

Los bonos Globales: una ruleta rusa política

< POR EDUARDO URGILÉS >

El riesgo país y el precio de los bonos Globales tienen una directa relación con la percepción de riesgo de los mercados externos de que el Ecuador pueda cumplir o no con el servicio de su deuda externa y con la sostenibilidad de las cuentas fiscales. Por lo tanto, son un indicador de la imagen del Ecuador como deudor.

A los inversores externos, más que una reactivación económica, les interesa una situación financiera del Gobierno sostenible y balanceada que permita que este cumpla con sus obligaciones y no entre en moratoria (*default*).

El presidente **Lucio Gutiérrez** sorprendió a los mercados internacionales con su opción por la ortodoxia económica con el nombramiento de **Mauricio Pozo** como ministro de Economía y la firma de un acuerdo con el FMI. Los mercados evaluaron este paso con un descenso del riesgo país, y aunque con cierta volatilidad en 2003, el indicador de riesgo país llegó por debajo de los 700 puntos a comienzos de 2004, para luego volver a subir en mayo debido a incertidumbre política y económica. En los últimos meses ha habido una recuperación, gracias a los mayores precios del petróleo (*Gráfico 1*).

Los períodos de alta volatilidad del riesgo país se asocian a los intentos frustrados de apertura petrolera, de reformas legales en el sector de hidrocarburos y de la pretensión de algunos políticos de modificar el Fondo de Estabilización, Inversión Social y Reducción del Endeudamiento Público (Feirep), para llevarlo al gasto. También los episodios de inestabilidad política son detonantes de la volatilidad del riesgo país.

Ecuador cortejó a los mercados internacionales

Casi inmediatamente después de su posesión, la administración de Lucio Gutiérrez bajo el liderazgo del entonces ministro de Economía Mauricio Pozo tomó un conjunto de medidas conocido como “el pinchazo”, mediante el cual se buscó generar una imagen de ortodoxia fiscal y así acercarse al FMI. El Fondo respondió aceptando la firma de un acuerdo *Stand by* lo que le permitió al



país acceder a otros multilaterales de crédito (el Banco Mundial, el BID y la CAF anunciaron el comienzo de varios programas para ayudar al país), renegociar parte de su deuda con el Club de París y cambiar la opinión que tenían los mercados internacionales.

Es de notar que al mismo tiempo los mercados emergentes especulativos y riesgosos se volvieron más atractivos ya que la Reserva Federal de EEUU (Fed) empezó a bajar los tipos de interés hasta llegar a 1% a mediados de 2003, lo que aumentó el atractivo de deuda soberana, especialmente brasileña. To-

mando en cuenta que el presidente de Brasil, **Lula da Silva**, había sorprendido a los mercados al no lanzarse a la izquierda y a la heterodoxia económica, se dieron *rallies* de precios –aumentos rápidos de precios– de los bonos brasileños y los de otros países emergentes, como Ecuador. Los precios ecuatorianos empezaron a subir al ritmo de los bonos brasileños, mientras el riesgo empezó a caer (*Gráfico 2*).

Esto, sumado al aumento de los ingresos petroleros por el alza de los precios del crudo (a pesar de la caída en la producción de Petroecuador), la entrada en funcionamiento del Oleoducto de Crudos Pesados (OCP), la caída de la inflación a un dígito y el estricto manejo fiscal de Pozo, dieron a los mercados internacionales la idea de una recuperación del Ecuador. En este contexto, desde enero de 2003 hasta la primera semana de mayo de 2004, el país vio caer su nivel de riesgo en 42% (a 750 puntos).

Después de la tormenta viene la calma... y la tormenta otra vez

La tensa calma empezó a desaparecer. El 1 de mayo de 2003 se dio la primera protesta por parte de los maestros y el 6 de mayo el oleoducto Sote se rompió. El 9 de julio el Gobierno cedió ante los maestros y el 6 de agosto rompió su alianza con Pachakutik. La calma regresó por la alianza del Gobierno con el PSC y las visitas de **Anne Krueger** (segunda cabeza del FMI) y **John Snow** (Secretario del Tesoro de EEUU), lo cual garantizó el apoyo externo a Gutiérrez (*Gráfico 3*).

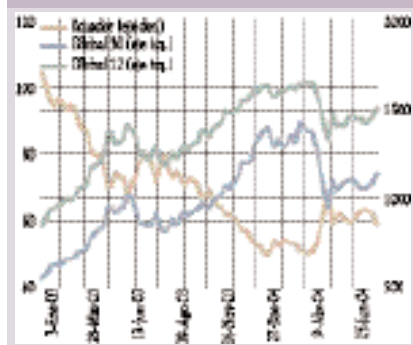
A pesar de los altibajos, los Global 12 cerraron en 2003 con una revaloriza-

Ilustración: E. Rivas

ción de 72,9% y los Global 30 con 92,4%, y el riesgo cayó 991 puntos (-55,4%), lo cual implicó una altísima rentabilidad para sus tenedores. El 27 de enero de 2004 el riesgo país llegó a su cifra más baja: 683 puntos (había caído 1.100 puntos en un año), lo cual se debía a las expectativas sobre inversión privada en los campos de Petroecuador.

EL RIESGO PAÍS CAYÓ HASTA ABRIL DE 2004

GRÁFICO 1



FUENTE: JPMORGAN.

EL RIESGO PAÍS ECUATORIANO SE MUEVE CON EL BRASILEÑO

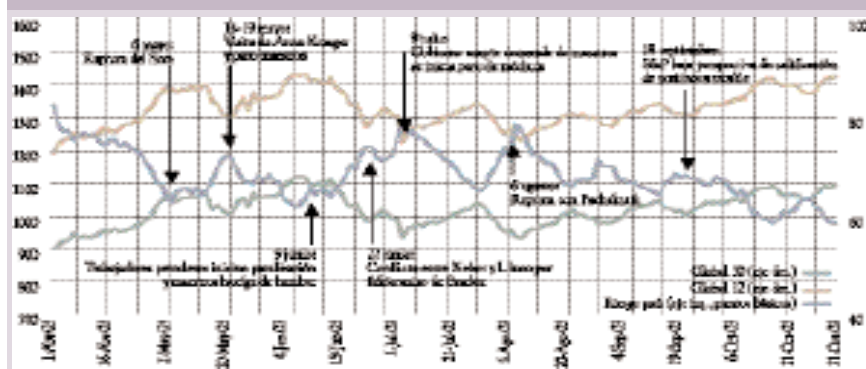
GRÁFICO 2



FUENTE: JPMORGAN.

PARALIZACIONES Y RUPTURA CON PACHAKUTIK AUMENTARON INCERTIDUMBRE

GRÁFICO 3



FUENTE: JPMORGAN.

JAN DEHN:

“Gutiérrez es débil y la economía estaría en riesgo si el precio del petróleo cayera”

Al inicio de la administración de Gutiérrez el mercado se sorprendió al ver que no era otro **Hugo Chávez**, opinó **Jan Dehn**, analista del Credit Suisse First Boston. “Pero hoy no está muy claro si el mercado no estaría más contento con otro Chávez, ya que Gutiérrez ha probado ser muy débil, y su fracaso en conseguir reformas significa que el país tiene un riesgo considerable si el precio del petróleo cayera, mientras que Chávez ha probado ser un presidente fuerte y con voluntad política para servir su deuda”, expresó.

Tres campos son los que más les interesan a los inversionistas, según Dehn: el petrolero, la situación financiera del Gobierno y la estabilidad política. En el primero, la producción y los precios son fundamentales, pero el riesgo también depende de las perspectivas de producción futura, que están atadas a la aprobación de la Ley de Hidrocarburos, la solución del



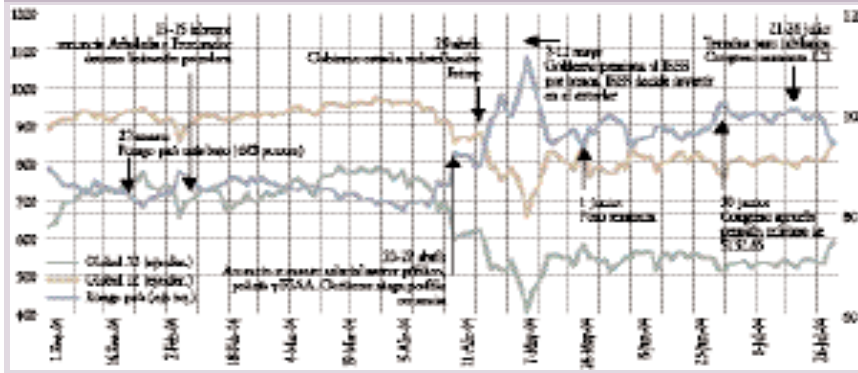
problema del IVA petrolero, además de los recientes problemas con la Occidental. Además, el Ecuador es conocido por su impredecible situación política. Dada la fuerte lealtad regional a partidos políticos, hay muchos incentivos para atacar al presidente, remarcó. También recordó que aunque el mercado está contento con la dolarización, aún tiene grandes dudas sobre su sostenibilidad. Los precios del petróleo han sido altos los últimos cuatro años, pero existe inseguridad respecto de la habilidad del Gobierno para sobrevivir a una caída en los precios.

Las perspectivas de riesgo en el corto plazo son estables, pero esto podría cambiar pronto. Las elecciones seccionales de octubre debilitarán al presidente y los incentivos a implementar políticas populistas y no realizar reformas aumentarán en los próximos dos años. Las expectativas mejorarán si se asegura el apoyo de multilaterales sin un acuerdo formal con el Fondo, pero Dehn cree que esto dependerá de que el Gobierno consiga pasar reformas estructurales y un sano Presupuesto en 2005.

A fines de abril se hizo el anuncio de aumentos salariales en las Fuerzas Armadas y en la Policía Nacional, seguidos de ofertas de alzas en el resto del sector público, lo cual empezó a disparar el riesgo. Para el 29 de abril corrió el rumor de que se estudiaba cambiar la distribución de Feirep para que se redujera el porcentaje de recompra de deuda de 70% a 40% de este fondo, lo cual llevó al riesgo a 980 puntos. Luego, las presiones del Gobierno al IESS para que compre deuda por \$ 400 millones coincidieron con un riesgo de 1.081

LOS JUBILADOS FUERON PROTAGONISTAS ESTE AÑO

GRÁFICO 4



FUENTE: JPMORGAN.

LUIS OGANES:

“No es óptimo el uso que se da al Feirep, pero al menos hay dinero”

Para Luis Oganés, analista de JP Morgan, la caída del riesgo país en 2003 se dio por el nombramiento de Mauricio Pozo como ministro de Economía y por el acuerdo con el FMI, lo que sorprendió al mercado. A comienzos de 2004, en el mejor momento del riesgo país, lo que más contribuyó fue la expectativa de un nuevo acuerdo con el Fondo, la esperanza de que salgan las concesiones petroleras y la posibilidad de recompra de deuda externa.

Desde entonces todo salió mal, recordó Oganés. Las concesiones fueron canceladas, hubo mucha presión sobre el presidente —cuando salió Pozo hubo rumores de una posible renuncia del primer mandatario—, y el acuerdo con el Fondo se vio distante. Por esto se elevó el riesgo por encima de 1.000 puntos en mayo. No obstante, ha habido una mejora por los precios del petróleo, porque aunque no se sabe si pa-



sará la Ley de Hidrocarburos ni si habrá acuerdo con el FMI, el Feirep está recibiendo los recursos suficientes para cerrar la brecha fiscal de 2004.

También reveló que “se requiere que el riesgo caiga a menos de 800 puntos para emitir a menos de 12% (que es el rendimiento de los Globales), pero aunque no estamos demasiado lejos de eso aún necesitamos mejores noticias desde Ecuador” expresó, y añadió que si las cosas se calman políticamente y se manda la Ley de Hidrocarburos al Congreso, el país podría emitir nueva deuda.

Para Oganés, en el caso ecuatoriano es difícil separar lo político de lo económico porque la política descarrila iniciativas económicas. Por otro lado, en 2003 los Globales tuvieron su mejor desempeño con un retorno de 80% y de 6% en 2004 (el del mercado en general es de 3,8%), a pesar de la volatilidad política. “Como en Venezuela, si hay el flujo de caja fiscal que garantiza el petróleo, a pesar de todos los problemas políticos, la percepción de riesgo está por lo menos protegida”, concluyó.

puntos, su nivel más alto en 2004.

Pero las aguas se calmaron y el riesgo bajó, aunque sucesos como la renuncia de Pozo (su reemplazo por Mauricio Yépez tranquilizó a los mercados) y el conflicto entre Ejecutivo, Legislativo y jubilados por el aumento de pensiones en julio protagonizaron un período de relativa volatilidad que ya ha disminuido (Gráfico 4).

Aunque no se sabe qué pasará con la reforma a la Ley de Hidrocarburos y la apertura de los campos de Petroecuador, lo que mantiene la confianza en

SANTIAGO BAYAS:


“Los Globales también se mueven por factores externos”

En el precio de los bonos Globales no solo han influido factores internos sino también externos, como las bajas tasas de interés en EEUU, lo que favoreció a los mercados emergentes, analizó Santiago Bayas, vicepresidente de Tesorería del Banco del Pichincha. El acuerdo con el Fondo y el alto precio del petróleo han ayudado a reducir el riesgo país, añadió. En lo referente a la situación política, momentos en los que se habló de la remoción del presidente y cambios en el equipo económico, incidieron negativamente, puntualizó.

Por otro lado, Bayas considera que la volatilidad viene de los mercados externos porque los precios de deuda ecuatoriana se mueven mucho con los de la brasileña, pues Brasil tiene una gran influencia en el mercado por el tamaño de su economía.

Para Bayas, el nombramiento de Pozo dio señales de que la política económica sería ortodoxa y su reemplazo por Yépez generó la idea de una continuidad. Por otro lado, afirmó que los bonos fueron muy rentables en 2003 porque tuvieron una apreciación de entre 80% y 90%.

En 2005, preocupa el cambio del precio del barril de \$ 18 a \$ 22 en el

Ecuador de acuerdo con analistas internacionales (*ver Recuadros*) es el constante ingreso de recursos por el precio del petróleo, lo que garantiza el servicio de la deuda este año. Ahora, el panorama dependerá solamente de qué haga Ecuador por ganarse otra vez el aval del Fondo. Más que cualquier otra razón, los inversionistas seguirán teniendo deuda ecuatoriana mientras el precio del petróleo siga alto. Si este precio cayera, el país pasaría por una “prueba de fuego” que los mercados creen que muy difícilmente superaría. 



Presupuesto pues indica una mayor inclinación hacia el gasto, pero considera que hay que esperar a ver qué sucede con problemas como los de la petrolera Occidental, el arbitraje del IVA petrolero, la caída en la producción de Petroecuador y el problema de subsidios cruzados en el sector eléctrico.

Bayas recordó que lo que más influye en el precio de los bonos Globales es la situación fiscal, el temor a un eventual *default* de la deuda y reformas estructurales en los sectores petrolero, eléctrico y seguridad social. Por el lado del Feirep, recaló el problema que implica su mal uso ya que aunque se recompra deuda al IESS, este volverá a prestarle al Estado y la deuda no se reduce. Afirmó que se está perdiendo el objetivo original del Feirep, ya que si los precios del petróleo bajaran sería difícil tener financiamiento.

HÁBITAT PARA LA HUMANIDAD: CONSTRUYENDO VIVIENDAS DIGNAS EN ECUADOR



En 1976, Millard y Linda Fuller fundaron Hábitat para la Humanidad con el objetivo de que cada persona en el mundo pueda vivir en un sitio decente al que llame su hogar. Actualmente, Hábitat para la Humanidad (HH) cuenta con oficinas en más de 89 países y ha construido más de 150.000 casas.

Hábitat Ecuador es parte de Hábitat para la Humanidad América Latina y El Caribe y ya lleva construidas más de 200 viviendas desde 1998, en diversos lugares del territorio nacional.

HH opera bajo el concepto de afiliados. Para que una ciudad pueda llegar a ser un afiliado es necesario que un grupo de ciudadanos se comprometan a participar activamente en este proceso. En el país hay seis afiliados: Guayaquil, Santo Domingo de los Colorados, Lago Agrio, Esmeraldas, Tosagua y Catamayo, y próximamente se abrirá uno en Quito.

Los requisitos para que una persona pueda acceder a una casa son: tener un terreno propio, disponer del tiempo necesario para la construcción, así como cubrir los costos que no se pudieran obtener por medio de donaciones. Hábitat ofrece a las familias préstamos a largo plazo y sin intereses para la construcción de sus casas, con asistencia técnica y ayuda de sus vecinos y voluntarios locales y extranjeros. Esto es posible gracias a

las donaciones que recibe, tanto en efectivo como en especie, para reducir los costos de las casas.

Adicionalmente, las personas que quieran participar en estos proyectos pueden ser voluntarios a través del programa *Global Village*, mediante el cual tendrán la oportunidad de conocer nuevas culturas, costumbres, idiomas y lugares, trabajando en la construcción de las casas en diferentes países del mundo.

Hábitat es un ministerio cristiano pero no excluye a persona necesitada alguna o voluntarios por cuestiones de religión o raza.

Un programa especial de Hábitat en Ecuador es “Mujeres Construyendo Esperanza” y su acción está dirigida hacia las mujeres jefas de hogar que no pueden obtener un crédito en la banca formal para construir sus viviendas y cuyas familias viven en condiciones indignas.

La meta final de HH es eliminar las viviendas infrahumanas de la faz de la tierra a través de la construcción de casas simples y adecuadas.

La organización celebrará su casa 50.000 en América Latina luego de 25 años de labor. Para más información, visite las direcciones electrónicas:

www.habitat.org ó www.habitatlatino.org
(María Sol Yépez) 