

# Los nuevos recursos de la caja fiscal no son para gasto corriente

Con el cambio de Ministro de Economía hay temor sobre el manejo de los recursos frescos que entraron a la caja fiscal: \$ 650 millones procedentes de la exitosa colocación de los Bonos Global 2015 (ver artículo de Ana Francisca Proaño, a continuación) y \$ 400 del préstamo del Fondo Latinoamericano de Reservas.

Magdalena Barreiro, en una entrevista exclusiva con GESTIÓN (ver siguiente artículo) concedida a María de la Paz Vela horas antes de su salida, advierte que si su uso se distorsiona en gasto corriente en lugar de emplearlos de forma responsable, las presiones por el pago del servicio de deuda aumentarían en vez de disminuir.

Este mismo temor se trasluce en los observadores externos de la economía ecuatoriana, aunque no creían posible que se destituya a una ministra que acababa de obtener un sonado éxito en el mercado internacional. Sus proyecciones, donde se descubre una gran coincidencia pero con énfasis distintos, merecen ser citadas por extenso (ver notas desde la p. 25 a la p. 27).

## BONOS GLOBAL 2015

### SALEN AL MERCADO

< POR ANA FRANCISCA PROAÑO >

Una operación exitosa es la que logró el gobierno, a través de su ministra de Economía, **Magdalena Barreiro**, al colocar una fuerte emisión de bonos en el mercado internacional. Esto, sin embargo, no fue mérito suficiente para el presidente **Palacio**, quien el 29 de diciembre le agradeció los servicios y nombró al Ec. **Diego Borja** como nuevo ministro.

Aunque originalmente el Decreto Ejecutivo N° 533, emitido por el presidente Palacio el 21 de septiembre de 2005, autorizaba la emisión por \$ 750 millones, finalmente la nueva emisión se la hizo por \$ 650 millones, pese a una demanda de \$ 1.490 millones. Estos nuevos papeles tienen un vencimiento en 10 años, es decir que el 15 de diciembre de 2015 el Estado deberá amortizar la totalidad del capital (\$ 650 millones), y hasta entonces devengarán un interés fijo de 9,375% anual, con pagos semestrales.



Ilustración: E. Rivas.

Tras cinco años de ausencia del Ecuador en los mercados de capitales internacionales, el país pudo colocar el pasado 7 de diciembre una importante emisión de \$ 650 millones de nuevos bonos. Con ello culmina un proceso que se venía gestando en los dos años anteriores y que tuvo impulso hace doce meses, al punto que la selección de los bancos internacionales para asesorar la emisión de los bonos quedó lista para su anuncio el 9 de marzo de 2005, paso que se vio frustrado por un tiempo por los problemas que enfrentó (y en parte creó) el entonces Presidente Lucio Gutiérrez. La emisión se hizo como parte de un proyecto de reingeniería de deuda, para mejorar los plazos y tasas de la deuda pública interna y externa a través de recompras y nuevas colocaciones de papeles.

Los bonos no se colocaron a la par sino con un descuento: se los vendió a 91,692% (Cuadro 1), a 125 diferentes inversionistas; 40% de la transacción se vendió a inversionistas europeos. A Venezuela se le asignaron \$ 25 millones, pese a que originalmente se decía que iba a comprar \$ 300 millones y no obstante que hizo la demanda por ese monto; con ello se quiso evitar que Venezuela disponga de un monto que influya en las condiciones del papel en el mercado, ya que los bonos que ese país adquirió de Argentina los vendió pronto en el mercado secundario, temiéndose que la misma suerte correrían los bonos de Ecuador.

Para la emisión se contó con la asesoría legal de la firma Cleary y la asistencia técnica de Deutsche Bank y JP Morgan, entidades que ganaron la licitación que convocaron dos diferentes gobiernos para el mismo fin.

NUEVOS BONOS ECUATORIANOS	
CUADRO 1	
Emisor	República del Ecuador
Monto	\$ 650 millones
Calificación de riesgo "Caal" para Moody's Rating Service	"CCC+" para Standard & Poor's
	"B-" Fitch Ratings
Vencimiento	10 años/ 15 de diciembre de 2015
Interés	9,375% anual
Precio	91,692% del precio nominal
Rentabilidad	10,75%
Fecha de cierre de la operación	12 de diciembre de 2005
Asistencia técnica de la emisión	JPMorgan / Deutsche
Uso de los recursos	En el proyecto de preservación de capital vía amortización de la deuda pública como parte del plan de reducción de la deuda

FUENTE: JP MORGAN Y MEF.

### Mejora la curva de rendimientos

Con la negociación de los bonos a 91,692% de su valor nominal, estos tendrán un rendimiento de 10,75%, lo que permite que la curva de rendimientos

de los distintos bonos ecuatorianos cambie su forma, generando un mejor punto de referencia para futuras emisiones. Antes de esta emisión, los bonos Global 12 tenían mayor rendimiento que los Global 30 (Gráfico 1), lo que ocasionaba que aquellos sean mucho más atractivos que estos. La situación dificultaba nuevas emisiones, ya que para que cualquier nuevo papel compitiera con los Global 12 debía tener o un mayor rendimiento o un menor plazo de vencimiento. La nueva emisión corrige la curva de rendimiento de los bonos Global ecuatorianos, "normalizándola". (Gráficos 2 y 3).

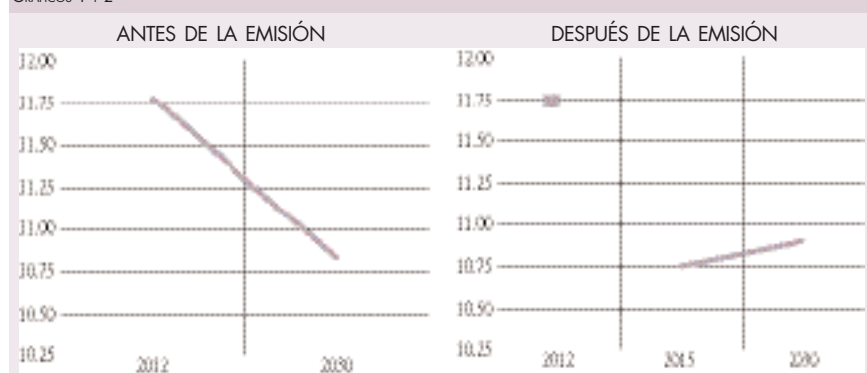
Esto permitirá que futuras emisiones puedan competir en mejores condiciones con los demás bonos existentes en el mercado y sea más fácil su colocación, lo cual brinda al Estado ecuatoriano la posibilidad de acceder a los mercados de capitales como nuevas formas de financiamiento, que si son bien manejadas permitirían al país mejorar el perfil de su deuda pública.

### Baja necesidad de financiamiento en \$ 125 millones por año

La liquidez disponible en los mercados internacionales favoreció la demanda del bono, a pesar de las condiciones de incertidumbre política del país. Para el MEF la emisión fue todo un éxito, no solo porque se colocó la totalidad de los bonos sino también por la diversificación de las fuentes de financiamiento, por el cambio de la curva de rendimiento de bonos ecuatorianos y

MEJORAMIENTO DE LA CURVA DE RENDIMIENTOS DE LOS BONOS ECUATORIANOS

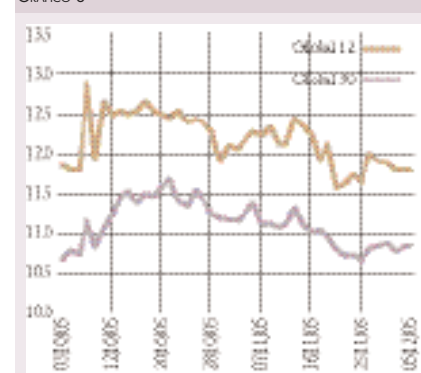
GRÁFICOS 1 Y 2



FUENTE: JP MORGAN.

RENDIMIENTO BONOS GLOBAL 2012 Y 2030

GRÁFICO 3



FUENTE: BLOOMBERG Y MERCADO DE CAPITAL DEL BCO. PICHINCHA.

porque habrá un ahorro en el pago a intereses que se debe hacer por los próximos siete años.

Si se utilizan los recursos para la recompra de bonos Global 2012, la operación puede traer ahorros a Ecuador del orden de \$ 11 millones por año y puede reducir las necesidades de financiamiento del país en \$ 125 millones por año hasta el 2011. La transacción produciría un resultado positivo en valor presente neto del orden de \$ 31 millones. La mayor ventaja es dotar de liquidez al país para eliminar temores sobre el financiamiento inmediato y para poner en marcha el proceso de recompra de deuda.

En general, en opinión de los analistas internacionales, los recursos que ha obtenido el Estado ecuatoriano servirán para el financiamiento público durante 2006 y para dotar de liquidez para la recompra de los 2012. Hay temores en agentes económicos internos y externos de que esta nueva liquidez pueda desviarse de su objetivo de recomprar

## AMÉRICA LATINA COLOCA MEJOR

Durante el año 2005, nueve países latinoamericanos realizaron 33 emisiones de nuevos bonos, similares a la que hizo Ecuador, colocando alrededor de \$ 22.000 millones en estos instrumentos.

Brasil fue el país de la región que mayor número de emisiones realizó el año pasado (10), sumando \$ 7.977 millones, que muy probablemente ayudaron a cubrir el pago que este país realizó a finales de 2005 para cancelar toda la deuda con el FMI, que alcanzaba cerca de \$ 15.000 millones. También Argentina anunció que pagará los \$ 9.800 millones que adeuda al FMI, transacción con la cual vería reducidas en gran medida sus reservas internacionales; muchos ven como peligroso este pago, ya que o se tendría que colocar nuevos bonos, cuyas condiciones no se

sabe si serán mejores que las de la deuda que se está pagando, o se generarían recursos aumentando la emisión monetaria, lo cual provocaría más inflación y por tanto una restricción en el consumo.

Colombia fue el segundo país con mayor número de emisiones (6), pero alcanzó solamente un monto de casi \$ 2.200 millones que, junto con el aumento de sus reservas internacionales, debido a los retiros de dólares que ha realizado el Banco de la República, para evitar que el peso se aprecie aceleradamente, han permitido adelantar algunos pagos de deuda pública. Venezuela, en cambio, con tan solo cuatro emisiones logró obtener recursos por \$ 5.900 millones, con lo cual sería el segundo mayor monto colocado en todo el año, después de Brasil.

### DEUDA EXTERNA: LOS BONOS GLOBAL 2012 SERÁN RECOMPRADOS PERÍODO: 01-01-2005/31-10-2005 (EN MILES DE \$)

CUADRO 2

Acreedor	Saldo (31/12/2004) (a)	Desembol. (b)	Amortiz. (c)	Inter. y comision. (d)	Ajustes cambiarior (e)	Saldo (31/10/2005) f=a+b-c+e	Saldo+ atrasos int. (31/10/2005)
Total	11.058.550	253.405	813.439	534.961	(163.341)	10.335.175	10.335.502
Préstamos Externos	11.024.668	253.405	780.148	534.803	(162.750)	10.335.175	10.335.502
Org. Internacionales	4.263.613	208.112	509.083	155.959	(71.653)	3.890.989	3.890.989
Banco Mundial	853.150	28.803	63.836	29.025	1	818.118	818.118
BID	1.993.703	30.020	124.928	66.224	(57.544)	1.841.251	1.841.251
CAF	1.139.353	149.289	173.881	54.807	1	1.114.762	1.114.762
FIDA	22.069	0	1.255	338	(1.387)	19.427	19.427
FMI	255.201	0	145.149	5.562	(12.724)	97.328	97.328
FLAR	137	0	34	3	0	103	103
Gobiernos	2.424.363	7.027	208.115	70.082	(91.095)	2.132.180	2.132.507
Convenios Originales	1.243.283	1.401	118.604	35.482	(51.635)	1.074.445	1.074.772
Club de Paris	1.181.080	5.626	89.511	34.600	(39.460)	1.057.735	1.057.735
Bancos y bonos	4.297.582	38.266	53.186	306.217	(1)	4.282.661	4.282.661
Convenios Originales	221.637	38.266	49.899	10.130	(1)	210.003	210.003
Bonos Brady	125.945	0	3.287	5.087	0	122.658	122.658
Bonos Globales	3.950.000	0	0	291.000	0	3.950.000	3.950.000
Bonos 2030	2.700.000	0	0	216.000	0	2.700.000	2.700.000
Bonos 2012	1.250.000	0	0	75.000	0	1.250.000	1.250.000
Crédito proveedores	39.110	0	9.764	2.545	(1)	29.345	29.345
Balanza de pagos	33.882	0	33.291	158	(591)	0	0
FMI	33.882	0	33.291	158	(591)	0	0
FLAR	0	0	0	0	0	0	0

FUENTE: BOLETÍN DE DEUDA EXTERNA DEL MEF.

### DEUDA INTERNA: CETES COLOCADOS EN 2005 REQUIEREN MAYOR PLAZO (EN MILLONES DE \$)

CUADRO 3

Mes de coloc.	Venc. promed.	Monto nominal	Valor efectivo	Rend. promed.
Total	168	2.202	2.147	4,51%
Sector público	87	1.267	1.255	3,62%
enero	92	103,38	102,08	4,21%
febrero	105	55,77	55,01	4,10%
marzo	80	103,01	102,14	3,61%
abril	106	82,58	81,61	3,75%
mayo	122	62,83	62,02	3,27%
junio	77	128,34	127,45	3,07%
julio	89	254,27	251,90	3,42%
agosto	78	111,09	110,16	3,37%
septiembre	97	133,82	132,39	3,87%
octubre	56	142,07	141,26	3,69%
noviembre	101	89,92	88,90	3,97%
Sector privado	281	935	892	5,77%
enero	243	224,62	215,02	6,02%
febrero	201	114	110,44	5,25%
marzo	239	95,464	91,95	5,63%
abril	257	109,32	104,73	5,66%
agosto	356	149,10	140,67	5,99%
septiembre	312	33,075	31,46	5,64%
octubre	334	155,42	147,32	5,82%
noviembre	357	53,597	50,70	5,66%

FUENTE: BOLETÍN DE DEUDA INTERNA DEL MEF.

deuda y por presiones políticas pase a ser utilizada en algún tipo de gasto, como, por ejemplo, solventar parte del déficit del Presupuesto del Estado, que según lo aprobó el Congreso superaría los \$ 800 millones. Al respecto, cuando aún era ministra, Magdalena Barreiro, en entrevista exclusiva con GESTIÓN, fue tajante en señalar que los recursos tienen un destino específico, pero nadie sabe qué pueda pasar con el nuevo ministro.

### Cómo se van a utilizar los recursos

En dicha entrevista exclusiva (ver más de ella en la pág.26), la doctora Barreiro señalaba que, por decreto, los \$ 650 millones de la emisión sólo pueden ser utilizados para amortizaciones hasta el año 2005: “hay sustento legal para el uso exclusivo de los recursos con ese propósito”. La intención es hacer recompras de deuda, no incrementar el endeudamiento, insistió. “Esas recompras servirán para una reingeniería de deuda con ambas fuentes de recursos, a fin de mejorar el perfil de dos tipos de deudas que nos agobian”, dijo.

La deuda interna tiene perfiles de vencimiento de muy corto plazo —hasta un año— y eso ejerce una presión muy fuerte en la caja fiscal. Se busca hacer recompras de estos papeles y realizar colocaciones a plazos de hasta tres años. Los vencimientos externos son de intereses caros (12% fijo), por lo cual se piensa retirar bonos 2012 para poder capitalizar los ahorros en flujo y tener menor presión en las necesidades de financiamiento, porque los 2012 tienen la obligación contractual de retirar \$ 125 millones por año; estos vencen en siete años mientras los nuevos globales vencen en diez años, en 2015. Si se retira la deuda Global 2012 se libera la presión de financiamiento (Cuadro 2).

### Cuándo y cómo se harán las recompras

Las recompras de deuda deberían hacerse lo antes posible, al menos ese era el plan de la ex ministra Barreiro. La

compra de los Global 2012 la iban a ofrecer a la par, porque el *call option* lo permite. Habría, en realidad, dos opciones: hacer el llamado del *call option* o hacer una oferta de compra inmediata. Los planes de Barreiro eran hacer una oferta de compra a principios de 2006. De no lograrse éxito en esa oferta de compra, no quedaba otra opción que hacer el llamado a través del *call*, pero en marzo. ¿Cómo están protegidos estos nuevos recursos? “Tanto por el decreto cuanto porque están en una cuenta aparte de la Cuenta Única del Tesoro, de tal manera que la ciudadanía y las entidades pueden darse cuenta si se han sacado o no los recursos de ahí y a dónde han ido”, explicó Barreiro a GESTIÓN.

Hay otros recursos: los que provienen del préstamo del Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR). Este dinero está en un fideicomiso en el Banco Central y, por ser de balanza de pagos, tiene como único objetivo retirar deuda externa. La idea que tenía el equipo ministerial cesado era retirar un total de \$ 600 millones de deuda externa, con los recursos tanto del crédito del FLAR como de la emisión.

La operación de reingeniería debe ser tomada por el nuevo equipo como un paquete, compuesto por el crédito del FLAR, que cobra 5,6%, y la nueva emisión de bonos Global 15 a 9,375%, para retirar Cetes (Certificados de Tesorería) -Cuadro 3- de corto plazo con intereses a 5,75% y bonos Global 2012 que tienen 12% de interés. En enero se pensaba hacer una emisión de más largo plazo en Cetes para canjear los de corto plazo. “El *stock* actual de Cetes es como de \$ 850 millones, de modo que aunque se retiren \$ 400 millones, aún queda la mitad”, dijo Barreiro y puntualizó que “se ha conversado con la Seguridad Social para emitir bonos a 3, 5 y 7 años a fin de poder hacer el canje de los bonos de un año por los de más largo plazo por un monto entre \$ 300 y \$ 400 millones”.

La ex ministra se mostró satisfecha por haber logrado la confianza de los inversionistas. Pero eso no fue suficiente para el presidente Palacio, quien pese a todo la sacó de su cargo.

## CÓMO VEN LA ECONOMÍA EN CASA Y AFUERA

< POR MARÍA DE LA PAZ VELA >

*Las opiniones de los bancos de inversión sobre Ecuador y su economía se vierten a diario. Solo que al cierre del año evalúan los temas de mayor relevancia, lo cual se recoge en este artículo. El manejo fiscal estará monitoreado en este año electoral para el rating de riesgo, ante las fuertes presiones políticas y la debilidad gubernamental. El talón de Aquiles siguen siendo el sector fiscal y las reformas postergadas que impiden al país ganar en competitividad. Hay preocupación en los mercados internacionales por el uso que se dé a los recursos de los bonos colocados y al crédito del FLAR. La ex ministra de Economía, en exclusiva con GESTIÓN, poco antes de ser cesada en su cargo, dio su enfoque para 2006 sobre varios temas.*

### “La austeridad fiscal requiere respaldo político”

**¿Por qué no se cumplieron las metas de inflación y crecimiento?**

Las metas son establecidas por el Banco Central del Ecuador, no por el Ministerio de Economía. Pero, cabe decir que hay un pequeño decrecimiento causado por la baja de la producción petrolera, con alguna incidencia también por los paros de Sucumbíos y Orellana, que va a influir en el crecimiento total.



MAGDALENA BARREIRO,  
EX MINISTRA DE ECONOMÍA Y FINANZAS.

Cuando la meta de inflación fue calculada, no se consideraba la devolución de los fondos de reserva, pero en cuanto se anunció esa decisión, un análisis del Banco Central ya decía que la inflación subiría a 3,5%. Otro factor es el hecho de que los altos precios del petróleo han alimentado la liquidez de la economía. Esperamos que para 2006 la devolución de fondos no tenga el mismo impacto y se revierta la tendencia, para lo cual el Banco Central podrá pensar en algún mecanismo para recoger parte de este exceso de dinero que está calentando la economía; y el Ministerio podrá tener una política de austeridad fiscal, compromiso que requiere respaldo político.

**Si se da un crecimiento de 3% no se crearán empleos, ¿es esto una falta de resultados en política económica?**

En 2005 sufrimos la política económica de 2004. A mediados de 2005, el ex ministro **Rafael Correa**, ante una situación de desempleo grave, vio que una política de austeridad fiscal no ayu-

daba. Entonces pensó en una forma de reactivar la economía, lo que llevó al cambio del Feirep al Cereps, para tratar de dirigir esos recursos a la inversión social y la reactivación productiva. No creo que eso dé resultados en los primeros meses del próximo año porque se ha demorado la asignación de esos recursos por todos los requisitos que había que cumplir, pero se espera que a fines del próximo año o a inicios de 2007 se pueda ver un poco de reactivación en el sector no petrolero debido a estas medidas.

**¿Qué podría hacer el ministerio para evitar presiones durante un año electoral y para ajustarse al manejo fiscal presupuestado?**

Si no está blindado en la parte política, el MEF muy difícilmente puede resistir. Si no está blindado, las fuerzas políticas le van a presionar para que haya

## LA EX MINISTRA SE REFIERE A VARIOS TEMAS EN CARPETA

**Emergencia agrícola:** Con el Ministerio de Agricultura, el 15 de diciembre se decretó la emergencia agrícola que manda \$ 25 millones para un urgente proyecto de riego que permita extraer agua de pozos en las zonas donde hay sequía. En enero se enviarían más recursos a través de la CFN y el BNF para compra de semillas.

**Sector petrolero:** Como parte del directorio de Petroecuador, el planteamiento fue apoyar proyectos para ser capitalizados con titularización en la bolsa de valores, con crédito multilateral o con aval del ministerio, con el fin de incrementar la producción.

**El caso Occidental:** “El caso OXY está regido exclusivamente por el Ministerio de Energía. El Ministro es el juez. En este caso no podemos tener una posición”.

mayor desembolso de gasto. Si no tienes el apoyo político para decir ‘resistamos estas huelgas, estos paros’, definitivamente la única forma de volver viable el país es hacer algún tipo de negociación. Esperamos que no haya las mismas presiones que en el 2005 por parte de la UNE y los médicos por lo menos para dos años, porque esos problemas han sido ya resueltos.

## LA VISIÓN DESDE AFUERA

JPMorgan

**“No habrá progreso en las reformas, pero el petróleo dinamizará el crecimiento”**

La persistencia de elevados precios del petróleo ha ayudado a anclar el régimen de dolarización ecuatoriano en los últimos dos años. Mayores exportaciones petroleras han compensado los resultados diversos de las exportaciones

**Precio mínimo por barril de petróleo para mantener el Presupuesto:** El impacto neto fiscal sería de unos \$ 20 millones por cada dólar que caiga por debajo de \$ 35 por barril. “Tenemos un fondo de ahorro del Fondo de Estabilización Petrolero (FEP) y del Fondo de Ahorro y Contingencia (FAC), en el cual tenemos cerca de \$ 400 millones; pero en 2006 estará cerca de \$ 500 millones. Eso quiere decir que sólo sería insostenible un precio de \$ 15 para la mezcla ecuatoriana, lo cual está fuera de cualquier proyección”.

**Ingresos tributarios:** Los ingresos tributarios han sido como de \$ 300 millones más en 2005 y se espera un resultado similar en 2006. “No creo que la Ley de Estímulos Tributarios tenga un gran impacto en 2006, es para atraer nuevas inversiones”.

**Déficit del Gobierno Central:** “Los datos de sostenibilidad para 2006 apuntan a mantenerlo en 1% del PIB

y el superávit primario en 2%. Para el Sector Público No Financiero el superávit es de 4%, el primario es más o menos 2%”.

**Financiamiento del Presupuesto en 2006:** En 2006 se requiere levantar deuda local por \$ 1.400 millones, menos que en 2005 en Cetes; con necesidades de emisiones nuevas de unos \$ 400 millones, de las cuales \$ 220 millones se aplican con recompras con el Cereps. Luego se contaría con unos \$ 800 millones de financiamiento de multilaterales, de los cuales \$ 340 millones serían de libre disponibilidad: \$ 140 de la CAF, \$ 100 del BM y \$ 100 del BID.

**Relaciones con multilaterales:** “Con el BID no se rompieron relaciones, pero con el Banco Mundial sí. Justamente con ellos se discute una cartera de \$ 574 millones para dos años, 2006 y 2007, pero esa cartera está más atrasada, por eso estamos pensando solamente en \$ 100 millones”.

no petroleras; los ingresos fiscales extraordinarios se han utilizado para suplir la falta de financiamiento externo y han ayudado al gobierno a pagar sus deudas; el reciclaje de petrodólares ha mantenido a flote la actividad económica en un tiempo en que la inestabilidad política podría haber afectado la confianza doméstica y arrastrado a la economía. La previsión de JP Morgan para el crudo WTI es que puede promediar \$ 56,25 el barril en 2006, lo que sugeriría que los precios del crudo pueden todavía dar soporte externo a Ecuador y a las cuentas fiscales el próximo año y deben ayudar a la economía a sostener lo que promete ser una accidentada carrera política hacia las elecciones presidenciales de octubre.

### Vulnerabilidad a una caída del precio del crudo

La dependencia del crudo resalta la vulnerabilidad de la economía de Ecuador a una eventual declinación de sus precios. El sector petrolero, que aporta con alrededor de 20% del PIB, no

está contribuyendo al crecimiento como lo hizo en años anteriores: 11,8% anual en 2003 y 33,2% en 2004, cuando el oleoducto OCP entró en operación; pero en el primer semestre de 2005 el PIB petrolero declinó 1,45% anual, debido a una inversión insuficiente de las compañías privadas y de la estatal Petroecuador. Esto significa que el crecimiento del PIB puede caer en 2005 bajo la tendencia del 3,2% anual del sector no petrolero. Tras el debilitamiento de la Ley de Responsabilidad Fiscal, que incluye una proporción más alta de los ingresos extraordinarios por petróleo como ingresos corrientes, el presupuesto se ha hecho más inflexible y dependiente del petróleo. Sin embargo, en 2006 la vulnerabilidad fiscal se superará porque los precios del crudo permanecerán elevados. Más que eso, Ecuador ha logrado un monto impresionante de financiamiento externo de multilaterales y de privados, que junto con los ingresos petroleros permitirán que las finanzas públicas permanezcan manejables.

### Reformas estructurales “en la hornilla de atrás”

Las perspectivas económicas y financieras para 2006 parecen razonables (*Cuadro 1*), pero se requieren reformas estructurales para elevar la competitividad y reducir la vulnerabilidad de la economía y de las cuentas fiscales a la volatilidad de los precios del petróleo. ¿Qué reformas? Impuestos, reducción de los subsidios de la energía y la electricidad, flexibilidad laboral, dar signos claros para la inversión en el sector petrolero. Pero el ciclo electoral en 2006 significa que las reformas permanecerán en la “hornilla de atrás”, mientras la presión política podría elevar los gastos.

### Instituto de Finanzas Internacionales

#### Deterioro fiscal por cambios legales y por presiones electorales

El Instituto de Finanzas Internacionales (IFI) en su informe sobre el país, presentado en octubre, señala que en la economía ecuatoriana dolarizada, la estabilidad macroeconómica y el crecimiento deben ser alcanzados a través de una política fiscal prudente y de un sector exportador competitivo. Pero, la administración de Palacio ha relajado la política fiscal elevando el gasto corriente mediante la preasignación de grandes cantidades de recursos destinándolos a gasto de capital.

Ecuador cambió la Ley de Responsabilidad Fiscal en junio de 2005, ley que en su versión original limitaba el crecimiento anual del gasto primario real a menos de 3,5%, mientras que la ley revisada retira el tope en gasto de capital. También cambió la preasignación de ingresos petroleros de modo que un porcentaje más elevado (30%) del fondo petrolero pueda ser utilizado para gasto social (salud y educación) y una porción sustancialmente menor se asigne a recompra de deuda. El gobierno está empleando los ingresos inesperados por el alto precio del petróleo para incrementar el gasto social y reducir el conflicto político.

El IFI considera que la conflictividad política se ha reducido (en comparación

con abril de 2005), pero que el gobierno está en una posición precaria. La entidad proyecta una caída en el crecimiento real del PIB a 3 % en 2005 y a 2,8 % en 2006, con escasa nueva inversión. Las perspectivas de un robusto precio petrolero contribuirán a elevar las exportaciones de \$ 7.800 millones a \$ 9.700 millones en 2005. “En 2006, proyectamos que el déficit de cuenta corriente podría ampliarse a 1,8% del PIB, mientras la balanza comercial cambia a un déficit de \$ 300 millones a partir de un

proyectado superávit de \$ 200 millones en 2005”, afirma.

Se espera que el balance fiscal se deteriore en 2006, ya que el gobierno tiene pocos recursos frente al incremento de la presión de poderosos partidos políticos para elevar el gasto. El instituto espera un déficit del gobierno central de 2,4 % del PIB de 2006.

No se espera ningún progreso en cuanto a implementar reformas estructurales necesarias en este año o en el próximo, lo cual tendrá un impacto

## LOS RIESGOS FISCALES SEGÚN EL CREDIT SUISSE FIRST OF BOSTON:

*Una caída en los precios del petróleo.* Por cada \$ 1 que baje el precio del crudo, se estima que los ingresos del gobierno central caerían \$ 30 millones sobre una base anualizada. Una baja en \$ 5 por barril podría causar una reducción de \$ 150 millones en los ingresos del gobierno.

*Presiones de gasto.* La ex ministra de Finanzas Magdalena Barreiro dijo alguna vez que el gobierno hizo concesiones a varios agentes económicos a un costo de \$ 650 millones durante 2005-07. En la proyección para 2006 se ha asumido un desplome en salarios y sueldos mayor a \$ 100 millones, pero hay más riesgos en gastos de personal y de transferencias.

*Pasivos Contingentes.* El gobierno requiere financiar inversiones en generación y distribución de electricidad del orden de varios millones de dólares en los próximos dos a tres años. El gobierno tendrá —en algún momento— que asumir las contribuciones no pagadas del sistema de seguridad social.

adverso en el crecimiento cuando las condiciones externas se hagan menos favorables o cuando declinen los precios del petróleo.

En la carrera electoral de 2006, legislación inspirada en populismo puede tener un impacto negativo en la economía reduciendo la inversión y el crecimiento, lo cual puede erosionar el apoyo de los organismos oficiales de crédito y resultar en dificultades de financiamiento.

## Credit Suisse First of Boston

### Las finanzas públicas serán manejables en 2006

“En nuestro reporte de noviembre, anunciamos un presupuesto balanceado para 2006 y que el gobierno podría financiar amortización externa neta colocando un monto equivalente internamente. La proyección para las finanzas del gobierno central en 2006 fue revisada del equilibrio a un déficit fiscal de \$ 263 millones (0,8% del PIB)

## ECUADOR: PROYECCIONES ECONÓMICAS DE JP MORGAN

CUADRO 1

	Promedio 1999-03	2004	2005P	2006P	2007P
Crecimiento real del PIB, %	1,5	6,9	3	3,5	3
Consumo*	1,2	3,5	1,7	2,3	2,2
Inversión*	0,5	2	0,5	0,4	0,7
Comercio neto*	-0,3	1,4	0,8	0,8	0,2
Precios al consumidor, % con respecto al año ant.	37,9	2,7	2,4	4,3	3,1
Inflación anual	34,2	1,9	4,3	3,4	3
Precios al productor, % con respecto al año ant.	45,3	9,4	12,7	9,8	8
Déficit/Superávit del Gobierno % del PIB	0,1	2,5	1,3	1,7	1,4
Balanza comercial (\$ miles de millones)	0,3	0,4	0,8	0,6	0,1
Exportaciones	5,2	7,9	10,1	10,5	9,9
Importaciones	4,9	7,5	9,3	9,8	9,8
Saldo de Cuenta Corriente	-0,1	-0,2	-0,1	-0,7	-0,7
% del PIB	-0,6	-0,5	-0,2	2	-2
Reservas internacionales(\$ miles de millones)	1	1,1	1,5	2	2,2
Deuda externa total (\$ miles de millones)	15,4	15,5	14,8	14,6	14
Corto plazo**	1,3	1,4	1,4	1,4	1,5
Deuda externa total % del PIB	74	53	48	43	39
Deuda externa total % de exportaciones***	205	146	117	107	107
Pago de intereses % de exportaciones***	17	14	13	13	13

\* CONTRIBUCIÓN DE CRECIMIENTO AL PIB.

\*\* DEUDA CON VENCIMIENTOS MENORES A UN AÑO.

\*\*\*EXPORTACIONES DE BIENES, SERVICIOS Y TRANSFERENCIAS NETAS.

FUENTE: JP MORGAN.

## OPERACIONES FINANCIERAS DEL GOBIERNO CENTRAL, SEGÚN CSFB

(EN % DEL PIB)

CUADRO 2

	2004 Real	2005 Estimado	2006 Presupuestado	2006 Proyecciones*
Ingresos	17.1	18.5	18.5	19.1
Ingresos netos de petróleo y derivados	5.1	5.2	4.8	5.0
Ingresos no petroleros	11.9	12.8	12.6	12.8
Transferencias	0.0	0.5	1.1	1.3
Gastos	18.2	18.6	19.7	19.9
Gasto corriente	13.6	14.5	14.3	14.6
Gasto de capital	4.6	4.0	5.5	5.3
Déficit primario	1.6	2.7	1.6	2.1
Déficit no petrolero	-6.2	-5.6	-6.5	-6.5
Déficit total	-1.1	0.0	-1.2	-0.8

\* PROYECCIONES REALIZADAS POR EL CREDIT SUISSE FIRST BOSTON (CSFB).

FUENTE: CREDIT SUISSE FIRST BOSTON.

(Cuadro 2), reflejando la caída de los precios del crudo a \$ 40 por barril para la mezcla ecuatoriana y la reclasificación de los ingresos petroleros de capital como ingreso corriente, según lo decidió el Congreso, lo que incrementará las transferencias a los gobiernos locales en \$ 140 millones. El crédito de \$ 400 millones del FLAR [...] cubre completamente el incremento del requerimiento de financiamiento causado por el déficit esperado en 2006. El crédito del FLAR es a tres años plazo y puede resultar en un influjo neto de \$ 267 millones en 2006 y en flujos de capital salientes de \$ 133 millones en 2007 y 2008” (Cuadro 3).

Los recursos provenientes de la emisión de bonos del 7 de diciembre pasado por \$ 650 millones proveerán de un colchón contra riesgo fiscal. Si la emisión fuese solamente de \$ 500 millones, estimamos que el gobierno tendría un

sobrefinanciamiento de más de \$ 500 millones en 2006. Contando con el crédito del FLAR y la emisión de bonos, el balance de riesgo sobre los papeles de Ecuador está bien. Adicionalmente, los fondos que se acumulan en el Fondo de Ahorro y Contingencia (FAC) pueden alcanzar los \$ 400 millones al terminar el año 2005, según la ministra de Finanzas, lo cual provee de un colchón adicional contra los riesgos fiscales. El riesgo del crédito de Ecuador puede elevarse rápidamente una vez que el colchón financiero contra los riesgos fiscales esté potencialmente agotado en 2007 y más adelante.

### Posibles escenarios políticos

Por la dificultad de predecir la política ecuatoriana, Credit Suisse destaca escenarios políticos y sus implicaciones potenciales en 2006.

El **escenario básico** es que el presidente Palacio termina su período y conduce las elecciones presidenciales en octubre de 2006. Hasta entonces, el prospecto de políticas introducidas para fortalecer las finanzas públicas e incrementar la inversión en los sectores de petróleo y electricidad será mínimo. Las demandas populistas se pueden intensificar en la carrera hacia las elecciones presidenciales en 2006, sin que el Congreso o el Ejecutivo las puedan parar.

En el evento no consentido de que una severa inestabilidad política lleve a un cambio en el gobierno, la ejecución fiscal no se deterioraría de inmediato. La formación de una asamblea constituyente con poderes para disolver el Congreso y preparar una nueva Constitución podría elevar la incertidumbre, puesto que se pueden generar políticas que afecten el sector petrolero y las finanzas públicas, debilitando más las perspectivas de largo plazo.

### Standard & Poor's

**“Situación política complicada y reformas pendientes”**

**¿Cuál es el marco internacional para la economía ecuatoriana?**



LISA SCHINELLER,  
especialista de riesgo de Standard  
& Poor's.

Existe una leve caída en el ritmo de crecimiento de EEUU: Standard & Poor's proyecta un crecimiento de 3,4% en 2005 y entre 3% y 5% en 2006, con una esperada subida de las tasas de interés que llevará la media de 3,2% en 2005 a 4,7% en 2006. El ritmo de crecimiento en el mundo podría tener una pequeña reducción, pero seguirá siendo muy favorable, similar al de 2005, pero con tasas de interés un poco más altas en Europa y EEUU. Eso muestra un escenario internacional favorable para el Ecuador, incluyendo el precio del petróleo. Y aunque las tasas más altas pueden encarecer el servicio de deuda, la liquidez global va a continuar siendo favorable para los mercados emergentes.

**¿Cómo mira a Ecuador en 2006?**

Existe una situación política complicada: un Presidente que no tiene mucho apoyo en la población ni en el

## CÓMO CALIFICÓ STANDARD & POOR'S LOS BONOS SOBERANOS DE ECUADOR

**Enero 2005:** se elevó la calificación de CCC+ a **B- estable**, por buen desempeño fiscal, alto precio del petróleo, aval del FMI, idea de retornar a mercado internacional.

**Abril 2005:** revisión especial a **B-negativa**, por incertidumbre y presión social.

**Junio 2005:** baja la calificación a **CCC+ estable** por la dificultad del presidente Palacio y su ex ministro Correa en las relaciones con los organismos internacionales y la incertidumbre sobre la posibilidad de financiamiento.

**Agosto 2005:** revisión a **CCC+ negativa** por la paralización del sector petrolero.

**A la fecha:** CCC+ estable, porque se espera haya cierto equilibrio entre fragilidad política y desempeño fiscal, en un año electoral.



NECESIDADES Y FUENTES DE FINANCIAMIENTO (CON FLAR Y SIN NUEVA EMISIÓN)  
(EN MILLONES DE \$)

CUADRO 3

	2006 Proyecciones MEF	2006 Proyecciones CSFB*
Requerimientos financieros	2.304	3.317
Déficit del Gobierno Central	415	263
Amortización	1.889	3.054
Interna	1.037	2.171
Externa	852	883
Financiamiento identificado	2.332	3.879
Cambios en los depósitos del Gobierno Central	17	0
Bonos y Cetes emitidos	1.586	3.020
Externos (Venezuela)	0	500
Internos	1.586	2.520
De los cuales recompras ex - Feirep/Cerep	150	200
Préstamos (incluyen proyecciones de financiamiento externo)	369	388
Externo (financiamiento proyectado)	319	314
Internos	50	74
Financiamiento excepcional	360	470
Banco Mundial	150	0
BID	90	0
CAF	120	70
FLAR	0	400
Necesidades de financiamiento no identificadas	-28	-562
Financiamiento interno neto	201	423
Financiamiento externo neto (no contempla emisión de \$ 650 millones)	-173	-98

\* AMORTIZACIÓN DOMÉSTICA Y FINANCIAMIENTO INCLUYEN ROLLOVERS DE CETES.

FUENTE: CREDIT SUISSE FIRST BOSTON.

Goldman Sachs

“Ecuador, Argentina y Venezuela los menos competitivos; Chile lidera”

El 29 de septiembre, este banco de inversión analizaba el Índice de Crecimiento Competitivo publicado por el Foro Económico Mundial, y que se genera en base a tres pilares que explican el crecimiento económico: 1) el entorno macroeconómico; 2) el estado de las instituciones públicas, y 3) la tecnología. Los resultados se califican de 1 a 7. Se muestra el ranking de competitividad para la región (Gráfico 1), en un universo de 117 países. También se muestra el número de posiciones que ganó o perdió el país en el ranking de 2005 con respecto a 2004 (Gráfico 2).

Goldman Sachs comentó que Chile es –con amplio margen– el mejor ejecutor del grupo. Ese ranking permaneció estable en 2005, lo cual demuestra la calidad de políticas implementadas y la estabilidad institucional en los años recientes. Solamente ocho de 25 países de la Unión Europea tienen una base institucional superior a Chile. Colombia se destacó por haber mejorado siete posiciones en 2005, acorde con mayor seguridad doméstica y los fundamentos económicos que se han reportado. Argentina ganó dos posiciones en 2005, insuficientes para compensar la caída en años previos (perdió 13 posiciones durante 2001-03). Ecuador es el

Congreso. Esta situación y las esperadas elecciones presidenciales y legislativas complican el desempeño de la política macroeconómica. Será clave hacer un seguimiento de las presiones sobre el ritmo de gasto y el manejo de las cuentas fiscales. Ahora existen las mismas fragilidades que con los ministros de Finanzas anteriores: una masa salarial elevada; rigidez en el presupuesto; transferencias sin rendición de cuentas; elevados subsidios; fragilidad de las instituciones que deciden y definen temas fiscales (Ministerio, Congreso, etc.). Se requiere incrementar la producción petrolera; reformar el sector eléctrico. Se esperan soluciones para mejorar las cuentas fiscales.

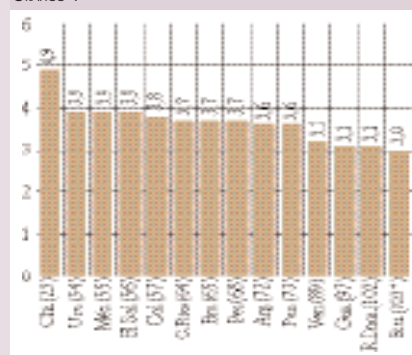
Es afortunado que el gobierno tenga acceso a los mercados internacionales y al crédito del FLAR, puesto que esto le da financiamiento para el manejo del sector fiscal en 2006, pero tiene que mantener una política fiscal estricta.

En el sector petrolero, la situación se complicó más (la Corte de Londres trata el tema del IVA con la petrole-

ra Occidental; hay un pedido de caducidad del contrato con esa empresa; se habla de la salida de Sundown-Clipper). Los precios altos del petróleo en los mercados internacionales son un alivio, pero no una solución. La productividad en el sector privado debe crecer más, para mantener y fortalecer la dolarización. Hay urgente necesidad de una reforma en el sector eléctrico, pero persiste la fragilidad institucional.

PUNTUACIÓN EN EL ÍNDICE DE COMPETITIVIDAD 2005 (ENTRE 1 Y 7)

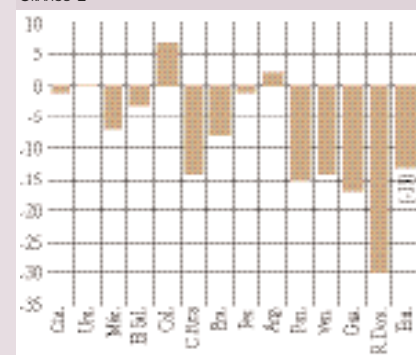
GRÁFICO 1



FUENTE: WORLD ECONOMIC FORUM, GOLDMAN SACHS.

VARIACIÓN EN EL RANKING DE COMPETITIVIDAD ENTRE 2004 Y 2005

GRÁFICO 2



FUENTE: WORLD ECONOMIC FORUM, GOLDMAN SACHS.



país menos competitivo en el grupo y cayó 13 posiciones el año anterior y 17 desde 2003, según destaca Goldman Sachs. La tensión política, la incertidumbre regulatoria, la débil gobernabilidad, las instituciones politizadas e ineficientes y la falta de progreso en reformas estructurales críticas, llevan a predecir que, de acuerdo con un estudio reciente, 38 de cada 40 sectores económicos en Ecuador han registrado un decrecimiento de la productividad en los años recientes.

### Débil gobernabilidad y falta de reformas: talón de Aquiles de Ecuador

A mediados de diciembre, Goldman Sachs consideraba que las condiciones de gobernabilidad en el país continúan deteriorándose y el contexto de implementación de políticas permanece muy débil. El diálogo Ejecutivo-Legislativo es progresivamente confrontacional y disfuncional. La administración de Palacio no ha podido demostrar un sentido de propósitos y dirección política y las sucesivas dudas han convertido a la administración en un virtual “pato cojo”<sup>1</sup> que tiene a cargo conducir el país hasta las elecciones presidenciales y legislativas en octubre de 2006.

Tras una serie de choques debilitantes con el Congreso, el gobierno renunció (temporalmente) a su acariciado proyecto de amplia reforma política a través de la elección de una Asamblea Constituyente que modificaría la organización del Estado, tema que polarizó el panorama político. Los prospectos de aprobación de reformas urgentemente requeridas en los sectores petrolero, de energía y telecomunicaciones han sido muy lentos durante esta administración.

La falta de reformas erosiona la espina dorsal de la dolarización y hace gradualmente menos competitiva la calificación internacional de crédito de

Ecuador. Los sectores petrolero y no petrolero crecen a tasas anémicas (bajo 3%). La falta de inversión privada lastima el crecimiento potencial de la economía. El crecimiento real previsto está bajo 3% en 2005 y 2006.

La inflación se acelera: el arrastre de los últimos 12 meses se incrementó más de 210 puntos básicos desde junio cuando se registró 1,67% y puede cerrar 2005 sobre 4%. El generoso incremento real de los salarios del sector público y de las transferencias de pensiones, así como la decisión de devolver los fondos de reserva a los afiliados de la seguridad social, presionaron al alza la inflación, la cual está llegando a niveles que exceden el promedio de los socios comerciales, lo que va a lesionar la competitividad doméstica.



## EL GOBIERNO

HA SIDO INCAPAZ DE  
CAPITALIZAR LOS ELEVADOS  
PRECIOS DEL CRUDO PARA  
MEJORAR LA SITUACIÓN  
FISCAL.




El ambiente de negocios para las empresas petroleras privadas se ha deteriorado por el activismo social y el oportunismo político. El gobierno ha sido incapaz de capitalizar los elevados precios del crudo para mejorar la situación fiscal. El panorama de financiamiento de 2006 mejoró significativamente por la reciente colocación del bono global de 10 años y el crédito con el FLAR a 3 años plazo. Según la ministra de Economía, Magdalena Barreiro, los fondos serán utilizados para retirar \$ 250 millones de los bonos 2012 y para recomprar alrededor de \$ 600 millones en deuda local de corto plazo, Cetes, lo cual se ve muy acertado.

## Barclays Bank

### “Ecuador: Estabilidad financiera a pesar del problema político”

Las reservas internacionales de Ecuador se dispararon en diciembre 16 hasta alcanzar un nuevo pico para el período de dolarización de \$ 2,35 billones, comparado con \$ 1,98 billones en noviembre 30 y \$ 1,44 billones a fines de 2004. Este movimiento refleja dos hechos. El primero y más obvio, la liquidez resultante de la reciente colocación de los bonos Global 15 que llegó al país. Segundo, se acentúa una tendencia al alza en las reservas que se ha sostenido pese a la ola de agitación política de 2005. No se materializó la fuga de capital durante el cambio presidencial en abril ni durante los iniciales y caóticos días de la nueva administración. Los depósitos en el sistema financiero se han fortalecido en este año, subiendo en 22,1% anual hasta fines de noviembre, señala el reporte de Barclays.

Bajo el esquema de dolarización, las reservas internacionales han subido mesuradamente. El sistema ha sobrepasado el reto asociado con la devolución de los fondos de reserva, un desembolso que ha alimentado el consumo y la inflación pero que no ha permitido la salida de capitales del país. La preocupación acerca de la política macroeconómica se pospone. El Congreso aprobó un Presupuesto de 2006 que, al menos en el papel, deja ver un déficit del gobierno central manejable que puede permitir salir al día otro año más, considerando las posibilidades abiertas del financiamiento público. Pero el gobierno continúa su confrontación con el Congreso acerca de la propuesta Asamblea Constituyente, situación que ha producido un daño a largo plazo a la estabilidad financiera de Ecuador. Sin embargo, debido a la elección boliviana y a los pagos anticipados que ha recibido el FMI, Ecuador podría ser mejor recibido que lo que ha sido hasta ahora por los multilaterales y por el FMI, considerando que los multilaterales van a buscar clientes y EEUU buscará amigos. 

<sup>1</sup> N. del E.: En EEUU se dice *lame duck* a los gobiernos que se vuelven ineficaces al final de su mandato.