

La nostalgia del mercado

< POR MARÍA DE LA PAZ VELA >
ILUSTRACIÓN: CAMILO PAZMIÑO

El Banco del Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social (Biess) analiza la emisión de títulos por \$ 400 millones para obtener financiamiento. La mitad de ese monto espera ser colocado en el mercado nacional y la otra mitad en el internacional. El viceministro de Finanzas, Fausto Herrera, dio una declaración en la reunión anual del BID, el 15 de marzo, señalando que el Ecuador mantiene como una opción la emisión de bonos en el mercado internacional de capitales,



en caso de que el país lo requiera y las condiciones de la colocación sean favorables, aunque no hay una decisión definitiva ni fecha prevista. Lo evidente es que el Gobierno, que requiere más financiamiento y que debe pagar tasas de interés de 7% a 7,5% en las operaciones con China, tiene nostalgia de los mercados internacionales si compara con los intereses que pagan Bolivia o Paraguay: 4,875% y 4,625%, respectivamente.

“¿Puede Ecuador emitir un nuevo bono en este año?” era el título de la encuesta en línea que planteaba la revista *Latin Finance* a mediados de marzo, y que el día 22 ya exhibía resultados finales: 47% de los participantes en la encuesta consideraba que si el Ecuador emite bonos soberanos tendría problemas con los tenedores de los bonos 2012 y 2030 que no aceptaron los términos de la recompra en 2009. 35% de los participantes consideraba que si requiere el financiamiento puede acudir a los mercados y 19% respondía a esa pregunta que tendría que pagar intereses muy altos por el retorno al mercado.

El tema del regreso al mercado está en el tapete de los mercados mundiales y, sin duda, en las discusiones de las auto-

ridades económicas, aunque no han hablado sino escuetamente sobre el tema y solo ante medios internacionales. Cuando GESTIÓN contactó a la Secretaría de Comunicación del Ministerio de Finanzas para pedir una entrevista para tratar sobre el tema, recibió como respuesta que el tema era exclusivo del Biess. Pero a mediados de marzo, la revista *Latin Finance* destacó las declaraciones del viceministro de Finanzas, **Fausto Herrera**, obtenidas en la reunión anual del BID, quien dijo que el Ecuador piensa lanzar una “oferta de intercambio” hasta junio de este año para retirar del mercado los restantes bonos Global 2012 y 2030, sobre los cuales hubo moratoria en noviembre de 2008, y que aún están en el mercado debido a que sus tenedores no aceptaron las condiciones de recompra en 2009.

Los términos de esta oferta serían “más favorables” que los de la recompra realizada en 2009 sobre \$ 3.200 millones a 35 centavos de dólar, o sea con un recorte de 65%. Esta estrategia pretende abrir el camino a una emisión de bonos soberanos de \$ 400 a \$ 500 millones el próximo año, habría dicho Herrera a ese medio, al tiempo de afirmar que el país está interesado en diversificar sus fuentes de capital.

La publicación menciona también que el presidente **Correa** dijo a fines de febrero al *Financial Times* que se emitiría un nuevo bono siempre y cuando las condiciones financieras para hacerlo fuesen aceptables. Un boletín de prensa sin número, pero sobre el mismo tema, fue divulgado el 18 de marzo desde una dirección electrónica de

la dirección de Comunicaciones del Ministerio de Finanzas, escrito en Panamá el 15 de marzo, que afirma que Herrera dio a conocer que el Ecuador mantiene como una opción la emisión de bonos en el mercado de capitales internacionales, alternativa que se emplearía en caso de que el país lo requiriera y las condiciones de la colocación fueran favorables para el Ecuador, aclarando que no hay ninguna decisión definitiva sobre las fechas de la posible emisión, y que cualquier estrategia sobre el saldo pendiente de los bonos en mora 2012 y 2030 requiere la aprobación del Comité de Deuda. Esta comunicación deja ver que el tema se debate en el ámbito oficial, aunque aún no haya una decisión final al respecto y que se toma en cuenta el elevado riesgo país y del Ecuador frente a otros de la región (Gráfico 1).

RECUADRO 1

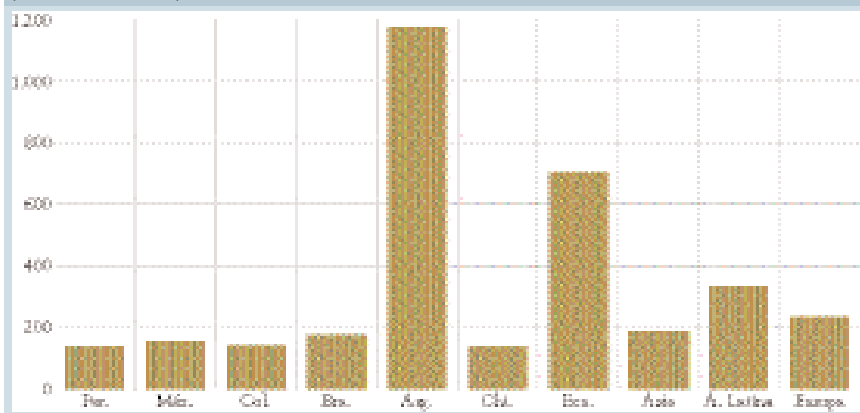
Cronología de las dos últimas moratorias y el regreso al mercado internacional

1999	En medio de la grave crisis financiera que consume los recursos fiscales, se declara la moratoria de la deuda sobre bonos Brady y Eurobonos.
Agosto, 2000	Canje de deuda en mora por bonos Global 2012 y 2030.
2007	El presidente Rafael Correa nombra una Comisión para la Auditoría Integral del Crédito Público (CAIC) para que analice las emisiones de bonos soberanos y determine si se trata de deuda legítima o no.
Noviembre 20, 2008	El presidente Correa acoge la declaratoria de la CAIC de que los bonos Global son ilegales e ilegítimos, y anuncia que no se van a pagar ni el capital ni los intereses, aunque haya los recursos para hacerlo, pues se considera injusto ese pago.
Diciembre 15, 2008	Caen en mora los bonos Global 2012 (\$ 540,6 millones), por no pago del cupón de intereses.
Diciembre 15, 2008	Continúa el pago de intereses para los bonos Global 2015 (\$ 650 millones).
Marzo 15, 2008	Caen en mora los bonos Global 2030 (\$ 2.835 millones), por no pago de intereses.
Abril 20, 2009	Ecuador presenta una propuesta de recompra de los bonos en mora con un recorte de 65% sobre el valor, ofreciendo un pago en efectivo.
Mayo 26, 2009	Se anuncia la recompra con \$ 950 millones, mediante una subasta holandesa modificada, con un precio mínimo de 29,5% + 50 puntos básicos sobre el valor facial, dirigidos por la firma internacional Lazard & Frères. El bufet de abogados londinense Clifford & Chance también participa en la propuesta.
I semestre 2013	Posible "oferta de intercambio" para retirar el saldo de bonos 2012 y 2030 del mercado y evitar el problema que enfrenta Argentina con la emisión del nuevo bono tras el dictamen de las cortes neoyorquinas.
2013 o 2014	Posible emisión de bonos soberanos o de bonos de institución cuasi-fiscal.

FUENTE: REVISTA GESTIÓN N° 179, REVISTA DIGITAL LATIN FINANCE, MARZO 2013.

GRÁFICO 1

ECUADOR TIENE EL SEGUNDO MAYOR NIVEL DE RIESGO PAÍS DE LA REGIÓN (FEBRERO 2013)



FUENTE: BLOOMBERG Y BCE.

HAY QUE EVITAR QUE OCURRA LO QUE A ARGENTINA

La posible emisión de un nuevo bono soberano, manteniendo en moratoria un saldo de bonos globales 2012 y 2030, configura una situación legal similar a la que vivió Argentina el año pasado. Por la cláusula *pari passu*, que

es parte de la estructura legal de los bonos globales, el Estado ecuatoriano se comprometió en la emisión de dichos bonos a dar un trato igualitario a todos los tenedores de bonos soberanos. Es esta restricción técnica legal la que debe tener una solución, para evitar que el fallo contra el Estado argentino sirva como jurisprudencia sobre el caso ecuatoriano. Por ello, tiene sentido la declaración del viceministro de

Finanzas, Fausto Herrera, a *Latin Finance*, que se estudia una "oferta de intercambio" que permita retirar el saldo de la deuda en mora. Haciéndolo, se abriría camino para una nueva opción de financiamiento del Ecuador en los mercados internacionales, un regreso del país a esos mercados sin restricciones legales. En caso de que fuese el Biess la institución que salga al mercado con títulos, no aplicaría la jurisprudencia originada en el fallo contra Argentina, al tratarse de una entidad independiente del soberano.

FALLO CONTRA EL ESTADO ARGENTINO POR LA CLÁUSULA PARI PASSU

Un tribunal de EEUU falló contra el Estado argentino el 25 de octubre de 2012, por discriminar a titulares de deuda cuya moratoria fue declarada en la severa crisis económica de 2001 y que continúa impaga, frente a tenedores de un nuevo bono de deuda emitida en los canjes de 2005 y de 2010, a los que sí se les paga. El juez **Thomas Griesa** de la corte neoyorquina manifestó que Argentina violó la cláusula de *pari passu*, es decir,

de trato igualitario entre tenedores de títulos de deuda, al pagar los servicios del nuevo bono emitido para el canje y continuar sin pagar los títulos emitidos antes de 2001. El fallo obliga al Estado argentino a remunerar a los acreedores de bonos impagos de una época anterior, cada vez que paga sus títulos reestructurados de 2005 y 2010.

El incumplimiento del Estado argentino surgió en diciembre de 2001, en medio de una insolvencia temporal del Tesoro, que obligó al Gobierno a decretar una moratoria temporal en el pago de intereses sobre \$ 80.000 millones de la deuda pública externa. La moratoria persiste a través de los años y ha afectado a los tenedores de bonos que no canjearon sus títulos cuando se les ofreció, que son los beneficiarios del fallo en las cortes, ocurrido el 25 de octubre del año anterior.

A pesar de este fallo, el Gobierno argentino aseguró que “sigue suspendida” la orden de pago a los titulares de deuda que reclaman el cobro de bonos soberanos que entraron en mora en 2001. La decisión de la corte estadounidense, el año pasado, ocasionó una ola de ventas de bonos argentinos, disparó el costo de asegurarlos contra un incumplimiento de pagos y provocó que Standard & Poor's baje la calificación soberana del país.

Los acreedores de la deuda en mora desde 2001 son los fondos NML Capital Ltd. y Aurelius Capital Management. El primero de estos fondos tiene sede en las Islas Caimán y logró retener en Ghana el buque insignia de la Armada argentina, la Fragata Libertad, por 77 días, con una orden judicial que surgió del litigio contra el Estado argentino por la moratoria sobre los bonos en su poder.

BLOOMBERG: “ECUADOR PAGA LOS INTERESES MÁS ATRATIVOS”

La agencia de noticias económicas, Bloomberg, en una nota de **Nathan Gill** del 14 de marzo, destaca que el Ecuador es visto como una inversión sumamente atractiva en el mercado internacional.

“La emisión del Biess sería un primer paso en un mercado internacional líquido”

—El Biess planea titularizar \$ 400 millones del portafolio empresarial. ¿Cómo avanza el tema?

—El Biess tiene \$ 540 millones en portafolio con una maduración de aproximadamente 4,5 años. El portafolio contiene títulos emitidos especialmente por el sector no financiero, es decir, empresas del sector real, son más titularizaciones que obligaciones. 90% de las titularizaciones tienen calificación AAA; el otro 10% tiene calificación AA, por parte de las calificadoras nacionales. Se trata de un activo selecto, pero la calificación interna de esos títulos no es similar a las internacionales. Entonces ahí puede haber una primera discusión, ya que el inversionista extranjero aspiraría a que la calificación la haga directamente Moody's, Fitch o S&P para que se compare con los títulos internacionales.

—¿Piensan realizar una emisión de títulos con base a ese activo?

—Con base a este portafolio tremendamente seguro, se quiere colocar una emisión de títulos afuera para atraer recursos. El respaldo de estos títulos nuevos son los vencimientos y pagos de los activos subyacentes, que tienen una posibilidad de moratoria muy baja. Teniendo los \$ 540 millones, tranquilamente se puede salir a buscar \$ 400 millones en títulos, dejando \$ 140 millones en garantía. La meta de colocación es \$ 200 millones en el mercado internacional, preferentemente el de Nueva York, en vista de que hay buenos niveles de liquidez y una preferencia por los papeles de mercados emergentes, que pagan tasas altas. Para los otros \$ 200 millones tenemos un proyecto paralelo: lanzar internamente



ING. EFRAÍN VIEIRA,
gerente general del Biess.

una cuenta única de inversión. Eso implicaría dar al afiliado información: un balance sobre sus activos (fondos de reserva, cesantía) y pasivos (créditos hipotecarios y quirografarios) dentro de la seguridad social, para que con sus excedentes pueda participar en la cuenta única de inversión. Por ejemplo, si el afiliado tiene \$ 5.000 en una cuenta de ahorros que le genera un bajo rendimiento, él podría invertir ese dinero en los títulos que van a rentar entre 5,5% y 6%, y obtener un rendimiento mayor. Es decir, es un proceso en el cual se incentivará a un gran número de afiliados para que comience a invertir en títulos a través del mercado de valores, optando por un fondo de liquidez o uno de largo plazo, compuesto por portafolios de inversiones en bolsa. En este proyecto

Comesá.

"Queremos matar dos pájaros de un tiro:

dar al afiliado un balance sobre sus activos y pasivos, y que invierta sus excedentes en opciones seguras que ofrece el Biess".

tenemos un avance de 65% y hasta el inicio del segundo semestre ya estaría presentado.

—¿Qué banco de inversión haría la estructuración de títulos?

—No hay ningún convenio firmado aún, pero hemos hablado con casi todos los grandes bancos de inversión, que tienen una nueva visión hacia nuestro país. Hace un mes, un grupo de inversionistas que venía con Morgan Stanley estuvo en el Biess y quería hacer una inversión tecnológica en el país, y propuso que el Biess participe de esa inversión tecnológica, aunque no requieren socio.

—Dos moratorias seguidas del Ecuador, la de 2008 por falta de voluntad de pago, ¿complican la estructuración de una emisión internacional?

—El tema tiene sus dificultades, pero se ve que países hermanos de América Latina, como Bolivia, pudieron salir al mercado y colocar bonos, ya que la situación económica de nuestros países está mejor que años atrás y eso hace que podamos colocar deuda nuevamente. [A esta emisión que planeamos podría afectarle el riesgo país, pero cuando los inversionistas entiendan que el flujo de recursos para el repago viene de títulos emitidos por empresas privadas con un alto potencial de crecimiento en el tiempo van a estar más tranquilos, porque el activo subyacente es el flujo para el pago de esos títulos y viene de su operación normal, dice **Omar Unda**, asesor del gerente general]. Por otra parte, los directivos de Morgan Stanley fueron claros en diferenciar el riesgo de una institución del riesgo soberano. Para salir con una titularización de \$ 450 millones, tenemos \$ 800 millones en garantía. Y sobre los rendimientos, invitamos al país, a los actores privados, a los actores pequeños a que vengán a participar de una fracción de esa renta.

—¿Con qué nivel de riesgo se podría calificar una emisión del Biess?

—Estamos trabajando sobre el tema de qué mecanismo de seguridad tener para que el título supere el riesgo soberano y el inversionista internacional tome la decisión, a ver si se da una garantía adicional; también se discute el tema del impuesto de 5% a la salida de capitales. Todos esos elementos abonan para definir un producto, señala Omar Unda.

—¿A qué plazo y tasa podría salir una titularización?

—Los plazos y las tasas da la naturaleza del activo subyacente. Una empresa ecuatoriana no emite deuda a 20 años, sino a tres, a cinco o hasta siete años. Entonces, el portafolio de inversión del Biess está dividido en bloques de corto plazo, hasta tres años; de largo plazo, a cinco años, y un bloque que tiene un promedio de siete años.

—¿Por qué una emisión de solo \$ 200 millones afuera cuando los países de la región emiten bonos por \$ 500 millones, \$ 1.000 millones?

—“Eso es relativo”, señala el asesor Omar Unda, “porque al invertir \$ 400 millones estamos haciendo la emisión más grande en la historia del Ecuador”. Entonces desde ahí ya es un reto, y se lo espera hacer pausado para que cuando sea un éxito el siguiente proceso suba a \$ 1.000 millones y así progresivamente. “Es una política de mesura por la reciente inserción al mercado”, afirma Unda. Y el gerente del Biess destaca que, tras titularizar su portafolio empresarial, harán lo mismo con la cartera hipotecaria de \$ 2.600 millones y con la cartera de consumo (quirografarios) de \$ 1.600 millones. La primera emisión se haría en 2013 y las siguientes en 2014.

—¿Qué ganan exactamente con la titularización?

—La gestión financiera busca volver líquido al activo y sacarle mayor rentabilidad.

—¿Cuál será el destino de los recursos?

—Sería colocar los recursos en la cartera hipotecaria para su crecimiento en 2013. Actualmente tengo \$ 1.050 millones de colocación de cartera hipotecaria. Y en cartera de consumo tengo \$ 1.150 millones. Aquí en el año, en esto solo necesito \$ 2.150 millones.

—El fallo de las cortes neoyorquinas contra Argentina, ¿afectaría a los títulos del Biess?

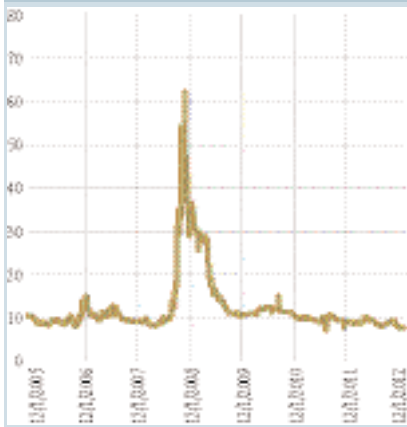
—Argentina está peleando para que no se aplique el fallo. Para los títulos del Biess no hay riesgo, porque el repago de esta titularización que estamos generando viene de los flujos del sector privado. Aunque podría pasar que, si el Biess busca una tasa de 5%, el mercado exija una tasa de 6,75%, entonces el riesgo país sí va a pegar en el costo; es decir, en el rendimiento que tiene que pagar el título que voy a emitir.

—Si el Ecuador paga entre 7% y 7,5% por los créditos chinos, ¿podemos aspirar a titularizar con tasas como las de Bolivia o Paraguay?

—Hay que pelear las tasas, por eso le digo que, si yo salgo con 5%, tal vez ellos me digan acércate a 7%. Y ahí está la pelea, esa es la negociación. Entonces hay que definir una tasa máxima, que no afecte las emisiones de bonos que el Gobierno en algún momento quiera hacer. Sobre esa tasa máxima hay que definir si salir con una tasa fija o con una variable que no puede exceder a la máxima. Esta emisión es un primer paso que abona a la exposición ecuatoriana en los mercados internacionales.

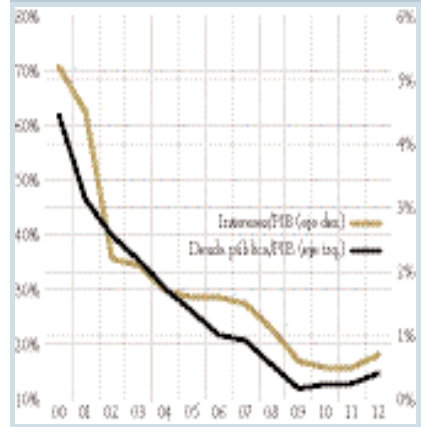
Para afirmarlo destaca que los \$ 650 millones de bonos global 2015 tienen un rendimiento de 7,64% (Gráfico 2), rinden 2,76% más que el promedio de la deuda de mercados emergentes que sigue JP Morgan Chase Co. Los inversores en renta fija que encuentran tasas de interés cercanas a cero en EEUU “se están volcando al Ecuador”, para aumentar el rendimiento. La misma nota destaca el incremento en recaudación tributaria efectiva de \$ 11.266 millones en 2012 con una expectativa \$ 11.938 millones en 2013, una expectativa de crecimiento económico de 4% en 2013 y una baja en el endeudamiento externo (Gráfico 3) hacen del Ecuador un destino interesante para la inversión financiera.

GRÁFICO 2
HAY \$ 650 MILLONES EN BONOS GLOBAL 2015 EN EL MERCADO QUE PAGAN SOBRE 7%



FUENTE: BLOOMBERG Y REUTERS EN LA BASE DE DATOS DE MULTIPICA.

GRÁFICO 3
LA CONTABILIDAD OFICIAL NO REGISTRA EN LA DEUDA PÚBLICA LOS CRÉDITOS CON CHINA*



FUENTE: BANCO CENTRAL DEL ECUADOR.

* LA CONTRATACIÓN DE CRÉDITOS CON LA CHINA SE MANTIENE EN RESERVA PERO LLEGARÍA A \$ 9.300 MILLONES CUYO SALDO NO SE CONOCE PÚBLICAMENTE.
** LA DEUDA PÚBLICA CONSOLIDADA OFICIAL (INTERNA + EXTERNA) ES DE \$ 20.050,4 M EQUIVALENTE A 23,3% DEL PIB, SIN CONTAR LOS CRÉDITOS CON CHINA.

OPINA EL MERCADO

“La titularización del Biess es un ensayo para volver a los mercados”

En el Ecuador han sido muy exitosos los procesos de titularización de cartera automotriz y de cartera hipotecaria, que tienen niveles muy bajos de deterioro y pérdidas de cartera. Así por ejemplo, el Banco Amazonas ha sido activo en la titularización de cartera automotriz, lleva cerca de 10 emisiones: generan su cartera con crédito para compra de automóviles, hacen un fideicomiso y, contra ese fideicomiso, emiten títulos. Otra entidad muy activa fue GMAC del Ecuador (brazo financiero de General

Motors) que tenía una estructura de crédito bien homologada que les permitió generar una importante cartera, lo cual facilitó que realizaran unos \$ 120 millones en titularizaciones en algunos años.

Actualmente, existen algunos activos susceptibles de titularización en el Ecuador: 1. titularización de cartera, hipotecaria y automotriz; 2. titu-

EdUARDO Valenzuela.



ISMAEL VÉLEZ, especialista en mercado de valores, gerente general de Picaval.

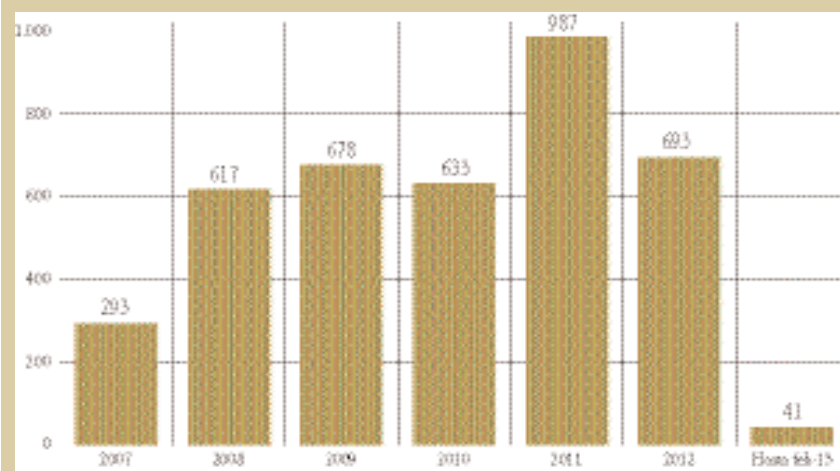
larización de flujos, los cuales están sustancialmente regulados en la Ley del Mercado de Valores y 3. titularización de valores inscritos en el mercado de valores, deuda pública, activos y proyectos inmobiliarios. El monto de títulos negociados anualmente es importante (Gráfico 4).

El Biess puede titularizar la cartera hipotecaria, que tiene a favor muchos créditos por cobrar. Pero el producto estrella son los créditos quirografarios, pues son

de primera calidad, ya que esta cartera está amparada por la garantía del fondo de reserva de los afiliados, con cero de morosidad. La tercera cartera del Biess son las inversiones obligatorias que ha hecho en el sector real a través de bolsa, como la compra de títulos valores, que le dan un rendimiento mensual con flujos programados que los puede “empaquetar” y titularizar. Emitir estos títulos es un ensayo para regresar a los mercados internacionales probando el impacto del riesgo país en la tasa que exijan de un título que sería visto como “cuasi soberano”.

GRÁFICO 4
COLOCAR \$ 200 MILLONES EN TÍTULOS EN UN AÑO ES UN MONTO ELEVADO DADO EL TAMAÑO DEL MERCADO
MONTO ANUAL NEGOCIADO DE TITULARIZACIONES (\$ MILLONES)

FUENTE: BOLSA DE VALORES DE QUITO Y DE GUAYAQUIL.



“La moratoria dejó incertidumbre legal para el regreso del Ecuador a los mercados”

Más allá de los Gobiernos soberanos, hay empresas públicas y otras entidades estatales que emiten títulos; esto es muy común en el mercado internacional. Se trata de “deuda cuasi soberana” (*quasi-sovereign or sub-sovereign debt*), por ejemplo, Bndes en Brasil o Pemex en México hacen emisiones.

Las autoridades ecuatorianas han comentado públicamente que están pensando en volver al mercado inter-

nacional, pero aún no se ha escuchado en el mercado acerca de una posible emisión. En el caso de Bolivia y Paraguay, su incursión en el mercado por primera vez ha sido exitosa, con tasas atractivas por debajo de 5%. Por eso no me sorprendería que el Gobierno ecuatoriano busque financiarse en el mercado internacional cuando se conoce que paga tasas como de 7% a los préstamos chinos. Por ahora, veo complicada la vuelta del Ecuador al mercado, sobre todo por el parecido con el caso actual de Argentina.

Hay una demanda en las cortes neoyorquinas contra el Estado argentino desde 2005, puesto que, tras la moratoria en 2001, se realizaron dos canjes de esos bonos, uno en 2005 y otro en 2010, pero un grupo importante de tenedores de esa deuda rechazó el canje (los *hold outs*) y demandó. En el caso de Argentina hablamos de alrededor de \$ 10.000 millones en bonos en mora que no aceptaron el canje. En el último año, los *hold outs* lograron una victoria en los tribunales por la cláusula *pari passu*, que implica un compromiso y una prohibición de no dar un trato diferente a unos tenedores de bonos de deuda o a otros. Aunque tenemos hasta ahora solo un fallo parcial, las cortes han dejado claro que un país que hizo una emisión con esta cláusula no puede dejar de pagar unos bonos (por ejemplo, los 2012 y los 2030) y continuar pagando otros, como los de una nueva emisión, o los Global 2015. En las cortes están tratando de aplicar el fallo en favor de los *hold outs* de la deuda argentina, para hacer que ellos cobren los

pagos dirigidos a los tenedores de los bonos nuevos de Argentina. Si eso ocurre, los nuevos bonistas no podrían cobrar sus acreencias y se podría generar una moratoria técnica sobre los nuevos títulos.

Los tenedores de bonos 2030 del Ecuador que no aceptaron la recompra no han demandado al Estado ante las cortes, pero el caso argentino sienta un precedente jurídico para el Ecuador y, en caso de regresar al mercado, hay esa incertidumbre sobre un nuevo papel ecuatoriano, un impedimento técnico para la emisión de nueva deuda del Ecuador. Pero si

no es el soberano el que emite deuda, sino una entidad estatal, en términos legales, es diferente y tal vez hay una posibilidad de realizar esa emisión.



BEN RAMSEY,
analista de mercados
emergentes para JP
Morgan Securities LLC
Advisors.

Correista.

El Biess es el mayor inversionista institucional y creo que está esperando dos cosas para titularizar:

1. Una reforma a la Ley del Mercado de Valores, que señale que los papeles colocados en mercados en el exterior están exentos del pago del impuesto de 5% a la salida de divisas, pues de lo contrario el IESS pagaría 5% sobre el principal y los intereses, haciendo inviable el intento de volver al mercado internacional. Se conoce que el director del SRI, **Carlos Marx Carrasco**, ya dio el visto bueno para que las inversiones provenientes del exterior que pasen por el mercado de valores y con plazos de más de un año estén exentas del ISD.

2. Encontrar un incentivo tributario o un mecanismo “de encaje” quizá, para hacer interesante el papel para la banca, de modo que los \$ 200 millones en títulos a venderse en el mercado doméstico se absorban rápidamente por los bancos. Según la Regulación 028 de julio de 2012, hay un mínimo de 1% en reservas de liquidez para los bancos, sobre valores de renta fija del sector no financiero de emisores nacionales privados, adquiridos en el mercado primario que, en el caso de las sociedades financieras, mutualistas y cooperativas, llega a 2%. Mover este porcentaje puede incentivar la compra de los títulos del Biess en el mercado doméstico.

Hay mucha liquidez en el mercado y más inversionistas dispuestos a tomar riesgos por más rendimiento. Con bonos del Tesoro pagando debajo de 2%, se explica que Bolivia y Paraguay hayan emitido por primera vez debajo de 5%.

Hoy en día el FMI no tiene que dar su aval a un país para que realice una emisión exitosa.

“Es factible que el Ecuador vuelva al mercado, pero tendrá que pagar tasas altas”

Ha habido una fuerte demanda de papeles de mercados emergentes desde que estalló la crisis financiera, que ha permitido que —desde 2008— 20 países nuevos entren al mercado de deuda externa con sus emisiones. 11 países, en 2012, se incorporaron al índice EMBI del JP Morgan (el punto de referencia para deuda externa). En América Latina, los nuevos operadores en 2012 y 2013 fueron Bolivia, Costa Rica, Guatemala y Paraguay. Es posible que otros países puedan entrar pronto, como Honduras y posiblemente el Ecuador (volver a entrar).

El volumen de emisiones corporativas se ha incrementado bastante. Las razones para esta demanda son, primero, que la crisis financiera no es una crisis de estos mercados, sino el manejo fiscal y monetario irresponsable en los Países Desarrollados Altamente Endeudados (HIDC). Segundo, los inversionistas que vendieron, cuando aumentaba la aversión al riesgo, salieron castigados por su visión de corto plazo. Hay que reconocer que las dos mayores oportunidades de inversión en mercados emergentes en los últimos cinco años fueron el estallido de la crisis en 2008-2009 y la volatilidad asociada a la moratoria griega el tercer trimestre de 2011. Y los inversionistas que tomaron ventaja de esos eventos para comprar títulos de mercados emergentes fueron bien remunerados. Finalmente, hay un reconocimiento de que los retornos futuros para los títulos de renta fija y en divisas de los países HIDC podrían ser negativos, dado que se espera inflación y devaluación a consecuencia de su endeudamiento.

Los mercados emergentes han crecido en promedio más de 5% por año en términos reales, desde que estalló la crisis en 2008. O sea que los riesgos no cambiaron mucho y las caídas tempo-

rales de los precios indicaban que había que comprar, no que vender.

Hay mucha liquidez en el mercado internacional. La adopción de políticas de flexibilización cuantitativa (FC) por parte de los bancos centrales de los países HIDC ha creado mucho dinero que se ha ido en parte a bonos de los países desarrollados, empujando los rendimientos a un territorio negativo.

Solo una pequeña proporción de estos recursos ha ido a los mercados emergentes; aun así, los activos de los mercados emergentes se han beneficiado de las políticas de FC, porque la caída de los rendimientos de los bonos del Tesoro de EEUU ha significado que corporaciones y el soberano de los mercados emergentes puedan emitir deuda a bajos rendimientos.

El bono Global 2015 del Ecuador se está transando a 7,7% (+725 puntos básicos). Este margen es tan amplio porque los bonos son muy ilíquidos y pocos bancos están en los mercados de bonos. Los bonos comparables serían los de Bolivia y Paraguay, que se están negociando con los siguientes rendimientos y márgenes:

i. Bolivia	4.875%	2022	5% (300 bps)
ii. Paraguay	4.625%	2013	4,5% (250 bps)

Mirando estos precios, es claro que el Ecuador está pagando un alto precio por la decisión del presidente Correa de declarar la moratoria en los Globales 12 y 30, porque los rendimientos que pagan Bolivia y Paraguay son mucho menores, a pesar de que su vencimiento es a un plazo mayor. El mercado entiende las razones de la decisión de declarar una moratoria específica-

mente en los bonos 2012 y 2030 (no en los 2015); pero esto no cambia el hecho de que el Gobierno rompió un contrato legal con los tenedores de

bonos ecuatorianos. Esos inversionistas estarán muy escépticos acerca de prestar dinero nuevamente al Gobierno ecuatoriano. Dicho esto, es posible que el Ecuador pueda emitir bonos otra vez y que, haciéndolo, pueda bajar significativamente los costos de sus títulos, porque probar que pueden acceder a los mercados es positivo para el crédito. Muchos inversionistas van a evaluar la voluntad y habilidad del Ecuador de pagar la deuda ahora y en el futuro. Aun así, es posible que el Ecuador tenga que pagar una tasa de interés más alta que otros títulos comparables, por su historia de moroso en serie.



JAN DEHN,
codirector
de Investigaciones de
Ashmore Group.

Cortés.

Desde 2008
20 países nuevos
entraron al mercado
con sus emisiones.
En América Latina,
los nuevos operadores en
2012 y 2013
fueron Bolivia, Costa Rica,
Guatemala y
Paraguay.

Es posible
que el Ecuador
tenga que pagar
una tasa de
interés por su
historia de moroso
en serie.

Deuda argentina en prueba piloto en Nueva York

BUENOS AIRES.- La suerte de países en dificultades para pagar deudas soberanas está en juego en la justicia de Nueva York, que debe definir en abril si acepta o no la propuesta del Gobierno argentino a los tenedores de títulos vencidos que rechazaron dos renegociaciones ofrecidas en el pasado.

A lo largo de casi 12 años, desde la declaración de cese de pagos o *default* de su entonces voluminosa deuda, Argentina logró reestructurar casi 93% de sus obligaciones bajo nuevas condiciones, que incluyeron fuertes quitas, rebajas de intereses y mayores plazos de pago.

Pero algunos de estos acreedores remanentes, que rechazaron las sucesivas propuestas, prefirieron litigar en tribunales de Nueva York para tratar de cobrar 100% del valor nominal de los títulos del Tesoro argentino.

Pero la pretensión, que ya obtuvo dos fallos favorables, no solo amenaza con volver a fojas cero toda la reestructuración de la deuda argentina. Expertos advierten que una ratificación de la sentencia por parte de la Corte de Apelaciones del Segundo Distrito, con sede en Nueva York, impactará en la capacidad de decisión de otros países con severas dificultades financieras en tiempos de crisis global, porque perderán credibilidad y previsibilidad.

Para evitar ese fracaso, que implicaría compensar a los acreedores remanentes y también a los que sí aceptaron la reprogramación, el Gobierno de la centroeuroquidista **Cristina Fernández** presentó a fines de marzo una propuesta a los litigantes en este caso por \$ 1.330 millones, que supone reabrir un nuevo canje de bonos, para lo cual se necesita autorización del Parlamento.

Este 26 de marzo, el Gobierno afrontó un fracaso esperado, cuando el tribunal rechazó la solicitud de que la apelación fuera estudiada por sus 13 miembros y no solamente por los tres que en noviembre

< POR MARCELA VALENTE >

El futuro de la reestructuración de Argentina, que cayó en cese de pagos hace casi 12 años, está en manos de los jueces de Nueva York. Siete de cada 100 acreedores aún se niegan al arreglo y llevaron el tema a las cortes estadounidenses.

habían ratificado el fallo contrario en primera instancia, dictado por el juez **Thomas Griesa**.

Argentina sorteo con éxito dos planteos de canje de títulos en *default*, beneficiosos para sus intereses, uno en 2005 y otro en 2010, tras lo cual se promulgó una ley que hoy impide tal acción.

En la actualidad, este país se encuentra en una situación financiera estable y paga sus vencimientos en tiempo y forma, pese a que prácticamente perdió acceso al mercado voluntario de deuda por el antecedente del cese de pagos decretado a fines de 2001 en medio de un colapso económico y social.

Según el último informe divulgado por el Ministerio de Economía, correspondiente al cierre del primer semestre de 2012, Argentina mantiene unos \$ 183.000 millones de deuda, que equivalen a 41,5% del producto interno bruto, lo cual hace que sea uno de los mejores perfiles de América Latina. El documento no incluye los títulos en *default*. El reporte anual debería publicarse a la brevedad.

La presidenta Fernández se había negado hasta ahora a reabrir el canje de bonos vencidos, en manos de capitales especulativos o "fondos buitres", como se conocen

a los acreedores oportunistas que compran a precios irrisorios títulos de Estados soberanos con graves dificultades para hacer frente a sus pagos.

Es lo que ocurrió con el remanente de la deuda argentina en *default*. Unos 300 millones de dólares son propiedad de inversores individuales y el resto lo poseen agencias y capitalistas especuladores que adquirieron esos títulos a un valor de entre 20 y 30% del nominal.

El reclamo legal de estos fondos, por el total del valor impreso en los títulos, implica embargos a nivel internacional y demandas judiciales millonarias contra el Estado deudor, en caso de que no abone, si finalmente la justicia les da la razón.

Algunos expertos argentinos creen que el tribunal estadounidense aceptará la propuesta argentina para poner fin a la controversia y, al mismo tiempo, defender la credibilidad del sistema de pagos global. Pero hay también quienes son más escépticos.

El economista **Fernando Porta**, del Centro Redes, dijo a IPS que, si la justicia de Nueva York desconoce la propuesta de reestructuración argentina, "se estaría introduciendo un nivel de incertidumbre espectacular en el sistema".

"El perjuicio potencial no es solo para Argentina sino que cuestionaría el sistema internacional de reestructuración de deudas en momentos en que hay países que están en dificultades para satisfacer esos compromisos", advirtió.

Porta indicó que, en materia de reestructuraciones, no hay convenios multilaterales que fijen reglas, sino que lo que hay es una casuística que otorga previsibilidad a estos procesos a lo largo de la historia y de cara al futuro.

Por estas razones, cree que la propuesta argentina "será aceptada finalmente", aunque quizás se deban sortear otras instancias. Fernández anticipó en su discurso inaugural de la nueva legislatura, el 1 de marzo,

que se ofrecerá a los litigantes un intercambio de bonos con las mismas condiciones de quita, intereses y plazo de pago que las utilizadas en la última operación de canje de 2010.

En cambio, su colega **Fausto Spotorno**, de la consultora Orlando Ferreres y Asociados, fue menos optimista. "No creo que esta propuesta sea aceptada por los *holdouts* (tenedores de títulos que no ingresaron al canje)", remarcó.

Para Spotorno, la Corte de Apelaciones difícilmente aceptará la oferta si no tiene el consenso de los acreedores. "Los *holdouts* tienen el fallo de primera instancia a su favor, por lo cual no van a aceptar ahora una propuesta con quita y mayores plazos", especuló.

El analista estimó ingenuo creer que el tribunal tendrá en cuenta el impacto que pueda tener su decisión en otros casos de reestructuración futuros. "Las nuevas emisiones de bonos tienen cláusulas que evitan este problema", aseguró.

La referencia del experto es a las Cláusulas de Acción Colectiva (CAC) que fueron propuestas por México en 2003 y que, desde entonces, se incluyen en la emisión de títulos de deuda soberana precisamente para facilitar eventuales reestructuraciones.

Una apelación polémica a estas cláusulas presentó Grecia en 2010, cuando las aplicó de manera retroactiva para reestructurar su deuda y no caer en cese de pagos, según el informe mexicano *Un ensayo sobre las Cláusulas de Acción Colectiva*.

El estudio, publicado este año por los economistas mexicanos **Alejandro Castañeda** y **Pablo Newman** en la *Gaceta de Economía*, analiza que este nuevo mecanismo se propagó a raíz de la amenaza de acreedores oportunistas en los casos de Argentina y Perú.

Estas nuevas disposiciones prevén que, en trance de crisis, la aceptación de una rebaja de las condiciones por parte de un grupo mayoritario de acreedores fuerza a todos a aceptar una norma diseñada para repeler a los "fondos buitres".

En la Unión Europea, estas cláusulas rigen desde enero, pero ya habían sido incorporadas por la mayoría de los países latinoamericanos y de otras regiones con porcentajes que varían en el mínimo requerido para la aceptación.

Los académicos mexicanos señalan que Argentina adoptó las CAC en la emisión de deuda reestructurada, pero la norma para los títulos que están en poder de acreedores remanentes es la que exige unanimidad para aceptar el cambio de condiciones.

Esas reglas más antiguas indican que, si un solo tenedor de títulos rechaza la propuesta del Estado deudor, se puede bloquear el proceso mediante un litigio que, de ser exitoso, podría beneficiar también al resto y afectar seriamente al emisor.

No obstante, todavía hay países que tienen deuda emitida en los años noventa, como la que se le reclama a Buenos Aires, según la legislación de Nueva York y con cláusulas de unanimidad, que se verían afectados por una resolución contra Argentina.

La cuestión está abierta, todo depende de que la propuesta de pago de Argentina resulte aceptable para la Corte de Apelaciones del Segundo Distrito o si esta se inclina por dar la razón a los acreedores. (IPS)

Reformas a la presentación del Anexo Transaccional Simplificado (ATS)

En el Suplemento del Registro Oficial N° 897, del 22 de febrero de 2013, se publicó la Resolución N° NAC-DGERCGC13-00071, que modificó el régimen de presentación del Anexo Transaccional Simplificado (ATS), estableciendo nuevas fechas para su presentación en los meses de enero a diciembre del ejercicio 2013.

Al respecto se recuerda que son sujetos obligados a la presentación del ATS:

- Contribuyentes especiales.
- Entidades del sector público.
- Quienes posean autorización de impresión de comprobantes de venta y retención a través de sistemas computarizados autorizados.
- Quienes tienen derecho y soliciten la devolución de IVA. Las instituciones financieras o de economía popular y solidaria.
- Empresas emisoras de tarjetas de crédito.
- Administradoras de fideicomisos mercantiles, fondos de inversión y fondos complementarios.
- Todas las sociedades, incluyendo los fondos complementarios y las personas naturales obligadas a llevar contabilidad.
- Agentes de aduanas.
- Personas naturales no obligadas a llevar contabilidad, cuyos ingresos brutos anuales o la sumatoria total de los costos, gastos, compras y adquisiciones anuales, del ejercicio fiscal inmediato anterior, hayan sido superiores al doble de los montos establecidos para que se genere la obligación de llevar contabilidad. En este caso, estas personas deberán presentar el Anexo desde el mes de enero del ejercicio fiscal siguiente y por todo el año.

Para el cómputo de ingresos brutos anuales o la sumatoria total de los costos, gastos, compras y adquisiciones anuales a los que se refiere el párrafo anterior, se deberán excluir aquellos relacionados con el trabajo en relación de dependencia, regalías, dividendos, rendimientos financieros, loterías, rifas, herencias, legados, donaciones y los provenientes de actividades que generen ingresos exentos del pago de impuesto a la renta.

No están obligadas las personas discapacitadas, de la tercera edad, organismos internacionales, dependencias diplomáticas, quienes no estén obligados a inscribirse en el RUC y los sujetos pasivos que soliciten devolución del crédito tributario que tienen derecho por el IVA pagado en la adquisición local de chasises y carrocerías utilizados exclusivamente en el transporte terrestre público de pasajeros en buses de servicio urbano.

Información elaborada por
Tributum Consultores.
info@tributum.com.ec

NOTA: DESPUÉS DEL EJERCICIO FISCAL 2013, ESTA CONSULTORA CONSIDERA QUE LA PRESENTACIÓN DEL ATS SE HARÍA DE FORMA NORMAL, ES DECIR, HASTA EL ÚLTIMO DÍA DEL MES INMEDIATO SIGUIENTE AL PERÍODO QUE PERTENECE LA DECLARACIÓN.

CUADRO

Fecha de presentación para 2013

Período fiscal	Mes a presentar
Enero y febrero 2013	Mayo 2013
Marzo y abril 2013	Junio 2013
Mayo 2013	Julio 2013
Junio 2013	Agosto 2013
Julio 2013	Septiembre 2013
Agosto 2013	Octubre 2013
Septiembre 2013	Noviembre 2013
Octubre 2013	Diciembre 2013
Noviembre 2013	Enero 2014
Diciembre 2013	Febrero 2014