuados para mejorar la calidad de vida de la población. No se está pasando juicio sobre si son o no polémicos ni sobre si merecen o no el respaldo de los agentes económicos y de los grupos políticos y sociales.

En cambio, que la agenda económica está marcada y que en el equipo económico liderado por el Ministro de Finanzas se tiene un gestor de cumplimiento con elevada credibilidad en los organismos internacionales y en los mercados financieros, no está en discusión. Aunque también es verdad que esa misma orientación ortodoxa de política ha puesto en riesgo la estabilidad del ministro desde que fue nombrado por el Presidente el primer día de su mandato y lo ha sometido a una infinidad de presiones políticas que se agudizan al administrar unas finanzas públicas con caída en los ingresos, problemas de liquidez, servicio de deuda elevado y un acceso a financiamiento externo sumamente condicionado.

Que el respaldo externo es sólido lo muestra la visita en el lapso de un mes de “los duros” de la política económica internacional: el 24 de abril vino el Secretario del Tesoro de EE.UU., **John Snow**, y su equipo técnico; el 20 de mayo lo hicieron tres altos funcionarios del Fondo Monetario Internacional: la subdirectora, **Anne Krueger**; el representante de asuntos internacionales, **Thomas Dawson** y el director del Hemisferio Occidental, **Anoop Singh**.

Mientras tanto, la aceptación interna es un termómetro ácido para el



ministro y su equipo, tanto que para no arriesgar su salida, la misión del FMI decidió ser flexible hasta 2004 con la eliminación del subsidio al gas, decisión que se calcula, con razón, que causará una pérdida de popularidad para el gobierno.

Tuerca apretada para metas y plazos del programa económico

De tan ambiciosas, las metas y plazos establecidos en el programa económico se cumplieron parcialmente o en los plazos inicialmente acordados estuvieron solamente en proceso, como se vio en la última visita de la misión del FMI previa a la terminación de la primera revisión del programa económico. No quiere decir que no se estén siguiendo los compromisos, sino que lograr ciertos resultados tomará más tiempo.

En cuanto a los **indicadores fiscales** (*Cuadro 1*), el resultado global, que es el saldo entre los ingresos y los gastos totales, debía llegar hasta marzo a \$ 186 millones según la meta publicada del programa económico; sin embargo, llegó a un nivel menor al esperado, de alrededor de \$ 150 millones, una cifra que está en revisión todavía. Debido al elevado precio del petróleo, la cuenta del fondo de estabilización petrolero por liquidar acumuló ingresos extraordinarios hasta marzo por \$ 90,5 millones (y hasta mayo por \$ 120 millones), lo que supondría que el resultado global debió ser mayor. El gasto primario resultante de alrededor de \$ 1.180 millones estuvo dentro de la meta establecida. El gasto registrado fue menor por tratarse de un gobierno nuevo con Presupuesto recién aprobado. Uno de los objetivos del Acuerdo con el FMI de reducir el tamaño de la burocracia tendría que pasar por el cierre de varias instituciones, pues al momento más de 90% del rol de pagos del Presupuesto se suma con el personal de la Policía y las Fuerzas Armadas más los maestros y los trabajadores de la salud.

En cuanto a los **atrasos domésticos**, la meta del programa económico de llegar a marzo con atrasos pendientes por

Cuadro 1

Ecuador: Metas técnicas de los Criterios de Ejecución del Acuerdo Stand-By con el FMI¹

2003	Dic 31,02 Est.	Ene/Mar Meta	Ene/Mar Resul. ³	Ene/Jun Meta	Ene/Sep Meta	Ene/Dic Meta	Presup. 2003
(En millones de dólares)							
1. Resultado global SPNFI (techo)		186	150	420	552	508	509
2. Gasto primario o total sin intereses del SPNFI (techo)		1.251	1.180	2.734	4.245	5.860	5.860
3. Stock de depósitos del sector público en el BCE y en bancos comerciales (piso) ²	1.282	1.150		1.226	1.275	1.416	
4. Stock de depósitos del Gobierno central en la "cuenta única" en el Banco Central (piso) ²	118	89		187	148	192	
5. Stock de deuda pública registrada (techo)	13.730	13.770		13.862	13.845	13.782	
6. Stock de atrasos externos, e.o.p. (techo)	163	0		0	0	0	
7. Stock de atrasos domésticos, e.o.p. (techo)	452	211	569	22	22	0	

¹ Según se han definido en el Memorando Técnico de Entendimiento de la Carta de Intención Suplementaria de Marzo 2003.

² Para el 2002 refleja stock de fin de período; para 2003 refleja stock trimestral promedio;

³ Investigación de MULTIPICA.

Fuente: Carta de Intención Suplementaria de Marzo 2003.

Cuadro 2

"La bola" o cómo se explican los atrasos domésticos (millones de dólares)

TOTAL	569
Municipios	42
Consejos Provinciales	52
Trabajadores de la salud	29
Maestros y educadores	280
Fuerzas Armadas	129
Policía Nacional	37

Fuente: Medios de comunicación.

\$ 211 millones y al cierre del primer semestre en \$ 22 millones se rompió con exceso. Mientras el ministro de Economía, **Mauricio Pozo**, ha señalado en declaraciones públicas que los atrasos llegarían a \$ 350 millones, las demandas por la prensa de los agentes económicos que se sienten perjudicados suman alrededor de \$ 569 millones (*Cuadro 2*). Este es un ejemplo claro de que las metas y plazos planteados en el acuerdo con el FMI fueron demasiado ambiciosos en la reducción de atrasos internos ("la bola"). ¿Cómo se podía esperar que habiendo recibido una "bola" por \$ 750 millones, de los cuales el ministro se comprometió a reconocer \$ 450 millones, estos se hubiesen terminado de pagar tan pronto como en el primer semestre? La salida a esta situación ha sido la de flexibilizar oficialmente hasta septiembre la reducción de "la bola" a un nivel de \$ 80 millones, algo que Pozo negoció con la misión del FMI en Ecuador y Washington. Sin embargo, el

peso de esas obligaciones es tan grande que, en ausencia del suficiente financiamiento interno, no se puede descartar el hecho de que 2003 pudiese terminar con atrasos, aunque no sea esa la intención (*Cuadro 3, pág. sig.*).

Ingresos petroleros y tributarios a la baja

Un problema crítico que se cierne sobre el Presupuesto es la caída de los ingresos petroleros y tributarios en 2003, lo cual muestra tres cosas: por un lado, la sobreestimación de ingresos por venta de derivados frente a una caída en la demanda; por otro, las deficiencias de producción de Petroecuador y la menor inversión de las empresas privadas; y por último, que las recaudaciones tributarias están llegando a un límite, dado el crecimiento económico desacelerado y la mejoría en los mecanismos de recaudación.

Cuadro 3

Los plazos de ejecución se flexibilizaron

Actividades del programa económico	Plazo inicial	Plazo final
Subir el precio del gas con focalización del subsidio	1er Semestre	Febrero 2004
Remitir al Congreso la Ley de Unificación Salarial del sector público y Reforma del Servicio Civil y de la Ley de Servicio Civil y Carrera Administrativa	Hasta Abril 30	Final de Junio
Remitir al Congreso la reforma tributaria incluyendo la eliminación gradual de ingresos preasignados	Agosto 31	Final de Junio
Venta del Banco del Pacífico	Julio 31	Diciembre 31
Venta de la cartera de los bancos cerrados	Mayo 31	Junio 30

Fuente: Acuerdo con el FMI y declaraciones públicas de autoridades.

Cuadro 4

Metas fiscales estrictas

FMI	Presupuesto SPNF 2003	Cálculo para un trimestre 1/	Metas Tera revisión
		1.801	
Ingresos Totales	7.204		
Ingresos Petroleros	1.666	416	440
Exportaciones	879	220	68%
Venta interna de derivados	787	197	32%
Ingresos no petroleros	5.294	1.324	
Ingresos tributarios	3.388	847	
Contribuciones a la Seguridad Social	897	224	
Otros	1.009	252	
Superávit Operativo de las empr. públicas	244	61	
Gastos Totales	6.695	1.674	
Gasto Corriente	5.264	1.316	
Gastos de intereses	877	219	
Sueldos y salarios	2.251	563	
Compra de bienes y servicios	944	236	
Beneficios de la Seguridad Social	636	159	
Gasto social FEIREP	4	1	
Otros	552	138	
Gastos de Capital	1.431	358	
Formación bruta de capital fijo	1.440	360	
Otros gastos de capital	-9	-2	
Resultado Global (sobre la línea)	509	127	186
Memorandum item (bajo la línea)			
Gasto total sin intereses (g.primario)	5.818	1.454	1.251
Balance Primario	1.386	347	
En porcentaje del PIB	5,2	1	

Fuente: Banco Central del Ecuador, Ministerio de Economía y FMI.

El Presupuesto de 2003 se había proyectado con una producción de crudo de 152,1 millones de barriles por año, a ser producidos en 79,4 millones por Petroecuador y 72,6 millones de barriles por las compañías privadas, lo cual da una tasa diaria de producción de 416.600 barriles por día para cumplir con las expectativas de producción. Sin embargo, los reportes de Petroecuador dan cuenta de que de

enero a marzo de este año la producción fue de 376.000 barriles en promedio por día, 9,7% menor que lo esperado, lo que se explica por una caída de 4% en la producción de Petroproducción y una reducción de 16% en la producción de las empresas privadas con respecto a lo presupuestado.

En cambio, el precio proyectado de \$ 18 por barril fue superado por un precio promedio real de \$ 29,43 en el

primer trimestre, lo que sirvió para acumular recursos por \$ 90,5 millones en la cuenta del fondo de estabilización petrolera por liquidar. Esto significa que el exceso sobre el precio se fue al FEP y no puede ser utilizado directamente en el Presupuesto; mientras tanto, la caída en el volumen de producción afectó directamente los ingresos presupuestarios esperados por exportaciones, pero está encubierta por el aumento de los precios.

Los ingresos petroleros por exportaciones y venta de derivados en el Presupuesto de 2003 para todo el sector público no financiero (SPNF) eran de \$ 1.666 millones, con un equivalente trimestral de \$ 416 millones (Cuadro 4). Sin embargo, se pudo conocer que los ingresos presupuestarios por petróleo fueron de alrededor de \$ 440 millones, con mayores recaudaciones por el precio del petróleo y con menores recaudaciones por venta de derivados, rubro cuya sobreestimación inicial (de lo que habló GESTIÓN en el N° 105, marzo 2003, pág. 17) está quedando en evidencia.

Por el lado de los ingresos tributarios, las recaudaciones en términos anuales están afectadas por la desaceleración económica que obligó al Gobierno a reducir las expectativas de crecimiento de 3,5%-4% a 3%, lo cual



Recuadro 1

en el primer cuatrimestre afectó el IVA, causó una desaceleración de las importaciones con una reducción de los ingresos arancelarios, e incluso ocasionaría una reducción de los ingresos por impuesto a la renta. Muestra de las menores recaudaciones fue la menguada liquidez fiscal que se experimentó en los meses de marzo y abril, que tradicionalmente han sido meses líquidos por la recolección de impuestos.

Financiamiento interno forzado presiona al IESS

Los desembolsos por créditos internos y emisiones previstos en el Presupuesto del Estado para 2003 suman \$ 936 millones, de los cuales \$ 21 millones corresponden a créditos directos del Banco del Estado y \$ 915 millones a nuevas emisiones. De estos, según lo previsto en el Presupuesto, \$27 millones se destinarían a la ejecución de proyectos; \$ 315 millones al pago de amortizaciones de la deuda pública; \$ 230 millones a la disminución de deuda pendiente de pago y los restantes \$ 343 millones a otros requerimientos de gasto.

Aunque la proforma no lo dice explícitamente, al menos \$ 400 millones estaban destinados a ser absorbidos por el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social, razón por la cual las metas



Mercados emergentes con imán para el capital financiero

Un renovado interés por invertir en los mercados emergentes se ha generado tras la inseguridad e inestabilidad geopolítica que causó la guerra contra Irak, el debilitamiento de la economía en la zona euro, en Japón y otros países industrializados, y hasta la neumonía atípica en Asia.

Se ha observado en los mercados financieros que en los meses de abril y mayo los inversionistas se desprendieron de acciones de empresas y de inversiones financieras en países industrializados que tienen rendimiento bajo, para refugiarse en los mercados latinoamericanos, en especial de Brasil, por la aceptación de las políticas del nuevo presidente y por la conducción económica. Esta mereció una mención especial del Grupo de los Siete y a su vez se reflejó en una demanda tan grande de los bonos emitidos en abril que fue necesario ampliarla.

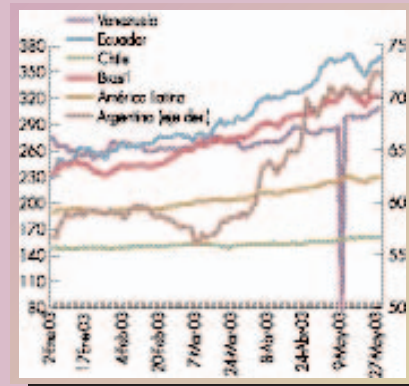
El rumbo que ha tomado cierto segmento de capital financiero ha presionado al alza los precios de la mayoría de los bonos latinoamericanos (Gráfico 1).

En 2003, los flujos de capital hacia los mercados emergentes entre enero y marzo fueron de \$ 900 millones, 60% de los cuales captó América Latina, según los datos del Dresdner Bank Lateinamerika, región para la que esperan un crecimiento de 1,5% en 2003 y de 3,5% en 2004, a la vez que se verán beneficiados por la reducción en los intereses por pagar que deviene de un menor riesgo país, medido por el EMBI plus. El EMBI de América Latina ha tenido un muy buen desempeño con respecto a otros mercados emergentes, como se observa con los ejemplos de Brasil, Ecuador, Perú, Colombia, Venezuela, Argentina y el estable Chile (Gráfico 2).

La recuperación de los mercados emergentes fue vigorosa en este año y su desempeño superó el de las acciones e inversiones de renta fija, con un retorno de 9,4% hasta finales de abril. La recuperación iniciada a fines de 2002 cobró fuerza. Más de \$ 581 millones fueron destinados a los fondos de títulos de mercados emergentes este año, según informó a fines de abril la firma americana independiente de análisis de datos de flujos de fondos y holdings, AMG Data. El cambio se inició hace seis meses, cuando una contundente recuperación de los mercados de acciones impulsó el interés de los inversores por el riesgo.

Precios de bonos latinoamericanos al alza

Gráfico 1



Fuente: Bloomberg y Mercado de Capitales del Banco del Pichincha.

... y el spread a la baja, medidos por el EMBI

Gráfico 2

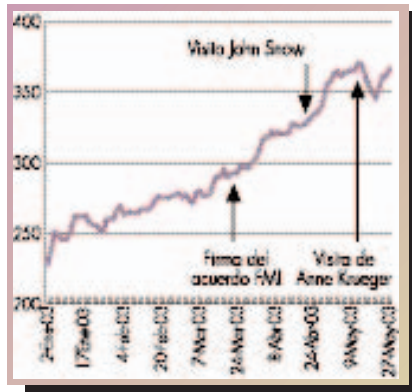


Fuente: Bloomberg y Mercado de Capitales del Banco del Pichincha.

Para evitar las secuelas de la moratoria de deuda de Ecuador, Uruguay canjeó \$5.235 millones antes de caer en mora, por un monto igual pero extendiendo cinco años el vencimiento de sus bonos.

Precio de deuda soberana de Ecuador subió

Gráfico 3



Fuente: Bloomberg y Mercado de Capitales del Banco del Pichincha.

... y el spread cayó significativamente

Gráfico 4



Fuente: Bloomberg y Mercado de Capitales del Banco del Pichincha.

Recuadro 2

Uruguay: canje antes de caer en moratoria

Tras las secuelas de la experiencia ecuatoriana de caer en moratoria en 1999 con los acreedores de los bonos Brady y luego negociar el canje por bonos Global en 2000, Uruguay buscó un camino más aceptable para su hoja de vida como pagador y decidió iniciar un proceso de canje de deuda antes que caer en una situación de moratoria, riesgo que lo afectaba tras el coletazo del “efecto tango”. ¿Sabe qué banco renegoció los bonos uruguayos? Nada menos que el Salomon Smith Barney, con la experiencia previa ganada en Ecuador.

El 90% de los acreedores de los bonos uruguayos se adhirió al canje de \$ 5.235 millones de su deuda pública, que extiende cinco años el vencimiento de sus bonos y que fue lanzado incluyendo la cláusula de acción colectiva (C.A.C.), mediante la cual, si en el futuro se requiere hacer un canje de las condiciones financieras de la deuda, se lo puede hacer con un porcentaje de un 75% de las voluntades, en lugar de un 90%, como ocurre cuando no se tiene las C.A.C..

fiscales del Acuerdo con el FMI se toman no solamente sobre los resultados del Gobierno central –que es deficitario-, sino que incluyen las del IESS, institución que por manejar las contribuciones del seguro médico y jubilación de la ciudadanía afiliada, convierte en superavitarias las cuentas del SPNF.

Los atrasos domésticos que se limpiaban en el primer semestre según la programación económica del acuerdo con el FMI, tenían previsto hacerlo a través de la masiva colocación de bonos emitidos en el primer semestre, específicamente con una oferta de \$ 440 millones para ser vendida (casi exclusivamente) al IESS –dada la posición del mercado financiero privado- algo que este instituto nunca concertó previa la firma del Acuerdo. Por esta razón, y porque en 2002 ya absorbieron bonos por más de \$ 300 millones, se entiende que las autoridades de inversión del IESS se hayan negado a absorber directamente del Estado los nuevos bonos emitidos. Esta es una razón poderosa por la cual los atrasos domésticos se acumularon por encima de toda la programación económica y rompieron las metas establecidas con el FMI. De los \$ 440 millones que debieron colocarse en el primer semestre, apenas se han colocado algo como \$ 150 millones, en mínima parte

a instituciones privadas y al sector público.

El IESS compra papeles del Estado en el mercado secundario y evita hacerlo directamente para evitar riesgos mayores.

¿Tendrá el IESS que forrarse de papeles del Estado para el cumplimiento del Acuerdo con el FMI? Su misión institucional no es esa, sino brindar a la ciudadanía seguridad social; pero las presiones serán implacables.

Bajó el riesgo país de Ecuador

Ecuador vive una oportunidad histórica en cuanto al respaldo político de los EEUU para el programa económico y el equipo que lo lidera, y en definitiva para el gobierno del presidente Lucio Gutiérrez. Aunque los avances en el programa fueron múltiples en los primeros cinco meses del año, no todas las metas se cumplieron y hay riesgo para la reforma estructural, que se plasmaría en las reformas tributaria, laboral y de la unificación salarial, toda vez que la reforma aduanera se completó tibiamente.

Sin embargo, el Fondo Monetario se ha mostrado flexible en plazos y continúa dando respaldo ante los inversionistas internacionales al programa de Ecuador. Tan claro es el apoyo, que los papeles de Ecuador en los mercados emergentes constan con “recomendación de mercado”.