

Deuda interna y tensiones fiscales

< POR JAIME CARRERA >

El consistente crecimiento de la deuda interna desde 2002, con la explosiva evolución de los Certificados de Tesorería (Cetes) con plazos menores a un año, es factor que debe observarse con preocupación en la gestión y sostenibilidad de las finanzas públicas. La sustitución de deuda externa de largo plazo por endeudamiento interno de corto plazo, además de reflejar desconfianza en la solidez fiscal de mediano y largo plazos, es causa de permanente iliquidez de la Caja Fiscal, que obliga al atraso en el pago de las obligaciones presupuestarias y recortes en el gasto social y la obra pública.

Superar los riesgos de renovación de bonos y Cetes, y lograr nuevas colocaciones de deuda a plazos más largos, es tarea inaplazable de los responsables de administrar las finanzas públicas. Esto sólo será posible con la articulación de un programa fiscal creíble, sólidamente sustentado, que armonice una mínima pero sostenible asignación de recursos para programas sociales que deben protegerse, y el cumplimiento de las obligaciones de deuda pública, todo en un marco de responsabilidad fiscal.

Preocupante expansión

Entre 1997 y abril de 2005 la deuda interna más que se duplica: asciende de \$ 1.658 a \$ 3.875 millones (Cuadro 2), 7% y 12% del PIB, respectivamente. En los años previos a la crisis de 1999 se expandió de modo importante. Se mantuvo constante en los tres primeros años de implantación de la dolarización. En los años 2000, 2001 y 2003, la suscripción de acuerdos con el FMI hizo posible un importante flujo de recursos de

Ilustración: Kiko Rodríguez.



FINANCIAMIENTO PRESUPUESTO 2005*

(\$ MILLONES)

CUADRO 1

	En Abr	May-Dic	Anual
Financiamiento Requerido	899	1.548	2.766
Déficit Global			319
Amortizaciones	899	1.548	2.447
Internas	596	903	1.499
Bonos	131	226	357
CETES	465	677	1.142
Sector Público	339	502	841
IESS	65	291	356
Otros	274	211	485
Sector Privado	126	175	301
Externas	303	645	948
Financiam. Identificado	1.076	1.588	2.766
Desembolsos	1.076	1.588	2.664
Internos	977	1.096	2.073
Bonos	114	204	318
CETES	863	892	1.755
Sector Público	619	807	1.426
IESS	278	607	885
Otros	341	200	541
Sector Privado	244	85	329
Externos	99	492	591
Atados a proyectos	64	177	241
Multilaterales	35	315	350
Variación de depósitos			102

* CIFRAS PROVISIONALES. SE USARÍAN \$ 264 MILLONES DEL FEIPEP PARA RECOMPRAS.

FUENTE: BANCO CENTRAL. MINISTERIO DE ECONOMÍA.

los organismos multilaterales (Cuadro 6), que facilitaron el pago de las amortizaciones. A partir de 2003 la deuda interna vuelve a crecer, como medio para cubrir las necesidades de financiamiento de presupuesto público.

La deuda interna representa 26% del total de la deuda pública. Los bonos por \$ 2.958 millones, con exclusión de \$ 1.241 millones de bonos AGD por los que no se pagan amortizaciones, tienen un plazo promedio de cuatro años. El stock a abril se completa con \$ 813 millones de Cetes (Cuadro 2), los cuales se extinguieron con la implementación de la dolarización en los años 2000-2001. La disminución de deuda externa por \$ 726 millones, entre diciembre de 2003 y abril de 2005 (Cuadro 5), se consigue mediante el aumento de deuda interna, \$ 858 millones en el mismo período. Deuda externa de largo plazo y menor costo se ha sustituido por deuda interna de corto plazo, principalmente Cetes.

Cetes, tensión fiscal de corto plazo

El pago de amortizaciones de deuda interna crece de modo sostenido desde 2001 (Cuadro 7). En 2004, su exponencial crecimiento refleja las constantes operaciones de *roll over* (renovaciones de corto plazo), y las tensiones que aquellas ejercen sobre la ejecución del presupuesto y liquidez del Tesoro Público.

EVOLUCIÓN DEUDA INTERNA 1997-2005 (\$ MILLONES)

CUADRO 2

Año	Bonos	Cetes	Otros	Total
1997	1.485	17	156	1.658
1998	2.240	66	129	2.435
1999	2.893	68	54	3.015
2000	2.759	19	55	2.833
2001	2.732	0	69	2.801
2002	2.547	122	102	2.771
2003	2.612	302	103	3.017
2004	2.983	415	91	3.489
A abril 2005	2.958	813	104	3.875

* Saldos al 31 de diciembre.

FUENTE: BANCO CENTRAL. MINISTERIO DE ECONOMÍA.

INVERSIONES DEL IESS EN BONOS Y CETES (\$ MILLONES)

CUADRO 3

Año	Bonos	Cetes	Reporto	Total
A Dic 2002	383	76	9	468
A Dic 2003	674	178	3	855
A Dic 2004	1.110	135	0	1.245
Al 23 Mayo 2005	1.052	350	0	1.402

FUENTE: IESS.

VENCIMIENTOS DE CETES COLOCADOS ENTRE ENERO 2005*

(VALOR NOMINAL, \$ MILLONES)

CUADRO 4

Mes	Colocación	Vencimiento
Enero	328	
Febrero	170	23
Marzo	198	37
Abril	192	188
Mayo	52	71
Junio		90
Julio		82
Agosto		16
Septiembre		11
Octubre		210
Noviembre		70
Diciembre		36
Enero 2006		103
Febrero 2006		3
Total	940	940

* CIFRAS PROVISIONALES.

FUENTE: MINISTERIO DE ECONOMÍA.

EVOLUCIÓN DEUDA EXTERNA PÚBLICA*

CUADRO 5

Año	\$ Millones
2000	11.335
2001	11.373
2002	11.388
2003	11.493
2004	11.061
A abril 2005	10.767

* Saldos al 31 de diciembre.

FUENTE: BANCO CENTRAL. MINISTERIO DE ECONOMÍA.

En 2005, como parte de las necesidades de financiamiento del presupuesto, 61% de las amortizaciones totales, \$ 1.499 millones corresponden a la deuda interna (Cuadro 1). A su vez, Cetes por \$ 1.142 millones representan 76% del total de pagos de capital de la deuda interna.

En el período enero-mayo de 2005 se colocaron \$ 940 millones en Cetes, con diversos vencimientos mensuales hasta febrero de 2006 (Cuadro 4), de los cuales \$ 419 millones deben cancelarse entre octubre de 2005 y enero de 2006. Estos papeles del Estado se encuentran en poder de algunos inversores privados, Iess, Banco de Fomento, Issfa, Municipios, Secap, Universidades, Isspol, Emap-Q, Ecapag, Comisión de Tránsito del Guayas, CAE y otras entidades públicas. La renovación de estas inversiones presenta un riesgo permanente de iliquidez de la caja fiscal.

Crecientes inversiones del IESS

El Iess es el principal tenedor de deuda interna. Entre 2002 y mayo de 2005 sus inversiones en bonos y Cetes aumentan en \$ 934 millones, de \$ 468 a \$ 1.402 millones (Cuadro 3). Estas inversiones son superiores al stock de Bonos Globales a 12 años, \$ 1.250 millones, que tienen una tasa de interés de 12%. Las inversiones del Iess en papeles del Estado tienen, en algunos casos, rendimientos de hasta 18%. Su plazo promedio de vencimiento es 1.030 días.

La inacción del país para superar la desconfianza que imposibilita al Estado colocar papeles de deuda en los mercados doméstico y externo, ha sido encu-

Encuentro Anual de la Energía y el Petróleo – ENAEP 2005
**MERCADO DEFINE DIFERENCIAL
 DEL PETRÓLEO**

“El precio del crudo ecuatoriano es el adecuado, y lo que debemos preguntarnos es por qué ha perdido su valor”. Eso es lo que planteó **Edward Morse**, consultor de Hess Energy Trading Company (HETCO), quien disertó sobre el tema de los diferenciales de los precios de petróleo y su impacto en el crudo ecuatoriano (Oriente y Napo) durante el Encuentro Anual de la Energía y el Petróleo, ENAEP 2005, organizado por la empresa Seminarium.

Para Morse, se debe a una situación coyuntural que vive el sector a nivel mundial, principalmente por la alta demanda mundial de crudos livianos con bajo contenido de azufre (dulce), por la facilidad que tienen estos para ser transformados en subproductos como la gasolina, el diesel, la nafta, etc. con procesos más simples y de menor costo que los crudos pesados con alto contenido de azufre. Sin embargo, la producción de crudos livianos a nivel mundial es cada vez menor, mientras aumenta el volumen de producción de los crudos pesados.

Esta situación es agravada, según Morse, por la falta de inversión en refinerías en todo el mundo, especialmente en procesos de desulfuración, que permitan tener un mejor rendimiento en la transformación de los crudos pesados en subproductos.

Entonces, “la oferta limitada de crudo liviano y una demanda creciente a niveles no experimentados desde los años 70”, es la razón por la cual se elevan los precios de los crudos livianos, pero también es la razón de que los precios de los crudos más pesados tengan un descuento por su calidad. Lo que es peor: el precio no puede ser revertido con una mejor comercialización dentro de la industria.

El descuento que se hace a los crudos pesados con relación a los crudos livianos depende del efecto que tengan sus características en el rendimiento del hidrocarburo en los procesos de refinación para obtener subproductos. Entonces, los precios de los distintos tipos de crudo se fijan en función de los precios de los crudos más demandados y de mejor calidad, como pueden ser el West Texas Intermediate (WTI) o el Brent, los cuales se han convertido en productos marcadores por tener una muy buena composición (son livianos y dulces) y, por tanto, altos niveles de rendimiento para la producción de derivados. La diferencia que existe entre el precio de un producto marcador y el resto de crudos es el diferencial de precios, siendo este el sistema de fijación de precios de crudos, como lo explica Morse.

Una buena parte del crudo ecuatoriano que se extrae y se exporta es pesado y agrio, no tan apetecido a nivel mundial, por lo que su precio será menor al de crudos más livianos y más dulces, lo cual explica la pérdida de valor en el mercado internacional, al igual que el resto de crudos pesados. Para Morse “nadie tiene la culpa del hecho de que el crudo ecuatoriano haya perdido valor. Simplemente es algo que ocurrió por la dinámica del mercado y lo único que se puede hacer es tratar de disminuir estas fluctuaciones a través de un sistema de los precios de futuros.”

se cubrieron con dólares provenientes del Iess y otros tenedores internos, debilitando la capacidad de ahorro nacional.

Conclusión

Es imperativo mantener en el mediano y largo plazos un equilibrio sostenible entre ingresos y gastos del presupuesto, y generar las condiciones para crecer a tasas elevadas en los sectores petrolero y no petrolero. Con equilibrio fiscal, la deuda no crece. Si el PIB aumenta, el peso del servicio y el *stock* de deuda disminuirán progresivamente en relación con el tamaño de la economía. Al propio tiempo, se generará la confianza necesaria para conseguir del sector privado doméstico y externo, financiamiento de largo plazo para pagar las amortizaciones. De este modo, se puede sustituir los Cetes de corto plazo por instrumentos de deuda con plazos más largos, y así aliviar presiones sobre la liquidez de la caja fiscal y pagar las amortizaciones externas con flujos equivalentes de desembolsos externos. También será posible sustituir la dependencia de



EL PRESUPUESTO ES EXPORTADOR NETO DE DÓLARES: SON MENORES LOS DESEMBOLSOS EXTERNOS QUE INGRESAN, QUE LOS PAGOS POR INTERESES Y AMORTIZACIONES DE LA DEUDA EXTERNA.



las inversiones del Iess en papeles del Estado e inducir que sus ahorros se canalicen a dinamizar el sector productivo nacional. Además, con un esquema de esta naturaleza disminuirá el riesgo-país, posibilitando operaciones de deuda que permitan reducir el pago de intereses de los bonos globales.

SERVICIO DE LA DEUDA EXTERNA Y DESEMBOLSOS EN EL PRESUPUESTO*

(\$ MILLONES)

CUADRO 6

Año	Inter.	Amort.	Total	Des.	Flujo negat.
	A	B	C=A+B	D	E=C-D
2000	588	485	1.073	698	-375
2001	704	562	1.266	605	-661
2002	574	561	1.135	440	-695
2003	585	546	1.131	780	-351
2004	606	815	1.421	289	-1.132

* SALDOS AL 31 DE DICIEMBRE.

FUENTE: BANCO CENTRAL Y MINISTERIO DE ECONOMÍA.

SERVICIO DE LA DEUDA INTERNA EN EL PRESUPUESTO*

(\$ MILLONES)

CUADRO 7

Año	Intereses	Amortizac.	Total
1997	185	726	911
1998	152	588	740
1999	255	778	1.033
2000	192	416	608
2001	135	427	562
2002	294	591	885
2003	261	559	820
2004	231	2.142	2.373
2005**	234	1.500	1.734

* SALDOS A DICIEMBRE. ** ESTIMACIÓN ANUAL.

FUENTE: MINISTERIO DE ECONOMÍA. BANCO CENTRAL.

bierta por el Iess. Mientras no se generen condiciones de sostenida credibilidad en la gestión económica y fiscal, que hagan del Estado un fiable receptor de inversiones y préstamos privados, el Iess continuará como un mercado cautivo para renovar vencimientos y efectuar nuevas colocaciones de papeles públicos.

Presupuesto: exportador de dólares

El presupuesto es exportador neto de dólares. Como se aprecia en el Cuadro 6, entre 2000-2004, son menores los desembolsos externos que ingresan al presupuesto, que los pagos por intereses y amortizaciones de la deuda externa. En 2004, año en que no fluyeron recursos de libre disponibilidad de los organismos multilaterales, el presupuesto envió al exterior \$ 1.132 millones por encima de lo que recibió en operaciones de deuda externa. Este flujo negativo es adverso para un sistema dolarizado. De modo contraproducente, estas necesidades de financiamiento