

All you need is... GOLD

< POR ANDY GRUNDRISSE* >



Un experto financiero estadounidense considera que la reciente transacción de oro del Ecuador a través de Goldman Sachs fue una idea acertada, pero su ejecución no fue tan buena. Explica, en este

artículo exclusivo para GESTIÓN, cada uno de los componentes de la transacción, en la que aquel banco de inversión, donde este experto trabajó, pudo haber ganado alrededor de \$ 25 millones.

Es famoso el dicho que se adjudica a **Alexander von Humboldt** de que el “Ecuador es como un mendigo sentado sobre una bolsa de oro”. Bien, es innegable que el Ecuador tiene vastas tenencias de oro para un país de su tamaño y de su PIB. Y el presidente **Correa** está sin duda en lo correcto cuando dice que el oro es un activo completamente improductivo. No alimenta

a nadie, no abriga durante la noche ni proporciona cuidados médicos o educación. No genera, por sí mismo, ningún flujo de efectivo; de hecho, por el contrario, el oro cuesta dinero para guardarlo, protegerlo y asegurarlo cada año. Así que la decisión del Ecuador de conseguir ventajas con el financiamiento a bajo costo disponible en el mercado de futuros con sus reservas de oro es, sin ambigüedades e incuestionablemente, una decisión acertada, y como se suele decir en Wall Street, “a slam dunk no-brainer”.

El análisis presentado aquí muestra que los beneficios combinados realizados por el BCE y el Gobierno ecuatoriano en ahorros en gastos de interés y en costos de bodegaje y seguro suman un total de cerca de \$ 40 millones en los tres años de la transacción. Al mismo tiempo, este análisis muestra también que Goldman obtendría alrededor de \$ 25 millones en ingresos, lo que es excesivo incluso para los estándares de Wall Street, simplemente por administrar una transacción en la que Goldman no corre ningún riesgo ni usa nada de sus propios fondos o capital.

La primera vez que uno hace algo (piense, por ejemplo, en cuando se hace el amor), uno nunca lo ejecuta de la mejor manera. Pero la siguiente vez, y sucesivamente, uno lo hace mejor. Y con respecto a esta clase de transacción, habrá una próxima vez. La oportunidad estará allí mientras las tasas de interés en las principales economías permanezcan bajas con relación a las tasas de interés que el Ecuador tiene que pagar en los mercados globales de capital, en otras palabras por el futuro previsible. El Ecuador ha comprometido solo un poco más de la mitad de sus reservas de oro en esta transacción, todavía tiene potencialmente varios cientos de millones de reservas de oro que puede financiar de manera similar. Y esta transacción en sí misma se completará en menos de tres años cuando, por buenas razones, probablemente sea renovada.

En este ensayo, a través de una cuidadosa revisión de las declaraciones de varias agencias y funcionarios involucrados, y basado en la extensa experiencia del autor como *trader* y “arbitrajista” en Wall Street (irónicamente en Goldman Sachs, entre otros sitios), se explica y aclaran los componentes de la transacción. La esperanza del autor al escribir este ensayo es que, al explicar cada pieza de la transacción, la próxima vez el Ecuador estará en una posición de negociar un arreglo similar, seguramente con recursos más reducidos para el intermediario financiero.

Más allá del Ecuador, importa que otros países latinoamericanos examinen y analicen de cerca la tremenda oportunidad que el acuerdo Goldman-Ecuador ha sacado a la luz. Para aquellos países que no tienen al dólar como moneda, la comparación importante es si la tasa de financiamiento ofrecida en el mercado de futuros del oro más los costos y honorarios del negocio se comparan con el costo de emitir (o recomprar) deuda soberana denominada en dólares. Para dar un ejemplo, a los niveles actuales, los mercados de futuro en oro ofrecen financiamiento en oro con una tasa de interés de 0,25% por un año. Estos niveles resultarían altamente competitivos para muchos países latinoamericanos, en comparación con otras fuentes de financiamiento.

Y, finalmente, hay un rol vital que pide a gritos ser tomado en cuenta por el Banco Mundial, el FMI, el Banco Interamericano de Desarrollo o incluso por la ALBA, que es ponerse en el lugar de Goldman en el negocio y reducir los ingresos a una mera fracción de los aproximados \$ 25 millones que este banco recibirá por el negocio.

LAS CRÍTICAS EQUIVOCADAS

Defectuosos y errados en su enfoque han sido casi todos los numero-

sos análisis aparecidos —no solo en el Ecuador sino en EEUU— sobre la reciente transacción del Ecuador con Goldman Sachs, que involucra la transferencia de más de \$ 600 millones de reservas de oro del Banco Central a dicho banco estadounidense, y un préstamo simultáneo de \$ 400 millones de ese banco al Ministerio de Finanzas.

Hay muchas razones por las que esta transacción ha sido malentendida. Primero, se requiere una experiencia directa y profunda de lo que son los derivados, los mercados futuros, los contratos de bonos y las reglas, regulaciones y procedimientos de contabilidad bancaria.

En segundo lugar, el Gobierno del Ecuador no ha hecho públicos los contratos de la transacción del oro y del crédito al Ministerio de Finanzas. Por su parte, Goldman no ha dicho nada, solamente ha sonreído como un gato de Cheshire, después de tragarse un canario de \$ 25 millones.¹ Para entender la negociación es indispensable leer entre líneas con conocimiento de causa.

En tercer lugar, a los ojos de un gringo como el suscrito, el ambiente político y la discusión económica en el Ecuador se han deteriorado significativamente. Los opositores del presidente Correa inician el análisis con el axioma de que cualquier cosa que haga Correa es del infierno. Así mismo, los partidarios del Gobierno parten de la idea de que cualquier cosa que haga Correa es angelical. En esta atmósfera tan polarizada, el análisis y las conclusiones siempre están predeterminados dependiendo del lado del que provengan, lo que es desafortunado. En este punto, la situación económica y social del Ecuador enfrenta enormes desafíos y lo lógico sería que se logren esfuerzos unificados y colectivos para enfrentarlo.

Los errores en el análisis desafortunadamente han dominado el discurso y

¹ \$ 25 millones es el estimado del autor de la ganancia neta de Goldman por este negocio.

podrían tener consecuencias perniciosas. El autor considera que esta transacción debería ser estudiada de cerca e inmediatamente por otros países de América Latina. Si es que los resultados de la misma solo se verán al cabo de tres años, como manifiestan los críticos, no tendría sentido hacer este análisis ahora. Y si es que esta transacción fuera solamente una apuesta al futuro precio del oro, ¿qué aplicación podría tener en otros países?

Estas críticas superficiales disuaden de un entendimiento sobre este tipo de transacciones que podrían representar cientos de millones de dólares en beneficios para la gente de América Latina ahora y en el futuro.

PASO A PASO

La transacción involucra tres actores clave: el Banco Central del Ecuador (BCE), Goldman Sachs (Goldman) y el Ministerio de Finanzas. Sus roles y funciones son interrelacionados: ninguno puede ser entendido sin considerar a los otros y las contribuciones de cada uno a la transacción forman un todo sin costuras: se trata de un *ménage a trois* financiero.

EL ROL Y LA VENTAJA PARA EL BCE

El BCE es responsable del manejo de las reservas de oro del Ecuador. En esta transacción, el BCE ha entregado a Goldman más de 465 millones de onzas de oro (1.160 lingotes) por un período de tres años que culmina el 20 de febrero de 2017. El oro ha sido valorado a \$ 1.299 la onza, lo que implica un valor del oro entregado de poco más de \$ 600 millones.²

A cambio del oro, el BCE recibe una inversión en un derivado. Un derivado es simplemente un acuerdo legal entre dos partes que determina los pagos que se harán entre ellos, proveniente de un futuro precio, valor,

comportamiento de los precios de un *commodity*, de un título valor, de un activo o de un acontecimiento exógeno. Aunque no se ha hecho público el documento legal del título-valor derivado adquirido por el BCE, muchos detalles del mismo se conocen, y mucho de lo que falta puede ser acertadamente supuesto.

Se sabe, por ejemplo, que el derivado pagará al BCE 85 puntos básicos (0,85%) por año sobre los \$ 600 millones del oro entregados a Goldman por un período de tres años. Esto suma un poco más de \$ 5 millones por año, es decir, un total de \$ 15,5 millones a lo largo de la vida del convenio.³ Además, el BCE se ahorrará los costos de seguro y bodegaje que implica mantener el oro, los que se estiman a razón de cinco puntos básicos por año, o sea \$ 900.000 en tres años. Por lo tanto, el BCE recibirá un ingreso adicional de \$ 16,5 millones en interés y ahorros que si simplemente hubiese seguido custodiando el oro.

Además, en el improbable caso de que el precio del oro suba sustancialmente a un nivel que no se ha anunciado, el BCE ganará 20 puntos básicos adicionales; es decir, hasta \$ 3,6 millones, haciendo que el beneficio total sea de \$ 20 millones. El BCE ha insistido que tendrá una ganancia de entre \$ 16 y \$ 20 millones en esta operación si las cosas van de acuerdo a lo planeado. Este análisis demuestra que están en lo correcto.⁴

Numerosos críticos y comentaristas, por ejemplo, **Stephen Gandel** de la revista *Fortune*, han afirmado: “No está muy claro cómo el Ecuador va a terminar ganando \$ 20'000.000”. De hecho lo que no está muy claro es cómo estos expertos y comentaristas financieros van a deconstruir y explicar una transacción financiera

increíblemente compleja cuando ni siquiera habrían hecho las operaciones aritméticas básicas⁵ de esta transacción.

También está claro como el cristal que bajo los términos del título valor derivado, al final de los tres años del acuerdo, Goldman devolverá al BCE el mismo peso de oro. En el boletín

de prensa emitido por el BCE el 5 de junio, se lee: “Entrega del principal al vencimiento (**misma cantidad y calidad de onzas invertidas**)”.

Muchos analistas afirman que, al final del plazo de tres años, el BCE “recomprará” el oro de Goldman al precio de mercado de ese momento. No citan una sola declaración o fuente que permita sostener esa tesis, solo dicen que el resultado de la transacción depende del precio futuro del oro.⁶ El autor considera que no entienden la transacción en absoluto y espera que lean este número (242) de GESTIÓN.

En dicho boletín, el BCE especifica que al vencimiento se recibirá el principal en la “**misma cantidad y calidad**”. Esta frase revela que el oro entregado a Goldman por el BCE no es colateral del préstamo. Es verdad que se ha citado al presidente del Ecuador, Rafael Correa, quien ha dicho que el oro del BCE:

⁵ Ver, por ejemplo, Stephen Gandel, “Ecuador to Goldman Sachs: We Win, You Lose” en el sitio web de la revista *Fortune*, 4 de junio de 2014. Me apresuro a añadir que el Ecuador nunca dijo “Nosotros ganamos, ustedes pierden”, ni sugirió siquiera que el país se estuviera beneficiando a costa de Goldman. Como se explicará en detalle más abajo, ambas partes, Goldman y el Ecuador, se benefician enormemente de esta transacción. El señor Gandel parece haber excluido completamente esta posibilidad de su superficial y simplista análisis.

⁶ La exministra **Katuska King** asevera que la economía de la transacción dependerá de “qué sucederá con el precio del oro en el futuro” y **Roberto Salazar**, socio del grupo Octagon, afirma que “En este tipo de operaciones hay un gran factor de incertidumbre que es el precio de oro (a finales del plazo de tres años). Ahí se puede ganar o perder”. Ver Gandel, *op. cit.*; “Katuska King: desconoce el costo total de la operación con el oro de la reserva ecuatoriana”, *El Comercio*, 11 de junio de 2014, y “El costo de la operación con oro se conocerá en tres años”, *El Comercio*, 14 de junio de 2014.



² Ver Boletín de Prensa del BCE, de 5 de junio de 2014, titulado “El oro ecuatoriano al servicio de su gente”.

³ Los números aparecen redondeados.

⁴ Original “La rentabilidad de esta inversión para el BCE será entre 16 y 20 millones de dólares”. Ver BCE, *op. cit.*

“Nos sirve como colateral”.⁷ Pero hay una diferencia entre “sirve como” y “es”.

Suponga que usted pide prestado dinero y coloca las joyas de la familia como colateral (en el “monte de piedad”). Cuando paga el préstamo usted no recibe solo joyas de igual valor, o del mismo peso y calidad, sino exactamente las mismas joyas que entregó. El prestamista guarda sus joyas en un sitio seguro hasta que usted pague el préstamo y se las devuelve, o usted incumple y él las liquida. El uso de la frase “**la misma cantidad y calidad**” es una indicación segura de que Goldman no intentaría mantener el oro del BCE en una caja fuerte.

Al vencimiento del plazo de la operación, el BCE recibirá el mismo peso y pureza del oro, pero no el mismo valor en dólares por ese oro. Naturalmente, el precio del oro será diferente, tal vez muy diferente al cumplirse el plazo de tres años frente al que tiene hoy. Así que los cambios en el precio del oro afectarán directamente el valor del oro que el BCE recibirá de regreso. Pero esto es exactamente la misma exposición al mercado de oro que hubiese existido si el BCE hubiese dejado el oro en la bóveda. Nada ha cambiado.

Más reveladoras aún son dos frases que aparecen en el primer párrafo del boletín de prensa del BCE:

“La inversión en oro monetario se realizó a través de un derivado crediticio sobre riesgo soberano. Esta estructura financiera, además de generar una rentabilidad para el BCE, ha facilitado que un banco como Goldman Sachs pueda asumir el riesgo soberano del Ecuador y otorgue crédito, sin condicionalidades políticas, a menores costos financieros para el país”.

La primera frase dice que el oro del BCE ha sido invertido en un instrumento derivado que lleva riesgo soberano, sin decir explícitamente de qué país es tal riesgo. La segunda frase dice que,

al invertir el oro en ese instrumento derivado, el BCE ha hecho posible que un banco como Goldman acepte el riesgo de hacer un préstamo a un país como el Ecuador. Conectando los puntos se puede concluir que el riesgo soberano insertado en el derivado en que el BCE ha invertido su oro, no es otro que “el riesgo soberano del Ecuador”. El instrumento derivado pagará al BCE al menos 85 puntos básicos al año sobre el monto total del oro entregado a Goldman, y se devolverá al BCE un peso igual de oro al vencimiento del acuerdo, siempre que el Ecuador no haya caído en mora en el préstamo simultáneo que Goldman le está haciendo.

A través de la inversión realizada por el BCE en el derivado, Goldman queda inmunizado de todo riesgo de conceder crédito al Ministerio de Finanzas, ya que tiene en su poder el oro del BCE. ¡De verdad es un *ménage a trois* financiero!

EL ROL Y LA VENTAJA PARA GOLDMAN SACHS

Goldman es un banco de inversión y desempeña tres actividades clave en esta transacción. Primero, recibe el oro del BCE y, como se explicará, lo financia a través de los mercados de futuros del oro. En segundo lugar, usa los resultados de este financiamiento para hacer el préstamo de \$ 400 millones al Ministerio de Finanzas. Tercero, también actúa como agente pagador de la transacción. Todo el flujo de efectivo y distribución en las cuentas están bajo su control. El resultado de la transacción les permite extraer honorarios de servicio por la diferencia entre los pagos de interés hechos por el Ministerio de Finanzas sobre el préstamo (4,3%), por una parte, y el interés pagado al BCE y los costos del financiamiento conseguido a través de los mercados de futuros, por la otra.

Ciertamente los \$ 600 millones en oro entregados por el BCE son suficientes para conceder el préstamo

de \$ 400 millones.⁸ Pero el préstamo al Ministerio de Finanzas es en dólares, no en oro, de manera que primero hay que convertir el oro en moneda. En otras palabras, Goldman tiene que financiar el oro. Si es caro o inconveniente financiar el oro, entonces los costos del préstamo al Ecuador se vuelven prohibitivos, y la transacción no se hace. Por fortuna para todas las partes, existe en este momento una manera fácil y barata de financiar el oro, de la que Goldman está aprovechando (y que también podría aprovechar cualquier otro).

Para entender lo que Goldman está haciendo hay que desviarse a revisar las características básicas de los mercados de futuros. Al hacerlo también se podrá entender por qué esta transacción puede hacerse ahora y no era posible efectuar en otros momentos del pasado.

Financiamiento del oro en el mercado de futuros

Los contratos de futuros de *commodities* no perecederos, como el oro, se comercian en una relación definida con sus mercados de efectivo. El precio de los futuros nunca puede ser más grande que el precio en efectivo, más el costo de almacenamiento del *commodity* por el tiempo, hasta que expire el contrato del futuro. De igual manera, el precio en efectivo nunca puede ser mucho más alto que el precio futuro más el costo de prestar el *commodity* por el período en cuestión. Cuando los precios de los futuros son típicamente más altos que el precio en efectivo, se dice que

⁸ Goldman pide los 605 millones en oro para hacer el préstamo de \$ 400 millones en dólares para protegerse contra cualquier baja en el precio del oro. Si Goldman tuviera solo 400 millones en oro a los precios actuales, y el precio del oro cayera, entonces Goldman no tendría suficiente oro del BCE para compensar por completo cualquier *default* del Ecuador. Aunque el margen de \$ 205 millones es muy elevado, téngase en cuenta que es en forma de oro que al Ecuador solo le cuesta guardar y asegurar. Sin embargo, sí implica que el BCE tiene una exposición de crédito significativa con Goldman por la vida del acuerdo.

⁷ En el original: “Nos sirve de colateral de un préstamo”.

el *commodity* se comercia en *contango*. Cuando el precio de los futuros es típicamente más bajo, se dice que el *commodity* se comercia en *backwardation*.

El oro es un *commodity* que no se deteriora, pudre, decae o empaña. Tiene muy pocos usos industriales, así que casi cada onza de oro que alguna vez se minó todavía existe. El oro no produce ningún ingreso corriente, como lo hacen otros activos como los bonos (ingreso de intereses), las acciones (dividendos) y bienes raíces (arriendos); por el contrario, de hecho, guardar y asegurar el oro cuesta dinero. Todos los bancos centrales de las principales economías mundiales tienen vastas reservas de oro. Por todas estas razones, tanto en la teoría como en los hechos históricos, el oro, nunca se negoció en *backwardation*. Si lo hubieran hecho, los bancos centrales habrían realizado un negocio de arbitraje vendiendo el efectivo (de precio más alto) y comprando los futuros (de precio más bajo) y embolsándose el margen como ganancia (además del ahorro en los costos de bodegaje y seguro).

Pero desde 2013 los futuros de oro empezaron a sufrir episodios de precios futuros extremadamente planos, en gran parte como función de los niveles tan bajos de las tasas de interés. En las principales economías, las tasas de corto plazo son actualmente casi cero. El bajo nivel de las tasas de interés en el mundo ha influenciado sobre las interrelaciones entre los precios futuros, y esto hace que con el oro se dé esta oportunidad que no se dio en el pasado.

El oro del BCE no está siendo utilizado como colateral del préstamo per se. En vez de eso, Goldman estaría financiando el oro vía el mercado de futuros por el plazo del préstamo. Goldman lo haría vendiendo el oro en el mercado en efectivo y simultáneamente compraría la misma cantidad de oro en el mercado de futuros en la fecha más próxima al vencimiento del préstamo. El efectivo que consigue haciendo esto lo usa para financiar el

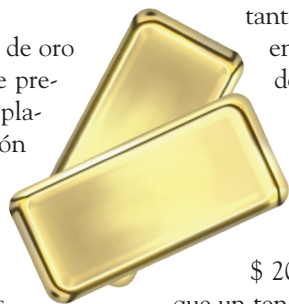
CUADRO 1
Precios al cierre de los futuros de oro (2 de junio de 2014)

Fecha de entrega	Precio del oro
Junio 2014	\$ 1.245,60
Diciembre 2014	\$ 1.246,70
Junio 2015	\$ 1.248,10
Diciembre 2015	\$ 1.250,60
Junio 2016	\$ 1.255,70
Diciembre 2016	\$ 1.263,90
Junio 2017	\$ 1.274,60

FUENTE: BLOOMBERG.

préstamo al Ecuador. Goldman está efectivamente haciendo lo que se conoce en el negocio como un *term repo*, manera corta de decir “acuerdo de recompra a plazo”.⁹ Para ver cómo funciona he aquí un ejemplo con los precios futuros reales del 2 de junio de 2014, el día que se anunció el acuerdo entre Goldman y Ecuador, que constan en el Cuadro 1.¹⁰

Estos precios no muestran *backwardation* pero son, de hecho, bastante planos. La diferencia entre el precio de junio de 2014 y el de diciembre de 2016, el contrato a futuro más cerca de la fecha del vencimiento Goldman-Ecuador, es menos de \$ 20 (1,5%). Esto significa que un tenedor de oro puede vender el contrato a junio de 2014, entregar el oro físico y recibir el producto de la venta. Simultáneamente puede comprar el contrato de diciembre de



⁹ Por supuesto, Goldman podría vender el oro de entrada y esperar a comprarlo cuando el préstamo del Ecuador venza (en tres años). Pero eso sería tomar riesgo de mercado, y si el precio del oro crece dramáticamente durante ese período, puede terminar perdiendo dinero. La ventaja de una transacción “repo” es que al comprar el oro para una futura fecha de entrega en simultáneo con la venta en efectivo o *spot*, se asegura el precio y se elimina el riesgo. Todo lo que queda es una tasa de financiamiento implícito por el período.

¹⁰ Quiero agradecer a Nathan Gill de Bloomberg Financial por recopilar estos números para mí. Por supuesto, ni el señor Gill ni Bloomberg, tienen ninguna responsabilidad por lo que he escrito aquí.

CUADRO 2
Precios del oro al cierre en Londres

Fecha de entrega	Precio del oro al cierre
Mayo 22	\$ 1.298,50
Mayo 23	\$ 1.291,50
Mayo 2 (tras fin de semana y feriado)	\$ 1.275,50
Mayo 28	\$ 1.263,50
Mayo 29	\$ 1.255,00
Mayo 30	\$ 1.250,50
Junio 2 (tras fin de semana)	\$ 1.247,25

FUENTE: LONDON BULLION MARKET ASSOCIATION (LBMA TIENE SIETE MIEMBROS, UNO DE LOS CUALES ES GOLDMAN SACHS).

2016, con solo un depósito muy pequeño (como para reservar), y financiar su posición de oro para el período de dos años y medio, a un costo de 1,5% o a 0,60% por año. Esto o algo similar es lo que podría hacer Goldman.

El acuerdo fue anunciado el 2 de junio de 2014. En el Cuadro 2 están los precios de cierre del oro en Londres de los días anteriores al anuncio.

La baja lenta y sostenida en el precio del oro desde \$ 1.298,50 el 22 de mayo hasta \$ 1.247,25 el 2 de junio es exactamente lo que podría esperarse si Goldman estuviera vendiendo el oro (del BCE) en el mercado en efectivo. Aunque Goldman nunca ha admitido que ha vendido el oro, dejó una huella forense financiera.

Una vez que financió el oro y teniendo la indemnización total proporcionada por el título valor derivado adquirido por el BCE, Goldman estaba en situación de proporcionar el préstamo al Ministerio de Finanzas. Sin la compra del título valor derivado, Goldman nunca habría concedido crédito al Ecuador. El país tiene una calificación de crédito menor al grado de inversión. Actualmente está calificado con B por Standard & Poor's, y Caa1 por Moody's (al cierre de esta edición), las dos principales agencias de calificación de riesgo. Cualquier posición bajo BBB- se define como menor al grado de inversión o para usar el término técnico “basura”. Esto significa que, bajo la estructura regulatoria global del mundo financiero y bancario,

cualquier préstamo al Ecuador, sin tener en cuenta cuán bien esté garantizado o, incluso, sobregarantizado, es tratado como un activo con 100% de castigo al capital propio. Esto significa, a su vez, que cualquier banco o institución, incluyendo Goldman Sachs, debe poner su capital dólar por dólar contra el préstamo. En otras palabras, Goldman o cualquier otro banco o institución financiera estaría limitado a recibir 4,30% como ganancia de su capital. Los bancos y otras instituciones financieras típicamente apuntan a un retorno del capital de 12%, y cuando el autor trabajó en Goldman, ellos pedían mucho más, ciertamente bastante más de 20%. Así que Goldman nunca habría hecho un préstamo que limitase su ganancia sobre el capital a 4,30%.

Sin embargo, bajo las mismas regulaciones bancarias, el derivado, el préstamo y el oro, pueden consolidarse

como una transacción especial completamente cubierta e indemnizada sin necesidad de hacer ningún castigo de capital. Esto en el argot bancario y financiero se conoce como *offset* o *pairing off*.¹¹ Es lo mismo que si Goldman hubiera vendido todo el préstamo, no tendría que castigar su capital para nada y operaría solamente como el “servidor” o procesador de los pagos de la transacción.

En esta capacidad de “servidor”, Goldman extraerá la diferencia entre la tasa de interés de 4,30% sobre el préstamo y la suma de: 1. los costos de financiar el préstamo a través de la transacción en el mercado de futuros y 2. lo que le está pagando al BCE por el uso del oro. El costo de financiar el oro en futuros, incluyendo los costos de tran-

¹¹ El BCE se refiere a este término como consolidar riesgos. Ver artículo “El oro de la reserva va a gimnasia financiera” por Michelle Ordóñez, revista GESTIÓN, julio/agosto 2014.

sacción, es menor que los 85 puntos básicos en el préstamo de \$ 400 millones, o un máximo de \$ 3,4 millones por año. Además, Goldman está pagando al BCE 85 puntos básicos del monto total de oro depositado (\$ 605 millones) o casi \$ 5,15 millones por año. Así, el total de los costos de Goldman alcanzan alrededor de \$ 8,6 millones por año. Al mismo tiempo, recibe 4,30% de interés anual sobre los \$ 400 millones, o sea \$ 17,2 millones. Así que Goldman estaría ganando más de \$ 8,5 millones por año por los tres años de plazo del préstamo; es decir, unos \$ 25 millones en total. Además, Goldman nunca tiene que cobrar directamente o detallar sus costos en honorarios para obtener ingresos. Siempre que el Ecuador realice el pago de su deuda, Goldman pasará una pequeña porción de ese pago al BCE, según lo comprometido bajo los términos del derivado y simplemente se embolsará el resto. Esto significa

que es complejo saber cuánto y cómo es que Goldman está ganando con el acuerdo financiero.

El retorno del capital para Goldman en esta transacción excede con mucho el objetivo estándar en la industria bancaria mundial de ganar 12%. Con el análisis presentado aquí el retorno para la inversión de Goldman es infinitamente rentable. ¡Nada malo para una transacción en la que tiene cero riesgo y en la que no usa nada de sus propios capital o fondos!

EL ROL Y LA VENTAJA PARA EL MINISTERIO DE FINANZAS DEL ECUADOR

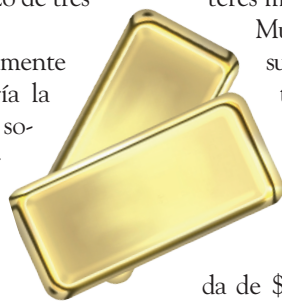
El Ecuador, a través de su Ministerio de Finanzas, está recibiendo un préstamo de \$ 400 millones a un plazo de tres años y una tasa de 4,30%.

La tasa de 4,30% es ciertamente mucho menor que la que sería la tasa de mercado para la deuda soberana del Ecuador. Casi al mismo tiempo que ocurría esta transacción, el Ministerio de Finanzas colocaba una nueva emisión de \$ 2.000 millones en bonos de diez años, con una tasa de interés de 7,95%. Paralelamente los bonos marcadores del Tesoro de EEUU a diez años se comerciaban con un rendimiento de alrededor de 2,60%, de manera que el margen entre la deuda soberana del Ecuador y la deuda soberana de EEUU era de alrededor de 5,35% o 535 puntos básicos. Al tiempo de la transacción Goldman-Ecuador, las tasas a tres años del Tesoro de EEUU estaban alrededor de 0,80%. Al aplicar el mismo *spread* de 535 puntos básicos, resulta que el justo rendimiento del mercado para una deuda ecuatoriana de tres años estaba en alrededor de 6,15%. La diferencia entre la tasa de interés sobre el préstamo, 4,30%, y el justo rendimiento del mercado para una deuda ecuatoriana de tres años, 6,15%, es 1,85%. Así que el Ecuador se ahorró en gastos de intereses 1,85% sobre \$ 400 millones o \$ 7,4 millones por año, es decir, un ahorro de \$ 22,2 millones sobre la vida del préstamo.

¿Desesperada búsqueda de crédito o financiamiento a bajo costo?

La transacción ha sido criticada y vista como una desesperada búsqueda de efectivo por parte del Gobierno de Correa, y no como una búsqueda lógica de financiamiento menos caro.

Como un dueño de casa que refinancia su hipoteca cada vez que caen las tasas, siempre que uno puede hacer algo para bajar su costo de financiamiento de una manera significativa, debe hacerlo. Incluso si el Ecuador no tuviera necesidad de dinero, debería entrar en este tipo de transacción y luego simplemente usar lo obtenido para comprar otra deuda existente de alto interés. Dicho de manera simple: siempre es mejor pagar una tasa de interés más baja.



Muchos comentaristas han sugerido que esta clase de transacción disminuye al Ecuador a los ojos del mundo y empaña su reputación. Esto es improbable. Si fuera así, entonces la oferta de deuda de \$ 2.000 millones, que se cerró luego de que se anunciara esta transacción, no habría sido ni de lejos tan exitosa. Más aún, en el lapso desde que la colocación de los bonos se cerró, estos han tenido un buen desempeño, se han apreciado (Bloomberg, agosto 5). Los bonos de deuda soberana ahora se comercializan con premio sobre su precio de salida. Esta clase de comportamiento de precios es inconsistente con cualquier visión negativa de los mercados de capitales sobre la transacción Goldman-Ecuador.

¿Por qué Goldman?

Una cuestión vital: ¿por qué esta transacción ha sido tan complicada? ¿Por qué tuvo que intervenir Goldman? ¿Por qué el BCE tuvo que comprar un derivado en vez de financiar él mismo el oro y hacer el préstamo al Ministerio de Finanzas directamente?

Si quitamos a Goldman de la ecuación, tendríamos al BCE actuando directamente en el mercado de futuros del oro para aprovechar las posibilidades de financiamiento a bajas tasas que puede conseguir ahí. El BCE pudo haber tomado el lugar de Goldman y hacer un crédito al Ministerio de Finanzas. Pero en la Ley de Régimen Monetario y Banco del Estado vigente a la fecha de la transacción, el art. 84 prohíbe al BCE: inciso "b) conceder créditos a las instituciones del Estado... y c) garantizar cualquier clase de obligaciones". Por esta razón, en el Ecuador, Goldman o alguien similar debió cumplir un rol indispensable sirviendo como prestamista de la transacción.

Esto explicaría la insistencia del BCE de que el oro no ha sido vendido ni usado directamente como colateral, afirmando que al contrario ha sido "invertido", y que el oro puede ser devuelto al BCE en el momento en que lo desee, con un aviso de una semana.¹²

El presidente Correa y su Gobierno merecen un reconocimiento por haber instrumentado esta transacción. Pero la ejecución fue una oportunidad de oro para que Goldman pudiese obtener un buen pedazo del pastel. **G**

* B. A. magna cum laude en Economía en Harvard College en 1981, negociador de papeles respaldados por hipotecas en Goldman Sachs y en 1987 fue uno de los cofundadores del Departamento de Arbitraje de Ingreso Fijo de dicha institución, que manejó más de \$ 12 mil millones de activos para Goldman Sachs Partnership. Luego de salir de Goldman, manejó varias mesas de negocios, fue gerente general de una compañía de seguros y un banco, y consultor con varios de los más sofisticados fondos de cobertura de ingresos fijos. Actualmente reside en Quito con cuatro gatitas rescatadas y sigue haciendo consultoría financiera y de negocios para individuos e instituciones: agrundriss@aol.com

Traducción del inglés: G. Ortiz.

¹² Seguramente esta provisión se ha puesto para calificar el tratamiento contable de la inversión como "líquida". En general, un instrumento derivado a tres años plazo, cuya documentación legal no está disponible, no merecería la definición de "líquida". No obstante, sin duda, el préstamo al Ecuador tiene una regla espejo que, en el caso de que el BCE pida su oro, su préstamo se vuelve exigible y pagadero de inmediato.