

# El riesgo soberano mejora, pero no el clima de inversión

< POR MARÍA DE LA PAZ VELA >

Positiva fue la noticia del pasado junio de que la calificación de riesgo soberano del Ecuador se colocó en su mejor nivel en varios años, al otorgarle la conocida firma calificadora Standard & Poor's una B, tanto para el largo como para el corto plazo. La nota es muy buena aun cuando las opciones de inversión financiera que ofrece el Ecuador no son variadas, y el país, lejos de poder financiarse

en los mercados internacionales, se ha vuelto dependiente de las fuentes de capital de China, con todos sus condicionamientos. Esta noticia fue bienvenida por las autoridades y explicada por la calificadora. GESTIÓN también contactó a Moody's Investors Service, que revisó la calificación de riesgo soberano en febrero de 2012, y buscó la visión de la ministra de Coordinación de la Política Econó-

mica, Jeanette Sánchez, que contestó a un cuestionario escrito. Más allá de esto, el sector privado no se encuentra optimista sobre el clima de inversión por varios factores nuevos de política pública y, en especial, de política económica que consideran que son perjudiciales a los intereses de la inversión privada, del comercio y del financiamiento para el país y para el sector empresarial.

La seguridad y la rentabilidad de las inversiones en instrumentos financieros en el mundo globalizado se miden a través de calificaciones de riesgo, asignadas por agencias especializadas que aplican metodologías particulares para establecer una escala para representar el riesgo que implica invertir en la deuda soberana que emiten los países o de otros instrumentos evaluados.

Standard & Poor's, Moody's Investors Service y Fitch Ratings son tres de las agencias calificadoras de riesgo más prestigiosas que operan en el mundo y cada una establece sus *rankings* indicativos de riesgo de menor a mayor. Estas tratan de utilizar el mismo rasero para todos los países y, de este modo, proporcionar a cientos de inversionistas del

mundo un instrumento de información ágil que les permita tomar decisiones inmediatas de qué bonos comprar, de qué países, cuánto o de qué papeles vender con la finalidad de optimizar sus utilidades.

Para el caso del Ecuador, las tres empresas han llegado a calificar al país en su riesgo soberano (*Recuadro 1*), pero solamente S&P y Moody's han hecho la revisión en 2012.

## Standard & Poor's calificó al Ecuador con B desde B- y desde C

En junio 7 de 2012, Standard & Poor's elevó la calificación de los bonos soberanos del Ecuador a largo plazo a B, desde B-, y a corto plazo a B, desde C, con una perspectiva esta-

ble, calificaciones consideradas bajas en el *rating* de S&P (*Cuadro 1*).

La firma calificadora explica que la subida refleja la mejoría en la intención y en la capacidad del Gobierno de servir su deuda, debido a las mejores opciones de financiamiento y de una mayor producción de petróleo y perspectivas de crecimiento superiores.

El incremento percibido de la voluntad de pago de la deuda se refleja en el reciente historial de pago, a tiempo, de los intereses en el único bono soberano Global 2015 (el cual fue calificado como deuda legítima por una Comisión de Deuda) y en el pago puntual de su deuda bilateral y multilateral en los últimos años. Además, las relaciones del Gobierno con los inversionistas del sector privado, en los sectores estratégicos de

CUADRO 1

## La calificación de riesgo soberano revisada al alza por S&amp;P sigue al final de la escala

Perfil político y económico

Perfil de flexibilidad y rendimiento	Categoría	Superior	Extramadamente fuerte	Muy fuerte	Fuerte	Moderadamente fuerte	Intermedia	Moderadamente débil	Débil	Muy débil	Extramadamente débil	Pobre
Categoría	Resultado	1	1,5	2	2,5	3	3,5	4	4,5	5	5,5	6
Extramadamente fuerte	1 a 1,7	aaa	aaa	aaa	aa+	aa	a+	a	a-	bbb+	N/A	N/A
Muy fuerte	1,8 a 2,2	aaa	aaa	aa+	aa	aa-	a	a-	bbb+	bbb	bb+	bb-
Fuerte	2,3 a 2,7	aaa	aa+	aa	aa-	a	a-	bbb+	bbb	bb+	bb	b+
Moderadamente fuerte	2,8 a 3,2	aa+	aa	aa-	a+	a-	bbb	bbb-	bb+	bb	bb-	b+
Intermedia	3,3 a 3,7	aa	aa-	a+	a	bbb+	bbb-	bb+	bb	bb-	b+	b
Moderadamente débil	3,8 a 4,2	aa-	a+	a	bbb+	bbb	bb+	bb	bb-	b+	b	b
Débil	4,3 a 4,7	a	a-	bbb+	bbb	bb+	bb	bb-	b+	b	b-	b-
Muy débil	4,8 a 5,2	N/A	bbb	bbb-	bb+	bb	bb-	b+	b	b	b-	b-
Extramadamente débil	5,3 a 6	N/A	bb+	bb	bb-	b+	b	b	b-	b-	ccc/cc	ccc/cc

FUENTE: STANDARD &amp; POOR'S 2012.

RECUADRO 1

## Riesgo soberano distinto de riesgo país

Una valoración cualitativa otorgada con letras por las empresas calificadoras de riesgo es entendida como la medida de riesgo crediticio de los papeles de deuda estatal emitidos por el país. Significa el riesgo de suspensión de pagos por parte de un país deudor como parte de su política económica o de su política de deuda y no de un agente prestamista privado (banco, empresa, etc.) establecido en un país. La primera letra del alfabeto A con sus variaciones muestran la mayor confiabilidad y el mínimo riesgo, la B con sus variaciones muestran mayor riesgo de no pago y la C o D con sus variaciones reflejan un historial de caídas en mora de un Estado sobre su deuda pública.

En cambio, el riesgo país es una medida cuantitativa, dada en puntos básicos, medida por el banco de inversión JP Morgan, en la que 100 puntos básicos (pb) representan un punto porcentual en las tasas de interés que paga el título financiero. Esta medida se utiliza para comparar rendimientos de papeles de inversión, por ejemplo, cuánto interés pagan los bonos de deuda de Colombia frente al interés que pagan los bonos de Perú emitidos a plazos similares. También se puede comparar qué tasa de interés paga un bono del Ecuador con respecto a las tasas de interés locales de inversiones en pólizas; cuánto interés paga un bono ecuatoriano, como el Global 2012 y el rendimiento de los bonos del Tesoro de EEUU con la misma duración. A esa diferencia se la llama *spread* y es medida mediante puntos básicos (100 puntos base corresponde a 1%).

hidrocarburos y de minería, han sido consideradas un importante elemento en la evaluación de una postura más pragmática del Gobierno.

La firma considera que hay políticas gubernamentales para impulsar el sector público y la inversión extranjera directa y que, por esta razón, tanto las perspectivas de crecimiento econó-

mico como los ingresos del Gobierno han subido, lo cual ha mejorado su capacidad de pagar sus deudas. El PIB per cápita real creció en un significativo 6,6% en 2011; sin embargo, se espera que se modere a 3% en 2012. Una mayor producción de petróleo y mejores precios, combinados con financiamiento adicional de China, han pro-

visto al Gobierno el financiamiento requerido y le han permitido una mayor inversión pública (Gráfico 1).

Adicionalmente, la calificadoradora considera que hay una mayor transparencia en las normas y reglas de inversión en los sectores de hidrocarburos y minería que han empezado a dar réditos en estas áreas con nueva inversión extranjera directa (Cuadro 2). Standard & Poor's destaca —por otra parte— que en el Ecuador se está haciendo una inversión en proyectos hidroeléctricos y en los sectores estratégicos de petróleo y minería que podrían duplicar en 2012-2014 el nivel dado en 2011, ayudando a mantener la inversión en alrededor de 25% del PIB, por sobre el registrado en años recientes de 22% del PIB. Como resultado de estas políticas, esperan que el ratio deuda/PIB se mantenga en un área de 20% durante los próximos tres años.

### Restricciones por mal historial de pago

Aunque el Gobierno de Rafael Correa se envanece por su decisión de no pago de la deuda externa, la calificada como “deuda ilegítima” por un Comité de Análisis de la Deuda politizado y sin especialistas en mercados

CUADRO 2

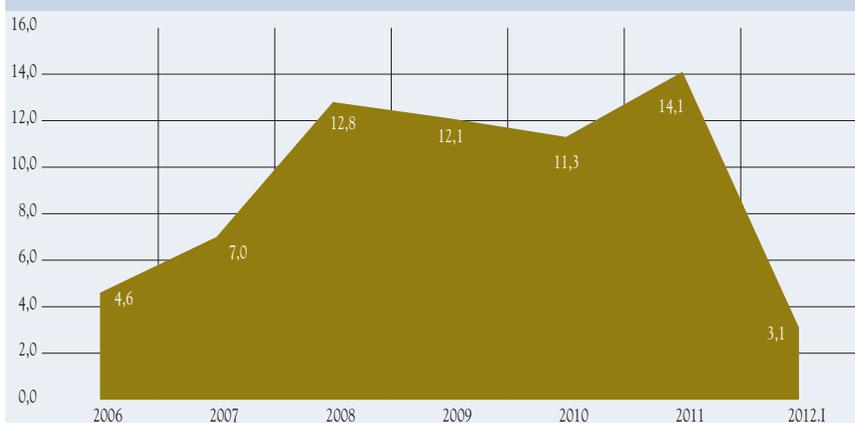
59% de la IED en 2011 se hizo en hidrocarburos y minería (millones \$)

	Agricultura, silvicultura, caza y pesca	Comercio	Construcción	Explotación minas y canteras	Industria manufacturera	Otros	IED total
2006	48	32	8	-117	90	209	271
2007	25	92	20	-103	99	61	194
2008	21	121	49	242	206	367	1006
2009	52	71	-14	-6	128	92	321
2010	9	70	28	159	123	-231	158
2011	-1	74	50	346	110	6	585
2012.I	13	27	4	67	42	-42	110

FUENTE: BANCO CENTRAL DEL ECUADOR, BOLETÍN TRIMESTRAL DE LA BALANZA DE PAGOS.

GRÁFICO 1

Inversión del SPNF: más de 10% en los últimos cuatro años (FBKF en % del PIB)



FUENTE: BCE, BOLETÍN ESTADÍSTICO MENSUAL, OPERACIONES DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO.

GRÁFICO 2

La cuenta corriente se hace negativa desde 2009 (% del PIB)



FUENTE: BANCO CENTRAL DEL ECUADOR, BOLETÍN ESTADÍSTICO MARZO 2009 Y WEB.

financieros internacionales, el costo de esa decisión para el país ha sido muy alto, debido a que con ello cerró sus posibilidades de financiamiento en los mercados de capitales internacionales, y acentuó su dependencia del actual y único financista: China, cuyas tasas de

interés para el Ecuador son más altas que para otros países de América Latina. Tan alto es el costo financiero de la moratoria, que la calificadora de riesgos Standard & Poor's señala que las consideraciones que llevaron a la moratoria de la deuda declarada por el Ecu-

dor en 2008-2009 permanecen como restricciones a la calificación de crédito, debido a que la moratoria resultó más de una falta de voluntad de pago que de capacidad para hacerlo. Esto se determina fácilmente al mirar que el ratio deuda/PIB antes de la moratoria era solamente de 25%.

Por otra parte, la firma destaca ciertas vulnerabilidades del Ecuador, como la limitada flexibilidad de la política monetaria por el uso del dólar norteamericano como moneda de curso legal o que tampoco tiene prestamista de última instancia. También menciona que la cuenta corriente se ha movido a déficits pequeños desde situaciones de superávit (Gráfico 2), mientras las importaciones conectadas a la inversión extranjera directa han subido, y nota también que las reservas internacionales cubren solamente un mes de pagos de la cuenta corriente.

### Perspectiva "estable"

El punto de vista "estable" es un balance del bajo nivel de deuda del Gobierno y de las buenas perspectivas de crecimiento económico, a pesar de una incertidumbre continua alrededor de la voluntad de pago de las deudas, dado por las vulnerabilidades económicas y por el historial de pagos. Las perspectivas de un crecimiento sostenido, de mejores indicadores externos y la habilidad del Gobierno de acceder a los mercados internacionales, puede llevar más lejos las mejoras y la credibilidad. Por otra parte, los ratings ya otorgados pueden caer bajo presión si

las perspectivas del sector hidrocarburo se deterioran significativamente o el ambiente político empeora, llevando a la inestabilidad. La credibilidad también caería bajo presión si posibles déficits fiscales más altos llevan a un mayor endeudamiento y afectan a la balanza de pagos.

### **Moody's mejoró el rating en 2012 a Caa2 desde Caa3**

Al término de febrero de 2012 esta calificadora revisó al alza el rating soberano de los bonos de deuda del Ecuador, desde un punto muy bajo en la escala de la calificadora Caa3, hasta un punto algo mejor Caa2 (Cuadro 3), pero siempre en el grado de inversiones especulativas: altamente riesgosas y que pagan mayor interés, no de las que privilegian la seguridad de la inversión. Las fortalezas que los analistas vieron en esta economía es el bajo saldo de la deuda pública, por una parte, y las exportaciones petroleras como una importante fuente de ingresos para el Gobierno, por otra. Los grandes retos son “la débil voluntad de pago”, “un entorno impredecible de políticas”, políticas económicas no sostenibles combinadas con una “aumentada exposición al ciclo petrolero”.

La explicación de los analistas de Moody's es que el Gobierno pudo asegurar el necesitado financiamiento externo, así como las buenas expectativas de producción petrolera por la firma de nuevos contratos con empresas petroleras. Sin embargo, queda la preocupación fundamental sobre la sostenibilidad de las políticas y está siempre pendiente que la voluntad de pago continúe. Estos factores de riesgo hacen que el rating del Ecuador sea el cuarto más bajo en la escala de ratings de Moody's. El rating para los bonos Global 2012 y 2030, la mayoría de los cuales fueron canjeados con un pago en efectivo en 2009, tienen una calificación de C, con tasas de recuperación de 35%.

La fortaleza de la economía ecuatoriana está catalogada como “baja”, considerando un bajo PIB per cápita, la

## **Entrevista Richard Francis,**

*director de Riesgo Soberano de Standard & Poor's y analista para el Ecuador*



—¿Cada cuánto tiempo se revisa la calificación de riesgo soberano y por qué hay diferencia del rating entre largo y corto plazo?

—Podemos cambiar la calificación en cualquier momento, pero al menos revisamos la calificación una vez por año. La diferencia entre la calificación del largo plazo es por deuda mayor que un año y la calificación del corto plazo es por deuda de menos de un año.

—¿La revisión realizada en junio por S&P ubica al Ecuador en un rating similar al de algún otro país de la región?

—Argentina es el único otro país que tiene la misma calificación. Venezuela, Honduras y la República Dominicana tienen una calificación de B+ (un grado más alto).

—Las buenas perspectivas de crecimiento económico, el alto grado de inversión pública y la puntualidad en los pagos de intereses del bono 2015 han sido factores determinantes para subir el rating. ¿S&P considera que estos tres factores pueden permanecer en el tiempo?

—Tenemos una perspectiva estable. Entonces pensamos que estos factores van a continuar por los próximos tres años al menos.

—¿La vulnerabilidad fiscal ante una posible baja de precios del petróleo y el creciente gasto público son factores de riesgo importantes en una calificación de crédito? ¿O cuando aumenta el riesgo fiscal se vuelve a calificar en función de la nueva situación?

—La calificación B es una calificación bastante baja todavía e incorpora mucho del riesgo fiscal. Más que todo, la capacidad del Gobierno de cor-

tar gastos o encontrar financiamiento para el déficit fiscal son factores importantes en el caso del Ecuador si el precio de petróleo cae, como puede ocurrir en muchos países petroleros.

—¿El nexo de financiamiento del Ecuador con China, al no tener acceso a los mercados internacionales, ha sido valorado positivamente en la calificación por ser una alternativa interesante de obtención de crédito?

—El financiamiento de China es muy importante en el caso del Ecuador, porque hasta el momento ha sido la fuente más importante para el Gobierno. Fue un factor clave en nuestra decisión de subir la calificación.

—En una calificación de crédito de un país dolarizado, ¿tendría relevancia o no que se establezcan restricciones al libre flujo de capitales, como un impuesto de salida de capitales o el control de montos y tiempos de transferencias hacia el exterior por parte de su Banco Central?

—Puede ser un factor significativo, pero como el Ecuador tiene una calificación tan baja, no tendría ninguna importancia ahora. La verdad es que nosotros pensamos que el nivel de reservas internacionales es importante para dar confianza en la dolarización. Los controles de capitales pueden ayudar al Banco Central a no perder reservas (pero puede tener un impacto negativo sobre la economía). Pensamos que un proceso de quitar la dolarización en el Ecuador sería muy caótico y podría hacer mucho daño al país.

CUADRO 3

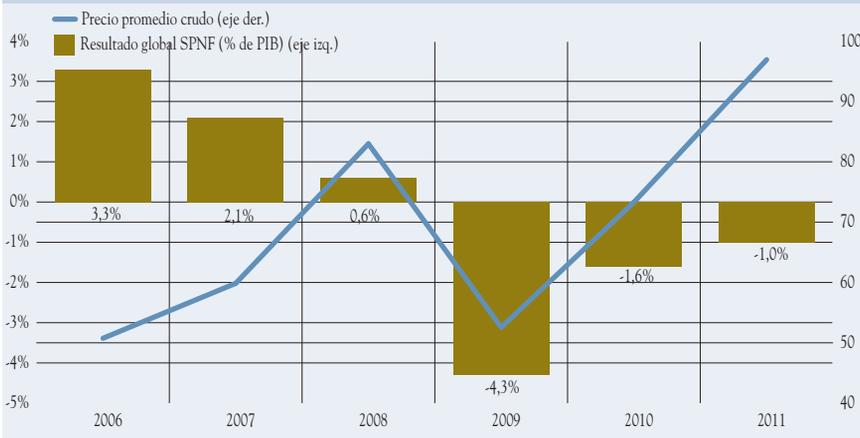
## Rating de obligaciones a largo plazo

	Categoría	Significado
Grado de inversión	Aaa	Las obligaciones calificadas Aaa son consideradas las de mayor calidad con un riesgo crediticio mínimo.
	Aa	Las obligaciones calificadas Aa son consideradas de alta calidad y están sujetas a un riesgo crediticio muy bajo.
	A	Las obligaciones calificadas A son consideradas de grado medio alto y están sujetas a un riesgo crediticio bajo.
	Baa	Las obligaciones calificadas Baa están sujetas a un moderado riesgo crediticio. Son consideradas de grado medio y podrían tener ciertas características especulativas.
Grado especulativo	Ba	Las obligaciones calificadas Ba son juzgadas por tener elementos especulativos y están sujetas a un riesgo crediticio sustancial.
	B	Las obligaciones calificadas B son consideradas especulativas y están sujetas a alto riesgo crediticio.
	Caa	Las obligaciones calificadas Caa son juzgadas por su bajo prestigio y están sujetas a un riesgo crediticio muy alto.
	Ca	Las obligaciones calificadas Ca son altamente especulativas y están muy cerca de caer en moratoria, con alguna perspectiva de expectativa de recuperar el capital y los intereses.
	C	Las obligaciones calificadas C son los bonos de peor categoría y están en moratoria, con una escasa perspectiva de recuperar el capital o el interés.

NOTA: MOODY'S AÑADE MODIFICADORES NUMÉRICOS 1, 2 Y 3 A CADA GRADO GENÉRICO DE SU CLASIFICACIÓN, DESDE AA HASTA CAA. EL MODIFICADOR 1 INDICA QUE LAS OBLIGACIONES ESTÁN EN EL EXTREMO SUPERIOR DE LA CATEGORÍA, EL MODIFICADOR 2 INDICA UNA POSICIÓN INTERMEDIA EN LA CATEGORÍA Y EL MODIFICADOR 3 INDICA UNA POSICIÓN EN EL EXTREMO INFERIOR DE LA CATEGORÍA GENÉRICA DE LA CLASIFICACIÓN.  
FUENTE: MOODY'S INVESTOR SERVICE.

GRÁFICO 3

## Déficits fiscales continúan a pesar del boom del precio del petróleo



FUENTE: BCE, BOLETÍN ESTADÍSTICO MENSUAL.

falta de diversificación económica y las perspectivas pobres de crecimiento en el mediano plazo. El sector público, que en años recientes se transformó en la maquinaria que impulsa el crecimiento, va a bregar para continuar dando soporte al crecimiento a la luz de los crecientes déficits fiscales (Gráfico 3) y los limitados recursos de financiamiento. La inversión privada, por otra parte, puede quedar deprimida debido a que el Gobierno no respeta los contratos.

El Ecuador tiene una calificación “muy baja” en cuanto a fortaleza de las instituciones, dado el alto grado de centralización del poder en las manos del Ejecutivo, en detrimento de otras instituciones y el todavía alto grado de agitación política. Esta calificación incorpora una pobre trayectoria en el cumplimiento de obligaciones de la deuda externa, adicionalmente a la cuestionable voluntad de no pago en caso de dificultades económicas o de crisis

políticas. La moratoria del Ecuador más reciente es la segunda en 10 años.

La fortaleza financiera del Gobierno del Ecuador es considerada “mediana”. Esta evaluación trata de poner un equilibrio entre el hecho positivo de los bajos niveles de deuda con unas finanzas públicas deterioradas y las limitadas opciones de financiamiento. El Gobierno lleva niveles más altos de déficits fiscales mientras los gastos del Gobierno continúan subiendo, y ha confiado fuertemente en una combinación de préstamos chinos, crédito multilateral, emisiones de deuda interna de instituciones públicas y agotamiento del stock de activos del Gobierno para cumplir con sus necesidades. El Ecuador tiene bajas calificaciones en su deuda soberana en comparación con otros países de América Latina (Cuadro 4).

La exposición a un evento de riesgo es “alta”, dada la susceptibilidad del Gobierno a choques políticos que pueden impactar adversamente las perspectivas de pago de la deuda.

### Clima para la inversión privada es de incertidumbre

Mientras el índice de confianza empresarial se ha reducido en el último

trimestre (Gráfico 4), agosto terminó con una reunión de empresarios con el Ejecutivo, con los pedidos de la Federación de Cámaras de la Producción de “sensibilidad” al presidente Rafael Correa en la relación del Gobierno con el principal socio comercial, EEUU, dado que poco antes se había nombrado al embajador estadounidense en el Ecuador, tras la expulsión de la embajadora **Heather Hodges** el 5 de abril de 2011. Este pedido empresarial corrió tras el discurso de barricada del presidente: “Quédense con sus preferencias arancelarias y, si quieren alguna contribución del Ecuador para un curso de ética y de capacitación en derechos humanos, cuenten con esos

recursos”, en respuesta a un artículo del *Washington Post* —no de alguna autoridad estadounidense— que señalaba que la concesión de asilo al ciudadano australiano **Julian Assange**, por parte del Ecuador, le costaría al país la no renovación del acuerdo de preferencias arancelarias Atpdea. La declaración atropella los esfuerzos concertados de empresarios, gremios de exportadores y Cancillería, haciendo *lobby* en el Senado de EEUU para una renovación de este beneficio unilateral, dado que los avances en los acuerdos comerciales con EEUU y con la UE han sido nulos, mientras países vecinos como Colombia y Perú han conseguido ventajas comer-

ciales permanentes y negociadas vía TLC.

Por otra parte, la inclusión del Ecuador en la lista negra del Grupo de Acción Financiera y Control (GAFI), desde el 18 de junio de 2012, genera temor de los inversionistas y financieristas del mundo en sus relaciones con el país. Los empresarios han indicado que esta situación es un limitante para el financiamiento de las empresas nacionales que buscan créditos y líneas de crédito externas. En el mismo ámbito, los acuerdos de cooperación comercial y financiera con el Gobierno de Irán han levantado suspicacias. Así por ejemplo, las negociaciones de crédito por petróleo por un monto de \$ 400 millones con el Export Development Bank of Iran (EDBI), desde marzo de 2012, o las negociaciones para la venta de Cofiec, banco del Estado ecuatoriano al Banco Pasargad de Irán, que entró en la lista negra de la Oficina de Control de Activos Internacionales (OFAC) de EEUU el 18 de julio, traen la preocupación de que esta oficina u otros organismos de control de la Unión Europea puedan eventualmente cuestionar y/o sancionar al Banco Central del Ecuador y a otras instituciones del Estado ecuatoriano por operaciones financieras con bancos sancionados de Irán. Las autoridades del Gobierno y del Banco Central no han

CUADRO 4

Calificación de deuda soberana del Ecuador frente a otros países de la región

Período	País	Deuda externa		
		Fitch	Standard&Poor's	Moody's
Calificación actual	Ecuador	B-	B	Caa2
	Colombia	BBB-	BBB-	Baa3
	Perú	BBB	BBB	Baa3
	Chile	A+	A+	Aa3
	Argentina	B	B	B3
Calificación anterior	Ecuador	CCC	B	Caa3
	Colombia	BB+	BBB-	
	Perú	BBB-	BBB	
	Chile	A	A+	
	Argentina	RD	B	

FUENTE: FITCH, STANDARD&POOR'S Y MOODY'S INVESTOR'S SERVICE, RATINGS DE DEUDA DE NACIONES SOBERANAS.

GRÁFICO 4

Índice de confianza empresarial cayó desde abril



FUENTE: DELOITTE & TOUCHE ECUADOR.

subsano estos temores con sus explicaciones y razones: persiste el riesgo y la desconfianza en este tipo de operaciones.

En julio el Banco Central expidió dos regulaciones, la 028-2012 que incrementó el porcentaje de activos en los que los bancos tienen las reservas mínimas de liquidez doméstica, cambiando el nivel mínimo de 45% a 60%, con el objetivo de forzar a que ellos repatrien alrededor de \$ 1.700 millones en activos líquidos, con la intención de dinamizar el crédito a nivel doméstico. El sector bancario ha cuestionado la medida que señala que afecta la rentabilidad del sector financiero. Y la 029-2012 que exige que todas las operaciones con el exterior no solo se registren en el Banco Central, sino que los recursos sean depositados en las cuentas que el sector financiero tiene en el Banco Central, para que esta entidad tenga el control en la administración de flujos de ingreso y salida de dólares. Esta medida tendrá costos administrativos y costos financieros, aunque el titular del Banco Central lo niegue, y ha sido interpretada por algunos como una incautación temporal de dólares y hasta un punto de inicio para la desdolarización de la economía. Sobre este tema no está clara la estrategia del Gobierno, aunque sus voces lo explican como la forma de recaudar mejor el impuesto a la salida de divisas. El sector bancario se ha quejado de hostilidad del Gobierno hacia el sector y de falta de claras directivas.

Por último, la circular de agosto del SRI incluye nuevos territorios en paraísos fiscales, aparentemente con fines tributarios, pero sin dar una explicación detallada sobre las implicaciones, algo que ha sembrado dudas en las empresas que comercian con la Florida —estado considerado ahora paraíso fiscal—. Exige desde ya a inversionistas que sacaron sus dividendos a ese estado el pago del impuesto sobre los depósitos en ese destino. Hay temores por la forma en que el SRI aplicaría el criterio de los precios de transferencia para empresas que exportan a ese destino.

## Respuestas de la ministra Jeannette Sánchez

FOTO: EDUARDO VALENZUELA.

—Las perspectivas de crecimiento del Banco Central bajaron de 5,3% a 4,8% para 2012. ¿Cómo explica las mejores perspectivas que observa S&P?

—Al subir la calificación a la deuda soberana, S&P ha evidenciado que existe una mejora en la estabilidad y dinamismo de la economía y un manejo técnico oportuno al mitigar los efectos de la crisis financiera de 2008 y 2009, fortaleciendo el sistema económico en 2010-2011.

En lo internacional, se han ajustado las previsiones de crecimiento a la baja, tanto para el Ecuador como para el resto de economías del mundo, básicamente por la coyuntura de la OCDE. Una previsión de crecimiento de 4,8% es importante cuando se ha partido de un crecimiento alto en 2011. El Ecuador, durante la crisis internacional de 2009, registró un crecimiento de 0,4% (de las pocas tasas positivas en la región), seguida de 3,6% y 7,8% en 2010 y 2011 respectivamente, siendo la tasa de 2011 la tercera de mayor crecimiento en la región.

Además, las previsiones de crecimiento de la economía para 2012 realizadas por distintos organismos para el Ecuador, como Cepal (4,5%), FMI (4,5%) y el Banco Central del Ecuador (4,8%), evidencian que el país mantiene perspectivas de crecimiento por encima de las que tiene la economía mundial (3,5%), de las economías avanzadas (1,4%), la zona euro (-0,3%) y América Latina y el Caribe (3,4%). Estas cifras reflejan un apropiado manejo de la economía que se evidencia en un buen desempeño del sector real, financiero y fiscal.

En ese sentido, es importante resaltar que calificaciones como las de S&P reflejan no solo la capacidad de pago para cumplir con sus obligaciones en el

tiempo sino que, además, es una señal de la voluntad de pago, lo cual orienta a los inversionistas a tomar las decisiones más adecuadas para alcanzar un equilibrio entre rentabilidad y manejo del riesgo.

El 7 de junio de 2012, a partir de la evaluación y análisis de indicadores macroeconómicos e institucionales, y a las entrevistas realizadas a entes privados y públicos en el país, S&P modificó el *rating* de deuda soberana de largo plazo de B- a B, y la de corto plazo de C a B.

—Si el Gobierno promovió el no pago de la deuda “ilegítima” en 2008-2009, ¿qué cambió para que la voluntad de pago de la deuda hoy sea considerada un factor clave para que S&P suba la calificación?

—Existen varios factores que reflejan mayor institucionalidad y adecuación de reglas que buscan un manejo adecuado de la deuda pública.

● En primer lugar, la declaratoria de ilegitimidad de tramos específicos de la deuda externa derivó de un análisis técnico proveniente de una veeduría ciudadana creada mediante Decreto Ejecutivo de julio de 2007. A partir de un informe de esta veeduría, llamada Comisión para la Auditoría Integral del Crédito Público (CAIC), se impulsó la estrategia para el manejo de esos tramos de deuda identificados mediante mecanismos de mercado internacionales, que culminó con la oferta de subasta holandesa modificada.

● En segundo lugar, existe una institucionalidad más adecuada para asegurar un correcto manejo de la contratación y posterior servicio de la deuda pública. La Constitución de la República de 2008 establece normas claras para el uso y gestión de la deuda pública (artículos 289 y 290). Así, se establece que el endeudamiento público deberá: i) regirse por las directrices de la respectiva planificación y presupuesto; ii) se contratará deuda solo cuando los ingresos fiscales y los recursos provenientes de cooperación internacional sean insuficientes; iii) la deuda pública

solo podrá orientarse a financiamiento de programas y proyectos de inversión, y iv) la contratación de deuda pública deberá ser autorizada por un comité de deuda y financiamiento.

- El Código Orgánico de Planificación y Finanzas Públicas establece un techo de 40% del PIB para el endeudamiento público, adicionalmente como una regla macrofiscal se determina que los recursos originados en el financiamiento no podrán ser utilizados para cubrir gastos permanentes. Finalmente, el manejo de la deuda durante los últimos años ha permitido generar un clima de confianza y estabilidad, esto básicamente porque se ha cumplido con el servicio de la deuda externa e interna a tiempo.

- El nivel de deuda pública, al finalizar el primer semestre de 2012, fue de 22% del PIB —bajo el promedio de la región— mientras que en 2006 esta relación fue de 32%, evidenciando una mejor gestión de las finanzas públicas y de sus fuentes de financiamiento.

—S&P destaca la inversión pública, los mayores ingresos petroleros y el financiamiento con China como origen de un mayor crecimiento económico esperado. ¿Qué puede resaltar de esos tres aspectos en la política económica del país?

—La inversión pública ha tenido un rol muy importante en el crecimiento económico, permitió que no caiga la economía en la crisis de fines de 2008 e

inicios de 2009. Según análisis técnicos del MCPE, la intervención contracíclica del Gobierno evitó la caída de la economía en los años de crisis y permitió mantener trayectorias de crecimiento más dinámicas en el tiempo. La inversión pública del Gobierno central creció 585,3% entre 2006 y 2011, al pasar de \$ 829,3 millones a \$ 5.683,5 millones respectivamente, dinamizando al tiempo la inversión privada, lo que se evidencia en un mejor desarrollo del sector no petrolero. Así, en 2011 el PIB del sector no petrolero creció en 8,8%, mientras que el PIB del sector petrolero lo hizo en 4,2%.

Este hecho ha sido reconocido por la Cepal, al señalar que el nivel del gasto de capital del Ecuador es uno de los



más altos de la región, lo cual es clave para un apropiado desempeño de la economía en la región y para poder cerrar las brechas de infraestructura y competitividad con otras regiones dinámicas.

El desempeño del mercado petrolero internacional ha permitido mayores ingresos petroleros por los precios más altos del crudo, circunstancia que explica parcialmente el incremento de los ingresos del sector público. Los mayores ingresos públicos han provenido también de una mejor recaudación tributaria. Los ingresos petroleros fueron 35% de los ingresos totales del Gobierno central en 2011. Lo que se busca es transformar estos ingresos en permanentes, invirtiéndolos adecuadamente.

El financiamiento chino apoyó a diversificar las fuentes de financiamiento y a complementar las necesidades de los grandes proyectos de inversión pública. El Ecuador no es el único país que ha aprovechado el financiamiento proveniente de China, lo han hecho varios países de la región.

**—La gran vulnerabilidad que S&P observa para las perspectivas de crecimiento económico es la incertidumbre de encontrar financiamiento, dada la historia de moratorias del país y una probable caída del precio del petróleo. ¿Qué estrategia tiene el Gobierno para paliar la posible caída de precios del petróleo o la falta de fuentes de financiamiento en 2012 a 2014?**

—Las finanzas públicas se planifican de manera anual y plurianual, por lo que para 2012 se estimó un Presupuesto General del Estado (PGE) con ingresos por \$ 15.918 millones, de los cuales los de origen petrolero alcanzaron \$ 4.011 millones; es decir, 25,2% de los ingresos totales. Las finanzas públicas dependen en gran medida de los ingresos permanentes (tributos, transferencias, etc.). Los \$ 4.011 millones de ingresos petroleros fueron presupuestados con un precio referencial del crudo de \$ 79,7 para 2012. Teniendo en cuenta que el promedio efectivo del precio de crudo para el primer

semestre de 2012 fue de \$ 102,2 por barril, para alcanzar el precio de \$ 79,7 del presupuesto inicial se debería presentar para el segundo semestre de 2012 un precio promedio del crudo de \$ 57,2 y así todavía cumpliría con la meta de recaudación anual, circunstancia altamente improbable de acuerdo al comportamiento del mercado petrolero en estos meses. Para el año 2013 ya se encuentran identificadas las líneas de financiamiento y los gastos permanentes están debidamente financiados por ingresos permanentes.

La planificación plurianual ha sido construida en función de expectativas conservadoras del comportamiento del precio del crudo y una mayor contribución de los ingresos permanentes, resultantes de una mayor actividad económica que se reflejará en una mayor participación de los ingresos tributarios en el Presupuesto General del Estado.

**—Otro de los puntos débiles que menciona S&P es el “pobre” clima de inversión de acuerdo al estudio *Doing Business* del Banco Mundial, que ubica al Ecuador en el puesto 130 de 183 países y que no favorece la inversión privada. ¿Qué dice de esto?**

—El análisis que realiza el estudio *Doing Business* se fundamenta en índices derivados de trámites administrativos como el nivel de registro de las propiedades. Sin embargo, este indicador no considera cambios fundamentales como el Código Orgánico de la Producción, Comercio e Inversión que contiene incentivos para promover la inversión privada productiva, sostenible y sustentable para el Ecuador. La gran inversión pública que ha venido realizando el Gobierno nacional, tanto en capacidades humanas como en infraestructura productiva, energía y conectividad, ha permitido mejorar la competitividad sistémica del país. Y de acuerdo al Índice de Competitividad Global, recientemente difundido por el Foro Económico Global, que considera temas de infraestructura, conectividad, innovación, entre otros, el Ecuador ha mejorado 16 puestos en el *ranking* mundial.

**—¿Para cuándo se espera el desembolso del FLAR? ¿Cuál es el uso que le dará el Gobierno?**

—El desembolso de la línea de crédito del Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) se espera para el último trimestre del año 2012. El préstamo se ha contratado en apoyo a la balanza de pagos, que se verá afectada por la paralización de la Refinería de Esmeraldas, lo que repercutirá en menor producción de derivados y mayores niveles de importaciones de derivados de petróleo para cubrir la demanda interna.

**—S&P señala como un factor positivo la estabilidad política del Gobierno y la posibilidad que tiene de implementar su agenda debido a una mayoría en el Congreso. Sin embargo, también menciona que en 2012 “el Gobierno ha pasado leyes e implementado regulaciones que afectan negativamente al sector bancario y que atacan a los medios de comunicación en las cortes (como la condena a uno de los diarios) en acciones que descorazonan la inversión”. ¿Usted está de acuerdo en este punto con S&P o qué les explicaría al respecto?**

—Los entes de supervisión, control y regulación han propuesto y aprobado nuevas leyes a través de la Asamblea Nacional que, junto con otras normas técnicas, permitan asegurar la estabilidad de las instituciones que conforman el Sistema Financiero Nacional y en consecuencia resguardar los recursos de sus clientes. Estas leyes y normas no afectan negativamente al sector bancario, por el contrario, lo fortalecen al establecer un respaldo para los depositantes, por ejemplo, un Fondo de Liquidez más sólido, un nivel de Reservas Mínimas de Liquidez, un Seguro de Depósitos que permite proteger los depósitos de los clientes hasta por \$ 30.000 y un mejor análisis de líneas de créditos que permitan mitigar los riesgos inherentes de segmentos específicos.

Adicionalmente, existe toda una nueva estructura de fomento, regulación y control de las finanzas populares y solidarias. Estas acciones propician un mejor clima para inversiones de mediano y largo plazos. **■**