

Universidad Andina Simón Bolívar

Sede Ecuador

Área de Estudios Sociales y Globales

Programa de Maestría en Relaciones Internacionales

Mención en Economía y Finanzas

**El funcionamiento de los Mercados Internacionales de Bonos
Soberanos: Un análisis a partir del retorno del Ecuador al
Mercado Internacional de Bonos período 2014-2015**

Edgar Edmundo Guerrero Vargas

Quito, 2016



CLAUSULA DE CESIÓN DE DERECHOS DE PUBLICACIÓN DE TESIS

Yo, Edgar Edmundo Guerrero Vargas, autor de la tesis intitulada “El funcionamiento de los Mercados Internacionales de Bonos Soberanos: Un análisis a partir del retorno del Ecuador al Mercado Internacional de Bonos período 2014-2015”, mediante el presente documento dejo constancia de que la obra es de mi exclusiva autoría y producción, que la he elaborado para cumplir con uno de los requisitos previos para la obtención del título de magíster en Estudios de Relaciones Internacionales, mención Economía y Finanzas, en la Universidad Andina Simón Bolívar, Sede Ecuador.

1. Cedo a la Universidad Andina Simón Bolívar, Sede Ecuador, los derechos exclusivos de reproducción, comunicación pública, distribución y divulgación, durante 36 meses a partir de mi graduación, pudiendo, por lo tanto, la Universidad utilizar y usar esta obra por cualquier medio conocido o por conocer, siempre y cuando no se lo haga para obtener beneficio económico. Esta autorización incluye la reproducción total o parcial en formato virtual, electrónico, digital u óptico, como usos en red local y en internet.
2. Declaro que en caso de presentarse cualquier reclamación de parte de terceros respecto de los derechos de autor/a de la obra antes referida, yo asumiré toda responsabilidad frente a terceros y a la Universidad.
3. En esta fecha entrego a la Secretaría General, el ejemplar respectivo y sus anexos en formato impreso y digital o electrónico.

Fecha

Firma:

Universidad Andina Simón Bolívar - Sede Ecuador

Área de Estudios Sociales y Globales

Maestría en Relaciones Internacionales

Mención: Economía y Finanzas

**El funcionamiento de los Mercados Internacionales de
Bonos Soberanos: Un análisis a partir del retorno del Ecuador
al Mercado Internacional de Bonos período 2014-2015**

Autor: Edgar Guerrero Vargas

Tutor: Marco Romero

Quito, 2016

Resumen

A los mercados internacionales de bonos soberanos, diariamente acuden participantes que buscan negociar grandes sumas de dinero; requeridas principalmente por gobiernos centrales, locales y empresas públicas. Dentro de este segmento del mercado de capitales, la presencia del Ecuador no ha sido diferente. Sin embargo, no ha tenido una participación directa representativa, las pocas veces que ha concurrido, más bien ha sido como medida, para reestructurar su deuda externa.

El propósito de la presente investigación es analizar el funcionamiento del mercado internacional de bonos, comenzando con una descripción histórica de los principales mercados internacionales, exponiendo la manera en que Latinoamérica ingresa en dicho mercado y cuál ha sido la participación del Ecuador desde cuando fue república hasta 2015, considerando para ello aspectos económicos, financieros, políticos y sociales, así como también establecer las principales causas que motivaron sus intervenciones continuas, durante el periodo 2014-2015.

Para realizar la presente investigación fue necesario considerar el endeudamiento del Ecuador a través de bonos soberanos y su evolución en el tiempo; determinar las causas por las que el Estado ecuatoriano fue calificado con características de crédito, diferentes a la mayoría de los países de Latinoamérica; situación que se ha mantenido desde las primeras emisiones de instrumentos de deuda y que al parecer se ha intensificado en el gobierno actual (Correa).

También se va a comparar las emisiones de bonos realizadas por algunos países de Latinoamérica, frente a las desarrolladas por el Ecuador, para obtener las diferencias más significativas, y determinar las posibles razones de las variaciones encontradas.

Las conclusiones a las que se llegue en la presente investigación serán expuestas al final del tercer capítulo.

Palabras clave: Mercado, bonos soberanos, Ecuador, gobierno, sistema internacional, riesgo, deuda externa.

Dedicatoria

A mis padres especialmente a mi madre por sus bendiciones día a día.

A mis padres políticos Carlos y Gloria por su motivación y ejemplo.

A mi esposa Jimena compañera de camino, a mis hijos Andrea y Kamilo por su gran amor, comprensión, paciencia, ánimo y aliento inquebrantables.

Agradecimientos

A la Universidad Andina Simón Bolívar y a sus docentes por su
enseñanzas durante todo este tiempo.

A mi tutor, Economista Marco Romero Cevallos por su tesón e
inquebrantable apoyo.

A mis compañeros y amigos de estudio por su ayuda y aliento
continuo.

A mis lectores de tesis ya que gracias a ellos se ha seguido
perfeccionando este proyecto.

Tabla de Contenido

Introducción.....	9
Capítulo primero.....	12
Funcionamiento de los Mercados Internacionales de Bonos Soberanos.....	12
1.1. Mercados Internacionales de bonos.....	12
1.1.1. Funcionamiento de los mercados internacionales de bonos	13
1.2. Agencias calificadoras de riesgos.....	17
1.2.1. Componentes del riesgo crediticio.....	18
1.2.2. Ratings: Internos y externos	19
1.2.3. Metodología y clasificaciones de las agencias	20
1.3. Riesgo País	22
1.3.1. Cálculo de Riesgo País	24
1.3.2. El costo de la calificación crediticia dentro de los mercados internacionales	28
1.3.3. Precio de un bono soberano	30
Capítulo segundo.....	31
Los mercados Internacionales de bonos soberanos dentro del sistema económico mundial.....	31
2.1. Reseña Histórica del Mercado Internacional de bonos soberanos	32
2.1.1. Historia de la participación de Latinoamérica en los mercados internacionales de bonos.....	34
2.2 Principales actores y la dinámica de la economía política internacional.....	42
2.2.1. La dinámica de la economía política internacional	48
2.3. Los mercados internacionales de bonos a comienzos del siglo XXI....	50
2.3.1. Los mercados internacionales de Bonos 2014-2015.....	54

Capítulo tercero.....	58
Ecuador inmerso en el mercado internacional de bonos soberanos 2014-2015.....	58
3.1. Antecedentes de la emisión de bonos en el caso de Ecuador.....	58
3.1.1. Precedentes históricos: Desde la independencia a la crisis de la deuda	59
3.1.2. De la iniciativa Brady a los bonos Global	63
3.1.3. Del canje de Bonos Global al no pago de la deuda	73
3.2. Emisiones de bonos realizadas por el Ecuador: una perspectiva comparativa con otros países Latinoamericanos (2000–2013).....	78
3.2.1. Fuentes Tradicionales de Financiamiento Internacional del Ecuador 2014 – 2015	81
3.2.2. Principales causas para el retorno del Ecuador al mercado de bonos internacionales.	84
3.2.3. Características principales de las emisiones de bonos en Ecuador en el periodo 2014 – 2015	90
3.3. Emisiones recientes de bonos: características y análisis comparativo con otros casos en América Latina (2014 – 2015).....	93
3.3.1. Análisis de las emisiones realizadas por el Ecuador 2014 – 2015....	99
3.3.2. Otras voces sobre el retorno del Ecuador a los mercados de bonos	104
Conclusiones.....	106
Lista de Referencias.....	111

Introducción

El Mercado de bonos internacionales como parte constitutiva del mercado financiero es donde acuden diariamente los agentes económicos a transar importantes sumas de dinero, buscando satisfacer sus requerimientos de una forma ágil, segura y oportuna.

Por una parte, se encuentran los agentes económicos constituidos por los gobiernos que emiten títulos de deuda, para obtener el financiamiento necesario y así solventar sus necesidades económicas; por otra parte, encontramos a los agentes económicos que representan a los inversionistas que colocan sus recursos líquidos, a cambio de una rentabilidad por tener que asumir un riesgo, y entre estos dos agentes se encuentran las entidades intermediarias.

En la mayoría de los mercados de bonos, se realizan operaciones de negociación a través de dos mecanismos: oferta pública¹ y oferta privada². Para determinar la mejor alternativa, se cuenta con el asesoramiento de algún intermediario o *broker*, el cual ayuda a reducir notablemente el riesgo de una mala participación. Los diferentes títulos de deuda que se transan en los mercados, poseen sus propias características, tan particulares, que no se asemejan aún ni a las emitidas por el mismo gobierno, en similares condiciones (Vázquez 1989, 72).

Este mercado tiene la particularidad de negociar títulos de deuda, que maduran a largo plazo (más de 1 año y sobrepasan en ocasiones los 30 años). El riesgo de los bonos soberanos se encuentra medido por la calificación crediticia, otorgada por la agencia calificadora de riesgos cuando se negocia por primera vez en el mercado primario; estos títulos se encuentran totalmente garantizados por el gobierno, de allí, se desprende su nombre como “Bonos Soberanos o Bonos de Gobierno”. Generalmente, la divisa que va impresa en

¹“Una oferta pública es aquella que 1. se dirige al público en general, 2. a 100 o más inversionistas determinados, con el propósito de captar recursos del público” (ANDI 2013).

²“Una oferta privada debe cumplir con una de las siguientes condiciones: 1. la oferta se dirige a menos de 100 inversionistas determinados; 2. la oferta se dirige a los accionistas del emisor, siempre y cuando este tenga menos de 500 accionistas; 3. el emisor es una compañía de servicios públicos que ofrece valores a los inversionistas que se beneficiarán de las inversiones en infraestructura” (ANDI 2013).

estos títulos es distinta a la del país que los emitió (como los eurodólares)³, esto otorga mayor confianza al inversionista al tener títulos en una moneda conocida por todos y de mayor aceptación mundialmente como el dólar, la libra esterlina, el euro o el marco alemán, blindándose frente a una eventual crisis local o mundial (Díaz et al 2002, 45).

Sobre el tema de mercado internacional de bonos, existe una amplia gama de información. En esta medida, al revisar parte de ella, llama la atención las veces que ha participado el Ecuador en el mercado, resaltando el caso atípico suscitado en la actual administración (Correa), puesto que por primera vez en su historia participa directamente⁴ por tres ocasiones en menos de un año (junio 2014 a mayo 2015).

Para realizar este estudio me pareció conveniente empezar con la descripción *del funcionamiento de los mercados internacionales de bonos en general, luego dar a conocer la participación de Latinoamérica en el mercado, y al final tratar de forma particular al rol que ha cumplido el Estado ecuatoriano dentro del mercado*; recurriendo a distintas fuentes de información tanto físicas que se encuentran en libros, revistas, monografías, entre otras; y virtuales a través de varias bibliotecas electrónicas y digitales, sitios web y otros medios que me permitieron recolectar información para justificar datos y opiniones que presento a lo largo de esta investigación.

Es importante aclarar que esta investigación no es totalmente innovadora, en el sentido que varios tratadistas y estudiosos han desarrollado este tema, desde distintos puntos de vista, y que han dejado en evidencia el papel que cumple el mercado internacional de bonos dentro de la economía mundial a lo largo del tiempo. *Mi aporte consiste en explicar el funcionamiento del mercado internacional de bonos; con un análisis en forma particular sobre la participación continua del Ecuador en los mercados, en el periodo 2014-2015*. Esta investigación será una herramienta complementaria para los inversionistas, emisores y lectores interesados, en ampliar su criterio con respecto al mercado internacional de bonos soberanos.

³“Depósitos denominados en dólares estadounidenses que se mantienen en bancos fuera de los Estados Unidos” (Economía48 2012)

⁴No fue por renegociación de la deuda a bonos o por la firma de convenios que usualmente se terminaba titularizando a la deuda.

El trabajo consta de tres capítulos. En el primero se describe en sí el funcionamiento del mercado internacional de bonos y la manera en que se clasifican y se negocian los bonos que en este mercado se transan entre los diferentes agentes económicos. En el segundo capítulo se describe a los mercados internacionales de bonos soberanos: su historia desde los orígenes hasta 2015, características generales, su estructura, quienes son y cómo actúan sus principales actores, donde están y como se evalúan a los principales mercados del mundo, quienes son los inversionistas más grandes, el rol que tienen los gobiernos, factores que influyen para diferenciar las calificaciones crediticias. En el tercer capítulo se trata de manera particular la participación del Estado ecuatoriano en el mercado internacional de bonos soberanos, partiendo desde la Real Audiencia hasta 2015; las principales características crediticias de los bonos soberanos emitidos en el periodo 2014-2015; las causas que indujeron a la emisión; comparación de las emisiones realizadas por los Estados vecinos frente a las ecuatorianas; otras fuentes de financiamiento que acudió el Ecuador; debates presentados sobre deuda a través de bonos soberanos. Y finalmente se estructuran conclusiones con respecto a lo investigado.

Capítulo primero

Funcionamiento de los Mercados Internacionales de Bonos Soberanos

1.1. Mercados Internacionales de bonos

Los mercados internacionales de bonos, se encuentran dentro de los mercados de capital, aquí se compran y venden activos financieros. Todos los días se negocian grandes cantidades de dinero requerido por los gobiernos centrales, seccionales o empresas públicas para cubrir sus necesidades presupuestarias. Estos dineros son proporcionados por los inversionistas, que colocan sus recursos a cambio de un rendimiento y seguridad. Los activos financieros tienen dos funciones económicas principales: a) transferir los fondos de inversionista a emisor y b) redistribuir el riesgo asociado con el flujo de efectivo (Fabozzi 1996, 7).

En estos mercados generalmente se comercializan títulos a largo plazo, en periodos superiores a un año sin un límite fijo establecido, encontrándose inversiones que superan los 30 años de plazo. Existen inversionistas que están dispuestos a tolerar un alto riesgo con títulos emitidos por ciertos países y otros prefieren la seguridad de los bonos cupón cero⁵ emitidos por el gobierno de EUA. Los inversionistas en estos mercados por lo general son los fondos de cesantía, los fondos previsionales, fondos soberanos y otros inversionistas que requieren sus inversiones en un largo plazo, los mercados financieros proporcionan tres funciones económicas principales a) la interacción entre compradores y vendedores determina el precio del activo, y su rendimiento; b) este mercado proporciona liquidez que es lo que busca el emisor; c) reduce los costos asociados de búsqueda y de información (Ibíd.).

En los distintos mercados algunos inversionistas prefieren tomar el riesgo de primera mano, acuden a los mercados primarios, allí encontrarán títulos valor nuevos, proporcionando directamente sus fondos al emisor inicial de los bonos; otros inversionistas acuden a los mercados secundarios donde se negocian títulos valores ya existentes y que permiten el cambio de propiedad, es un mercado más dinámico puesto que se negocian (liquidan con descuento)

⁵ Bonos emitidos por el gobierno de los Estados Unidos con un riesgo casi igual a cero o nulo.

con facilidad títulos, que no pierden su valor nominal a la fecha de maduración. Los inversionistas prefieren valores con mayor liquidez y en divisa mundialmente aceptada, para poder venderlos rápidamente cuando lo deseen (Madura 2010, 25-28).

En los mercados internacionales de bonos, cada bono soberano, suele tener características de rendimiento y riesgo específicas. Aquí, el término riesgo se emplea para representar la incertidumbre en torno al rendimiento esperado o al no pago en el tiempo indicado. Cuanto más incierto sea éste, mayor es el riesgo. Los bonos soberanos o gubernamentales son valores de deuda a largo plazo emitidos por gobiernos o dependencias gubernamentales; ofrecen a los inversionistas un rendimiento a manera de interés (pago de cupones) que se entrega al tenedor del título, trimestral, semestral, anualmente o todo al vencimiento (capital e interés) (Fabozzi 1996, 14).

1.1.1. Funcionamiento de los mercados internacionales de bonos



El Mercado internacional de Bonos, funciona al igual que cualquier otro mercado, está abierto para todo el mundo; lo único que hay que hacer es comprar un puesto de operación a través de un intermediario financiero (Banco, Casa de Valores, o Broker), que le cobrará una pequeña comisión por cada compra o venta que realice a su nombre en un mercado determinado. La existencia de los intermediarios financieros facilitan la organización de como funcionan los mercados.

Hay una gran variedad de mercados internacionales alrededor del mundo, pero todos concentran sus operaciones en las transacciones de un

renglón específico de productos bursátiles (imagínese un gran mercado de acciones o solo de bonos, con todas las variedades de acciones o bonos del mundo). Por tal motivo, existen distintos mercados. Algunos de estos son: New York, Londres, Chicago, Singapur, Tokio y muchísimos más. Los intermediarios financieros nos dan una ventaja enorme, al brindarnos la oportunidad de entrar a cualquier de estos mercados.

Para simplificar la idea de como funciona el mercado internacional de bonos, veamos ahora las ventajas de los Intermediarios financieros. Ellos nos evitan el tener que visitar físicamente cada mercado y con la ayuda de la tecnología de la informática y del internet, desde la comodidad de nuestros países podemos realizar transacciones bursátiles *altamente seguras*. Es por ello que nuestra atención está más inclinada a los intermediarios financieros que a los mercados mismos para entender como funciona el mercado internacional de bonos. Los intermediarios financieros y de gran renombre ofrecen a su público la *facilidad* de operar en *mercado* del mundo, con el producto bursátil que prefiera.

El *acceso* a cada mercado está condicionado al pago mensual por el servicio de data; este monto por lo general es muy bajo, depende de cada mercado y se realiza a través de su intermediario financiero *automáticamente* sin ninguna complicación. Un emisor/inversionista le indica a su intermediario financiero el mercado en el que cual pretende operar y ellos se encargan del resto.

Desde sus inicios, hace *más de 200 años*, los mercados de bonos han adquirido una reputación de que los mercados son cosas muy complicadas y un tema que sólo los grandes financistas pueden entender y aprovechar. *La realidad* es todo lo opuesto. El público en general ha sido mal informado y mal direccionado en cuanto al tema de *como funciona el mercado internacional de bonos*. La razón fundamental es la de crear un aura de complejidad para que los emisores/inversionistas no intente colocar/invertir *por cuenta propia* su capital y recurra en busca de asesoría financiera (Casa de Valores, Bancos o Brokers). El bombardeo constante con técnicas nuevas de cómo invertir y de como funciona un mercado internacional no es adecuado. Pues por lo general estas *técnicas están basadas* en métodos obsoletos. La verdadera esencia de *como funciona el mercado de bonos*,

radica en el Lenguaje del Precio. Es una de las metodologías más efectivas, que interpreta la *psicología general* de todos los mercados financieros, sin excluir ningún producto bursátil en particular. Es un lenguaje, que puede ser aprendido con el tiempo y que le puede generar *cuantiosos beneficios* a largo plazo.

Los medios de comunicación constantemente explotan la idea errónea de como funciona el mercado, influyendo en el pensamiento y las decisiones de los involucrados. Esto se logra principalmente *dándole importancia* a cientos de reportes económicos y noticias geopolíticas. La realidad es que los mercados son simplemente el *conjunto de millones* de operadores alrededor del mundo expresando sus emociones básicas cada día. Estas emociones forman patrones cíclicos muy *fáciles de identificar* en un gráfico con el Lenguaje del Precio. Una manera de entender más rápido como funciona el mercado, es involucrarse en él. Para lo cual existe una variedad de lugares donde se puede observar el desarrollo de los mercados de una manera “on line” tal como el servicio élite de Visualizaciones Financieras⁶, es una opción para buscar información genuina y relevante para inversiones/emisiones.

Las emisiones de bonos de deuda que un país realiza en estos mercados deben cumplir algunas condiciones que son reguladas internacionalmente y muy conocidas por los intermediarios financieros, para lo cual previamente se realiza un proceso que inicia de la siguiente manera: el gobierno ante la necesidad de emitir bonos, contrata el servicio de asesoramiento financiero para que se encargue de las gestiones de diseño del instrumento de deuda, inscripción del título valor en el mercado financiero internacional, presentación del título a posibles inversionistas interesados, ejecución de gestiones previas a la colocación del instrumento en el mercado internacional, planificación del lanzamiento y remate de los activos financieros y por último la recaudación del dinero tras la venta de los bonos (Kiguel 1997).

El uso de asesores financieros internacionales que representan a instituciones financieras como CITICORP, Chase Manhattan Bank, Credit

⁶ Es observar en línea todo lo que va ocurriendo en los mercados en general

Suisse entre otros, es lo más utilizado por su experiencia y gran prestigio internacional en el uso y buen manejo del mercado internacional de bonos.

Entre el gobierno requirente y el asesor financiero, se establece un mandato, definiendo obligaciones entre las partes. Una vez conciliado los acuerdos sobre la emisión de los títulos, se elabora un contrato de emisión, documento mediante el cual se establecen las condiciones legales y financieras del bono, con descripción detallada de las características de la emisión de deuda, identificadas dentro del contrato, generalmente consta: El monto a emitir, las series inscritas de los bonos, la tasa de interés, amortizaciones, posibilidad de prepago, uso de los fondos, resguardos y garantías (Ibíd.).

Para la inscripción de emisiones de títulos de largo plazo en el mercado, el emisor deberá presentar, conjuntamente con la solicitud de inscripción, la autorización del gobierno, las Clasificaciones de Riesgo de los títulos a inscribir; la Clasificación de Solvencia del gobierno (financiera, económica y política). Finalmente el gobierno deberá demostrar que para el repago de la deuda tiene los resguardos y garantías suficientes. Con lo que le otorgarán la Escritura de Emisión, Prospecto, las autorizaciones para realizar la emisión, normas de seguridad, certificados de las Clasificadoras de Riesgo, entre otras.

Una vez autorizada la inscripción en el mercado, se procede con la convocatoria a los inversionistas por lo general lo realiza los asesores financieros que traerán a su cartera de clientes, colocarán en la Bolsa de Valores (Nueva York, Londres, Tokio u otros mercados) mediante remate físico o electrónico; el más conocido es el Remate Holandés. El cuál, a diferencia del Remate Electrónico tradicional, radica en la modalidad de adjudicación y asignación de transacciones. Todos los usuarios de renta fija ingresan sus posturas de compra sobre las ofertas que tomen, luego, terminado el horario del remate, se ordenan las posturas, privilegiando las que presenten mejores tasas y precios de compra, y aquellas que tengan igual tasa o precio, se asigna mayor prioridad aquellas que fueron ingresadas con antelación. Ordenadas las posturas, se suman las cantidades hasta completar la oferta de venta, asignándose las ofertas a las posturas que quedaron seleccionadas

dentro de esa suma. Finalmente, la tasa o precio de adjudicación es única para la oferta que más convenga al gobierno (Ibíd.).

La relación entre la tasa de colocación efectiva, y la tasa de carátula, determinará el monto final recaudado por el emisor. Aquí toma mucha importancia el asesor financiero, destacando las características y ventajas del instrumento ante los potenciales inversionistas. Para lograr esto generalmente se realizan previamente presentaciones (Road Show) a inversionistas internacionales y analistas del mercado de renta fija, que por lo general son fondos mutuos, bancos y personas naturales en posesión de altos patrimonios (Ibíd.).

Para adquirir bonos en el mercado internacional, los inversionistas requieren conocer previamente que Agencia Calificadora realizó el análisis del título valor y que calificación de riesgo tiene el bono.

1.2. Agencias calificadoras de riesgos

Son compañías cuyo objetivo es realizar la evaluación del riesgo de incumplimiento de los emisores de títulos valor, la responsabilidad de las agencias calificadoras de riesgo es informarle a los inversores potenciales o actuales sobre la solvencia de un instrumento. Estas usan criterios pre-establecidos para determinar la posición financiera del prestatario, o su capacidad para pagar la deuda. Usan modelos cuantitativos para determinar si la inversión es buena, pero no son siempre infalibles.

Las agencias calificadoras más conocidas internacionalmente son Moody's Investor Service y Standard and Poor's Corporation. La clasificación de Moody's van desde Aaa para la calidad más alta hasta C para la más baja, y las de Standard and Poor's varían entre AAA la más alta y D la más baja. Como estas agencias calificadoras emplean distintos métodos para evaluar la calidad crediticia de las empresas y de los gobiernos estatales, es posible que cada una asigne una calificación diferente al mismo valor; no obstante, por lo regular, las diferencias son pequeñas. Las calificaciones que las agencias emiten son opiniones, no garantías. En general, las calificaciones de crédito han servido como indicadores razonables de la probabilidad de incumplimiento. Los bonos que reciben una calificación crediticia baja experimentan el incumplimiento con mayor frecuencia que aquellos con una

calificación más alta. Sin embargo, las agencias calificadoras no siempre detectan los problemas financieros de los países (Madura 2010, 20-43) y sus estudios se basan en revisar el riesgo crediticio. A continuación se observa un cuadro que representa las calificaciones otorgadas a los distintos países emergentes, que han sido segmentados por grupos de acuerdo a criterios realizados por las agencias calificadoras de crédito.

RATING CREDITICIO DE LOS PRINCIPALES PAISES EMERGENTES					
Deuda en moneda extranjera					
LARGO PLAZO					
S&P		IBCA		DCR	MOODY'S
Apto para la inversión (Investment Grade)					
AAA	Aaa				
AA+	Aa1				
AA	Aa2				
AA-	Aa3	Portugal	Portugal	Portugal	
A+	A1	Malasia			Malasia
A	A2				
A-	A3	Chile	Chile y Rep. Checa	Chile	China
BBB+	Baa1	Chile y Rep. Checa, Panamá			
BBB	Baa2	China, Indonesia	Colombia,Polonia	Colombia	
BBB-	Baa3	Colombia, Croacia Egipto, Hungría, Polonia	Hungría	Hungría	Colombia, Croacia, Indonesia Hungría,Polonia Sud África
Especulativo					
BB+	Ba1	Uruguay, Panamá	Uruguay		Uruguay, Panamá
BB	Ba2	Argentina, México	Argentina, México	Argentina, México	Mexico, Venezuela Rusia, Egipto, Filipinas Rumania
		El Salvador Paraguay, Brasil Rusia	Sud África, Filipinas Rumania Turquía	El Salvador, Turquía Rusia	
B+	B1	Venezuela	Brasil	Brasil	Argentina,Brasil Rep. Dominicana, Turquía
B	B2	Turquía			
B-	B3	Bulgaria			

Fuente: Moody's S&P

1.2.1. Componentes del riesgo crediticio

El riesgo crediticio, es la posibilidad de pérdida de la inversión debido al incumplimiento del prestatario que conlleva el no pago, pago parcial o demora en el pago de las obligaciones pactadas. Al momento de realizar una inversión a manera de crédito a un gobierno o sus entidades, se puede encontrar con los siguientes aspectos:

Riesgo soberano: Es la posibilidad de que el gobierno o sus entidades no pueden cancelar sus compromisos por cualquier situación del país.

Riesgo de transferencia: Este puede ocurrir cuando un Estado prohíbe que se realice la salida de divisas por política o porque realmente no dispone de recursos.

Riesgo de entorno macroeconómico: Este podría ser producto de la situación económica de un país que impide realizar el pago.

Riesgo Legal/Regulatorio: Se puede suscitar si cambia la normativa por modificación o alteración, lo que provocaría la incertidumbre y cambios para el mercado, o en el marco del sistema financiero son fuentes generadoras de riesgo regulatorio que pueden provocar el no pago (Santander, 2014).

Riesgo de Contrapartida: Este es el riesgo de crédito asumido cuando se realiza operaciones con derivados.

Una vez que se realizan los respectivos análisis para evitar los riesgos que se encuentran detallados en los párrafos anteriores, las agencias calificadoras de riesgo emiten los Ratings.

1.2.2. Ratings: Internos y externos

Mediante técnicas o proceso definidos realizan el análisis de la situación financiera de la contraparte, y emiten los resultados correspondientes, a esto se lo que se conoce como *ratings*, que no es otra cosa que el producto de la recopilación de información sobre los clientes (gobiernos) y emitir su pronunciamiento si va a estar en posibilidades de pagar o no.

Existen dos tipos: los ratings internos (scoring), usan la información proporcionada por el cliente, y los ratings externos, en esta se utiliza información proporcionada de terceros para la misma función (García 2004).

Scoring: Modelo de decisión básica para decidir la concesión de un crédito, el importe a conceder y las estrategias que pueden contribuir a fijar el precio del mismo, ya que se basa en un algoritmo que ordena las operaciones en función de su calidad crediticia (Arcones 2015,9-11). Dicho algoritmo permite asignar una puntuación a cada operación solicitada por un cliente, sobre la base de una serie de características objetivas que estadísticamente se ha demostrado que discriminan entre la calidad de riesgo de dicho tipo de operaciones. La ventaja del scoring radica en su sencillez y homogeneidad para cada cliente, sólo se requiere disponer de una serie de datos objetivos y el

análisis de estos datos es automático, mediante la aplicación del algoritmo (Ibíd.).

Rating: A diferencia de los scorings (que califican operaciones), es una herramienta enfocada a la calificación de clientes: gobiernos, empresas, corporaciones, PYMES, administraciones públicas, etc. Un rating es un instrumento que permite determinar, en base a un análisis financiero detallado, la capacidad de un cliente de hacer frente a sus obligaciones financieras. Habitualmente la calificación final es una combinación de factores de diferente naturaleza. Por un lado, factores cuantitativos y, por otro, factores cualitativos. Es un camino intermedio entre el análisis individualizado y el análisis estadístico (Ibíd.).

Existen, básicamente, 4 métodos para el cálculo del Scoring o Rating Interno: Probabilidad Lineal, Logit, Probit y análisis discriminante. (Iglesias, 2015,45). Cuando la información que provee el scoring no es suficiente o simplemente se quiere contrastar dicha información, acudimos a Agencias expertas de calificación.

1.2.3. Metodología y clasificaciones de las agencias

Las Agencias se han caracterizado porque cada una tiene su propia metodología para medir la calidad crediticia y usan una escala donde publican sus datos de calificación.

Pese a que las escalas son diferentes, en su conjunto se dividen en Investment Grade y Speculative Grade. Las calificaciones pueden ser solo con letras de la A la D, uso de signos (+o -) o un número de forma posterior a la letra entre el 1 y el 3. Cuando la calificación pasa de Investment a Speculative Grade se le llama “Fallen Angel” pero si es al revés “Rising Star”.

Investment Grade _ bajo riesgo de crédito.

Speculative Grade _ alto riesgo de crédito (Arcones 2015,18).

Proceso de cálculo de rating de las agencias de calificación: Las agencias tienen sus propios procesos independientes para realizar los cálculos de Rating, pero todas utilizan en su estudio, la información proporcionada por el gobierno (cliente). El proceso es el siguiente:

1. La Agencia de calificación recibe un pedido del gobierno emisor y firman un engagement letter (carta de compromiso).

2. Se inicia una primera fase, conformación de equipos y revisión de información: Para esto se asigna un equipo analítico especializado en el rating de países y se designa un analista principal que tiene la responsabilidad general de la dirección del proceso de calificación. El equipo se encargará de revisar los estados financieros, las proyecciones, los flujos de fondos y todos los documentos financieros, económicos, políticos y legales, de mayor relevancia.

3. Reunión con la administración: Después del análisis inicial, un equipo de la agencia de calificación se reúne con un equipo del gobierno a calificar, para discutir la situación financiera, económica, política y social del País, su política presupuestaria y otros factores que pudieran afectar a la calidad crediticia. Esta parte es de gran ayuda para los analistas para la evaluar la parte cualitativa.

4. Análisis: Con los datos aportados en la reunión con la administración, los analistas evalúan finalmente la capacidad crediticia aportando su valoración cualitativa. Estos datos son presentados en un comité de ratings.

5. Comité de rating: Los resultados son presentados a un equipo senior, donde se examinan todos los factores relevantes de la calificación. En este comité, finalmente se decide la calificación del gobierno.

6. Comunicación: Los analistas comunican al gobierno, el Rating otorgado a sus títulos valor así como los fundamentos en que se basa el mismo. Si la calificación propuesta no cumple con las expectativas del gobierno, el proceso de calificación le permite apelar la decisión, y mientras tanto la entidad de calificación no hace pública la calificación del título.

7. Publicación: Una vez que el gobierno acepta el Rating, la agencia de calificación lo da a conocer mundialmente a través de medios tanto electrónicos como impresos.

8. Supervisión: Las entidades de calificación realizan un seguimiento de las calificaciones, así como de las últimas novedades financieras, legislativas o económicas.

En caso que los acontecimientos significativos generen la posibilidad de cambios en el Rating, podría incluirse en la lista de revisión especial, o se le podría modificar su perspectiva positiva o negativamente (Credit Outlook),

dependiendo del momento y de la naturaleza de la revisión potencial (Arcones 2015, 35-50). En el siguiente cuadro se observa el significado de la calificación. A continuación se puede observar lo que significa cada grupo en que está calificado el riesgo por las Agencias calificadoras de riesgo.

Calificación	Significado
AAA	Riesgo mínimo, la mejor calidad
AA	Poco riesgo, muy buena calidad
A	Características favorables, buena calidad
BBB	<i>Ciertas características especulativas, calidad mediana</i>
BB	<i>Características especulativas, calidad inferior a mediana</i>
B	<i>Adolece de características de una inversión recomendable. Baja Calidad.</i>

1.3. Riesgo País

Para generar una mayor confianza en los inversionistas internacionales sobre la captación de bonos soberanos de cualquier parte del mundo, el intermediario financiero le presenta el índice de riesgo país del Estado que originó a este bono, ya que la valoración del riesgo país indica de una forma indirecta las probabilidades que tiene un Estado de no cumplir con su compromiso de deuda. Como es imposible conocer con exactitud la situación en que se encuentra inmerso el país emisor de deuda; el inversionista acude a estos índices que reflejan de una forma simplificada la situación económica, política y financiera de un gobierno, y de acuerdo a ello tomará sus decisiones (García 2004, 8-15).

Mientras que para Anzil, el riesgo país es considerado como la sobretasa que paga un país por sus bonos al relacionarlos con la tasa que paga el Tesoro de los Estados Unidos. Es decir, es la diferencia que existe entre el rendimiento de un título público emitido por el gobierno nacional y un título de características similares emitido por el Tesoro de los Estados Unidos. El riesgo país se expresa en puntos básicos. 100 unidades equivalen a una sobretasa del 1%. Este índice es calificado por empresas como: Euromoney o Institucional Investor. Cada una de ellas lo desarrolla bajo su propio método, obteniéndose al final, resultados similares (Anzil 2011,9).

Para Rodríguez, los inversionistas internacionales requieren una mayor confianza, esto les proporciona la medición y el monitoreo que se ejerce en el mercado internacional de bonos, al tener continuamente observado a los

países frente al riesgo, principalmente por dos causas: a) la primera, porque dicha percepción puede evitar problemas financieros importantes para un país, incluso evitarlo que llegue a la suspensión de los pagos correspondientes al servicio de deuda externa, pese a que la capacidad de los indicadores de riesgo país para anticipar crisis financiera o cambiaria es discutible. Además, ante la información resultante de estos índices, las autoridades de un gobierno no pueden portarse indiferentes frente al deterioro en la percepción del riesgo país en los mercados, ya que esto se verá reflejada por un empeoramiento en sus índices o ratings. Además un deterioro en sus indicadores de riesgo país incluso cuando no parezcan existir razones objetivas para ello, suele implicar un incremento automático en el coste marginal de financiación de su deuda externa; el cual al ser muy elevado, puede estrangular la posibilidad del desarrollo sostenido de una economía (Rodríguez 2014, 125-130). A continuación se puede apreciar el cuadro en el que se observa a los países segmentados por el nivel de riesgo, de acuerdo al estudio realizado por Rodríguez.

TABLA 3. Grupos de países por "nivel de riesgo" según Rodríguez *et al.* (2006).

Grupo I	Alemania, Arabia Saudí, Australia, Austria, Bahamas, Bahrein, Bélgica, Brunei, Canadá, Chipre, Dinamarca, Emiratos Árabes Unidos, Eslovenia, España, Estados Unidos, Finlandia, Francia, Grecia, Holanda, Hong Kong, Irlanda, Islandia, Israel, Italia, Japón, Kuwait, Luxemburgo, Noruega, Nueva Zelanda, Portugal, Reino Unido, Singapur, Suecia, Suiza y Taiwan.
Grupo II	Argentina, Brasil, Chile, China, Colombia, Corea del Sur, Croacia, Egipto, Estonia, Filipinas, Hungría, India, Indonesia, Letonia, Lituania, Malasia, Malta, México, Polonia, Rep. Checa, Rep. Eslovaca, Sudafrica, Tailandia, Túnez, Turquía y Uruguay.
Grupo III	Angola, Argelia, Armenia, Bangladesh, Barbados, Bielorrusia, Belice, Benin, Bolivia, Botswana, Bulgaria, Bhután, Camboya, Camerún, Cabo Verde, Chad, Congo, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Etiopía, Fiji, Gabón, Gambia, Ghana, Granada, Guatemala, Guinea, Guinea Bissau, Haití, Honduras, Irán, Jamaica, Kenia, Laos, Lesotho, Macedonia, Madagascar, Malawi, Mali, Mauritania, Mauricio, Moldavia, Mongolia, Marruecos, Mozambique, Nepal, Niger, Nigeria, Panamá, Papua N.G., Paraguay, Perú, Rep. Centroafricana, Rep. Democrática del Congo, Rep. Dominicana, Rumania, Rusia, Ruanda, Senegal, Sierra Leona, Sri Lanka, Santa Lucía, Sudán, Tanzania, Togo, Trinidad y Tobago, Uganda, Vanuatu, Venezuela, Vietnam, Yemen, Zambia y Zimbabue.
Grupo IV	Albania, Antigua y Barbuda, Azerbaiyán, Corea del Norte, Cuba, Georgia, Irak, Liberia, Libia, Namibia, Nicaragua, Somalia, Ucrania, Yugoslavia.

Fuente: elaboración propia

Frenkel, lo observa a este tema bajo la perspectiva de que toda emisión tiene un riesgo de default implícito, que viene relacionada con el tipo de moneda que fue emitido el bono o título valor, puesto que la variación de la moneda internacional o la escasez al momento de realizar el pago de sus obligaciones, no solo puede ocasionar pérdidas para el emisor por no encontrar la cantidad suficiente de moneda internacional para cumplir con sus

compromisos, sino también ocasionará daños al inversionista por el default provocado (Frenkel 2000,3).

El riesgo país es el índice fijado en puntos básicos, sobre el cual se basarán las agencias calificadoras para determinar las características que tendrán los títulos valores que ese soberano emita, tales como valor, rendimiento (cupón) y plazo; el mismo que refleja la situación económica, política, financiera, así como también el grado de cumplimiento de las obligaciones de servicio de deuda en su historial crediticio, cada Estado debe cuidar y estar pendiente que el número de unidades básicas sea lo más bajo posible, puesto que de éste índice depende la economía de un país, al buscar financiamiento.

1.3.1. Cálculo de Riesgo País

Los métodos para medir el riesgo país que son utilizados por las distintas empresas de calificación se basan en similares elementos como regresiones sobre variables cuantitativas y cualitativas. Evidentemente, la elección de las variables y la ponderación de cada una son subjetivas y por lo tanto no es tan perfecta.

Las empresas calificadoras de riesgo país basan sus resultados en la revisión de aspectos sociales, financieros y políticos de una nación; para lo cual utilizan diversas variables como la relación deuda - exportaciones, la tasa de inflación, la tasa de desempleo, el nivel de ingreso y la estabilidad política son tomadas en cuenta al momento de establecer una evaluación. Por otra parte también se considera el comportamiento histórico de una nación con respecto a la forma de cumplir o no con el servicio de deuda. También realizan agrupaciones de una serie de variables y les clasifican en tres categorías a) las que miden la salud económica de un país; b) las que miden la capacidad del gobierno para afrontar los servicios de deuda; c) las que indican la capacidad de un país en obtener divisas para cumplir con sus compromisos en moneda extranjera y realizar las transferencias externas respectivas (Kiguel 1997, 6-75).

Para medir la *salud económica*, los estudios se han basado en medir el nivel de ingreso per capita, la tasa de crecimiento de la economía y la tasa de inflación. El nivel de *ingreso per capita* resume el desarrollo de la economía,

lo cual asocia con una mayor capacidad de recaudar impuestos, de tener un mercado de capitales más desarrollado, y un mejor nivel de educación. *Las tasas de crecimiento e inflación* de alguna forma reflejan el crecimiento la calidad de las políticas económicas. Otras variables que son importantes considerar a efectos de evaluar la capacidad del gobierno para afrontar servicios de deuda tales como el desarrollo del mercado de capitales, debido a que tiene un impacto central en la capacidad de refinanciar los vencimientos de las deudas. Países con un sistema fortalecido de bancos y con alto grado de inversionistas tienen más capacidad para afrontar compromisos de pagos. También en este grupo son consideradas las capacidades de ahorro y el nivel de inversión con que cuenta el país, debido a que de alguna manera esto asegura la sostenibilidad del crecimiento y la capacidad de cumplimiento para afrontar servicios de deuda. *El déficit fiscal y la relación de deuda a producto* son otras variables que ayudan a entender la evolución de la deuda pública y por ende la capacidad de pago del gobierno. Un gobierno con déficits fiscales grandes no solo busca recursos para refinanciar vencimientos de deuda, sino que además tiene que buscar fondos adicionales para cubrir el bache fiscal (Ibíd.).

Otra clase de indicadores miden la *capacidad de generar divisa y efectuar transferencia* externa, se tiene la relación entre el servicio de deuda externa a exportaciones. Países con alta dependencia a las exportaciones son vulnerables, como aquellos que no cuentan con las suficientes reservas internacionales, o países que no tienen su propio desarrollo interno, se hace más difícil que almacenen o mantengan la suficiente divisa para cumplir con sus compromisos; y por último el tamaño del déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos, puede considerarse como una medida adicional de la vulnerabilidad externa de una economía (Ibíd.).

Existen otros factores que ayudan como información externa y que es proporcionada por las calificadoras de riesgo, o datos de organismos internacionales, todo esto permitirá tener un mayor acercamiento a la realidad y de esta manera reducir el error al publicar los resultados del riesgo país.

Los resultados no se les puede considerar libre de error puesto que se consideran que muchos de los datos son estáticos y no reflejan lo que existe relacionado a esas variables; cuando se analiza la relación deuda externa -

producto, no se evalúa la estructura de vencimientos de la misma, no es lo mismo tener vencimientos concentrados en los próximos años que bien distribuidos a lo largo del tiempo, con proporciones de la misma a plazos muy largos. También se mira la deuda nominal, sin tener en cuenta la deuda a precios de mercado, tampoco se conoce si se tiene un colateral que cubra el pago del capital, como el caso de los bonos Brady (Ibíd.).

Para Rodríguez las variables utilizadas por la empresa Euromoney en la construcción del índice a excepción del riesgo político, son todas de tipo económico o financiero. Lo que no permitirá entregar una realidad de un país ya que no existe una mayor relación con el aspecto social, indicadores del desarrollo humano (Rodríguez 2014,126). Euromoney realiza su calificación de los distintos países, utilizando las variables que se observan en el siguiente cuadro.

TABLA 1. Componentes y ponderaciones del índice de Euromoney.

Variables	Ponderación (%)
Indicadores analíticos	50
• Desempeño económico	25
• Riesgo político	25
Indicadores de crédito	30
• Indicador de deuda	10
• Deuda no pagada o renegociada	10
• <i>Credit ratings</i>	10
Indicadores de mercado	20
• Acceso a préstamos bancarios	5
• Acceso a financiación a corto plazo	5
• Acceso a los mercados de capital	5
• Acceso y descuento en el <i>forfaiting</i>	5

Fuente: www.euromoney.com (septiembre de 2009).

Ciertos riesgos son medidos bajo el sistema ICRG (International Country Risks Guide), que presenta las variables que también contribuyen para la obtención de los puntos básicos de riesgo país. Como se puede apreciar en el siguiente cuadro.

TABLA 2. Componentes y ponderaciones del ICRG.

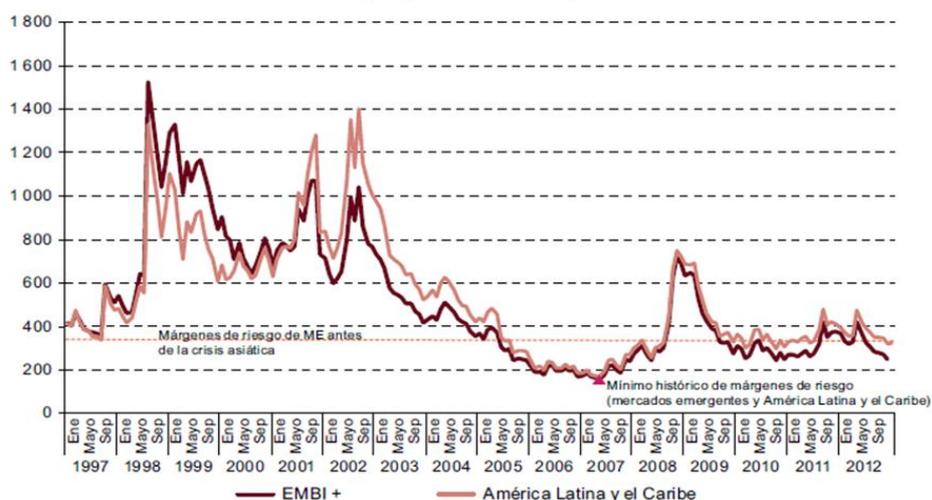
Variables	Puntuación	% índice individual	% índice compuesto
Riesgo político	100	100	50
Estabilidad gubernamental	12	12	6
Condiciones socioeconómicas	12	12	6
Perfil de inversión	12	12	6
Conflictos internos	12	12	6
Conflictos externos	12	12	6
Corrupción	6	6	3
Militares en política	6	6	3
Tensiones religiosas	6	6	3
Ley y orden	6	6	3
Tensiones étnicas	6	6	3
Responsabilidad democrática	6	6	3
Calidad de la burocracia	4	4	2
Riesgo económico	50	100	25
PIB per cápita	5	10	2,5
Crecimiento real del PIB	10	20	5
Tipo de inflación anual	10	20	5
Saldo presupuestario como % del PIB	10	20	5
Saldo de la balanza por cuenta corriente como % del PIB	15	30	7,5
Riesgo financiero	50	100	25
Deuda externa como % del PIB	10	20	5
Servicio de la deuda externa como % de las export. de bienes y servicios	10	20	5
Saldo de la balanza por cuenta corriente como % de las export. de bienes y servicios	15	30	7,5
Liquidez internacional como cobertura de las importaciones	5	10	2,5
Estabilidad del tipo de cambio*	10	20	5

*: La variable Estabilidad del tipo de cambio se define como la tasa de variación del valor de la moneda local respecto del dólar USA. En el caso de esta última, su variación se mide respecto del euro.
Fuente: www.prsgroup.com

De acuerdo a Rodríguez, el índice de riesgo país: se emplea para “ordenar” a los países según su mayor o menor nivel de riesgo. La mayoría de las agencias publican índices que consisten en la suma, mediante ponderaciones subjetivas, de los valores de una serie de variables para un periodo de referencia. La mayoría es de tipo mixto, al incluir variables observacionales y de opinión (subjetivas), lo que les permite analizar tanto datos históricos y objetivos como las apreciaciones de expertos. La opinión generalizada de los expertos sobre este método es que, aunque los índices resultan un indicador aceptable de la percepción por parte de los mercados y los analistas de la situación de un país, existen dudas sobre su capacidad para predecir crisis financieras internacionales, aunque, una vez declarada la crisis, anticipan adecuadamente sus consecuencias (Rodríguez 2014, 137).

Los mercados en su conjunto son monitoreados por organismos como la CEPAL que arroja información periódicamente sobre las variaciones de riesgo país en los países emergentes como se aprecia en el siguiente cuadro.

**Índice de bonos de mercados emergentes (EMBI+)
y el componente latinoamericano, 1997-2012**
(En puntos básicos)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información del índice de bonos de mercados emergentes (EMBI) de JP Morgan.

1.3.2. El costo de la calificación crediticia dentro de los mercados internacionales

Como ya es sabido el índice de riesgo país, se mide en puntos básicos y la calificación de las agencias de riesgo realizan su calificación con el uso de otra simbología como las letras desde la A hasta la D. La calificación otorgada por una empresa sobre el riesgo país, influye directamente en las características de emisión de deuda de un Estado; los países que se encuentran calificados como BBB, el costo es 50 puntos básicos por encima de un país calificado como AAA, no existiendo grandes diferencias entre 1 y 4 años plazo (se trata de emisiones cero cupón por lo cual el plazo es igual a la modified duration del instrumento). Salir del grado de inversión por su parte, implica afrontar un sobre costo de 200 puntos básicos sobre AAA, notándose en este caso una leve tendencia creciente del spread. Indudablemente los beneficios marginales de una mejor calificación son mayores mientras esté fuera del grado de inversión. Alcanzarlo implica un ahorro en 150 puntos básicos en la tasa de interés a pagar por el endeudamiento. En el caso de bonos soberanos las conclusiones son similares en cuanto existe una alta correlación entre rendimiento y la calificación crediticia. Sin embargo, análisis previos permiten resaltar algunas diferencias:

a.- en general los rendimientos de bonos son superiores a medida en que se aumenta la calificación del índice de riesgo país, por ser directamente proporcionales a más riesgo, mayor rendimiento.

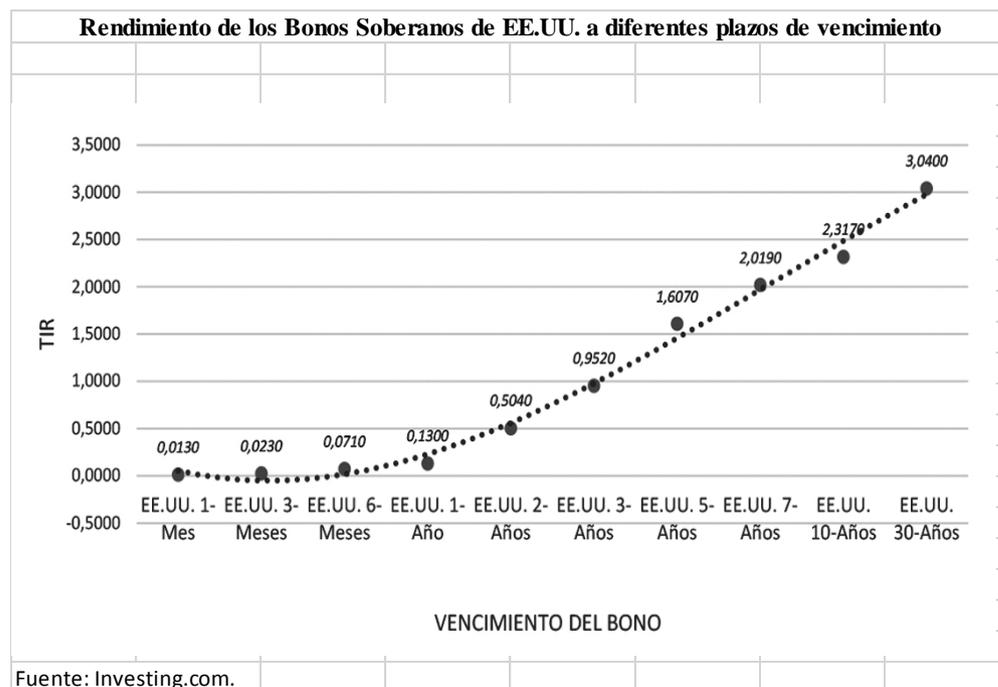
b. en condiciones de mercado adversas los rendimientos adquieren mayor volatilidad en el caso de bonos calificados por debajo del investment grade (apto para la inversión).

Ambas características sugieren que en el caso de riesgo soberano, los mercados incorporan en el pricing (metodología de poner precios) de los bonos consideraciones adicionales a la calificación crediticia. El spread sube en forma creciente al disminuir la calificación. El spread resultante para bonos BBB, se estima por encima de la tasa de bonos americanos en el orden de 100 puntos básicos en bonos de 5 años y de 130 puntos básicos para obligaciones a 10 años. En el caso de bonos BB, el costo se incrementa entre 100 y 155 puntos adicionales para títulos de 5 años y 10 años respectivamente (Kiguel 2000, 45). En el siguiente cuadro se aprecia los cambios en puntos básicos de acuerdo a la calificación que le asigna una agencia calificadora de riesgos.

El costo de la calificación crediticia		
Segmento soberanos		
Spread sobre US Treasuries, puntos básicos		
Plazo		
Calificación	5 años	10 años
BBB	100 / 103	130 / 132
BB	206 / 224	267 / 287
B	424 / 486	551 / 624
Spread BB-BBB	106 / 121	138 / 155
Spread B-BBB	324 / 383	421 / 492

Fuente: Kiopegely
Elaborado por Kiopegely

A continuación se presenta el gráfico del rendimiento de los bonos emitidos por el gobierno de los Estados Unidos y sobre el cual se calcula el rendimiento de los bonos dependiendo de su riesgo país.



1.3.3. Precio de un bono soberano

El precio inicial de un bono en un mercado es el valor primario que viene dado por el importe con que emitió el gobierno deudor inicialmente y no es más que el valor presente de sus flujos de efectivo esperados, descontados a una tasa de interés que refleje apropiadamente el riesgo asumido. Para el caso de los Bonos que se empiezan ya a comercializar una vez corrido algo de su tiempo o cuando el tenedor primario ya ha cobrado algún cupón su precio en el mercado ya varía, como cualquier precio de un activo financiero, la cotización de un bono va a depender de las fuerzas del mercado es decir su oferta y demanda en el mercado secundario, pero los cambios de posición de estas fuerzas del mercado van a estar relacionados con el comportamiento de su tasa de rendimiento (TIR) o la tasa de interés de mercado, que como se conoce su volatilidad puede obedecer a una serie de factores y una de ellas, es la política monetaria que aplica un gobierno (Gomero 2014, 22-45). A continuación la fórmula para calcular el precio de bono una vez que ya se encuentra en circulación en el mercado.

$$\text{Precio} = \frac{VN}{(1+r)^{(d/360)}}$$

Dependiendo cual sea la tasa de rendimiento el valor de bono en el mercado secundario podrá negociarse sobre, bajo e igual a la par, cotización que reflejará las tendencias de las fuerzas del mercado.

Como es de entender, los especuladores que mantienen bonos soberanos en su cartera tomarán posiciones dentro del mercado secundario dependiendo de la valorización de este activo financiero y por ende de la rentabilidad que podría obtener por su negociación. Por ello, si bien los intereses reflejados en el cupón periódico de un bono no presentan volatilidad en el tiempo, en cambio su precio en el mercado si puede variar, sensibilidad que en cierta forma proyectará su riesgo financiero y el spread entre la tasa cupón y la tasa de mercado. Si la tasa de mercado cae por debajo de la tasa cupón, el bono se hace más atractivo, y al incrementarse su demanda aumentará su valor, por lo que se podrá entrar al mercado de capitales obteniendo un premio o spread por su negociación. Caso contrario, sucede si la tasa de mercado aumenta por encima de la tasa cupón. Su demanda disminuirá porque su valor no es atractivo. En este caso, los inversionistas se desprenderán de estos activos por ampliar su cartera con otros alternativos de similar riesgo, castigando por ello al precio del bono, en este caso se entraría al mercado teniendo un margen en contra por negociación.

Capítulo segundo

Los mercados Internacionales de bonos soberanos dentro del sistema económico mundial

Pese a la evolución tecnológica de los mercados a través del tiempo, no han perdido su esencia para lo que fueron creados, es decir, ser parte de la economía mundial y permitir transar entre agentes económicos.

Los mercados internacionales de bonos soberanos,⁷ como se ha manifestado en párrafos anteriores, se encuentran constituidos básicamente por tres grandes grupos de actores: emisores, intermediarios e inversionistas; cada uno de estos desempeña un papel muy importante, dentro del sistema

⁷ “También denominados, deuda pública, son emitidos por un Estado, país, territorio, ciudad, gobierno local o sus organismos por el cual los emisores se comprometen a pagar a los tenedores, principal e intereses” (Económica 2016).

económico mundial; es aquí el lugar ideal para medir la categoría o la calidad crediticia de un gobierno emisor, analizando las condiciones de emisión de los bonos (valor, interés, plazo), allí se verá reflejado, la capacidad y el riesgo para cumplir con sus obligaciones; aspectos claves que los inversionistas analizan antes de tomar o no la decisión de invertir.

2.1. Reseña Histórica del Mercado Internacional de bonos soberanos

Como menciona Niall Ferguson en su libro "El Triunfo del Dinero" (2009, 83), los mercados de bonos soberanos o de deuda pública nacieron en Venecia, donde se desarrolló por primera vez un sistema de deuda pública, a finales del siglo XII. Este sistema tenía una característica fundamental, consistía en que cada ciudadano que tuviera un determinado nivel de renta, estaba en la obligación de adquirir títulos de deuda emitidos por la ciudad. A pesar de ser un mandato del Estado, este compromiso se diferenciaba de los impuestos en dos aspectos: 1) al finalizar la vida del título recobraban el dinero que se vieron obligados a prestar, y, 2) durante la vida del mismo percibirían intereses (Ferguson 2009, 85).

Paralelamente al mercado de deuda, se crea un dinámico mercado secundario,⁸ en el que los poseedores de bonos tenían la opción de venderlos a cambio de dinero en efectivo antes de la llegada de su vencimiento. De este modo, los venecianos originaron auténticas "montañas" de deuda destinadas a financiar sus guerras (Ibíd.).

En Florencia, en el siglo XIV, se desarrolló un sistema de deuda pública bastante parecido al de Venecia, en el cual las dos terceras partes de las familias florentinas, ayudaban a financiar la deuda pública de la ciudad; este sistema de deuda pública funcionó en Venecia y en Florencia porque las mismas familias que financiaban la compra de deuda, también tenían el control sobre la actividad de la ciudad. En otras palabras; las personas que emitían bonos eran en su mayoría las mismas que los compraban. Lógicamente, tenían un gran interés en que su dinero se invirtiera de la mejor forma posible (Ferguson 2009, 90).

⁸ Son los mercados secundarios los que determinan la demanda y el éxito de las emisiones de bonos, generalmente los precios difieren de la primera emisión (Ferguson 2009, 85).

En España se suscitaron brotes de mercado de deuda, que no eran tan firmes como los florentinos, debido a que los monarcas podían evadir sus compromisos de pago, sin la obligación de rendir cuentas. Los Monarcas españoles invocaron a los mercados de deuda para financiar sus guerras, pero en lugar de generar un rico mercado interno, que incluyera a las élites españolas dentro del funcionamiento, recurrieron a banqueros genoveses para la emisión y comercialización de juro (Álvarez 2010, 25).⁹

En Holanda, por otra parte, un gran número de comerciantes lograron construir un importante abanico de títulos de deuda pública entre los cuales tenemos: títulos a largo plazo, anualidades vitalicias y perpetuas, préstamos de lotería (Expósito 2015, 20). En 1650, más de 65.000 ciudadanos holandeses habían invertido su capital en alguno de estos instrumentos de deuda,¹⁰ que sirvió como contribución para financiar la lucha de independencia (Ibíd.).

Los mercados de deuda pública continuaron extendiéndose y fueron claves para la resolución de guerras tan importantes, como las napoleónicas, la Guerra de Secesión de Estados Unidos y la Primera Guerra Mundial. En esta última tuvo lugar un proceso fundamental: la democratización de la deuda pública, ya que los bonos dejaron de venderse únicamente dentro del círculo de las clases adineradas. Todos los países contendientes vendieron bonos de guerra a miles de pequeños ahorradores, que hasta entonces nunca habían comprado bonos del Estado, logrando persuadirles que era su deber patriótico hacerlo. De hecho, un factor fundamental en la derrota de Alemania, fue que no tuvo acceso al mercado de bonos internacionales, mientras que los aliados pudieron vender bonos en Estados Unidos y en todos los territorios del Imperio Británico. A partir de entonces, la venta de bonos a los pequeños ahorradores adquirió un carácter fundamental (Expósito 2015, 28).

Para autoras como Vázquez, ya por el siglo XVIII, tras la Revolución Francesa se constituyó la bolsa de Lyon. Más tarde, en 1801, se funda la London Stock Exchange en Londres (Inglaterra), la cual llegaría a ser la más

⁹Títulos de deuda a largo plazo que se emitían en España (Álvarez 2010, 25)

¹⁰Estos títulos de valor son utilizados tanto por entidades privadas como por entidades de gobierno, por los que el emisor se compromete a pagar principal más interés, en los tiempos en que se haya pactado (Expósito 2015, 20).

importante bolsa de valores, relevando a la de Ámsterdam (Vázquez 1989, 46). Luego, en 1817 emerge la Bolsa de valores de Nueva York, (EUA). Así, sucesivamente, se iban creando otros mercados de capitales en todo el mundo, al punto que en la actualidad casi todos los países existen bolsas de valores, donde se negocian bonos de deuda pública o bonos soberanos, excepto por algunos países muy pequeños o como los casos de Cuba y Corea del Norte, donde por sus modelos comunistas no existen (Patiño 2011, 13).

2.1.1. Historia de la participación de Latinoamérica en los mercados internacionales de bonos.

En el siglo XIX, América del Sur y otras partes del mundo, requerían de recursos líquidos para financiar su independencia, por lo que acudieron a los mercados de deuda que existían en ese tiempo, principalmente a los europeos y de forma particular al de Inglaterra, en el que consiguieron financiamiento a través de emisión de bonos. Esta deuda fue conocida más tarde como la “deuda inglesa”, debido básicamente a su procedencia (BID 2007, 45).

Una vez que Latinoamérica alcanza la emancipación de los países del primer mundo, principalmente de España, en los primeros años de independencia, algunos gobiernos visitaron nuevamente los mercados de deuda europeos (Inglaterra, Francia, Italia y Alemania), para conseguir financiamiento y poder iniciar su desarrollo, instituyendo el auge comercial y el crecimiento de la infraestructura, con obras tan trascendentales como fue la construcción y los tendidos de rieles para los ferrocarriles (Marichal 2014, 73). En aquel momento, la fuente de repago de la deuda más importante derivaba de la recaudación fiscal de las aduanas, incluyendo tanto a las importaciones como a las exportaciones.

En la década de 1870, existe una crisis de deuda,¹¹ originada por la depresión de las economías industrializadas; en 1876, 15 naciones no europeas se habían declarado en cesación de pagos de deuda, por un monto que ascendía a £ 300 millones. Con lo que se interrumpieron los flujos de

¹¹ Crisis de la deuda externa: Está asociada con el no poder de cumplir con el servicio de deuda contraída en el extranjero, siendo ésta de la naturaleza privada o pública (Vázquez 1989, 60).

capitales mundiales a estos países, llevando a los tenedores de bonos a perseguirles hasta 1880, a las Repúblicas insolventes (Marichal 2014, 78).

En esta década, los países renegociaron las condiciones de deudas con sus acreedores, sin embargo, los gobiernos que faltaron a sus compromisos, se les cerró durante varios años la posibilidad de obtener nuevos créditos. Hasta 1880, Reino Unido había otorgado créditos por un valor aproximado de £ 179 millones, de los cuales £ 123 millones fueron a través de bonos públicos, que representaban un 69%. A finales de esta década, se desata una crisis en América del Sur. Argentina vive una burbuja inmobiliaria, por lo que entró en bancarrota, incumpliendo los pagos del servicio de deuda, debido a esta enorme crisis, quiebra el banco Constructor de la Plata y estuvo por hacer quebrar al banco Baring Brothers,¹² el cual le logró salvar con la ayuda del gobierno Inglés. Este es el primer ejemplo de una crisis mundial de mercados emergentes. Brasil también entró en crisis a finales de esta década, enfrentando serios obstáculos para pagar su deuda. (BID 2007).

Entre 1890 y 1914, a nivel mundial se presenta un mejoramiento económico, debido a varios factores entre los más destacados: 1. Surgen nuevas fuentes económicas, con el descubrimiento de enormes depósitos de oro en Sud-áfrica; 2. se incrementa sustancialmente el mercado internacional de consumo masivo, siendo el 80% dominado por Europa y Estados Unidos; y 3. se incrementan las exportaciones de bienes manufacturados y bienes de capital desde los países desarrollados hacia los países en desarrollo. Previo al inicio de la Primera Guerra Mundial, la economía internacional había mejorado notablemente: Estados Unidos aportaba con el 46% de la producción industrial y minera a nivel mundial, Alemania con el 23.5%, Reino Unido con el 19.5% y Francia aportaba con el 11%, como se aprecia, esto otorgaba grandes recursos a los países desarrollados (Aparicio 2014, 23).

Durante la década que antecedió a la Primera Guerra Mundial (1904-1914). La banca Alemana participó en la emisión de empréstitos a Latinoamérica, a países como Chile, Argentina, México, Brasil y Cuba. Alemania, fue bien considerada por representar gran parte del financiamiento

¹²El Barings Bank (de 1762 hasta 1995) fue un banco de orden mercantil el más antiguo del Reino Unido y del mundo.

a principios del siglo XX, denominándose a esta época, como la primera globalización financiera (Marichal 2014, 81).

A mediados de la década de 1910, hubo una restricción de capitales hacia América Latina desde los mercados internacionales (principalmente los europeos) pues la mayor parte de los fondos fueron destinados a financiar la Primera Guerra Mundial. Al no disponer de suficientes recursos (provenientes de los países europeos centrales y en particular el Reino Unido) para satisfacer la demanda de muchos países del mundo, se desató una crisis, y como consecuencia, se desaceleró el mercado internacional de deudas. Al carecer Londres de recursos, el mercado de Nueva York comienza a repuntar, aunque no lograba satisfacer las demandas de recursos a nivel mundial (Ibíd.).

En este tiempo, muchos gobiernos aprovecharon la situación económica y pudieron minimizar la carga de su deuda, a través de compras de la misma, con el importante descuento que se ofertaba en el mercado secundario. De esta manera se pretendía recuperar la buena reputación en el mercado de deuda. Luego se desata la Segunda Guerra Mundial en la década de 1940, generándose nuevamente una crisis de deuda; es decir, durante tres o cuatro decenios (1910-1940), no volvieron a llegar flujos significativos de capital a Latinoamérica (Marichal 2014, 74).

Los organismos internacionales de crédito en la década de los 50 y 60 otorgaron financiamiento a Europa y a Japón, ayudando de esta forma que resurja la economía mundial y a esto se sumó el crecimiento industrial que presentó en los Estados Unidos luego de la Segunda Guerra Mundial. La producción industrial mundial llegó a niveles nunca antes vistos: se calcula que una tasa de 5.6% de crecimiento promedio anual entre 1948 y 1971 (Aparicio 2014, 28). Según Marichal, Latinoamérica y varios países en desarrollo, también vivieron este auge económico, producto de una naciente industrialización, por lo que a estos dos decenios (50-60), se los llamó la “edad de oro” de Latinoamérica, bonanza que se extendió hasta inicios de los 70, en esta época se alcanzó en su conjunto un crecimiento del 5% del PIB, únicamente fue sobrepasado por Japón que llegó al 8% de crecimiento en este tiempo (2014, 74). Esta liquidez y prosperidad económica, motivó una gran mejora de los mercados internacionales de deuda en los países del primer

mundo, reintroduciendo capitales para América Latina (Mascareñas 2006, 40-48).

Los mercados se dinamizaron y empezaron a transar diariamente, considerables cantidades de dinero a nivel mundial (Barros 2008, 13). En la década de los 70, la abundante cantidad de dólares existentes en el mercado mundial, producto del apogeo de la industrialización, hizo que llegara a los países en desarrollo un flujo de capitales calculado en US \$ 131.000 millones, a intereses vigentes en 1929. Los países en desarrollo, con la finalidad de financiar la expansión económica con una tasa de interés negativa (-11.8% en 1977), alcanzaron grandes créditos contratados en dólares, a corto plazo y a una tasa de interés flotante (Aparicio 2014, 77). En esta década, surgen los petrodólares¹³ provenientes de las bonanzas económicas que lograron tener algunas economías del mundo que exportaban petróleo, cuyo precio se cotizaba muy alto en el mercado, convirtiéndose en el blanco de los bancos comerciales extranjeros, los cuales buscaron, a través de sus sucursales, realizar sus colocaciones (Fernández 2012, 4).

A finales de los 70 e inicios de los 80, aparecen problemas económicos en países desarrollados, que repercutieron en Latinoamérica. En esta década se origina la crisis económica más severa para América Latina desde la Gran Depresión de 1930. Debido a esta crisis económica, en 1982, el gobierno mexicano y otros países en desarrollo deudores, anunciaron que no podían hacer frente al pago de la deuda y/o servicio de deuda externa, esto lo hicieron sin desconocer su obligación y conocedores de las consecuencias que traían el no cumplir sus compromisos. En cambio, por su parte los acreedores sabían lo que podía suscitarse, si los deudores no cancelaban y se declaraban en mora¹⁴, ya que eso iba a ocasionar graves repercusiones financieras, para sus sistemas bancarios y para la estabilidad económica del país (Ibíd.).

¹³ “El término fue acuñado por Ibrahim Oweiss en 1973 y hace referencia al Dólar estadounidense producto de la venta de petróleo y que permitía a los países exportadores, prosperar económicamente e invertir en las economías de otras naciones que compraban su petróleo” (Fernández 2012, 5).

¹⁴ “Un retraso intencionado en el cumplimiento de una obligación supone un incumplimiento parcial, que puede provocar perjuicios más o menos graves como el acreedor” (Parodi 2016).

Los organismos financieros internacionales debían participar de inmediato y tomar varias previsiones para que el problema disminuya. El Fondo Monetario Internacional (FMI), el Banco Internacional de Pagos (BIS) y el gobierno de Estados Unidos (junto con los gobiernos de otros países), inicialmente financiaron el rescate de México; con ayuda económica lograron el financiamiento de su deuda externa; y presionaron a la banca privada internacional para que hiciera nuevos préstamos a los gobiernos endeudados, como única solución para preservar sus activos (Aparicio 2014, 78).

En la década de los 80, Latinoamérica vivió una gran crisis financiera. Al inicio se pensó que era cuestión de liquidez y que pronto se iba a solucionar, sin embargo, esto no sucedió ya que se había convertido en una crisis de solvencia debido a que los países no disponían de fondos para cancelar sus deudas. Los factores que se atribuyeron a esta crisis fueron: 1. La disminución del precio de las materias primas a nivel internacional principalmente del petróleo; 2. Se incrementaron los intereses cobrados por la banca comercial extranjera de los países desarrollados (-11,8% en 1977 a más de 16.7%, en 1982) (Aparicio 2014, 35); 3. El congelamiento de fondos de Argentina en Gran Bretaña, a consecuencia del conflicto de la Guerra de las Malvinas; y 4. La falta de pago de la deuda por parte de los países de la región. Todo esto ocasionó que países de economías desarrolladas tuvieran graves problemas en sus economías (Vázquez 1989, 39-40).

Para evitar la propagación de estos conflictos económicos y teniendo como intermediario al FMI, se mantuvieron reuniones entre los países latinoamericanos y los grupos de gestión que representaban a la banca comercial acreedora, Organismos Multilaterales de Crédito¹⁵; gobiernos de Estados Unidos y Gran Bretaña. En estas reuniones se establecieron entendimientos para renegociar la deuda, cumplir con los pagos pendientes y evitar que se agudizara la mala situación económica que empezaron a tener los acreedores internacionales. De esta forma se trataba de evitar que se propagara una peor crisis a nivel mundial; estableciéndose convenios donde el Estado recibiría créditos de la banca comercial y de organismos

¹⁵Fondo Monetario Internacional Banco Interamericano de Desarrollo, Club de París principalmente (Argentina-ree 2000).

internacionales, pero los deudores previamente debían cumplir un sinnúmero de condiciones, como las previstas en el llamado Plan Baker creado en 1986 (Argentina-ree 2000)¹⁶.

En marzo de 1989, el secretario del Tesoro de Estados Unidos, Nicholas Brady, otorgó un nuevo incentivo oficial por medio de préstamos del Fondo Monetario Internacional, el Banco Mundial y el Gobierno de Japón, para alcanzar acuerdos que permitieran la reestructuración de las deudas de los países en desarrollo, en forma de bonos con una significativa cancelación de obligaciones, (Acosta 1990, 28).

Según Marichal, esta época constituye, *la década perdida de Latinoamérica*¹⁷, la razón es que la mayoría de países de economías emergentes se dedicaron prácticamente a buscar la forma de cubrir sus deudas y no se observa mayor crecimiento económico (Marichal 2014, 74).

Para Dumrauf, “la década de los 90 se caracteriza por la puesta en marcha de los convenios”, los cuales se pactaron en la década anterior como la iniciativa Brady y la migración de la deuda bancaria que se obtuvo en años atrás a bonos, como consecuencia de la presión de los organismos y gobiernos, quienes demandaban el no incremento de la crisis financiera. Estos bonos se basaban en operaciones de reducción de todo tipo de deuda con la banca, que los países en desarrollo mantenían hasta esa fecha (Dumrauf 2014, 55).

Estos acuerdos se realizaron bajo la condicionalidad que los bancos no podían cobrar la totalidad de la deuda a los países emergentes, ya que, de no ser así, desestabilizarían a sus economías; por lo que, por primera vez la banca acreedora accedía contraer una parte de los costos del endeudamiento, de los países en desarrollo. El Plan Brady, mantenía tres principios: “ser voluntario, negociarse caso por caso y basarse en operaciones sancionadas por el

¹⁶“Este plan promovía la recuperación de las economías deudoras, para restablecer, su capacidad de pago de la deuda externa. En octubre de 1985 el secretario del Tesoro estadounidense, James Baker, lanza este plan que proponía pasar de un financiamiento mínimo obligatorio, a uno más liberal y voluntario por parte de la banca privada, hacia los países con escasas economías”(Argentina-ree 2000).

¹⁷“Se la conoce así a la década de los 80; se inicia cuando México declara que no puede pagar su deuda externa en 1982. Esta situación trajo como consecuencia deudas externas impagable, un gran déficit fiscal; volatilidad inflacionaria y de tipo de cambio; que en la mayoría de los países de la región, se resolvió con un aumento en las tasas de interés, por parte de muchos de los países industrializados” (Marichal 2014, 117-220).

mercado” (Sangermano 2005, 3). El Fondo Monetario y el Banco Mundial, mediante sus políticas crediticias, debían apoyar de manera irrestricta la reducción de la deuda. El mecanismo de canje consistía en que el país deudor, presentaba a los bancos, las alternativas de pago de sus deudas, escogiendo entre diferentes opciones: a) Recompra directa de deuda (buy backs);¹⁸b) Canje de deuda vieja por deuda nueva (debt swaps);¹⁹ y c) Canje de deuda por activos (debt equity swaps)²⁰ (Ibíd.).

Los primeros bonos Brady, los emitió el Gobierno mexicano, posteriormente se fueron sumando otras emisiones y negociaciones, reuniendo al grupo que se conoce como países Brady: Argentina, Brasil, Costa Rica, República Dominicana, Ecuador, México, Uruguay, Venezuela, Bulgaria, Jordania, Nigeria, Filipinas y Polonia (Ibíd.).

Es importante resaltar que 75% de la emisión de bonos Brady se consolidó en la emisión de cuatro países, Argentina, Brasil, México y Venezuela (M. Díaz 2002, 91). El esquema consistiría en recompra de deuda bajo las siguientes modalidades: a) Emisión de bonos a la par; b) Emisión de bonos bajo la par (o discount); c) Cash Payment (aplicando un factor de descuento) (Gibbons 2015,105).

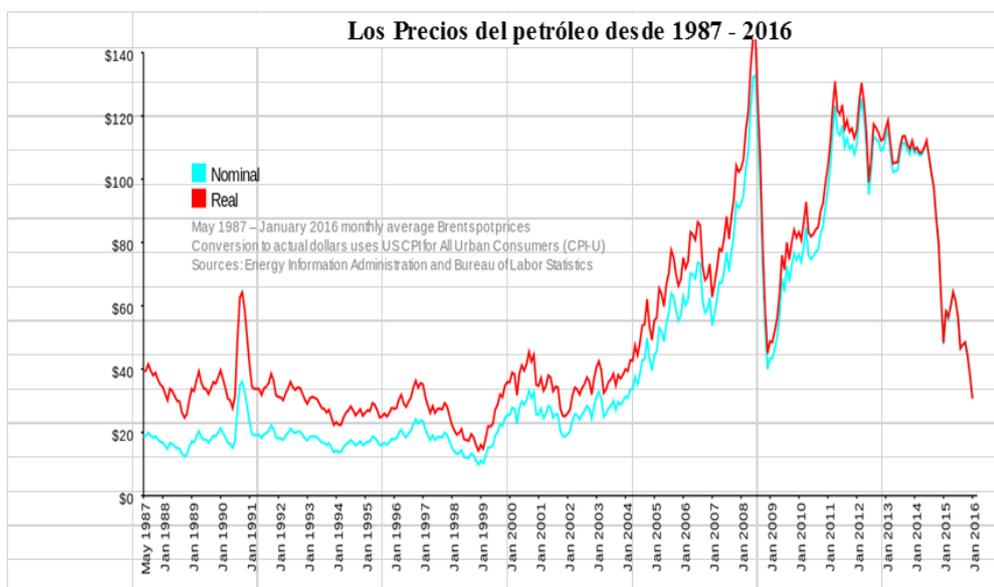
De acuerdo con Ocampo, este plan, dio paso para que se propiciaran algunas reducciones mínimas de los saldos de las deudas. Lastimosamente, esto ocurre después de que la crisis de la deuda ya había causado estragos. No obstante, los bonos Brady fomentaron el auge del mercado de bonos de países emergentes en la década de 1990, puesto que aparecieron grandes cantidades de títulos, que se podían negociar con más facilidad en el mercado secundario; a cambio recibían liquides que era inyectada en la economía mundial y nuevamente los países de Latinoamérica podían retornar a los mercados para buscar nuevos financiamientos a nivel internacional y contribuyeron a establecer nuevamente la integración de los mercados de bonos de América Latina y el Caribe en la economía mundial (Ocampo 2014, 30).

¹⁸ El deudor utiliza fondos propios (reservas) o externos (de organismos financieros) para recomprar sus títulos de deuda con descuento en el mercado secundario (Sangermano 2005, 25-27).

¹⁹ Con reducción del capital y/o de los intereses; a cambio se otorgan garantías sobre la deuda nueva para que resulte más atractiva que la existente (Ibíd.).

²⁰ Consiste en cambiar bonos por moneda nacional para realizar nuevas inversiones o adquirir activos ya existentes (por ejemplo, privatización de empresas estatales) (Ibíd.).

De acuerdo a Acosta, Silva y Donoso; los bonos Brady fueron una renegociación, entre los países en desarrollo que no contaban con los medios suficientes para cumplir con sus obligaciones crediticias y la banca comercial internacional, tanto del principal como de sus intereses. El proceso se realizó bajo el direccionamiento, asesoramiento y contribución de los organismos multilaterales de crédito y los gobiernos a los que pertenecían los bancos acreedores; cuya finalidad fue recuperar los créditos, dinamizar el mercado y hacer factible el pago de deuda al transformarlo en bonos, convirtiéndose en requisito para los países deudores que deseaban seguir teniendo los beneficios del acceso a créditos por parte de organismos multilaterales y de los gobiernos desarrollados (Acosta 2003, 10). En el siguiente cuadro se puede apreciar que el precio del petróleo inició su baja en 1982, los países que dependen de éste, no pudieron mejorar su situación económica y es así como en la década de los noventa aparece una nueva crisis cuando cae nuevamente el precio del petróleo.



Según Toussaint, en la década de los 90 existe una nueva crisis. Comienza en México a finales de 1994 producto de la falta de reservas internacionales y en parte, por el tratado de libre comercio de América del Norte; lo que provocó devaluación de la moneda y no contó con los recursos suficientes para realizar el pago de la deuda, pero fue prontamente ayudado por los EUA y logró salir de su mala situación económica. La crisis no escapó para ninguna de las principales economías de América Latina. Es en esta

década cuando se desplazaron los bonos Brady y los Eurobonos, por el nacimiento de los bonos Globales (Toussaint 2003, 17).

Los bonos Globales constituyeron un nuevo planteamiento para la reestructuración de la deuda ante la presencia de nuevas crisis que sufrieron los países de Latinoamérica a finales de los 90 e inicios de los 2000, que impidieron el pago de sus deudas, ante los supuestos ya existentes (monto, plazo, tasa y margen) y bajo las estipulaciones financieras de emisión. Estos bonos aparecieron sin un resguardo colateral, en efecto, los países en desarrollo Latinoamericanos que se acogieron a este cambio fueron: México, Brasil, Venezuela, Ecuador y Argentina, en varios casos, el plazo de sus bonos fue de 12 y 30 años; y la tasa de interés nominal de la emisión para algunos superaban el 10% (BCV 97).

En el proceso para buscar su independencia los movimientos y nacientes Estados Latinoamericanos acudieron al financiamiento externo en los mercados internacionales, con esto entraban a participar como prestamistas ante los mercados fuertes y poderosos de esa época. Desde el inicio los inversionistas fueron distinguiendo a los países como confiables y poco confiables; empezaron a discriminar a los Estados por el riesgo que representaban al realizar cualquier tipo de inversión en ellos. La manera más idónea de diferenciarlos fue castigándoles en las calificaciones crediticias, haciéndoles pagar rendimientos más altos, a los países que no tenían la sana costumbre de pagar a tiempo sus compromisos adquiridos (Ibíd.).

2.2. Principales actores y la dinámica de la economía política internacional.

Los principales mercados internacionales de deuda que desde sus inicios han sido considerados como los de mayor importancia en todo el mundo; han mantenido su imagen desde su creación, conservando su supremacía y velando por continuar en los primeros lugares de la calificación mundial. Los cinco mercados globales más competitivos en el mundo se encuentran en: Londres, Nueva York, Hong Kong, Singapur y Tokio. También existen otros mercados que tienen gran importancia a nivel regional, tales como Toronto, en Norteamérica, el cuál permanece aún como líder, sólo

detrás de Nueva York. En América Latina, Sao Paulo y Río de Janeiro continúan a la cabeza y en Centro América, Bermudas, Islas Vírgenes Británicas y Panamá (QFC 2015).

Los grandes centros financieros trabajan perennemente en el cuidado y control para mantener su imagen y liderazgo dentro de la industria. Son continuamente monitoreados por agencias especializadas, las mismas que dedican su esfuerzo a calificarlos a través del cumplimiento de varios componentes, los mismos que van ponderándoles y continuamente difunden por medios masivos el posicionamiento alcanzado de un mercado dentro del sistema financiero, con variables internas y externas utilizando inclusive los resultados de las encuestas que realizan a los actores que utilizan sus servicios (Ibíd.).

Las variables sobre las cuales hacen el control a los mercados, básicamente son dos: Primero internas, aquí se considera: *Sector de desarrollo*. Se pondera a la presencia de una serie de alternativas de inversión, así como la forma en que las inversiones coadyuvan para que varios sectores sean atendidos en condiciones similares, satisfaciendo de esta manera a emisores e inversionistas. También se toma en cuenta el grado de cumplimiento de las reglas internas del mercado y la existencia de actos de corrupción (Ibíd.).

La *infraestructura*, es otro elemento que se toma en cuenta en la calificación de los mercados o centros financieros y es el lugar donde se desarrollan las actividades de compra y venta de bonos y demás instrumentos de deuda. En este caso, una organización administrativa y/o financiera es considerada como un respaldo que permite que los agentes económicos lo distinguan como un lugar estable, proporcionando mayor confianza a quienes colocan cuantiosas sumas de dinero. Para mantener estos mercados activos la seguridad percibida por los clientes en la institucionalidad es fundamental, por eso la infraestructura se ha convertido en un aval para competir (QFC 2015).

El *capital humano* y la *reputación* son otros factores indispensables considerados dentro de los ejes sobre los cuales son evaluados y ponderados los mercados. La reputación, no es sino parte de la aprobación de un mercado ante los ojos de los inversionistas, es el reconocimiento que han logrado estos

centros financieros a lo largo de su existencia y que se refleja directamente en seriedad, experiencia y buen nombre (Ibíd.).

Esta medición la llevan a cabo las compañías consultoras por ejemplo el grupo Z / Yen,²¹ para analizar los mercados existentes de manera individual y los resultados dan cuenta de un comportamiento basado en una competencia, que se refleja desde hace muchos años atrás, principalmente entre los mercados de Nueva York y Londres que buscan siempre la hegemonía entre los mercados más fuertes del mundo. Incluso, con el paso de los años, se observa que estos mercados continúan “manteniendo la calidad, otorgando la seguridad y siguen siendo centros confiables de inversión y de búsqueda de alternativas de deuda e inversión” (Ibíd.).

Segundo, los actores externos, agentes económicos que son quienes se dirigen a estos mercados en la búsqueda de satisfacer sus necesidades, otorgándole dinamismo y desarrollo; tales como: Los emisores o prestamistas, que incluyen en su mayoría a gobiernos o partes constitutivas del gobierno (gobiernos autónomos o seccionales con respaldo del gobierno central). Los gobiernos son los principales emisores en los mercados de bonos soberanos, éstos necesitan grandes sumas de dinero y lo adquieren con la emisión de deuda pública (Expósito 2015). Los emisores acuden a los mercados en búsqueda de recursos líquidos provenientes de los inversionistas; dineros que son imprescindibles para satisfacer sus necesidades de cubrir déficit presupuestarios, renegociación de deudas, nuevos proyectos de inversión o continuar con proyectos ya existentes (Diez, y Mascareñas 1994, 60).

Durante el proceso de emisión de bonos de deuda, los emisores presentan los bonos por medio de las manifestaciones que previamente han realizado ante potenciales inversionistas. Esto permite medir el grado de aceptación que van a tener sus mecanismos de deuda. La administración y distribución pública de títulos financieros, se realiza bajo la comparecencia de una compañía o banco de renombre internacional, cuyos conocimientos sobre el mercado son altos y que además posee su propia cartera de clientes inversionistas, citando a todos los que pueden estar interesados en esta inversión (Ibíd.).

²¹“Z / Yen compañía que ayuda a las organizaciones a tomar mejores decisiones. Considerada como un centro de investigación comercial sobre varios tópicos del mercado” (QFC 2015).

De tal manera que al momento en que se lleva a cabo una emisión, se suscribe un contrato que, por lo general, lo administra una compañía de gran prestigio, tales como: el Citibank, el Bank of America, JP Morgan, entre otras. En estos procesos el emisor de antemano conoce cuanto va a recibir por sus bonos; asimismo, los emisores nacionales de bonos en su propio país están sujetos a las regulaciones que dicta el gobierno nacional y es muy común que imponga tasas fiscales. En cambio, los bonos internacionales, solo deben contar con autorización de la jurisdicción de origen de la emisión y de la del país de colocación. En el caso de los eurobonos, además, se debe agregar el trámite de la garantía, ya que la compañía encargada de la emisión y negociación de bonos, no admitirá una emisión que no esté respaldada por el gobierno (Mascareñas 2006, 62).

El *Inversionista* es otro actor externo de gran importancia en estos mercados, “los inversionistas son las personas físicas o morales,²² nacionales o extranjeras, que a través de un intermediario del sistema de valores como casa de bolsa o banco, colocan sus recursos, adquiriendo valores para obtener rendimientos” (AMAI 2003). En los mercados bursátiles del mundo es muy relevante la participación del grupo de los inversionistas institucionales, generalmente liderado por: sociedades de inversión, fondos de pensiones y otras entidades con alta capacidad de inversión y amplio conocimiento del mercado (Ibíd.).

Como lo expresa Díaz Mondragón (en CIECA 2006,88). “Estos inversionistas, entregan sus grandes capitales en este mercado, debido, principalmente, a las siguientes razones: 1) Conocen con anticipación cuanto generará por rendimiento su inversión al momento del vencimiento; conocen además la fecha en que se cancelará el instrumento financiero; 2) Adquieren documentos que son respaldados por todo un país y es más seguro que le van a cancelar puesto que son instrumentos de baja volatilidad; y 3) Existe la suficiente estabilidad y liquidez de estos documentos por la existencia de un mercado secundario, donde se pueden negociar estos instrumentos de deuda” (CIECAS 2006, 88)

²²“Persona jurídica, es un sujeto de derechos y obligaciones que existe, pero no como individuo, sino como institución y que es creada por una o más personas físicas para cumplir un objetivo social que puede ser con o sin ánimo de lucro” (Vázquez 1989, 169).

Por otra parte, según Vázquez, los inversionistas se presentan en los mercados internacionales de bonos soberanos primarios,²³ aprovechando su dinero para comprar bonos de primera mano o cuando piensan reducir el riesgo, obtienen a los tenedores de los bonos en los mercados secundarios.²⁴ Sin importar el lugar de donde adquieren los bonos, los inversionistas necesitan seguridad, confianza, credibilidad y otros atributos que le otorguen tranquilidad en su inversión, sabiendo que su dinero retornará en los montos acordados, con los rendimientos esperados y en los tiempos que fueron indicados, al momento de la negociación (Vázquez 1989, 187).

Expósito (2015) afirma que los principales inversores en los mercados de bonos, son los agentes económicos que mayores sumas de dinero manejan, entre ellos: fondos de pensiones, fondos de inversión, fondos soberanos, organismos internacionales, e inclusive los propios bancos. Estos agentes no solo gestionan considerables cantidades de dinero, sino que de ellos deriva el bienestar y el futuro de dependientes y pensionistas en todo el mundo (Expósito 2015).

La confianza en el país emisor, cuenta mucho al momento de que un inversionista desee obtener los instrumentos de deuda; por esta razón es que para aceptar bonos soberanos, se establecerá qué gobierno emitió los bonos? y se buscarán referencias sobre su historial crediticio; asimismo no todo bono soberano tiene un alto grado de aceptación, para ello se debe considerar: 1. El nivel crediticio, enmarcado a través de un “rating”²⁵ y comunicado a través de una agencia de calificación de riesgos reconocida en el mercado; 2. La capacidad del prestatario, traducida en la cobertura que representan algunos indicadores respecto a la emisión lanzada al mercado y sus correspondientes cargas financieras; y 3. La continuidad de la aparición en el mercado,

²³ Son aquellos lugares en los que se comercializan títulos valor o bonos que recién son emitidos a los inversionistas iniciales, su precio sale a valor nominal (Ibíd.).

²⁴ Los Mercados o lugares en los que se negocian títulos valor o bonos que estuvieron en manos de otros dueños (Expósito 2015).

²⁵“A la hora de analizar la situación de la contraparte lo que se lleva a cabo es lo que se conoce como los ratings, que no es otra cosa más que recopilar información sobre los clientes. Existen dos tipos fundamentales: los ratings internos (scoring), usan la información propia suministrada y los ratings externos, que se valen de terceros para la misma función”. (Peláez-Campomanes 2015)

expresada a través de una mayor aparición del prestatario y el grado de aceptación que mantiene en los mercados (Ecolink 2008, 46).

Las Agencias de calificación de riesgo, como se manifestó en el capítulo primero, son requeridas por los emisores de deuda, para que, previo a cada emisión de bonos, presenten su opinión o juicio cualitativo, que está sustentado en análisis cuantitativos tales como: la tasa de crecimiento real de la economía, la tasa de desempleo, la tasa de inversión, el tipo de interés, entre otros (García 2004, 9-11). Luego que se hace este análisis se obtiene el rating, bajo el cual la calificación, disminuye la incertidumbre e incrementa la plena confianza en el inversionista (Ibíd.).

Los Intermediarios, otro actor externo en los mercados y que igual son de gran importancia, pudiendo ser este un banco o una casa de bolsa, que se encargan de la captación/colocación de títulos bursátiles (García Durán 2005, 68-69). Las casas de bolsas acreditadas para proceder en el mercado bursátil, llevan a cabo las operaciones de compra/venta de valores, brindan asesoría a las empresas en colocación de valores y a los inversionistas en la formación de sus carteras de inversión, reciben fondos por concepto de operaciones con valores, y realizan transacciones con valores (Ibíd.). Estos intermediarios financieros, serán los encargados de ubicar a los potenciales inversionistas, quienes por su confianza, serán idóneos para recibir de los emisores de deuda, un interés en forma periódica (anual, semestral, trimestral, mensual o de otra forma), el cual es designado como cupón y que durará mientras tenga vida el bono (Diez y Mascareñas 2006, 62).

Según García Game, los intermediarios presentan a los inversionistas información que sustenta la calificación del bono, demostrando que los instrumentos de deuda que les ofrecen, poseen una determinada evaluación, que está relacionada con su rendimiento; actualmente, por la tecnología todo es más transparente para el inversionista (García 2004, 69).

De acuerdo a Morales, los intermediarios, brindan asesoría a los gobiernos en colocación de valores y a los inversionistas en la formación de

sus carteras de inversión,²⁶ anticipan de posibles riesgos financieros, por lo que los inversionistas y los emisores tienen mayor seguridad al realizar las operaciones en el mercado de deuda (Morales 2005, 23).

Cuadro de Posiciones Los 82 Principales Centros Financieros del Mundo							
No	País	No	País	No	País	No	País
1	New York	22	Shenzhen	43	Sao Paulo	63	Brussels
2	London	23	Dubai	44	Istanbul	64	Warsaw
3	Hong Kong	24	Busan	45	Gibraltar	65	Oslo
4	Singapore	25	Taipei	46	Bahrain	66	Glasgow
5	Tokyo	26	Abu Dhabi	47	Rio de Janeiro	67	Edinburgh
6	Zurich	27	Tel Aviv	48	Panama	68	Mauritius
7	Seoul	28	Melbourne	49	Almaty	69	Bahamas
8	San Francisc	29	Beijing	50	Bangkok	70	Milan
9	Chicago	30	Munich	51	Dalian	71	Malta
10	Boston	31	Osaka	52	Dublin	72	Rome
11	Toronto	32	Johannesburg	53	Mumbai	73	Madrid
12	Washington	33	Calgary	54	Jersey	74	Helsinki
13	Geneva	34	British Virgin Islands	55	Guernsey	75	Moscow
14	Riyadh	35	Vienna	56	Mexico City	76	Budapest
15	Vancouver	36	Stockholm	57	Jakarta	77	Lisbon
16	Shanghai	37	Paris	58	Isle of Man	78	St Petersburg
17	Luxembourg	38	Kuala Lumpur	59	Monaco	79	Cyprus
18	Montreal	39	Cayman Islands	60	Prague	80	Tallinn
19	Frankfurt	40	Amsterdam	61	Copenhagen	81	Athens
20	Doha	41	Bermuda	62	Manila	82	Reykjavik
21	Sydney	42	Casablanca				

Tabla realizada por el autor
Fuente: The Global Financial Centres Index (GFCI) Z/YEN

2.2.1. La dinámica de la economía política internacional

Los países que carecen de recursos económicos, ubicados en los mercados emergentes, con la globalización, no tienen mayor alternativa que mantener relaciones con los organismos multilaterales de financiamiento, gobiernos de países desarrollados, e inclusive con la banca comercial internacional de los grandes imperios; ya que requieren sus recursos, para continuar con los proyectos de inversión; cubrir los déficit presupuestarios, e inclusive para renegociar deudas.

Las grandes cantidades de recursos que los gobiernos requieren a manera de empréstito, en diversas ocasiones se hace difícil de conseguir en un banco comercial nacional e internacional; es ésta una de las razones por la

²⁶“Como definición de la cartera de inversión (también llamada portafolio de inversión) podemos decir que está formada por un conjunto de instrumentos (activos financieros) tanto de renta fija como de renta variable, lo cual permite minimizar la exposición al riesgo”. (Morrufo 2014).

que, las grandes sumas de dinero para financiar a los Estados se obtienen a través de organismos multilaterales, acuerdos bilaterales o a través de la emisión de bonos. En el caso de países en vía de desarrollo con economías pequeñas, que han incumplido en sus obligaciones de deuda, el financiamiento se otorga con altos rendimientos y en plazos muy reducidos, previo al cumplimiento estricto de condiciones y reglas establecidas por quienes facilitan los recursos.

Lamentablemente, no se observa en el mediano ni en el largo plazo, que países en desarrollo tengan alternativas diferentes a más de continuar con el espiral del endeudamiento (buscar financiamiento, para cubrir uno ya existente), siempre que el país tenga ingresos suficientes que permitan pagar puntualmente a los acreedores de acuerdo a lo pactado. No tendrá la negativa de acceder libremente al mercado de deuda, ya que el impago de los gobiernos deudores, es motivo para que las instituciones financieras cierren los créditos internacionales, perdiendo el país la credibilidad ante los inversionistas internacionales, provocando la subida del riesgo país e inclusive le niegan la ayuda, para renegociar su deuda.

La relación entre países en vías de desarrollo con países de economías desarrolladas, genera directa o indirectamente una obligación a continuar como socios comerciales, puesto que, los recursos que un país en desarrollo obtenga producto de las negociaciones que mantengan, permitirá a las economías en desarrollo cumplir con el pronto pago de sus deudas. En cambio, los países desarrollados encuentran en las economías emergentes el lugar propicio para proveerse de productos terminados e industrializados y para otorgarles préstamos, con esto contribuyen al progreso de las economías de los países en desarrollo.

Los organismos multilaterales de crédito que financian a los gobiernos de economías emergentes deben realizar el monitoreo permanente económico, financiero, político y social de los países deudores, para conseguir que cumplan sus obligaciones en los tiempos y en las cantidades establecidas. Por otra parte, los países en vías de desarrollo tienen el compromiso de presentar periódicamente información económica, política, social; para que los gobiernos y los organismos de financiamiento se encuentren al tanto de la

situación real de su economía y de ser necesario realicen cualquier tipo de asesoramiento.

Mantener una buena relación de cooperación en aspectos sociales, políticos, medio ambientales, económicos o financieros con los organismos multilaterales de crédito, inversionistas internacionales y gobiernos de países desarrollados, permitirá emprender nuevos acuerdos, convenios o renegociaciones, en caso de que un país en vía de desarrollo no pueda cumplir a tiempo y en las cantidades pactadas, los compromisos de deudas adquiridos con los poseedores de los bonos.

2.3. Los mercados internacionales de bonos a comienzos del siglo XXI

Los mercados internacionales de bonos en el siglo XXI, van evolucionando conforme avanza la ciencia, la comunicación y la tecnología, con transformaciones en varios ámbitos del mercado técnicos, operativos y legales; a continuación se mencionan las más relevantes:

- La tecnología de las comunicaciones, ajustada en la transmisión de la información y la tecnología de la computación, centrada, además, en el proceso de toda la información, traspasaron los límites geográficos a nivel mundial, tanto por su alcance como por su velocidad, reduciendo el tiempo y los costos, facilitando la globalización de las actividades económicas en los mercados internacionales y la realización de operaciones bursátiles en cualquier lugar del mundo. Estas operaciones se llevan a cabo usando medios electrónicos, como internet y sistemas de pagos específicos de cada banco (Nayyar 1995, 42).
- Estos mercados trabajan las veinte y cuatro horas del día a nivel mundial, debido a los distintos husos horarios que se encuentran ubicados, mientras unos cierran sus puertas otros las abren al público (Díaz 2002, 30).
- En este mundo globalizado, los mercados de bonos no manejan un mecanismo de intercambio centralizado; de hecho, en muchos de los mercados de bonos avanzados como los de EE.UU., Japón y Europa occidental, el comercio de bonos es descentralizado, la liquidez es otorgada por los inversionistas participantes del mercado que favorecen su capital como una actividad comercial. Al momento que un inversor compra o vende un bono, la contraparte de la operación es casi siempre un banco o sociedad

de valores, el cual aparece como intermediario, los mismos que en algunas ocasiones toman posición del bono y lo mantienen bajo su custodia hasta la maduración (Nayyar 1995, 38).

- Para el mercado internacional de bonos, no existe un marco legal internacionalmente que impida proceder libremente, es decir, no se enmarcan dentro de las leyes del país donde se encuentra ubicado el mercado, por lo que existe cualquier cantidad de flexibilidad y transparencia, al no tener que someterse a ninguna ley en particular (Díaz 2002, 45).
- Los mercados se encuentran protegidos por el Derecho Internacional de Inversiones que consiste en un conjunto de reglas que protegen a la inversión y al inversionista extranjero, frente a las acciones de los Estados,²⁷ receptores de la inversión (Montoro 2015, 18).
- Estos mercados garantizan al inversionista que los instrumentos que se negocian, provengan de una estricta investigación y detallada calificación de la información proporcionada por el país emisor, referente a lo económico, social y político; otorgándole, un mayor margen de confianza y credibilidad (García 2004, 22).
- Los mercados son monitoreados continuamente a nivel mundial, para calificar su eficiencia, supremacía y liderazgo, conociéndose que los mercados más desarrollados en el mundo entero se encuentran prácticamente en Norte América, Europa y Asia. Los mercados de Centro América, Sudamérica y África se presentan como mercados emergentes y dentro de cada región se observa un desarrollo local (QFC 2015, 14).
- La moneda que se negocia en las operaciones que se realizan en este tipo de mercados por lo general es una moneda fuerte, en la mayoría de las veces será distinta a la del gobierno emisor y de sus inversionistas, tales como: Dólar norteamericano, euro, yenes japoneses, libras esterlinas y francos suizos. Es decir, monedas muy reconocidas que generan confianza y que tienen mayor aceptación; con lo que se evitan adquirir instrumentos financieros en divisas

²⁷“Los inversionistas se sentirían más seguros y en consecuencia atraídos a realizar inversiones en los Estados que se obligaran por esas reglas, puesto que consiste en un mecanismo de protección, no solo con la inclusión de estándares específicos de protección en contra ciertas acciones del Estado, sino con la posibilidad de demandar directamente al Estado anfitrión ante instancias internacionales” (Montoro 2015, 23)

cuya evolución genere incertidumbre, sobre cuál será su conducta económica ante una eventual crisis local o mundial (Díaz 2002, 32).

- Existen tres grandes mercados de bonos en el mundo: El mercado de bonos extranjeros (foreign bond),²⁸ el mercado de bonos externos²⁹ o bonos internacionales simples y los eurobonos³⁰ (Ibíd.).
- Para llevar a cabo la colocación de bonos en este mercado se ejecutan cinco pasos esenciales: a) El emisor analiza el mercado y la factibilidad de la colocación; b) El emisor pide permiso a la autoridad nacional; c) Las entidades financieras exponen sus propuestas de compra; d) El emisor selecciona las propuestas más idóneas; e) finalmente se realiza la colocación (Ibíd.).
- Para participar en los mercados se requerirá poseer una garantía que le fuera otorgada por el gobierno, para las emisiones que las haga directamente, así como para los que emitan los gobiernos seccionales³¹ (Medrano 2007).
- De acuerdo al mercado donde es emitido un bono lleva un nombre coloquial, si la emisión se realiza en dólares y es colocada en los EUA se le llamará *yankee*, si es en yenes y es colocada en Japón se le nombrará *samurai*, si es en libras esterlinas en Gran Bretaña se le llamará *matilda*, si la emisión es en dólares australianos y es en Australia se denominará *canguros*, etc. Y el Eurobono: El inversor puede elegir recibir el principal o los intereses en la moneda de la colocación; los emisores eligen el país en el cual colocarán los títulos valor según su conveniencia (Mascareñas 2006, 40).

²⁸«Los bonos extranjeros, son aquellos que son emitidos y colocados por gobiernos, bancos o empresas no financieras nacionales denominados en su moneda de origen y negociados en su propio país. Es decir, todo mercado nacional para alguien es un mercado extranjero» (Díaz 2002, 88).

²⁹ Los bonos externos o bonos internacionales simples son aquellos que se denominan en la moneda nacional de aquel país donde se coloca y el emisor es extranjero. Este tipo de bonos, sin embargo, es básicamente para los mercados más importantes o desarrollados en el mundo, por lo que son denominados en divisas fuertes (Díaz 2002, 88).

³⁰ El eurobono se denomina así cuando se emite en moneda extranjera distinta al país donde se coloca, no importa la nacionalidad del emisor, éste podría ser emitido por los nacionales o por los extranjeros.

³¹En el Ecuador “Toda negociación y reestructuración, canje, colocación, redención o recompra de deuda pública externa y colocación de bonos de deuda pública interna, previo al proceso de negociación, deberá ser analizada y aprobada por un Comité de Deuda y Financiamiento que se pronunciará sobre las condiciones financieras de la negociación”(Ecuador-Ley Orgánica para la Recuperación del Uso de los Recursos Petroleros del Estado y Racionalización Administrativa de los Procesos de Endeudamiento, Art. 13 2008)

- La primera vez que emiten al mercado los títulos valor, el emisor puede decidir entre ofrecer sus bonos a través de una oferta pública o de una oferta privada (Ortega 2012, 33-35).
- La convocatoria a subasta se hace al menos con un día de anticipación, por los diferentes medios de comunicación, incluido a través del correo electrónico de los inversionistas; una vez que se comercialice los instrumentos financieros, la empresa recolecta el dinero, retira su comisión y entrega la diferencia al gobierno. Por lo general, se envía el dinero a través de un Banco Central, y el Estado queda comprometido para cancelar a los tenedores de bonos, inicialmente los intereses o cupones de acuerdo a lo pactado y cuando termine el tiempo de vigencia del bono, entregará el principal a los que se encuentren en pleno derecho de los bonos, quedando de garantía todo el país, es por eso que se lo considera un bono de alta seguridad (amv 2013).
- Estas subastas se realizan en determinados días del mes.³² La emisión y entrega de los títulos a los inversionistas se realizan contra el pago respectivo, los títulos se entregan al día siguiente del pago, salvo que se haya indicado lo contrario en el anuncio de la subasta (Ibíd.)
- Pueden participar en las subastas del mercado primario todas las “entidades elegibles”³³ que hayan cursado su solicitud previamente y hayan obtenido la aprobación respectiva. Las entidades elegibles que son capaces de participar por cuenta propia son: 1) las entidades de seguros, y 2) las instituciones de inversión como los fondos mutuos, los fondos de inversión, los fondos de pensiones y los fondos en fideicomiso mediante sus delegados, administradores de activos o fiduciarios autorizados. También pueden adquirir la licencia para participar, sólo con propuestas no competitivas, aquellas entidades extranjeras que se acrediten como: entidades de seguros, entidades de inversión, entidades de valores o entidades de crédito

³² Por ejemplo en Perú “se suelen realizar el segundo y el cuarto martes de cada mes, según el Cronograma del Programa de Subastas Ordinarias de Títulos del Tesoro, sin perjuicio de que se puedan hacer subastas especiales en cualquier momento” (MEF-PE 2015).

³³ Por ejemplo en Perú, Las entidades elegibles que pueden participar por cuenta propia y por cuenta de terceros son: 1) las entidades de valores como las sociedades agentes de bolsa, 2) las entidades de crédito como los bancos, 3) entidades financieras, y 4) los compradores institucionales calificados, los fondos de cobertura. Otras empresas y las demás personas podrán participar a través de un intermediario autorizado (MEF-PE 2015).

supervisadas por algún órgano oficial especializado del país en el que operan (Medrano 2007, 26).

- Cuando los inversionistas adquieren una emisión soberana, mejora la percepción de riesgo país por parte de los inversionistas internacionales, permitiendo que las tasas de interés para dicho país resulten más bajas en cualquier operación internacional en la que participe (Ibíd.).
- Los gobiernos buscan estos mercados ya que a éstos acuden los prestatarios más fiables con grandes cantidades de dinero, al tipo de interés más bajo, y al plazo más largo. Este beneficio se otorga a las economías que se encuentran al día en sus obligaciones (Ibíd.)
- Los inversionistas internacionales, se encargan de castigar duramente el incumplimiento de un Estado emisor de deuda soberana, impidiéndole su retorno a los mercados, hasta que cumplan con sus obligaciones o las hayan renegociado. Estos costos son conocidos como “costos de reputación”, y son una razón esencial para que los países cuiden su historial crediticio (Mascareñas 2006, 58).
- Mantienen un importante grado de importancia en la economía mundial, ya que influyen directa o indirectamente en la fijación de la tasa de interés, para los instrumentos de deuda a largo plazo. De igual manera se les considera como el escenario donde se castiga diariamente a la política económica de cada gobierno, y esto se demuestra en la fluctuación del rendimiento en los instrumentos de su deuda (Diez y Mascareñas 1994, 38), si una acción de un gobierno no satisface a los mercados, estos pueden castigarle elevando el costo de su deuda (Expósito 2015).

2.3.1. Los mercados internacionales de Bonos 2014-2015

Los empréstitos en el mundo entero van incrementándose; así mismo, las características se van modificando en cuanto a: montos, plazos, rendimientos, valor de mercado y otros factores que hacen que los gobiernos analicen sus posibilidades y las relacionen con las alternativas de financiamiento existentes y se aceptarán, cuando sus resultados se consideren como la mejor opción (BIRF 2016).

De acuerdo a las políticas de varios Estados, la emisión de deuda coincide, en muchos casos, con el periodo de pago de títulos viejos, por lo que

el dinero que se obtiene con la nueva venta de títulos sirve para devolver el capital que se recibió en la venta de los antiguos. Con el dinero de la nueva emisión, el Estado paga los intereses y por lo general al cancelar el capital, le quedará un valor restante, que aumentará el volumen neto de la deuda pública (Expósito 2015).

La emisión de deuda en los países en desarrollo aumentó de manera continua antes de la crisis financiera global de 2008 y se aceleró rápidamente después de la crisis. De igual manera, la emisión anual de bonos aumentó de US \$ 64 mil millones en 2000 a \$ 400 mil millones en 2014 (Feyen 2015). De acuerdo a datos de la ECLAC, en 2014, se observa que los países de América Latina y el Caribe (en adelante ALC), acudieron a los mercados de deuda en busca de financiamiento externo en bonos soberanos, por valores que sobre los US \$ 133 mil millones, prevaleciendo a 2013, que fue de US \$ 123 mil millones; así como también superó ampliamente a la emisión de bonos soberanos de 2015, que fue de US \$ 78 mil millones (CEPAL 2016).

El vencimiento promedio de los bonos para 2014 en los países en desarrollo se estimó a más de 18 años, dicho vencimiento se va reduciendo en las nuevas emisiones, principalmente porque las economías de los países en desarrollo se encuentran en desaceleración. Una causa de esto es la disminución de compras de materias primas por parte de los gobiernos de China, Europa y Estados Unidos, provocando una ralentización en la economía de los países en desarrollo, por lo que estos últimos recurren a buscar más financiamiento (ECLAC 2016).

En 2015, la mayoría de los países de Europa y África, buscaron financiamiento para emprender sus proyectos, a través del Banco Mundial y de su socio, la Corporación Financiera Internacional. En cambio países en vía de desarrollo como México, Chile y Brasil realizaron grandes emisiones de bonos en EUA y Europa representando el 57% del total que emitió ALC, en ese año, como se puede apreciar en el siguiente cuadro; pero más restringidas que las realizadas en 2014 (W. ECLAC 2015).

Listado de Algunos países que han emitido bonos soberanos entre 2013- 2015					
País	Fecha de emisión	Monto de emisión(millones US \$)	Plazo (años)	Tasa de interés (%)	Grado de inversión
Ecuador	may-15	750	5	8,5	Riesgo especulativo
	mar-15	750	5	10,5	Riesgo especulativo
	jun-14	2000	10	7,95	Riesgo especulativo
Chile	dic-14	1060	10	3,19	Riesgo bajo
		1000	10	1,74	Riesgo bajo
Panamá	sep-14	1250	10	Tasa del Tesoro Americano +1,75%	Riesgo medio inferior
Paraguay	ago-14	1000	30	Tasa del Tesoro Americano +2,81%	Riesgo especulativo
	ene-13	500	10	Tasa del Tesoro Americano +2,75%	Riesgo especulativo
Brasil	jul-14	3550	30	Tasa del Tesoro Americano +1,87%	Riesgo medio inferior
Rep. Dominican	jul-14	250	30	6,85	Riesgo altamente especulativo
	abr-14	1.250	30	7,45	Riesgo altamente especulativo
México	abr-14	(EUR) 1000	7	Mid-swap + 1.05	Riesgo medio inferior
	abr-14	(EUR) 1000	15	Mid-swap + 1.5	Riesgo medio inferior
	mar-14	1000	100	2,23	Riesgo medio inferior
	ene-14	100	7	Tasa del Tesoro Americano +1,2%	Riesgo medio inferior
	ene-14	3000	32	Tasa del Tesoro Americano a 30 años +1,7%	Riesgo medio inferior
Colombia	ene-14	2000	30	Tasa del Tesoro Americano a 30 años +1,76%	Riesgo medio inferior
	sep-13	1600	12	Tasa del Tesoro Americano +1,42%	Riesgo medio inferior
Bolivia	ago-13	500	10	Tasa del Tesoro Americano +3,48%	Riesgo especulativo

Fuente: REUTERS; WSJ:La tercera de negocios; La razón Economía; Bolsa de Valores República Dominicana;Ministerio de Economía y Finanzas de Perú
Elaboración: Multienlace

Marzo de 2015 representó un cambio brusco en la economía con respecto a enero 2015, debido a: 1) la incertidumbre sobre la desaceleración de la economía principalmente de China; 2) la fluctuación del precio de las materias primas, 3) las divergencias de política monetaria, y 4) un aumento en las tasas de interés de Estados Unidos, lo que originó que en diciembre 2015 los inversionistas traten de tomar su dinero de los mercados de ALC en un tiempo record, mientras que el índice MSCI ³⁴ de América Latina, reflejaba cantidades positivas ya que ganó un 18,5% en el primer trimestre, los mercados emergentes en su conjunto ganaron un 5,4% y los países del G7³⁵ perdieron casi 1% (W. ECLAC 2015).

Los mercados internacionales de deuda registraron poca participación a finales de 2015, por parte de los países con economías emergentes, debido a

³⁴ El índice MSCI World es un índice ponderado por la capitalización bursátil de las compañías que lo componen, y que mide la rentabilidad de los mercados bursátiles desarrollados a nivel mundial. La metodología completa del índice se puede encontrar en www.msibarra.com

³⁵ Se denomina grupo de los siete a un grupo informal de países del mundo cuyo peso político, económico y militar es tenido aún por relevante a escala global. Está conformado por Alemania, Canadá, Estados Unidos, Francia Italia, Japón y Reino Unido (INDENJ 2014).

la ralentización de su dinámica económica; al bajo crecimiento que venían manteniendo, y sobre todo debido a la poca credibilidad. Todo esto se tradujo en obstáculos para la adquisición de créditos, casos como Venezuela con riesgo país muy alto, Argentina que aún no logra sobrepasar el no haber cumplido con sus deudas del 2001 o Ecuador sobre el que aún pesa haber declarado el no pago de deuda en 2008, son algunos de los factores por lo que la emisión de bonos se redujo alrededor de un 42% con respecto a 2014 (CEPAL 2016).

Capítulo tercero

Ecuador inmerso en el mercado internacional de bonos soberanos 2014-2015

Gran parte de las participaciones que ha tenido el Ecuador en el mercado de bonos ha sido inducida, resultando casi paradójico, que al revisar sus estadísticas de emisiones de bonos se encuentre con amplias cantidades de financiamiento en títulos de deuda. La participación que ha tenido el Ecuador en estos mercados ha sido muy esporádica, sin embargo, durante el periodo 2014-2015 se registra una mayor presencia del país en dichos mercados.

3.1. Antecedentes de la emisión de bonos en el caso de Ecuador

Existen autores como Acosta (2006), Silva (1999), Vásquez (1989), entre otros que describen el inicio de la deuda ecuatoriana en bonos, desde antes que el Ecuador sea reconocido como Estado libre y soberano. Para Paz y Miño, la primera deuda que se convierte en bonos se origina en Londres en 1821, destinada a financiar la compra de material bélico, ropas y alimentos para las tropas de la Real Audiencia que combatieron en contra del sometimiento español. El siguiente financiamiento se obtuvo también en Londres en 1822, cuando Simón Bolívar³⁶ estaba al frente de la Gran Colombia.³⁷ La suma de estos valores fue aceptada y legalizada en 1826, en el Congreso de la Gran Colombia, deuda conocida como la Deuda Inglesa o Deuda de la Independencia (Paz y Miño 2009). El 13 de mayo de 1830, se separó de la Gran Colombia el Distrito del Sur, que luego tomó el nombre de la República del Ecuador, empezando desde allí su vida republicana (Acosta 1990, 90).

De acuerdo a Alfredo Guerrero, los recursos financieros solicitados a Londres no fueron únicamente para consolidar la independencia, sino también

³⁶“Simón José Antonio de la Santísima Trinidad de Bolívar Ponte y Palacios Blanco, conocido como Simón Bolívar, fue un militar y político venezolano, fundador de las repúblicas de la Gran Colombia y Bolivia” (Quevedo 2015, 30).

³⁷La Gran Colombia (oficialmente República de Colombia) fue el estado al que perteneció Venezuela tras su independencia del Reino de España. Existió entre 1819 y 1831 y tenía su base legal en la Constitución de Cúcuta de 1821. Según la constitución, la república comprendía los antiguos territorios de las entidades coloniales del Virreinato de Nueva Granada (actuales Colombia y Panamá) y la Capitanía General de Venezuela. En ella tienen su origen las actuales repúblicas de Colombia, Venezuela, Ecuador y Panamá (Martín 2010, 30-34).

con el propósito de proteger la agricultura y fomentar el desarrollo industrial de los territorios que conformaban la Gran Colombia. Lastimosamente, no todos los recursos aprobados en Londres llegaban intactos, ya fuera porque los intereses se cobraban por adelantado o porque manos inescrupulosas lo impedían (Guerrero 1980, 85).

3.1.1. Precedentes históricos: Desde la independencia a la crisis de la deuda

En 1834, una vez que el Ecuador ya era un Estado libre y soberano, se firmó el convenio Pombo-Michelena entre los Estados que conformaban la Gran Colombia, con el propósito de repartirse en partes proporcionales el total de la deuda adquirida,³⁸ quedando la repartición de la siguiente manera: Nueva Granada (Colombia-Panamá) pagaría £ 3'312,975 equivalente al 50%; Venezuela pagaría £ 1'888,395 correspondiendo al 28.5% y Ecuador £. 1'424.579 correspondientes al 21.5% (Terán 1896). Esta repartición, según Betty Silva, fue inequitativa, pues el porcentaje asignado al Ecuador fue demasiado alto, si se considera que la mayor parte de la deuda había sido adquirida antes de que el Ecuador formara parte de la Gran Colombia y que el territorio establecido para el Ecuador era muy pequeño (Silva 1999).

De 1834 hasta 1854, el Ecuador atravesó por una seria inestabilidad económica, política y social, que hizo que los gobiernos de turno descuidaran el pago puntual de la deuda Inglesa o deuda de la Independencia, apareciendo los primeros indicios de moratoria³⁹ y naciendo la desconfianza de los inversionistas de mercados internacionales (Acosta 1990, 80). En 1854 se realiza el convenio Espinel-Moncatta, en el que se consolida la deuda inglesa capital e intereses dando un total de £ 1'820.000, suma sobre la cual habría que emitir "bonos ecuatorianos de la deuda externa consolidada" y se empezó a pagar únicamente los intereses (Paz y Miño 2009, 36).

En 1869, El presidente García Moreno, suspende el pago de la deuda externa, por considerar que los acreedores estaban abusando en el cobro de los intereses y establece que ese dinero se utilizaría en nuevas obras para el país, y que reanudaría el pago una vez que se llegara a un acuerdo beneficioso para

³⁸La contraída por la Real Audiencia y la adquirida por la Gran Colombia

³⁹Ampliación del tiempo que se concede para hacer una cosa, especialmente para cumplir una obligación o pagar una deuda

el Ecuador. En este período no ingresan créditos provenientes del exterior y el país nuevamente tiene el rechazo de los inversionistas internacionales, por lo que los créditos se realizaban a través de la banca nacional (Acosta, y Borja, 1989, 19).

Antonio Flores Jijón con la idea de reestablecer los créditos internacionales para el Ecuador, retomó el pago de la deuda pública durante su mandato en 1890. En su presidencia, con la aprobación del Congreso y aprovechando sus conocimientos financieros, Flores Jijón logró una nueva negociación con los tenedores de la deuda, obteniendo una reducción del monto desde £ 2'246.560 (principal e intereses), a £ 750.000 y a razón de 4,5% anual durante los primeros cinco años, 4,75% anual durante los segundos 5 años y 5% anual en adelante (Nuñez 2013).

En 1894 el Congreso suspende nuevamente el pago de la deuda, esto se mantuvo como reservado; Eloy Alfaro llamó a la deuda externa la “deuda gordiana” y en 1896 “decretó suspender el pago de la deuda, hasta que se obtenga un arreglo equitativo y honroso con los tenedores de bonos”. Esta nueva suspensión de pagos no fue por incapacidad de cumplir los compromisos, sino producto de una posición pragmática y clara de mejorar los términos de su renegociación (Ibíd.)

En la presidencia del General Eloy Alfaro se propone construir la vía férrea, que conectaría a las ciudades de Guayaquil-Quito. Pero el descrédito que tenía el país por haber suspendido varias veces el pago de la deuda, hacía difícil conseguir nuevo financiamiento de mercados internacionales. Archer Harmann, el constructor de la obra, se preocupó por realizar los acercamientos necesarios con los tenedores de bonos, logrando que el gobierno comprara gran parte de la deuda, aprovechando que el valor de mercado de los bonos se encontraban en un nivel bajo (al 35% de su valor nominal). Es así como en 1898, se inicia el proyecto de la construcción del ferrocarril, una parte al contado y la otra con emisión de bonos. En el transcurso de esta obra, los recursos faltaron varias veces, debiendo renegociar nuevos arreglos y créditos, que luego se convirtieron en deuda directa de la nación. Este financiamiento se le conoció como “Bonos Ferrocarril”. En 1909 se logró la consolidación definitiva de esta deuda (Paz y Miño 2009).

Entre 1910 y 1930 el país tiene graves crisis económicas causadas por las emisiones sin respaldo, la inflación, la especulación, el abuso del crédito, el desnivel de la balanza de pagos, la falta de control oficial sobre los bancos y la anarquía; y rivalidad bancaria; que debía enfrentarse saneando la moneda y regularizando el cambio. A finales de la década de 1930 el Ecuador sufrió una nueva crisis económica debida principalmente a que las plagas que exterminaban con la principal fuente ingresos económicos del país, en ese entonces como era el cacao de exportación⁴⁰ (Pineda 2011) por lo que en la década de los 60, tenía que buscar créditos contingentes o Stand By, aplacando su crisis y pagando parte de sus deudas.⁴¹ Los desembolsos del FMI eran entregados una vez que el país cumplía a cabalidad las condiciones fondomonetaristas, demandadas para adecuar sus políticas económicas (Guerrero 1980, 86).

A partir de 1972, cambia totalmente el panorama económico del país por el descubrimiento del petróleo. El mismo que se cotizaba a excelentes precios en el mercado, ascendió de US \$ 2,5 a US \$ 35,2 dólares el barril; es así como el Ecuador disfrutó de la bonanza de los recursos provenientes de la venta del petróleo denominados petrodólares (Silva 1999, 66),⁴² los cuales sirvieron para promover políticas de desarrollo en diferentes áreas: industrial, infraestructura, construcción de carreteras, apareciendo nuevas fuentes de empleo (Paz y Miño 2009, 42).

El país se convirtió en aquel entonces en un lugar muy concurrido por los representantes de la banca internacional, de organismos multilaterales de crédito y por gobiernos de países desarrollados (principalmente de los Estados Unidos), los cuales vieron en Ecuador un sujeto de inversión por la buena situación económica de la que gozaba. Los ingresos obtenidos permitieron que en 1974 la Dictadura Militar cancelara las deudas que el país mantenía,

⁴⁰El Fondo Monetario Internacional o FMI es una institución internacional que en la actualidad reúne a 188 países, y cuyo papel, según sus estatutos, es «fomentar la cooperación monetaria internacional (Guerrero 1980, 80-86).

⁴¹El Servicio de Crédito Stand By (SCS) respalda a los países de bajo ingreso que, si bien en términos generales han logrado una situación macroeconómica sostenible, quizás enfrenten ocasionalmente necesidades de financiamiento y de ajuste a corto plazo, incluidas las causadas por shocks (Guerrero 1980, 86).

⁴²El término fue acuñado por Ibrahim Oweiss, en 1973, pensó que era necesario un término para describir la situación que ocurría en los países de la OPEP, donde la venta de petróleo permitía a esas naciones prosperar económicamente e invertir en las economías de otras naciones que compraban su petróleo (Silva 1999, 66).

con Gran Bretaña tanto de la Independencia como la que se obtuvo para la construcción del Ferrocarril (Ibíd.).

En los años setenta la forma de colocación preferida por las entidades financieras y en particular por los bancos, era mediante préstamos directos (individuales o en conjunto), cuando se trató de préstamos “jumbo” estos se dirigieron a los países en desarrollo más grandes; en cambio, los Estados se endeudaban en grandes cantidades a través de la banca comercial internacional, que era mucho más rápido y sin mayores condicionamientos (Ibíd.).

En 1976, se obtienen nuevos créditos especialmente de la banca comercial internacional, a tasas de interés del 5 y 6% de tipo flotante⁴³ y a corto plazo (Acosta 1990, 90). Según Julio Emanuel, la inflación se disparó en la década del 70 producto del exceso de liquidez que reinaba en esa época, llegando al 14%, cuando en décadas anteriores no superaban el 5% (Emanuel 1985, 47-55).⁴⁴El Consejo Supremo de Gobierno (1976-1979) inició un “agresivo endeudamiento externo”. En 1976 la deuda pública ascendió a US \$ 1.175 millones de dólares; para 1979, cuando el Ecuador retomó el sistema democrático, la deuda pública alcanzó los US \$ 3.686 millones (Paz y Miño 2009, 42). Las deudas adquiridas a finales de esta década, son las que se heredaron y que años más tarde pasarían a constituir la deuda externa pública e impagable.

Estos préstamos fueron adquiridos por gobiernos que no tenían proyectos claros de inversión, motivados únicamente por las ventajas y facilidades con las cuales les eran concedidos los créditos. Además, esta abundancia incrementó la corrupción, el despilfarro y el derroche de recursos por parte del gobierno, lo que trajo como consecuencia fuerte crisis, al momento en que cambiaron las condiciones iniciales de los créditos; al subir drásticamente las tasas de interés y bajó estrepitosamente el precio del petróleo, al igual que los precios de otros productos básicos (commodities), el

⁴³El tipo Flotante, se establece por el libre juego de la oferta y la demanda de las tasas de interés. En este sistema no hay una tasa fija: las tasas fluctúan por desequilibrios externos (Acosta 1990, 90).

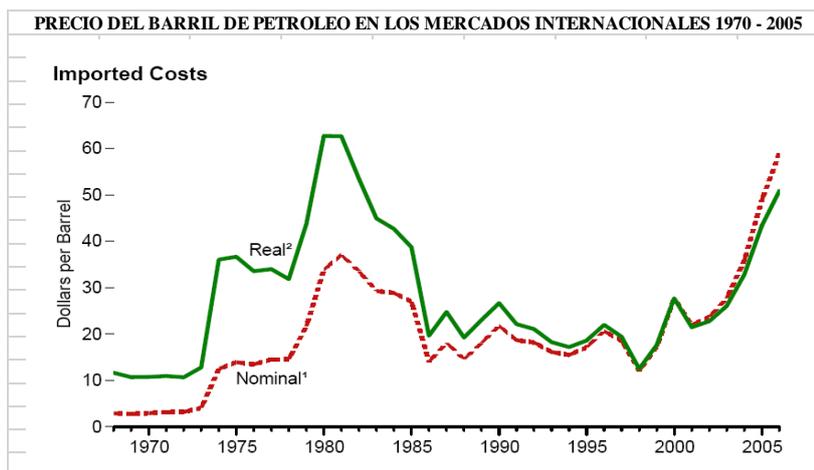
⁴⁴En los años cincuenta la inflación promedio en el Ecuador fue del 1%, en los sesenta promedió el 4% (Emanuel 1985, 55).

gobierno no tuvo como cubrir los compromisos adquiridos, llegando a tener una fuerte crisis económica.

3.1.2. De la iniciativa Brady a los bonos Global

En los 80, la crisis de la deuda y sus efectos provocan varios cambios en el país, en lo político, económico y social, que determinaron una estrategia económica muy diferente a la aplicada en la década anterior. En lo político, el primer cambio se produjo con el retorno a la democracia (desde 1979); en lo económico, la repercusión en el país de problemas económicos internacionales, tales como: 1) cambio en el patrón económico de los países desarrollados, como la política restrictiva que experimentó Estados Unidos, lo que despertó una acelerada alza de las tasas de interés en el mercado internacional, afectando drásticamente los créditos contratados con la banca comercial con tasas flotantes, que en ciertos casos llegó al 21%; 2) el Gobierno mexicano debido a su crisis, se declara en moratoria en 1982 y retrasa sus pagos de deuda, buscó el apoyo en los organismos multilaterales, principalmente en los EUA. Esta crisis afectó directa e indirectamente a varios países de la región, llevándoles al no pago de sus obligaciones, por lo que negaron el financiamiento a América Latina. Por el reordenamiento del poder mundial, disminuyen los precios del petróleo y de otras materias primas en los mercados internacionales (Acosta 2006, 169-171).

A Inicio de los 80, cae el precio de barril del petróleo, con lo que el Ecuador entra en crisis debido a que se estaba dependiendo únicamente de esta materia prima de exportación; en el siguiente cuadro se puede observar la caída del precio.



La crisis se incrementa en 1982. Para evitar un colapso financiero internacional, los países desarrollados empiezan a destinar créditos denominados dineros frescos,⁴⁵ los mismos que debían ser utilizados directamente en el pago de los intereses y en estrictos programas que eran controlados y dispuestos por el FMI, su cumplimiento era requisito para continuar recibiendo los créditos. En 1983 el gobierno admite pagar las deudas que habían adquirido los agentes financieros del país en los mercados internacionales; a cambio estos últimos cancelaban sus deudas adquiridas en sures, con plazos más amplios y a una tasa blanda de interés en el Banco Central del Ecuador; a esto se le conoció como estatización de la deuda o sucretización. Los agentes financieros en su mayoría banqueros y empresarios privados obtuvieron grandes beneficios económicos en este proceso. Según Acosta, de esta forma se garantizaba más el pago de la deuda a los acreedores, frente al riesgo que representaban los empresarios privados. Este compromiso adquirido por el gobierno, teníamos que pagar todos los ecuatorianos, a través de medidas que el gobierno impuso como la subida de combustibles, privatización de muchos segmentos del Estado, reducción del déficit fiscal vía disminución del gasto público, aparecimiento de nuevos impuestos, incremento al costo de bienes y servicios públicos y estos ingresos eran destinados al sostenimiento del servicio de la deuda externa (Ibíd).

Lorenzo Vidal, en su estudio explica que, la suscripción de “cartas de intención” con el FMI, y posteriormente de “cartas de desarrollo” con el Banco Mundial, se establecieron en la base de conducción de la economía,

⁴⁵El Banco Central contrató, en el mismo año, créditos denominados "Dinero Fresco" por US\$ 431 millones, actuando como agente el Lloyd Bank y que servían para el pago de los pagarés (CAIC 2007).

fomentando políticas de ajuste y programas de estabilización para: garantizar los procesos de refinanciamiento de la deuda externa, impulsar cambios estructurales como la liberalización de la cuenta de capital y la desregularización de los mercados financieros (Vidal 2014, 144-145). Con la apertura comercial, favorecieron la ampliación del mercado para las grandes empresas transnacionales. Esto servía para tener la tendencia a la concentración y centralización del capital, y, por otra parte, en las dinámicas de acumulación ampliada del capital que empujan a romper con todos los obstáculos que se opongan en su camino, sean barreras arancelarias o regulaciones financieras. Todo esto estaba planificado para tener la recolección de rentas ligadas al servicio de la deuda externa; las privatizaciones de bienes estatales y los recortes de gasto público y social (Ibíd.).

En 1985 aparece el Plan Baker, creado con la finalidad de que los países deudores, reprogramaran el gasto para poder servir parte de la deuda y que se renegociaran las condiciones de los préstamos, aliviando el peso de las obligaciones; este plan trae consigo esquemas plurianuales de refinanciación de la deuda. El Ecuador fue uno de los primeros países que se acogió a este plan, por lo que suscribe a finales de 1985 un convenio de “Acuerdo Multianual de Refinanciamiento (MYRA)” (Pareja 2003), con el cual obtuvo una extensión de la deuda a doce años plazo y una tasa de interés menor para los vencimientos comprendidos entre 1985 y 1989 (Estefanía 1986, 13-19).

En 1986 se produce una baja considerable del precio del petróleo y en 1987 ocurre un terremoto en la región oriental; ambos hechos ocasionaron nuevas moras en el pago de la deuda externa ecuatoriana y por consiguiente se le fue negado el financiamiento externo. El gobierno ecuatoriano, en su búsqueda de apertura de los mercados internacionales, adhirió a las políticas del Banco Mundial, FMI y del gobierno de los Estados Unidos para lograr la salida más idónea y canjear voluntariamente las obligaciones pendientes de la respectiva mora por los bonos Brady,⁴⁶ (Silva 1999). Los convenios de

⁴⁶El Plan Brady diseñado por Nicholas Brady, fue una estrategia adoptada en 1989, por el gobierno de los EUA, con el objetivo de reestructurar la deuda contraída por los países en vías de desarrollo con la banca comercial, y se basaba en operaciones para reducción del servicio de la deuda, fue efectuada voluntariamente en condiciones de mercado (J. García 2010, 3-4).

renegociación de deuda bancaria, fueron redactados con la ayuda de los acreedores, por lo que hicieron que los países deudores, en muchos de los casos, renunciaran a su soberanía y a su inmunidad, declarándose así la primacía de dichos convenios sobre la Constitución, leyes, decretos y normas del país (Acosta 1990).

La década de los ochenta y la de los noventa según lo manifiesta Marco Naranjo fueron “décadas perdidas” para el Ecuador por factores externos como: la deuda Externa, la volatilidad del precio internacional del barril de petróleo, los desastres climáticos y naturales (como el “fenómeno de El Niño” y los terremotos), y la crisis financiera internacional (crisis Mexicana (Efecto Tequila) de 1995, la crisis de los países asiáticos de 1997-98 y la crisis rusa de 1998). Entre los factores internos: la inestabilidad política;⁴⁷ el Conflicto Bélico con el Perú;⁴⁸ la Estructura Productiva del Ecuador. Y si a esto se suman, ajustes, inflaciones, devaluaciones; la “sucretización” de la deuda externa privada, a inicios de los años ochenta y, el “salvataje bancario” en los años noventa; Inflexibilidad del gasto.⁴⁹ La falta de eficiencia y efectividad en la recaudación de tributos en el Ecuador; la cota de evasión de impuestos constituyen los más altos de Latinoamérica. Sólo hay un antecedente económico o social positivo, y este fue el aumento de las remesas enviadas por los emigrantes, que pasaron de 109 millones de dólares en 1991 a 1.084 millones en 1999; la salida del capital humano de esa época ocasionó más costos sociales y familiares, mayores efectos para los niños de la familia (Naranjo 2004, 37).

Esta fase de las décadas perdidas estuvo acompañado de la generalización de las reformas estructurales impulsadas por las instituciones financieras multilaterales, que en este periodo (80-90), el Ecuador fue considerado como como un país lento para realizar todas las reformas

⁴⁷Varias son las razones: La impopularidad originada por las medidas de ajuste, la falta de seriedad y consistencia en la aplicación de los programas macroeconómicos, el autoritarismo y la poca comunicación con los amplios sectores poblacionales, la indolencia total frente a la pobreza y los desastres naturales, la corrupción y la entrega de fondos públicos a sectores vinculados con las estafas bancarias, etc. (Naranjo 2004, 235).

⁴⁸En 1981 se produjo la guerra denominada de “Paquisha”, en la frontera suroriental, y en 1995 la llamada guerra del “Cenepa”; en 1998 se firmó el acuerdo de Itamaratí (Brasil), con el que se cerraron definitivamente los problemas de frontera” (Naranjo 2004, 235).

⁴⁹“Por encima del 80% de éste se destinó al gasto corriente que básicamente comprende el servicio de la deuda externa y los salarios y remuneraciones de profesores, médicos, policía y fuerzas armadas” (Naranjo 2004, 241)

estructurales de su economía o no reformista, por no haberse acogido rápidamente como lo hicieron otros países de la región, las reformas estructurales en aspectos económicos como: la apertura comercial y cambiaria, la liberalización financiera, la reforma tributaria, la privatización de empresas públicas, las reformas laborales y del sistema de pensiones (Romero 2001, 17).

En la década de los 90, El presidente Sixto Durán Ballén, renunció al derecho de acogerse a la prescripción de la deuda comercial,⁵⁰ perdiendo la oportunidad de abolir esta obligación, que más tarde se convertiría en los Bonos Brady (Donoso 2009). En 1993, se inicia un proyecto de modernización del Estado, orientado por el FMI y el BM; para esto se dictaron varias leyes: 1) la Ley de Modernización del Estado, Privatizaciones y Prestación de Servicios Públicos por parte de la Iniciativa Privada; 2) las reformas a la Ley de Hidrocarburos 3) la Ley General de las Instituciones del Sistema Financiero, cuyas concesiones y libertades excesivas generaron graves consecuencias, que derivaron en el colapso bancario de fines de la década del 90 (Brenta 2010).

En 1995 se suscitaron varios acontecimientos como: el enfrentamiento bélico con el Perú; la eliminación del Comité de Crédito Externo; el Ajuste Estructural y Asistencia para la Privatización de Empresas Públicas.⁵¹ De igual manera, se inicia el proyecto de intervención en las entidades del Gobierno Central⁵² y los canjes de la deuda que el Ecuador adquirió en la década anterior; que consistió en convertir los préstamos vencidos otorgados por los bancos comerciales internacionales en bonos soberanos reestructurados, los llamados Bonos Brady, garantizados por títulos del Tesoro de los Estados Unidos, cuya compra es financiada parcialmente con recursos de organismos financieros multilaterales. Los Bonos Brady impulsaron el auge del mercado internacional. El beneficio que el Ecuador obtuvo por el canje, fue la reducción del valor de su deuda pendiente, porque

⁵⁰“Establecido por las leyes de EE.UU y Londres, para los casos de mora por más de seis años consecutivos” (Arias 2008, 123).

⁵¹Las empresas públicas de mayor producción o estratégicas son adquiridas por la empresa privada, generalmente por transnacionales y casi nunca tienen pérdidas (Silva 1999, 7).

⁵² A través de los tres componentes: 1) Administración y control de las finanzas públicas; 2) Modernización del sector público; y, 3) Coordinación del Programa de Reforma y los Convenios Solidarios suscritos con muchas instituciones (Silva 1999, 7-8).

el cambio se llevó a cabo bajo un descuento basado en los precios del mercado secundario de bonos. En la negociación se emitieron cuatro tipos de Bonos Brady: 1) de descuento; 2) a la par; 3) PDI (Past Due Interest); y 4) IE (Interest Equalization) (Silva 1999, 7).

Para el canje de la deuda, se tomó en consideración el monto total que incluyó: el principal más intereses vencidos y los intereses por mora; se conoció del anatocismo al que se sometía, prohibido por el Código Civil Ecuatoriano. La deuda externa comercial ecuatoriana "elegible" para ser novada a través de la emisión de Bonos Brady era de US \$ 4.521 millones de Principal y US \$ 2.549,2 millones de Intereses Vencidos, totalizando US\$ 7.070 millones. Con esto se alcanzó una reducción que transformado en Bonos Brady fue de US \$ 1.174 millones en la parte de capital, no existió ninguna reducción en los intereses, que se transformaron en Bonos Brady PDI e IE., estas deudas tuvieron como agentes acreedores al Lloyd Bank y a Citibank (CAIC 2007, 105).(Véase el siguiente cuadro).

Cuadro de Canje de deuda por Bonos Brady de Ecuador (millones de dólares)				
PRINCIPAL				
	Bonos Brady de Descuento	Inicial	Diferencia	Características principales
	1.434,70	2.608,60	(1.173,90)	Emitidos a 30 años plazo, con un solo pago a su vencimiento, con un descuento del 45%, una tasa de interés de mercado de más del 0,8% y con garantía del Tesoro de Estados Unidos
	Bonos Brady a la Par	Inicial	Diferencia	Sin descuento, pagaban una tasa de interés fija y baja que empezaba en 3% hasta llegar, progresivamente, al 5% a partir del año 11; garantía del Tesoro de Estados Unidos
	1.912,90	1.912,90	-	
Total Principal	3.347,60	4.521,50	(1.173,90)	
INTERÉS VENCIDO				
	Bonos Brady PDI (Past Due Interest)	Inicial	Diferencia	Emitidos a 20 años plazo con diez años de gracia y con una tasa de interés que oscilaba entre el 3% en el primer bienio, el 3,25% en el segundo bienio, el 3,75% en el tercer bienio y Libor 24 +13/16 desde el séptimo año hasta el final del periodo.
	2.358,30	2.358,30	-	
INTERÉS POR MORA				
	Bonos Brady IE (Interest Equalization)	Inicial	Diferencia	Correspondientes al valor de mora con un plazo de diez años e interés de Libor +13/16
	190,70	190,70	-	
Total interés con mora	2.549,00	2.549,00	-	
	BRADY	INICIAL	DIFERENCIA	
TOTAL	5.896,60	7.070,50	(1.173,90)	

Fuente: CAIC Informe 7/8; Betty Silva Gavidia

Elaboración: Autor

Los fondos para garantizar los bonos Brady, fueron proporcionados por Japón, el Banco Mundial, el Fondo Monetario Internacional, entre otros. Las conversaciones que mantuvieron por separado cada uno de los países con los grupos de gestión, sirvieron para lograr una disminución individual de sus deudas, en forma porcentual. No obstante, como era un instrumento seguro, inclusive planteaban la posibilidad de que los acreedores aceptaran una disminución de la tasa de interés proporcional al descuento del mercado secundario (Dornbusch, Makin y Zlowe 1990).

Economías emergentes como la del Ecuador, canjearon la deuda que mantenían con la banca comercial (capital más todo el interés adeudado y el interés de mora), por bonos Brady, además no fue la primera economía que se

sometía a esta iniciativa. México lo hizo en 1989, seguido por otros países deudores. Al no realizar el canje empeoraba su situación económica, se incrementaba la calificación de riesgo país; existía mayor desconfianza de los inversionistas internacionales y se profundizaban las limitaciones de financiamiento.

Cuadro de Plan Brady para Latinoamérica				
País	Año que firma el Plan Brady	Valor Nominal Bonos Brady Miles de Millones de Dólares	Porcentaje de Condonación de deuda	Año de la Crisis (devaluación)
Brasil	1994	51,3	35%	1999
México	1990	35,2	35%	1995 y 1998
Argentina	1993	25,0	35%	2001
Ecuador	1995	4,5	45%	1999
Otros países de América Latina	'1989/1997	31,9	***	
Total Bonos Brady		174,90	***	***
Fuente: Global Development Finance y Brenta (2014), p. 239.				
Elaboración: Brenta				

En 1997, mientras Fabián Alarcón estuvo de presidente interino por el derrocamiento de Abdalá, realizó un par de emisiones de eurobonos por un total de US \$ 500 millones (Euro02)⁵³ y (Euro03), acrecentando aún más el endeudamiento que aquejaba en esa década al Ecuador. En el país repercutió la crisis de los países asiáticos⁵⁴ y Rusia, lo cual afectó también a las economías Latinoamericanas como las de Brasil, México, Chile, Colombia y Perú (Andes 2015). En 1998 aumenta la crisis fiscal, debido a que el petróleo nuevamente sufre una brusca caída⁵⁵; a esto se suman los daños que causó el

⁵³Eurobonos emitidos por la suma de hasta USD 500 millones, a través del Chase Manhattan Bank como Agente Financiero de la operación, cuyo producto sería destinado a “cancelar el crédito puente concedido por el Chase Manhattan Bank por el monto de US\$ 300.000.000; financiamiento de proyectos de inversión de los gobiernos seccionales por el 1,5 por ciento del Presupuesto General del Estado para 1997; reestructuración de pasivos internacionales; financiación de inversiones prioritarias del gobierno Nacional”. (CAIC 2007, 115)

⁵⁴“En 1997, inició una crisis que comenzó con Tailandia, luego Malasia, Indonesia y Filipinas. Estas repercutieron en Taiwán, Hong Kong y Corea del Sur, convirtiéndose en la primera gran crisis de la globalización. El Ecuador tuvo consecuencias en la reducción de sus exportaciones petroleras” (Villar 1998, 5).

⁵⁵“En 1998 la crisis rusa, agravada por la crisis asiática y la caída de los precios mundiales de las *commodities* (el petróleo, gas, metales y madera eran más del 80% de las exportaciones

fenómeno de El Niño, la desaceleración económica, el déficit fiscal que se financia mediante endeudamiento interno y externo.

La crisis se ahondaba cada vez más en el Ecuador, llegando a su punto más álgido en 1999; esta crisis fue considerada como el retroceso económico más severo de América Latina, ya que el PIB cayó de 1998 a 2000 en un 31% (Acosta 2004, 32). Las leyes promulgadas en años anteriores, en cierta forma ayudaron a la banca local, evitando un mayor descalabro; en este año se produjo un Feriado Bancario,⁵⁶ evitando así una mayor catástrofe de algunos bancos comerciales; el sistema financiero se encontraba contaminado. En marzo de ese mismo año, se congelaron los depósitos bancarios en sucres y en dólares en los bancos privados. Estos y otros eventos propiciaron movilizaciones populares⁵⁷ (en marzo y julio de 1999). Para bajar tensiones, el Gobierno llegó a algunos acuerdos fiscales, como el retorno al impuesto a la renta⁵⁸ y otros (Ibíd., 38).

En septiembre del mismo año, el Estado decide declarar moratoria de deuda, suspendió el pago de intereses en los Bonos Brady por US \$ 40 millones, disparando de esta manera el riesgo país (Arias 2008), en medio de una peor situación económica.

De acuerdo a Acosta, sin mayor análisis previo, el 9 de enero de 2000, el gobierno anunció que adoptaría un esquema de dolarización de la economía. Esta medida implicaba que la divisa norteamericana sustituya a la moneda nacional en sus funciones básicas de reserva de valor, unidad de cuenta, y medio de pago. El dólar estadounidense desde allí se convierte en la moneda de curso legal en el Ecuador y se prohíbe al BCE emitir, salvo moneda fraccionaria; la depreciación del dólar se estaba haciendo

rusas), principalmente el petróleo. Esta crisis marcada por un *default* de la deuda rusa. Ecuador, también se vio afectado” (Giribets 2009, 41).

⁵⁶“La mayor crisis económica, financiera y social del Ecuador de las últimas décadas. El 8 de marzo de 1999, Jamil Mahuad decretó el congelamiento de los depósitos de miles de clientes de entidades financieras” (Arias 2008, 125).

⁵⁷“Abril 1999 existe el primer levantamiento en rechazo al régimen demócrata-cristiano, que decide la aplicación de un duro paquete de ajuste económico que contempla, entre otras medidas económicas, la elevación de los combustibles, entre ellos el gas de uso doméstico, la congelación de salarios, y la eliminación total de subsidios sociales. En julio de 1999, el movimiento indígena realiza su segundo levantamiento durante el mes y, en alianza con otros sectores sociales, entre ellos los taxistas, se logra, finalmente, la revisión del ajuste: el precio de los combustibles y del gas doméstico se congelan por un año” (Dávalos 2000, 30).

⁵⁸“El gobierno de la Democracia Popular decidió, en abril de 1999, retomar nuevamente el Impuesto a la Renta manteniendo el Impuesto a la Circulación de Capitales, a través de la aprobación de la Ley para la Reforma de las Finanzas Públicas” (Ibíd.)

incontrolable ya que se fijó a un tipo de cambio de S/. 25.000 por US \$ 1 (Acosta 2004, 40).

Con la dolarización se estimó que disminuiría rápidamente la inflación, pese a que en el periodo de transición e igualación de precios ella podría ser muy alta, luego se obtendrán valores equivalentes a un dígito. La tasa de interés también bajará a valores internacionales; se incrementará el ahorro porque se elimina el riesgo de las devaluaciones; se incrementará el financiamiento porque es más fácil acceder a créditos; se incrementaría la productividad en las empresas porque disminuirán los costos financieros; aumentará la disciplina fiscal, el Estado no podrá emitir dinero; la corrección del déficit fiscal solo podrá hacerse mediante financiamiento, vía préstamos e impuestos; se creó un ambiente macroeconómico estable y confiable, que incentivaría la inversión extranjera y con esto se reactivaría el crecimiento de la economía, que se encontraba devastada (Frydman 2013, 84).

Al inicio, el FMI y el Banco Mundial no emitieron ningún pronunciamiento que diera a conocer su posición oficial, con respecto a la dolarización ecuatoriana, pero llegado el caso aceptaron y apoyaron al gobierno ecuatoriano. El FMI otorgó un crédito contingente al país, previamente puso algunas condiciones, entre ellas se estableció la obligación de superar lo antes posible, la moratoria de la deuda externa bilateral y comercial. También se solicitó el alza de los precios de los combustibles derivados del petróleo, incluyendo el gas doméstico, así como se demandaron las respectivas reformas tributarias. Como complemento de las condiciones fondomonetaristas, el Banco Mundial estableció, a su vez, una serie de restricciones;⁵⁹ una de las tareas derivadas de la transformación monetaria fue la renegociación de la deuda externa.⁶⁰ Al realizar esta transformación económica que fue puesta ante los ojos del mundo, el Gobierno ecuatoriano quiso recuperar la imagen de credibilidad externa para volver a contratar deuda en los mercados internacionales.

⁵⁹ Entre las condiciones del Banco Mundial estaban no seguir únicamente sus lineamientos, sino también los que establezca el Fondo Monetario Internacional

⁶⁰ No se establecieron cláusulas de contingencia para prever una caída del PIB o el alza desmedida de la tasa de interés en el mercado internacional o una reducción del precio del petróleo u otro fenómeno del Niño. No se pensó en un período de gracia hasta que se recupere la economía ecuatoriana, que experimentó una caída aparatosa el año 1999.

En los primeros meses de 2000, ante el impago de la deuda y ante las presiones de los acreedores, el gobierno ecuatoriano accede al cambio de los bonos Brady (1995) por los bonos Global. Con esta sustitución de los Bonos Brady prematuramente envejecidos por los Bonos Global, se habría alcanzado una reducción en el servicio de la deuda de unos US \$ 1.500 millones en los primeros 5 años (US \$ 300 millones anuales en promedio)⁶¹ (Acosta 2003, 40).

Ecuador renegoció los Bonos Brady y Eurobonos mediante la emisión de Bonos Global a un plazo de vencimiento a 12 y 30 años. Se emitieron US \$ 3.950 millones en Bonos Globales y el descuento promedio ascendió al 40% del monto nominal original. Un 98.6% de los tenedores ofrecieron sus títulos en el canje (BCE 2007, 19). Esta operación redujo el valor nominal de la deuda y se logró colocar bonos con un plazo más largo y en mejores condiciones financieras a las originalmente determinadas. En este año, también se logró la renegociación de la deuda pública que se mantenía hasta el momento con los distintos Gobiernos del Club de París (Ibíd.).

3.1.3. Del canje de Bonos Global al no pago de la deuda

En la década de 2000, la crisis financiera empezó a diluirse, reflejándose una mejora en la economía ecuatoriana. El endeudamiento en los primeros años de la década del 2000, se impulsa a través de los organismos internacionales: Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y la Corporación Andina de Fomento (CAF). De otro lado, se destaca la disminución de la deuda mantenida en Bonos (Brady) como consecuencia de la renegociación de los Bonos Global a 12 y 30 años plazo (BCE 2010).

En 2001, se finiquitó la redistribución de los compromisos comerciales contraídos por los bancos ecuatorianos, que estaban en “saneamiento cerrado” en poder de la AGD y que fueron avaladas por el gobierno del Ecuador, a través del Acuerdo Barclays, lo que produjo un deterioro económico para el Estado (Ibíd.).

⁶¹ En el año 2000 la reducción habría sido de 330 millones de dólares. Para el 2001 la rebaja obtenida sería de 110 millones, en el 2002: 505 millones, en el 2003: 300 millones, en el 2004: 300 millones (Acosta 2003, 45).

“Al final del primer trimestre de 2003, la deuda pública asciende a US \$ 14.052 millones, de los cuáles US \$ 11.226 millones corresponden a la deuda externa y en su mayoría pertenece a la deuda respaldada en Bonos Globales a 12 y 30 años plazo, con tasas de interés que se van incrementando, en el caso de los Bonos a 12 años hasta alcanzar un techo de 10% y en el caso de los Bonos a 30 años plazo devengan una tasa fija de 12% anual” (Pareja 2003, 9). En el cuadro que se aprecia a continuación se observa la evolución que ha mantenido la deuda interna y externa del país, desde el inicio de la crisis en los 80.

**Ecuador. Evolución de la Deuda Comercial
1983 - 2000**

CONVENIO	Fecha de Suscripción	Monto millones US\$
Acuerdo de Extensión y Refinanciamiento 1983 (ERA 83)	12/10/1983	980,0
Facilidad de Depósito (Deuda Privada)	12/10/1983	1.600,0
New Money 1983	12/10/1983	431,0
Acuerdo de Extensión y Refinanciamiento 1984 (ERA 84)	07/08/1984	339,9
Acuerdo Multi-anual de Refinanciamiento 1985-1989 (MYRA)	19/12/1985	2.465,7
New Money 1985	14/08/1985	200,0
Acuerdo de Consolidación 1/	15/08/1986	1.400,0
Total Convenios Deuda Comercial		5.816,6
Bonos Brady Descuento	28/02/1995	1.434,7
Bonos Brady Par	28/02/1995	1.913,9
Total Bonos Par y Descuento		3.348,6
Bonos Brady IE 2/	04/10/1994	191,0
Bonos Brady PDI 2/	28/02/1995	2.417,1
Eurobonos 2002	25/04/1997	350,0
Eurobonos 2004	25/04/1997	150,0
Total Bonos Brady y Eurobonos		6.456,7
Bonos Globales 2012		1.250,0
Bonos Globales 2030		2.700,0
Total Bonos Globales		3.950,0
Reducción Deuda Comercial a Brady en millones US\$		2.468,0
Reducción Deuda Comercial a Brady en %		42,4
Reducción Deuda Brady a Bonos Globales en millones US\$		2.506,7
Reducción Deuda Brady a Bonos Globales en %		38,8

(1) Acuerdo de Consolidación reestructura Facilidad de Depósito.

(2) Corresponden a intereses.

FUENTE: Ministerio de Economía y Finanzas, Banco Central del Ecuador.

ELABORACIÓN: Asesoría, Banco Central del Ecuador.

Según Falconí y Ponce, en los primeros años de dolarización surgió el aumento en los precios del mercado de los Bonos Global 12 y Global 30. Las tasas de interés se elevaron paulatinamente para los Global 30 en 1% anual, desde el 4%, hasta alcanzar un máximo de 10%, mientras que los Global 12 tenían una tasa fija del 12% anual. La rentabilidad generada por los bonos Global 30 y Global 12 años en el mercado secundario superó a fines del 2004 el 100%, tomando en consideración que a septiembre de 2002 se cotizaban respectivamente con un 62% y 47% de descuento sobre su valor nominal. El valor de mercado de los Bonos Global 30 y Global 12 se incrementó significativamente sobrepasando su valor nominal. De acuerdo al estudio realizado determinaron que el origen del alza de los bonos Global 12 y Global 30, fue la creación del Fondo de Estabilización Inversión Social y Productiva y Reducción del Endeudamiento (FEIREP) y no la subida del precio del petróleo como aseguraron algunos economistas (Ponce y Falconí 2005, 18).

Acosta, respalda el estudio de Ponce y Falconí; y manifiesta que lo renegociado con los bonos de Brady y eurobonos a Bonos Global, no fue suficiente para los acreedores, por lo que en el mismo gobierno de Noboa Bejarano, se consolidaron nuevos beneficios para los tenedores de los Bonos Global, a través de la creación de la denominada “Ley de Transparencia Fiscal”. Desde 2002, por esta misma ley, se pre-asignaron cuantiosos recursos provenientes de la venta del petróleo, para priorizar el pago de deuda externa, a través de la recompra anticipada de dichos bonos, elevando la cotización de los mismos (Acosta 2005, 20).

En 2005 mientras Rafael Correa se desempeñaba como Ministro de Economía en el gobierno de Alfredo Palacio, criticó fuertemente a esa ley, manifestando que permitía una excesiva libertad del mercado, que era ineficiente y que se encontraba controlada por la oligarquía. Una vez que ganó las elecciones en 2007 y se posesionó como Presidente, una de las primeras cosas que concretó fue, rebajar la asignación destinada para el servicio de deuda pasando del 40%, que se mantenía en el presupuesto de 2006, al 20% para el presupuesto de 2008 (R. Correa 2009).

Debido a los cambios económicos que continuaban afectando al país, producto de los canjes de deuda antigua por títulos de deuda; el presidente Correa, en febrero de 2007, dispone que se conforme el Tribunal Internacional

de Arbitraje sobre Deuda Externa de acuerdo a la Sociedad Civil.⁶²Esta iniciativa del Gobierno del Ecuador fue calificada como un hito histórico, ya que era la primera vez, en los últimos cincuenta años, que un gobierno tomaba la decisión de implementar una “auditoría integral” de la deuda pública de su país, con el fin de determinar su legitimidad, legalidad y transparencia (Morsolin 2007, 48).

La economía ecuatoriana crece en 2008, el país logra mejores resultados económicos provenientes de algunas fuentes importantes de ingreso, entre ellas: mayores precios en la exportación del petróleo; una eficiente recaudación fiscal del Sistema de Rentas Internas (SRI); ingresos extraordinarios por la eliminación del fondo de estabilización de los ingresos petroleros, destinando el 31% de los ingresos del país, a la inversión social(Martin 2009, 55).

Pese al auge económico de este año, en diciembre de 2008⁶³el Ecuador incumplió con el pago de los intereses de Bonos Globales 2012, por un valor de US \$ 3.200 millones, cayendo nuevamente en mora técnica con sus acreedores en menos de una década, afectando directamente al tratamiento de los Bonos 2015, los cuales fueron emitidos en 2005. El impago fue atribuido a los resultados obtenidos en la auditoría a la deuda en Bonos Global 2012 y 2030(Vivero y Fierro 2014, 60). Para diciembre de 2008 y enero de 2009 el Gobierno aplicó la estrategia de la recompra directa de los Bonos Global 2012 y Global 2030 (M. Patiño 2009, 29).Esta recompra de bonos se realizó a través de una subasta holandesa modificada,⁶⁴en la que los tenedores de bonos presentaron sus ofertas para cambiar los títulos por efectivo, fijando un precio mínimo del 29,5% más 50 puntos básicos sobre el valor nominal. Como resultado de esta medida, se fijó un precio de un 35% de su valor nominal, así

⁶² Rafael Correa, consideró, que debería existir un tribunal internacional "imparcial" para revisar la deuda exterior de las naciones y determinar qué montos deben pagarse y cuáles han sido ya cubiertos (Morsolin 2007, 17-19).

⁶³ A finales de 2008 e inicios de 2009, procedió a realizar la recompra del 96% de estos bonos en el mercado secundario con descuentos del 65 al 70%. Esta operación redujo la deuda externa del 26% a tan solo 16% del PIB y el pago de intereses del 26% de los ingresos fiscales en 2000 al 4% en 2008 (Vivero y Fierro 2014, 60).

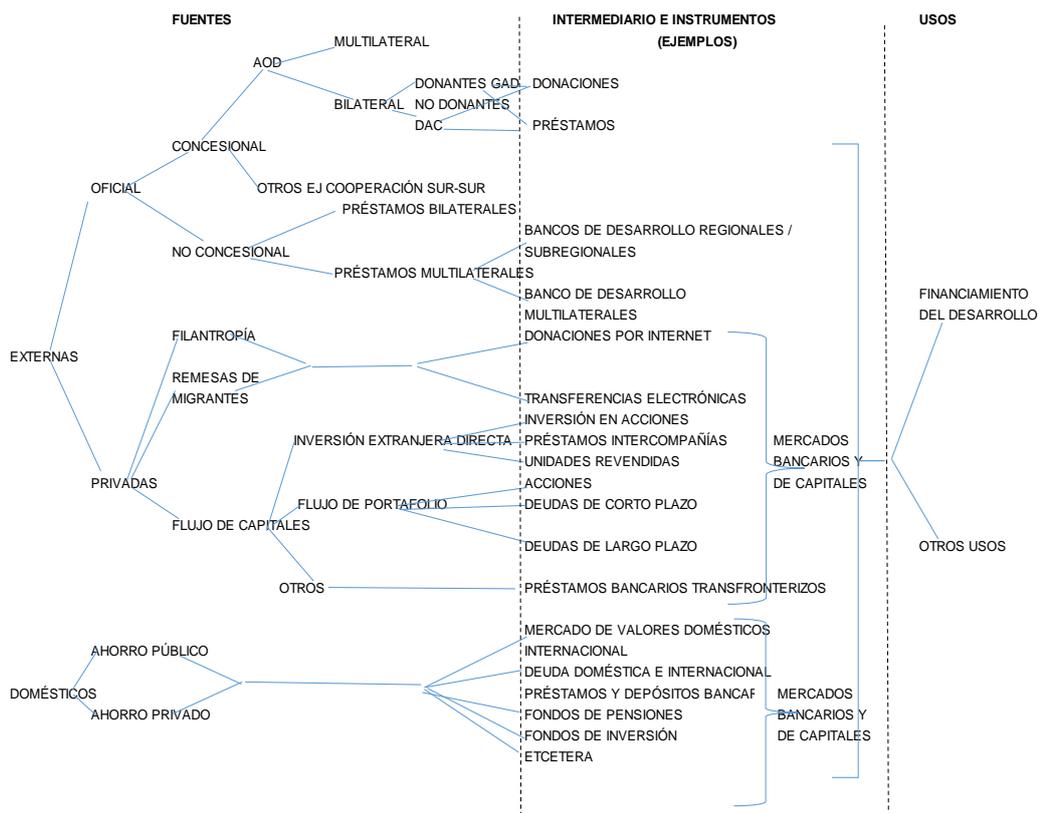
⁶⁴ Consiste en ordenar las peticiones en orden descendente y una vez determinado el volumen a emitir (desconocido por los agentes que realizan las pujas) se desechan las de menor precio. La última oferta aceptada se realiza al llamado precio marginal. Se aceptan todas las ofertas de precio igual o superior al marginal (BCE 2010).

en junio de 2009 se retiró del mercado el 81,3% de los Bonos Global 2012 y el 92,8% de los Bonos Global 2030 (BCE 2010, 23).

Según estudio realizado por Lorenzo Vidal, el Estado ecuatoriano con la estrategia de la cesación de pagos, hace que en el mercado secundario se desplome el precio de los bonos Global 2012 y 2030; a continuación el Banco del Pacífico adquiere los papeles ecuatorianos a unos 20 centavos de dólar en el mercado abierto, se estima que obtuvo hasta el 50% de los bonos considerados en default. De tal manera que al momento de la subasta, contando con parte de los tenedores “amigos” y los demás actuando al margen de un contexto de crisis financiera internacional, el gobierno consigue recomprar en torno al 93,2% de los bonos a un 35% de su valor nominal (Vidal 2014, 12).

En diciembre de 2009, se canceló un 4% adicional de los Bonos Global 2012 y un 1,3% de los Bonos Global 2030, de tenedores que no participaron en la primera subasta. Esta operación redujo más del 30% de la deuda pública externa del Ecuador, representando un desembolso de US \$ 1.104 millones y trajo consigo el deterioro de las oportunidades de acudir por financiamiento externo (CEPAL 2010). La deuda queda disminuida en Bonos Global y aparece un crecimiento de deuda a través de Organismos Internacionales, deuda interna y convenios bilaterales. A continuación se puede observar un cuadro realizado por la CEPAL, en donde se muestra todas las alternativas de financiamiento que se tiene a nivel nacional e internacional en los diferentes mercados.

Fuentes externas de financiamiento disponibles para una economía: una clasificación



FUENTE: CEPAL 257

El Gobierno de Correa debe haber calculado los distintos efectos costo – beneficio y repercusiones a nivel local, regional y mundial que en el futuro iba a ocasionar su estrategia de no pago de los servicios de deuda y posteriormente salir al mercado secundario a comprar los Bonos Global 2012 y Bonos Global 2030.

3.2. Emisiones de bonos realizadas por el Ecuador: una perspectiva comparativa con otros países Latinoamericanos (2000–2013)

A inicios de la década de 2000, la atención del Ecuador giraba alrededor del canje de los Bonos Brady por Bonos Global, tratando de recuperar la credibilidad perdida ante los inversionistas de los mercados internacionales de bonos y salir en búsqueda de nuevos financiamientos. Fue difícil para varias economías emergentes, sobreponerse a sus crisis económicas en los primeros años de esta década. Muchos países como México y Ecuador inclusive suspendieron el pago del principal e intereses de

la deuda externa. Debido a la mala situación económica, el Ecuador no volvió a los mercados de deuda fácilmente, teniendo que pasar un tiempo considerable para su retorno (CEPAL 2015, 41).

Países como México, Brasil, Argentina, Colombia, Chile y Perú, en los primeros años de esta década, emitieron bonos soberanos locales y tuvieron una buena acogida tanto por inversionistas internacionales como por locales, como se puede apreciar en el siguiente cuadro. El total emitido desde 2000 a 2006 fue de US \$ 42.598 millones, siendo el mayor emisor México con un 38% del total emitido, seguido por Brasil con un 29%; el que menos emitió fue Perú con un 1,7% del total de la deuda en bonos locales. También se observa que Latinoamérica acudió a los créditos bilaterales y así consiguió cubrir su déficit presupuestario (Ibíd.).⁶⁵

Emisión de bonos locales de titulación de activos en América Latina								
En millones de dólares de E.U								
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Total
Argentina	1.590	701	130	226	525	1.790	2.550	7.512
Brasil	184	88	106	1.031	1.652	3.911	5.542	12.514
Chile	173	220	430	380	293	873	225	2.594
Colombia	55	63	597	510	799	323	674	3.021
México	65	427	414	604	5.444	4.846	4.430	16.230
Perú	37	94	7	60	163	295	71	727
Total	2.104	1.593	1.684	2.811	8.876	12.038	13.492	42.598

Fuente: Moodys

Ecuador por el canje de los Bonos Brady en la década de 2000, consiguió la extinción casi total de Bonos Brady, otorgando resultados positivos a la economía internacional, por dos factores: 1) la abundante liquidez en los mercados financieros mundiales y 2) la marcada recuperación de la solvencia; provocando la disminución de riesgo país, fortaleciendo el mercado de bonos soberanos (CEPAL 2014, 40-54).

El gobierno emite bonos soberanos que se direccionaron a un solo objetivo. Es decir, con el Decreto Ejecutivo N° 618 del 28 de julio del 2000, el Estado autorizó una emisión de US \$ 5.750 millones, destinados

⁶⁵El déficit presupuestario, es cuando los gastos superan a los ingresos, o, menores ingresos de los esperados ante los gastos.

exclusivamente a la reestructuración de la deuda externa, de los cuales US \$ 4.500 millones a 30 años plazo (Bonos Global 2030) y 1.250 millones a 12 años (Bonos Global 2012) (Acosta(b) 2008, 9).

En diciembre de 2005, Ecuador estaba recuperando su credibilidad internacional, después de cinco años sin aflorar en el mercado internacional de bonos. Emitió los Bonos Globales 2015, por US \$ 650 millones a una tasa de interés de 9,38% con un plazo de 10 años. Estos bonos también fueron auditados por la Comisión conformada para observar la legalidad o no de la deuda en bonos (CAIC 2007, 50), y arrojaron un resultando de legitimidad, por lo que debían honrarse en diciembre de 2015. Las principales características fueron: bonos bajo el formato “bullet”,⁶⁶ pagaderos tanto el capital como el interés al vencimiento, sin opción de recompra (como fueron los bonos Globales 2012 y 2030), emitidos cuando el país tenía una calificación de CCC+ de acuerdo a S&P, exponiendo una baja calificación crediticia;⁶⁷ tenían un spread de 6.03%, es decir alrededor de 600 puntos básicos. El spread de estos bonos, fue afectado por factores macroeconómicos como el precio del petróleo y las políticas del Gobierno (CEPAL 2014, 48).

En 2006 se ejecuta la recompra de una parte de los Bonos Global 2012,⁶⁸ en un escenario de reingeniería de la deuda, que exploraba la posibilidad de renovar el perfil de vencimientos de la deuda pública y canjear deuda onerosa por deuda más barata, para dar cumplimiento a los términos pactados en el canje de bonos Global (BCE 2010).

Los países de América Latina como Argentina, México, Chile, Brasil, Perú Colombia; acudieron a los mercados para emitir bonos soberanos, durante el periodo 2000-2013. Brasil y México fueron los más endeudados, pero sus bonos tenían rendimientos que no superaron un dígito; caso contrario fue para Venezuela y Argentina que emitieron con un rendimiento de dos dígitos. En el grupo de países, el menos endeudado fue Bolivia (véase

⁶⁶ Los bonos tipo bullet se caracterizan porque se realiza un solo pago del principal al final de la maduración, los intereses se los paga periódicamente en los cupones, es decir al final se paga valor nominal más los intereses del último período (Díaz 2002, 89).

⁶⁷ Si un país tiene una clasificación crediticia más alta, si se encuentra en la gama de las A, su riesgo es menor (CEPAL 2014, 48).

⁶⁸ Con esto estaba cumpliendo las condiciones de la negociación, efectuada en agosto de 2000, en la que el Citibank Londres actuó como banco agente; en 2006, es decir después de seis años del cierre de la negociación, se tuvo que recomprar el 10% de los Bonos Globales 2012(BCE 2010).

siguiente cuadro), demostrando que hubo inversionistas internacionales que realmente preferían altos rendimientos, conociendo el riesgo que este tipo de inversiones representaban (Gambina y Pinazo 2014, 40).

Es sorprendente que Bolivia, después de muchos años de no estar en el mercado mundial, volvió al sistema financiero a solicitar endeudamiento con emisión de títulos de deuda pública por 500 millones de dólares en 2005, a una tasa del 4,80 %, es decir, de las más bajas logradas por los países de la región. Lo curioso es que Bolivia, gobernada por un proyecto de izquierda, aparece como “confiable” para el sistema mundial (Ibíd).

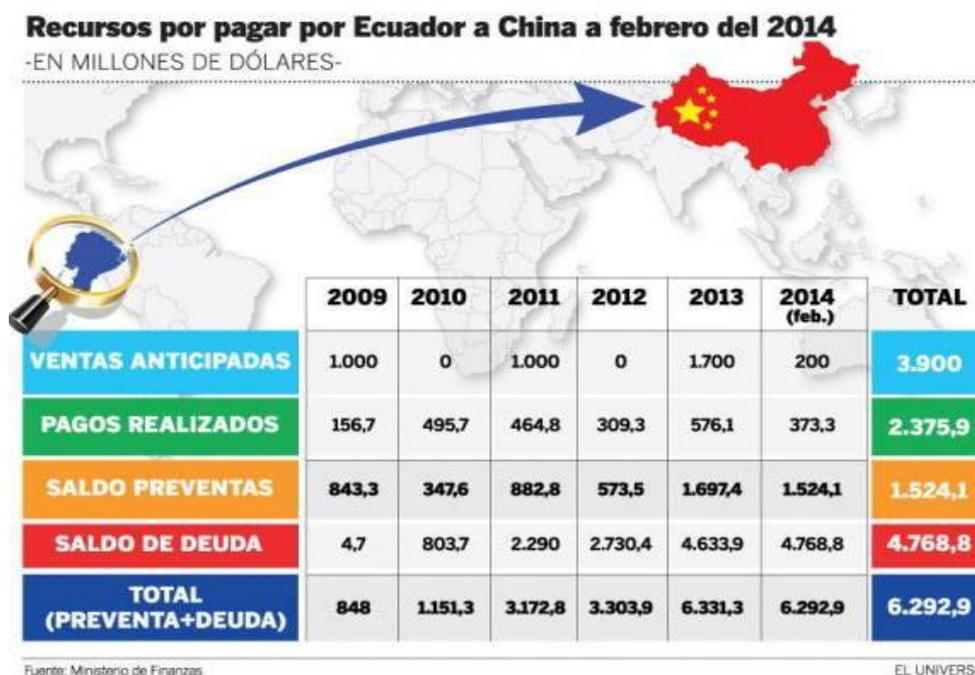
3.2.1. Fuentes Tradicionales de Financiamiento Internacional del Ecuador 2014 – 2015

El Gobierno actual, desde sus inicios (2007), ha buscado diversas fuentes de financiamiento nacional e internacional, para cubrir el déficit presupuestario y continuar con la planificación plurianual.⁶⁹ Correa presentó un ritmo muy agresivo de endeudamiento, bajo la falsa idea de que el precio del petróleo iba a seguir subiendo, o por lo menos que se iba a mantener en los altos precios que alcanzó (US \$ 123 en junio del 2008). En los acelerados gastos ejecutados, se consumió, inclusive, los ahorros que recibió el gobierno. Las deudas se han incrementado notablemente, A junio de 2014, de acuerdo a María Vivero, la deuda total del Ecuador ascendió a US \$ 24.611 millones. Vale la pena acotar que en este valor no se encuentra incluido las preventas de petróleo a China (conocer más sobre la preventa de petróleo a China),⁷⁰el préstamo con garantía en oro de Goldman Sachs, ni la última emisión de bonos Global. Si se incluyen en estos montos el total de la deuda pública se eleva a US \$ 31.011 millones, (29% del PIB). De este total US \$ 19.701

⁶⁹ El Plan Plurianual de Inversión Pública (PIIP) comprende los programas y proyectos programados por las entidades del Estado para su ejecución durante los siguientes cuatro años y cuyo financiamiento está incluido en el Presupuesto General del Estado (PGE). Estas inversiones se encuentran alineadas con los objetivos de la planificación y son consistentes con los planes anuales. De esta forma, el PIIP se convierte en una herramienta de gestión pública necesaria para la eficiente implementación de un sistema presupuestario por resultados (Gómez y Martínez, 2008)

⁷⁰http://www5.uva.es/jec14/comunica/A_EM/A_EM_6.pdf

millones corresponden a deuda externa (Vivero 2014, 32). En el siguiente cuadro se puede apreciar el endeudamiento que Ecuador tiene con China, nuestro principal socio económico.



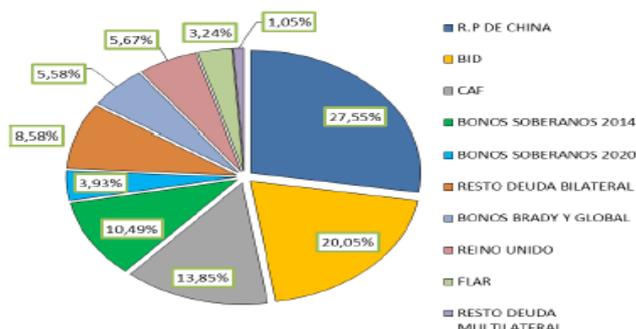
Cabe señalar que de los convenios bilaterales que el Ecuador mantiene con países extranjeros, el mayor acreedor es China, país al que se le debe el 44% de la deuda externa, entre créditos directos y preventa de petróleo (Véase el siguiente gráfico), el endeudamiento con China no existía antes de 2009, y es relativamente caro, con tasas de 7% o superiores; según el Ministerio de Finanzas hasta 2015 Ecuador ha recibido principalmente de China más de US \$ 6.000 millones (Ibíd, 33-34). También se puede apreciar en el siguiente cuadro los préstamos que mantiene con otros países.



Adicionalmente, el gobierno ecuatoriano ha adquirido otros préstamos en 2014 con banca alemana a través del Deutsche Bank. El Banco Mundial también extendió una línea de crédito para proyectos de infraestructura en el Ecuador. Como ya se mencionó en párrafos anteriores, Ecuador consiguió realizar una emisión en bonos soberanos de US \$ 2.000 millones al 7,95% en los mercados internacionales. Con lo que se explica que existen inversionistas internacionales que tienen un mayor atractivo al alto rendimiento, independiente de su riesgo. Los inversionistas internacionales tienen razones de peso para mostrar suspicacia ante los compromisos adquiridos por el gobierno del Ecuador; lamentablemente, el país tiene una larga historia de incumplimientos en el servicio de la deuda y moratorias que pesan al momento de hacer nuevos compromisos (Ibíd, 38).

El Gobierno ha incurrido a otras fuentes alternas de financiamiento que permiten continuar con los proyectos de inversión encaminados a cambiar la matriz productiva; pero todo lo que ha recibido ha resultado insuficientes para cubrir los gastos planificados. El siguiente acreedor de la deuda ecuatoriana es el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), con un saldo de US \$ 3.955 millones, seguido por la Corporación Andina de Fomento (CAF) con US \$ 2.776 millones (CAF 2015). A estas deudas se deben agregar los pagos pendientes por preventas petroleras, que al mes de julio de 2015 tenían un saldo por pagar de US \$ 1.666 millones; y la preventa de 116,4 millones de barriles de crudo a la empresa PTT de Tailandia, a cambio de un desembolso de US \$ 2.500 millones a una tasa de interés promedio del 7%, a 5,5 años plazo (Ibíd.).

Deuda Pública Externa (por acreedor) - Marzo 2015 (Porcentaje respecto al total deuda externa)



Fuente: Ministerio de Finanzas.
Elaboración: MULTIENLACE.

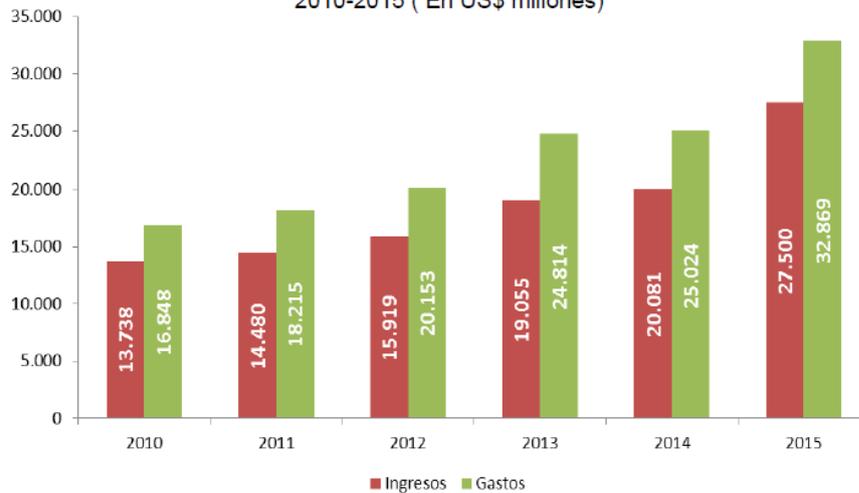


3.2.2. Principales causas para el retorno del Ecuador al mercado de bonos internacionales.

Son varias las causas que se les puede atribuir como atenuantes para que Ecuador haya buscado fuentes que le provean financiamiento, a más de las que se han mencionado en el desarrollo del presente estudio, caben mencionar: El exceso de gasto público, el alto grado de inversión social, el no haber logrado superar la dependencia absoluta que tiene el país sobre la variación del precio del barril de petróleo. La suma de todos estos factores induce a que los gastos programados superen ampliamente a los ingresos formulados por el gobierno, extendiendo cada vez más, la brecha que se presenta en el déficit presupuestario (Acosta y Cajas 2015, 3). Como se observa en el siguiente cuadro, en los presupuestos aprobados desde 2010 hasta 2015, siempre los gastos sobrepasan a los ingresos y esto se profundizaba más con las bajas del precio de petróleo que alcanzaban niveles mucho más bajos de los proyectados cuando se generaban los presupuestos del país.

Evolución Ingresos vs. Gastos* Presupuesto General del Estado

2010-2015 (En US\$ millones)



*Los ingresos y los gastos considerados corresponden a aquellos presupuestados sobre la línea.
Fuente: Ministerio de Finanzas.
Elaboración: MULTIENLACE.



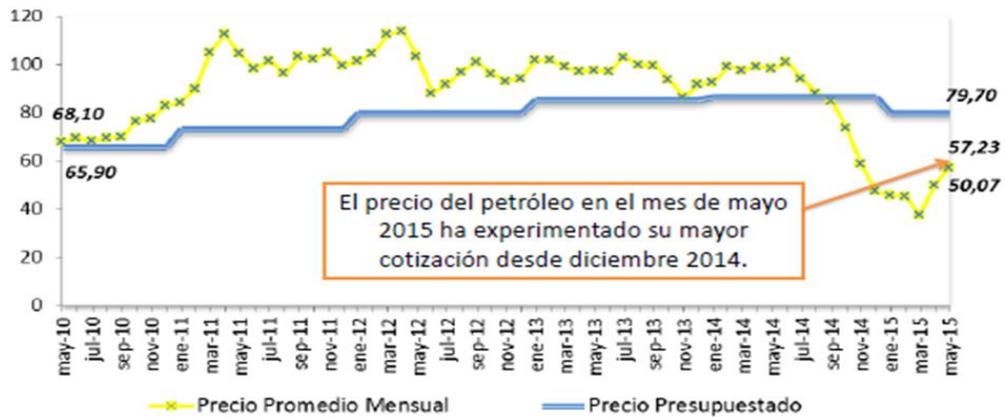
El gasto en proyectos que no se concluyeron en el periodo de estudio, asociado a una serie de partidas del gasto corriente, evitan que el país tenga ingresos propios por gestión, que logren cubrirlos permanentemente, por lo que de continuar esta política, el país volverá una y otra vez en busca de mercados donde obtener financiamiento. En este sentido, es muy probable que no pueda cumplir sus compromisos, ya que un país pequeño por lo general tiene ingresos pequeños que deben compaginarse con los gastos (Ibíd., 10).

Entre otras causas que se atribuyen para el desequilibrio económico del país en el periodo de estudio 2014-2015, podemos distinguir:

- La continua baja del precio del barril de petróleo, principal fuente de ingreso en la economía del Ecuador. Los valores planificados en el presupuesto para el periodo 2014 y 2015, no se acercaron a lo que realmente fue el precio en el mercado, así el crudo Oriente tuvo un valor promedio de US \$ 85,81 en 2014 y el valor considerado en el presupuesto fue de US \$ 86,9 por barril; para 2015, el valor del crudo Oriente promedio fue de US \$ 43,44; mientras que el valor planificado en el presupuesto fue de US \$ 79,7; deteriorando notablemente la balanza de pagos y demostrando el impacto negativo en el Presupuesto General del Estado (Ibíd,11). Como se puede apreciar en el siguiente cuadro el petróleo ecuatoriano llegó a valores inferiores de los que se había presupuestado, tanto en 2014 como en 2015.

Precio petróleo ecuatoriano vs precio presupuestado

Mayo 2010-2015 (En US\$ por barril)

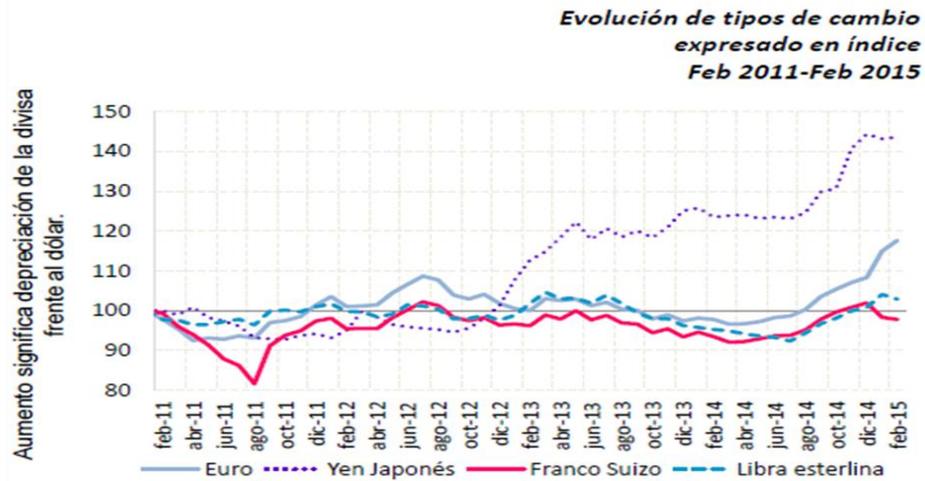


El precio del barril de petróleo ecuatoriano se ha considerado en base a un castigo de US\$7 por barril con respecto al precio internacional del crudo WTI.

NOTA: Corte al 19 de mayo de 2015.
Fuente: BCE- Bloomberg.
Elaboración: MULTIENLACE.

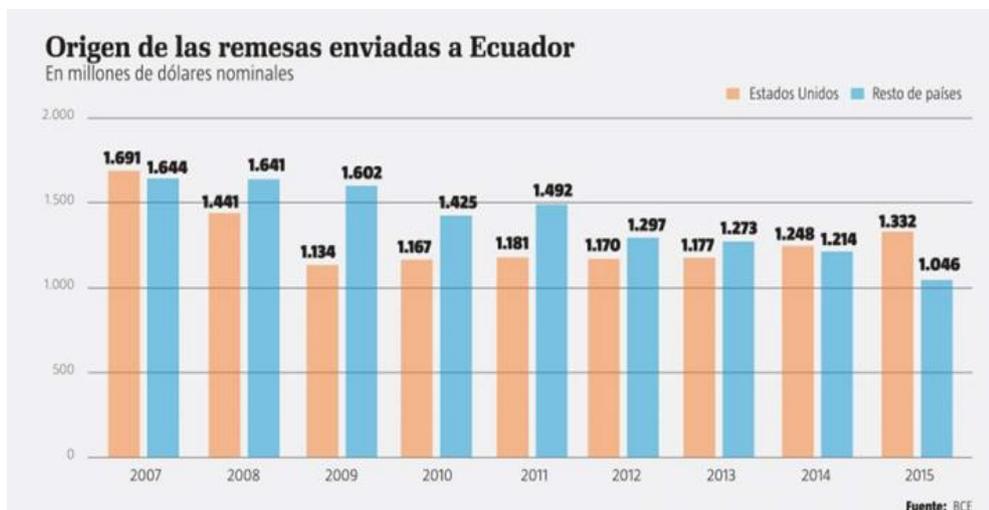


- La ausencia de un fondo de los excedentes petroleros, valores que se mantenían como ahorro hasta gobiernos anteriores y que fueron consumidos en el actual, con la promulgación de la Ley Orgánica para la Recuperación del uso Público de Recursos Petroleros decretada en 2008, con lo que se utilizaron alrededor de US \$3.193 millones que fueron incorporados al Presupuesto General del Estado en 2009 (Ibíd.).
- La apreciación del dólar, al encontrarse Estados Unidos en una fase de recuperación de la crisis de 2008, su situación económica afectó directamente a la economía dolarizada del Ecuador debido a que este país no puede contrarrestar esa medida técnica, con alguna política monetaria, perdiendo competitividad frente a sus vecinos (Ibíd.). En el siguiente cuadro se aprecia de manera gráfica la variación que tienen el resto de divisas debido a la apreciación significativa que alcanzó el dólar.



Fuente: Bancos Centrales, *Investing*.
 Nota: tipos de cambio expresados en índices, período base 100= enero 2011.

- La disminución de las remesas enviadas por los emigrantes, según estadísticas emitidas por el Banco Central del Ecuador, desde el resto del mundo enviaron a Ecuador en 2015 US \$2.378 millones, representando una disminución de 3,4% respecto a 2014 que fue de US \$2.462 millones, así también el valor recibido en 2014 comparado con 2013 que se recibió US \$2.450; se observa un mínimo incremento de 0,49%, provocando de igual forma una baja económica en el periodo de análisis (Acosta y Cajas 2015, 12). En el siguiente cuadro se puede apreciar cómo se ha ido deteriorando el ingreso por concepto de remesas al país, mucho de esto, es producto de que la crisis de 2008 principalmente en los Estados Unidos repercutió al resto de países del mundo incluyendo los europeos, dejando a muchos compatriotas sin trabajo.



- Las fugas de capitales; de acuerdo a datos emitidos por el Sistema de Rentas Internas (SRI), de los US \$31.752 millones en divisas que se transfirieron al exterior en 2014, el 12,5%, es decir alrededor de US \$4.000 millones fueron a paraísos fiscales (Ibíd.).
- La devaluación monetaria de los países vecinos; para hacerse competitivos e inclusive para tener una ventaja comercial ante los demás países, muchos de los gobiernos optan por depreciar su moneda para tener productos más baratos y por ende mayores oportunidades de comercializar en el exterior. Colombia en el 2015 devaluó su moneda alrededor del 60%, lo que Perú lo realizó alrededor del 13,3%; Ecuador no puede optar por ésta política monetaria por encontrarse dolarizado (Andes 2015). En el siguiente cuadro se puede apreciar de una forma parcial los cambios que tuvieron las divisas de los países vecinos y de Japón frente al dólar.

Cotización del Dólar Americano frente a otras monedas
Mayo 2014-2015 (En moneda de cada país)

País	Moneda	may-14	may-15	Variación anual	Efecto
COLOMBIA	Peso	1.923	2.427	▲ 26,19%	Depreciación
PERÚ	Nuevo Sol	2,78	3,15	▲ 13,23%	Depreciación
JAPON	Yen	101,49	119,87	▲ 18,12%	Depreciación
EURO	Euro	0,73	0,88	▲ 20,82%	Depreciación

Durante el 2015, la apreciación de Dólar Americano respecto a otras monedas ha mantenido su tendencia creciente. Al mes de mayo el PESO Colombiano y el EURO, presentaron las mayores tasas de depreciación anual.

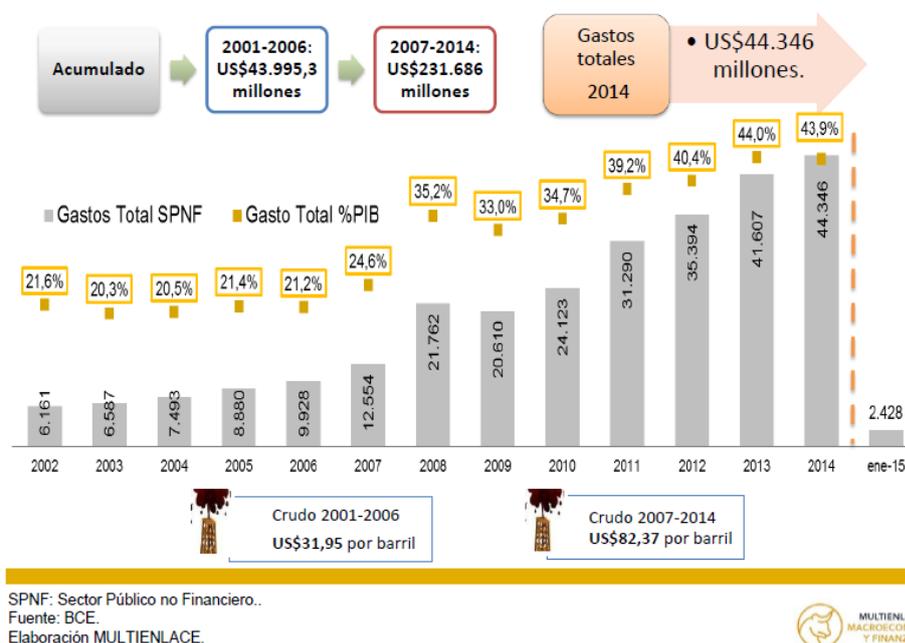
En el caso del Euro, la cotización se expresa en Dólares por Euro.
Nota: Corte al 19 de mayo del 2015.
Fuente: BCE.
Elaboración: MULTIENLACE.



- El crecimiento del aparato burocrático del Ecuador con el apareamiento de nuevas estructuras estatales, la nueva estructura estatal ocasiona un gasto mensual fijo de US \$ 725 millones (presupuesto de 2015 8.700 millones para gastos del personal, según Ministro de Trabajo) (Ibíd.).
- Gasto en infraestructura y carreteras, de acuerdo a información del Ministerio de Finanzas, el Gobierno hasta 2014 ha invertido más de US \$8.137 millones de dólares en carreteras y edificios a nivel nacional (Ibíd.); el siguiente cuadro muestra una evolución del gasto desde la dolarización hasta 2015.

Gastos del SPNF 2001-2015

(En US\$ millones y porcentajes respecto al PIB)



- Elevada deuda interna con el BIESS, de acuerdo a información del Ministerio de Finanzas el BIESS ha invertido US \$ 7.381 millones en bonos, lo que representa el 45% de su portafolio de inversiones, además existen US \$ 762,1 millones de deuda directa del gobierno con el IESS, sumando todo, la deuda supera los US \$ 8.000 millones; el IESS se ha convertido en el principal acreedor del Estado, incluso por encima de países prestamistas como China (Ibíd.).
- Incremento de subsidios mediante el Bono de Desarrollo Humano,⁷¹ el monto en 2015 fue de alrededor de los US \$ 750 millones de acuerdo a la información del Ministerio de Inclusión Económica Social (MIES) (Ibíd).
- Incremento de sueldos a varios sectores del Estado, principalmente subió el salario básico en 2015 de US \$340 a US \$354, se incrementan los rubros que se encuentran relacionados con el salario básico como el décimo cuarto sueldo y otros (Ibíd).

⁷¹Bonificación que beneficia a personas con discapacidad y a adultos mayores, en enero de 2013 fue promulgado un aumento del Bono de Desarrollo Humano, el cual asciende a 50 dólares mensuales en la actualidad.

- La construcción de varias Centrales Hidroeléctricas,⁷² el país tiene en ejecución en 2015, 8 proyectos con una inversión de acuerdo al Ministerio de Finanzas por US \$4.983 millones (Acosta y Cajas 2015, 13).

Los factores mencionados en los párrafos anteriores son las posibles causas para que el gobierno se vea en la necesidad de regresar a los mercados de bonos, en búsqueda de dineros frescos, muchas de las ocasiones a condiciones altas del mercado comparado con el resto de economías de Latinoamérica y bajo algunas condiciones asignadas por los Organismos Multilaterales de Crédito y en general por los inversionistas, como lo que fue manifestado por el Presidente en una entrevista realizada en el Euronews por Alberto de Filippis cuando manifestó “... por un lado le da plata el Fondo Monetario, pero le impone una serie de condiciones, reducción de salarios, eliminación de subsidios, sacar a la gente del sector público, nada de inversión, para que se liberen a su vez esos recursos, no se queden en el país y sirvan para pagar la deuda privada y al final los países caen endeudados con los multilaterales y se garantizó el pago de la deuda privada. La gente no obtuvo nada, no se salió rápidamente de la crisis” (R. Correa 2015).

3.2.3. Características principales de las emisiones de bonos en Ecuador en el periodo 2014 – 2015

En junio de 2014, el Estado ecuatoriano concurre al mercado internacional de bonos, para colocar US \$ 2.000 millones en Bonos Soberanos (Acosta 2014, 15), a una tasa del 7.95% en cupones semestrales,⁷³ pagaderos en un plazo de 10 años. La calificadora de riesgo elegida por el Estado para esa emisión fue la agencia Moody's, a través de la bolsa de Luxemburgo. Esta agencia se encargó de acopiar toda la información, política, social y económica entregada por el gobierno ecuatoriano, así como también obtener información confiable proporcionada por organismos internacionales (FMI),

⁷²Con esto se planifica aumentar a 6.779 megavatios de potencia la capacidad instalada en el país que soportan el cambio de la matriz energética. Existen otros proyectos de inversión y otros gastos que se verán frutos a largo plazo como son los destinados a educación, salud, y la llamada inversión social (Cajas, y Acosta, 2015, 13).

⁷³Son los intereses que se paga por un bono soberano en un plazo determinado en el contrato (Vivero 2014, 43).

para realizar el correspondiente análisis, emisión del informe y la calificación respectiva de las características de los bonos soberanos 2024 (Vivero 2014, 43).

Durante la emisión de los bonos soberanos 2024, la calificación del riesgo país realizada por Moody's fue de B+⁷⁴(una más abajo que BB-) y representó aproximadamente 450 puntos básicos de spread. Sin embargo, la emisión realizada por el Ecuador tuvo 514 puntos básicos de spread, un puntaje mayor al sugerido por investigaciones analizadas (BCE 2014).

La información emitida por los organismos internacionales, en parte contribuyen para la calificación de las características crediticias de los bonos. Por ese tiempo el FMI hizo pública información del Ecuador que la difundió en un Comunicado de Prensa del FMI No. 14/393 ("Información del FMI de los bonos 2024") (Guerrero 2015, 19); en la que se especificó la situación interna y externa del país, los datos más relevantes de la situación política, económica, social y medioambiental por la que estaba atravesando el gobierno. (Ibíd., 21).

Para cumplir con el pago de los Bonos Global 2015 (se vencían en diciembre de 2015); el Gobierno acude nuevamente a los mercados internacionales de bonos y logra colocar dos emisiones: la primera denominada bonos soberanos 2020 por US \$ 750 millones, a cinco años plazo, con una tasa del 10,5%,⁷⁵ por ese tiempo el riesgo país del Ecuador se encontraba en los 844 puntos básicos, equivalente a B en el rating (conocer más sobre la emisión)⁷⁶y *la segunda*, a una tasa de rendimiento del 8,5%,⁷⁷el

⁷⁴ Riesgo soberano. 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.

⁷⁵La tasa real del 13%, en la medida que el Estado habría recibido apenas 700 millones netos

⁷⁶

http://www.planv.com.ec/sites/default/files/ws_refe_20150401193042_tsl2prod_32590_1.pdf

⁷⁷El riesgo de estas obligaciones se ha hecho evidente en la alta tasa de interés prometida. Esta tasa es muy superior a la de otros países con fundamentos macroeconómicos similares. Países como Chile, Perú y México prometen intereses de 4,6%, 5,2% y 5,6% por sus bonos a diez años plazo. Actualmente, la tasa de interés de los bonos del Tesoro de EEUU con madurez de diez años es de 2,58% anual (Cajas 2015, 42).

riesgo país había bajado y se encontraba por los 684 puntos básicos equivalentes a B. Estas tasas son consideradas altas en este tipo de mercados y demuestran la dificultad en que se encontraba el país para acceder al financiamiento internacional. La emisión de bonos del Ecuador se las realizó por medio de Citigroup (Cajas 2015, 42).

Características de las emisiones de Deuda Soberana en el periodo 2014 - 2015				
Características	Tipos de bonos	Soberanos	Soberanos	
		2014	2010	2010
Fecha de emisión		17 de junio de 2014	20 de marzo de 2015	15 de mayo de 2015
Valor		US\$ 2.000 millones	US \$750 millones	US \$750 millones
Vigencia		10 años	5 años	5 años
Tasa cupón		7,95%	10,50%	8,50%
Yield		7,95%	10,95%	8,50%
Calificación del país		B+/B3/B por S&P, Mody's y Fitch, respectivamente.	B/B3/B por S&P, Mody's y Fitch, respectivamente.	B/ B3/B por S&P, Mody's y Fitch, respectivamente.
agencia calificadora		Moody's	por S&P	Fitch
Bancos encargados de la Operación		Credit Suisse y Citigroup	El Bank of New York Mellon.	Citigroup
Cláusulas de respaldo		Derecho Pari Passu	Derecho Pari Passu	Derecho Pari Passu
Jurisdicción		Segundo Distrito de Nueva York o a las cortes de Londres	Segundo Distrito de Nueva York o a las cortes de Londres	Segundo Distrito de Nueva York o a las cortes de Londres
Calificación de Riesgo país		514 puntos	844 puntos	684 puntos
Otra Cláusula del contrato		Recompra del 97% de deuda y mantener actitud proactiva para resolver el 3% restante de US \$100 millones		

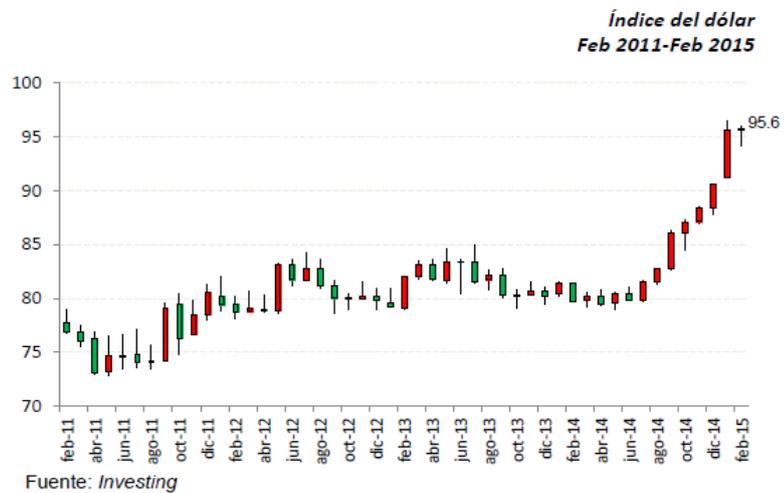
Los últimos bonos emitidos por el Ecuador, tienen condiciones menos favorables que las conseguidas en este mismo periodo por otros países de la región, con tasas que no llegan ni al 3%, como las alcanzadas por Chile, México y Colombia, e inclusive mantienen condiciones inferiores a la que el Ecuador alcanzó en la emisión del año anterior (2014), tal como lo se pudo apreciar en los anteriores cuadros (Acosta y Cajas 2015). En el siguiente cuadro se observa claramente que las tasas de interés con la que son colocados los bonos del Ecuador, superan a las tasas de los bonos emitidos por el resto de países de Latinoamérica.

Listado de Algunos países que han emitido bonos soberanos entre 2013- 2015					
País	Fecha de emisión	Monto de emisión(millones US \$)	Plazo (años)	Tasa de interés (%)	Grado de inversión
Ecuador	may-15	750	5	8,5	Riesgo especulativo
	mar-15	750	5	10,5	Riesgo especulativo
	jun-14	2000	10	7,95	Riesgo especulativo
Chile	dic-14	1060	10	3,19	Riesgo bajo
		1000	10	1,74	Riesgo bajo
Panamá	sep-14	1250	10	Tasa del Tesoro Americano +1,75%	Riesgo medio inferior
Paraguay	ago-14	1000	30	Tasa del Tesoro Americano +2,81%	Riesgo especulativo
	ene-13	500	10	Tasa del Tesoro Americano +2,75%	Riesgo especulativo
Brasil	jul-14	3550	30	Tasa del Tesoro Americano +1,87%	Riesgo medio inferior
Rep. Dominicana	jul-14	250	30	6,85	Riesgo altamente especulativo
	abr-14	1.250	30	7,45	Riesgo altamente especulativo
México	abr-14	(EUR) 1000	7	Mid-swap + 1.05	Riesgo medio inferior
	abr-14	(EUR) 1000	15	Mid-swap + 1.5	Riesgo medio inferior
	mar-14	1000	100	2,23	Riesgo medio inferior
	ene-14	100	7	Tasa del Tesoro Americano +1,2%	Riesgo medio inferior
	ene-14	3000	32	Tasa del Tesoro Americano a 30 años +1,7%	Riesgo medio inferior
Colombia	ene-14	2000	30	Tasa del Tesoro Americano a 30 años +1,76%	Riesgo medio inferior
	sep-13	1600	12	Tasa del Tesoro Americano +1,42%	Riesgo medio inferior
Bolivia	ago-13	500	10	Tasa del Tesoro Americano +3,48%	Riesgo especulativo

Fuente: REUTERS; WSJ:La tercera de negocios; La razón Economía; Bolsa de Valores República Dominicana;Ministerio de Economía y Finanzas de Perú
Elaboración: Multienlace

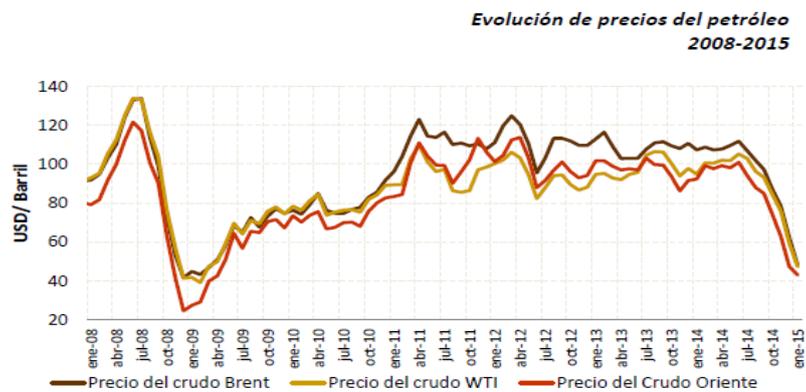
3.3. Emisiones recientes de bonos: características y análisis comparativo con otros casos en América Latina (2014 – 2015)

Durante 2014, la concurrencia a mercados internacionales de bonos por parte de Latinoamérica, comenzó a incrementarse con respecto a 2013, por la continua baja de los precios de las materias primas. Para Mariano Marzo, el colapso del precio del petróleo inicia en junio de 2014, con lo que finaliza tres años de estabilidad y precios altos, con una media situada en torno a los US \$105 por barril (junio de 2011 a junio de 2014). El Banco Mundial (Global Economic Prospects January 2015), identifica cuatro razones para la caída del precio del petróleo 2014-2015: 1) el exceso de oferta en un momento de debilitamiento de la demanda, 2) un cambio en los objetivos de la OPEP, 3) la disminución del consumo por causas geopolíticas, y 4) la apreciación del dólar estadounidense. El informe identifica a los tres primeros como dominantes (Marzo 2015). En el siguiente cuadro se puede apreciar el índice que demuestra la apreciación y fortalecimiento que va teniendo la divisa con respecto al resto de divisas, inclusive se ve la gran apreciación que toma frente a divisas consideradas como moneda dura a nivel internacional.



Este índice mide el valor del dólar estadounidense con relación a una canasta de monedas extranjeras (EUR, JPY, GBP, CAD, SEK, CHF). Mientras aumenta el índice, también aumenta el poder adquisitivo del dólar de Estados Unidos. Durante el mes de febrero de 2015 el índice del dólar alcanzó un nivel de 95.6 puntos mostrando una tendencia creciente lo que reflejaría el fortalecimiento de la economía estadounidense frente al resto de economías avanzadas incluidas en la canasta mencionada.

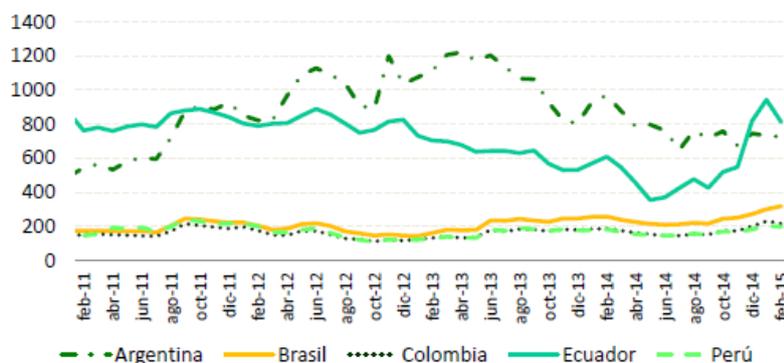
En el siguiente cuadro se puede claramente apreciar lo manifestado por Mariano Marzo, que el precio del petróleo tiene su mayor desplome a partir del mes de junio de 2014, con lo que se empeora la economía del Ecuador.



En el cuadro que a continuación se aprecia, claramente se observa que en 2015 el Riesgo país del Ecuador sobrepasa a los países de Latinoamérica, que se encuentran en el gráfico, provocando que las características económicas de calificación de las últimas emisiones de bonos que realizó en 2015, no sean tan ventajosas para la economía ecuatoriana y tendrá que pagar un alto rendimiento a los tenedores de sus papeles de deuda.

Evolución mensual del Índice de Bonos de Mercados Emergentes (EMBIG)

Feb 2011-Feb 2015



Fuente: Bloomberg.

Nota: se ha calculado un promedio mensual del índice para la presente ilustración.

En 2014 – 2015, los mercados internacionales de bonos fueron más visitados por los países de Latinoamérica; Brasil, por ejemplo, aumentó sus emisiones soberanas, mientras que países como Chile y México, mantuvieron una presencia activa en la emisión de bonos externos en el contexto de tasas de interés aún bajas. La búsqueda de dinero se produce por diversas razones, entre ellas: el aumento del déficit fiscal; la baja en sus productos de exportación; la caída de los precios de las materias primas entre ellas el petróleo; la desaceleración de las economías de Asia y Europa entre estas la China (Bátyreva 2015, 23). El siguiente cuadro demuestra como México, Brasil, Chile, Colombia participan continuamente en los mercados internacionales de bonos, debido a la confianza que gozan internacionalmente que se ve reflejado en las características de crédito muy favorables para sus economías, en este periodo también se aprecia la participación del Ecuador muy pequeña comparada con el resto de países de Latinoamérica en el periodo 2014 – 2015.

Países de América Latina: emisiones internacionales de bonos a (En millones de dólares)												
	2010	2011	2012	2013	2014				2015			
					Trim 1	Trim 2	Trim 3	Trim 4	Trim 1	Trim 2	Trim 3	Trim 4
América Latina y el Caribe	88 657	90 272	111 757	121 518	43 479	39 078	26 608	20 579	29 120	31 021	9120	6927
Argentina	3 146	2 449	663	1 025	-	1 200	-	741	1 286	2 000	-	300
Bolivia (Estado Plurinacional de)	-	-	500	500	-	-	-	-	-	-	-	-
Brasil	39 305	38 369	50 255	37 262	20 542	13 959	9 160	1 703	-	7 513		
Chile	6 750	6 049	9 443	11 540	1 274	1 432	5 341	5 721	1 263	3 884	2425	79
Colombia	1 912	6 411	7 459	10 012	2 000	3 250	2 950	1 000	3000	1 900	1500	-
Ecuador	-	-	-	-	-	2000	-	-	750	750		
México	26 882	22 276	28 147	41 729	14 713	12 047	3 807	7 025	13 945	11 589	825	4016
Perú	4 693	2 155	7 240	5 840	1 600	355	1 250	2 739	2 002	1 155	2050	1200
Venezuela (República Bolivariana de)	3 000	7 200	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Realizado por : Autor												

Fuente: CEPAL, sobre la base de cifras proporcionadas por Merrill-Lynch, J.P. Morgan y Latin Finance. a Se incluyen las emisiones soberanas, bancarias y empresariales.

Según datos del Fondo Monetario Internacional, la deuda externa total de los países en desarrollo en 2014 fue de US \$ 5.393,4 millones; de la cual US \$ 1.346,8 millones corresponde al conjunto de Latinoamérica y el Caribe, es decir un 24%. Por su parte, la deuda externa de Ecuador fue de US \$ 26,3 millones, representando un 0,49% de la deuda externa total. Importante acotar que el Ecuador mundialmente está entre los países menos endeudados (ECLAC 2015).

Realizando una comparación, los bonos soberanos emitidos por los países en desarrollo a nivel mundial, representaron un 36%, con respecto a la deuda total América Latina y el Caribe. En cambio, si comparamos el total de bonos emitidos por los países en desarrollo, con la emisión de bonos soberanos emitidos por Latinoamérica y el Caribe, representaron un 10%; la emisión de bonos del Ecuador representó un 0,31% con respecto al total de la deuda externa de los países soberanos. Lo que se aprecia, es que las deudas van de acuerdo al tamaño del territorio del país y a su población; en el caso del Ecuador, éste no tiene un mayor peso relativo con respecto a la deuda externa total de los países en desarrollo. Sin embargo para nuestra población, son cantidades inimaginables y hasta en cierta medida impagables (análisis realizado con información del FMI 2016) (Ibíd).

Existe una menor participación de los países Latinoamericanos en 2015 en mercado de bonos, del total de deudas de América Latina y el Caribe, el 13% fue de emisiones de bonos soberanos (Véase el siguiente cuadro)

(Ibíd). La mayor participación en 2015 corresponde a México con casi el 40% del total emitido para Latinoamérica y el Caribe demostrando la plena confianza y el respaldo de los inversionistas internacionales y del gobierno de los Estados Unidos; seguido muy lejos por Chile que realizó una emisión de un 10% y por último Ecuador, apenas el 1,98% con la emisión de Marzo y Junio de 2015 (Ibíd.).

Países de América Latina: emisiones internacionales de bonos (En millones de dólares)														
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014				2015	
									Trim 1	Trim 2	Trim 3	Trim 4	Trim 1	Trim 2
América Latina y el Caribe	44.407	40.976	19.401	63.250	88.657	90.272	111.757	121.518	43.479	39.078	26.608	20.579	29.120	31.021
Argentina	1.986	3.256	65	500	3.146	2.449	663	1.025	-	1.200	-	741	1.286	2.000
Bolivia (Estado Plurinacional de)					-	-	500	500	-	-	-	-	-	-
Brasil	18.989	10.608	6.520	25.745	39.305	38.369	50.255	37.262	20.542	13.959	9.160	1.703	-	7.513
Chile	1.062	250		2.773	6.750	6.049	9.443	11.540	1.274	1.432	5.341	5.721	1.263	3.884
Colombia	3.427	3.065	1.000	5.450	1.912	6.411	7.459	10.012	2.000	3.250	2.950	1.000	3.000	1.900
Ecuador					-	-	-	-	-	2.000	-	-	750	750
México	9.200	10.296	6.000	16.659	26.882	22.276	28.147	41.729	14.713	12.047	3.807	7.025	13.945	11.589
Perú	733	1.827		2.150	4.693	2.155	7.240	5.840	1.600	355	1.250	2.739	2.002	1.155
Venezuela (República Bolivariana de)	100	7.500	4.650	5.000	3.000	7.200	-	-	-	-	-	-	-	-
Realizado por: Autor														
Fuente: CEPAL, sobre la base de cifras proporcionadas por Merrill-Lynch, J.P. Morgan y Latin Finance. a Se incluyen las emisiones soberanas, bancarias y empresariales.														

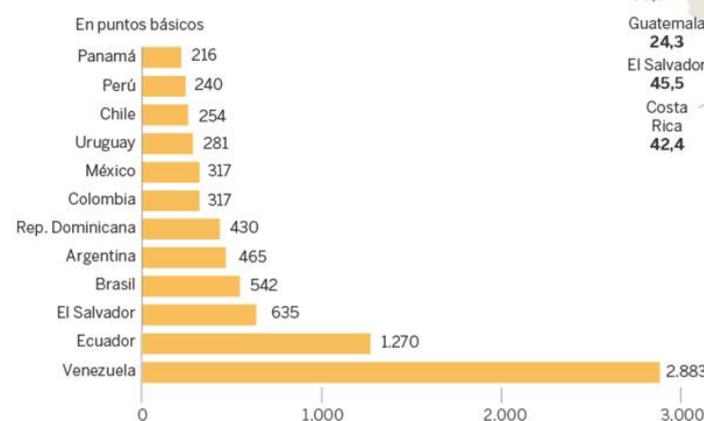
El riesgo país, como uno de los ejes que se considera para calificar las características de los bonos soberanos, medida por el Emerging Market Bond Index Global (EMBIG); aumentó entre enero 2014 hasta noviembre de 2015. Los mercados internacionales de bonos, castigan a las economías que no se han preocupado por cumplir con sus obligaciones de deuda como Venezuela (véase siguiente cuadro) Argentina y Ecuador. En cambio ofrecen ventajas a las cumplidoras de sus obligaciones como México, Chile, Perú, Colombia y Brasil. Ecuador emitió bonos a tasas superiores al 8% y con plazos más cortos (5 años), Chile, Brasil México con tasas que no sobrepasan el 4% y a plazos

superiores, demostrando que las deudas para el Ecuador se vuelven cada vez más caras (Standard & Poor's 2016, 47-48).

El Ecuador, calificado hasta diciembre de 2015 con 1270 puntos básicos (ámbito.com 2016), según el análisis realizado por la agencia Standard & Poor's, en una posición de riesgo país tipo B,⁷⁸ tiene grandes desventajas al momento de realizar cualquier tipo de participación en el mercado, porque está considerado como muy especulativo (Ibíd).

RIESGO PAÍS / ÍNDICE EMBI

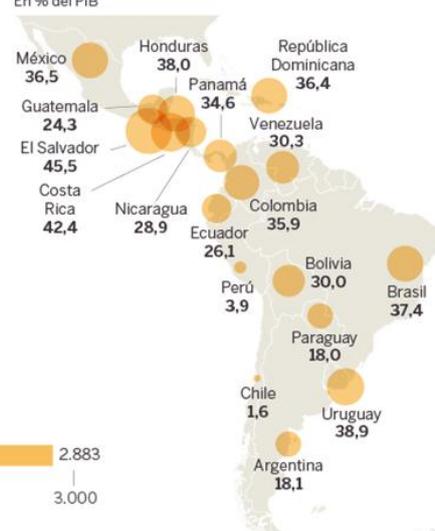
El riesgo país se valora a través del Índice Embi. Un indicador, creado por JP Morgan, que mide la diferencia entre lo que paga un bono de un gobierno respecto al mismo título emitido por EE UU, de referencia porque se considera libre de riesgo.



Fuente: JP Morgan, CEPAL y Secretaría de Finanzas de Argentina.

DEUDA PÚBLICA

En % del PIB



EL PAÍS

Si se analiza el anterior gráfico, Venezuela con 2.683 puntos y Ecuador con 1.270 puntos, terminaron en 2015 con las más altas calificaciones de riesgo país, lo que indica que estos países no cumplen con las obligaciones de deuda en los tiempos y las cantidades pactadas, es decir son “Altamente Especulativos”. En el mismo gráfico se puede observar que Perú, Chile y México al tener un valor de riesgo país inferior a 350 puntos o Colombia, Argentina y Brasil al encontrarse con una calificación de riesgo país inferior a los 500 puntos, tendrán una mayor aceptación en el mercado por demostrar una mayor seguridad y un menor riesgo (Dinero 2015, 77).

⁷⁸Una obligación calificada "B" es más vulnerable a la falta de pago de obligaciones calificadas "BB", pero el deudor presenta capacidad para cumplir con sus compromisos financieros de la obligación. y comerciales adversas, financieros o económicos condiciones probablemente perjudicarían la capacidad o la voluntad del emisor para cumplir con sus compromisos financieros de la obligación.

Existen economías que se encuentran cada vez más asfixiadas, como es el caso de Venezuela, que no ha podido regresar a los mercados de deuda, debido a que no cuenta con los medios necesarios para cubrir sus compromisos con los tenedores de deuda y continua con el impago de las acreencias, es de tal dimensión que nuevamente las calificadoras de riesgo han seguido disminuyendo su calificación, pasando de Caa1 a Caa3, así mismo, la calificadora Fitch, había rebajado la nota a estos mismos bonos, pasándolos de B a CCC. El área de investigaciones del Deutsche Bank, recomendó a los inversionistas ‘vender’, aceptando el descuento que les otorguen porque su recaudación va para largo, mientras siga a la baja el precio del petróleo, fuente que proporciona el 98% de ingresos a la economía venezolana (Ibíd., 78). En el siguiente cuadro se observa al Ecuador con calificaciones que hacen que no sea considerado como un sujeto de crédito a nivel mundial, de acuerdo a expresiones de los expertos conocedores de este tipo de mercados.

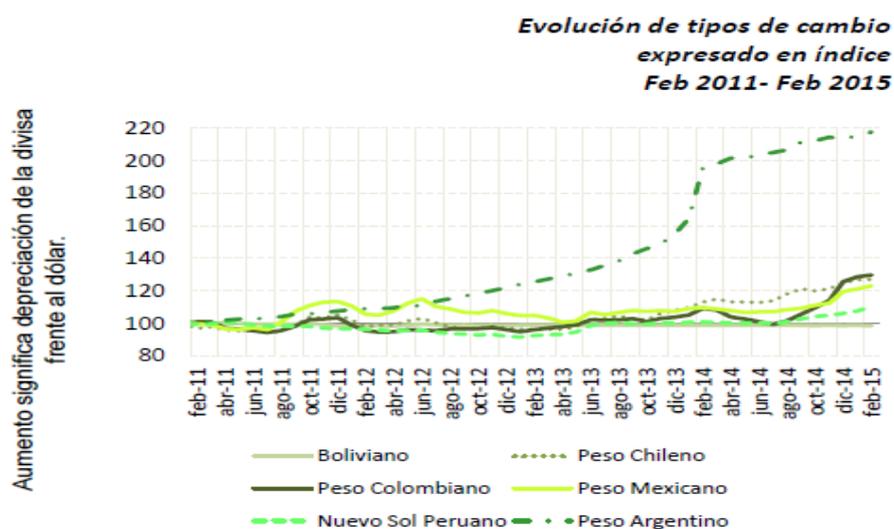
País	Ratings Moody's	Ratings S&P	Ratings Fitch
Argentina	Caa1	SD	RD
Brasil	Baa2	BBB-	BBB
Chile	Aa3	AA-	A+
Colombia	Baa2	BBB	BBB
Ecuador	B3	B+	B
Perú	A3	BBB+	BBB+
Venezuela	Caa3	CCC	CCC

3.3.1. Análisis de las emisiones realizadas por el Ecuador 2014 – 2015.

El desplome de los precios del petróleo, y su extrema volatilidad desde el segundo semestre del 2014, ha provocado que los ingresos por exportación petrolera disminuyan; según Acosta y Cajas mientras entre enero y julio de 2014 ingresaron US \$ 13 mil millones por exportaciones de petróleo crudo, en el mismo periodo en 2015 ingresaron US \$ 9 mil millones. Por otro lado los gastos generados por importación de derivados, que para los mismos períodos pasaron de US \$ 3,4 mil millones a US \$ 2,4 mil millones (reducción de US \$

1.000 millones). Así, se registró una descompensación en las cuentas fiscales de US \$ 3 mil millones (Acosta y Cajas 2015, 10).

La apreciación del dólar jugó así mismo otro factor en contra de la debilitada economía del país, al restarle competitividad frente a sus vecinos los cuales depreciaron su moneda hasta agosto de 2015, Colombia realizó una devaluación de casi 60% y Perú del 16%, tomando ventaja sobre Ecuador por no poder ejercer esa política monetaria. Como consecuencia se incrementó las importaciones desde estos países; para evitar esto, el gobierno estableció las salvaguardias, pero parece que no fue suficiente esa política, porque pese a ello no se logró disminuir la salida de dólares del país. En el último trimestre de 2014 y el primer trimestre de 2015 la balanza comercial registró que las importaciones superaron a las exportaciones en más de US \$ 2 mil millones. Para el mismo período, la balanza de pagos registró una salida de US \$ 3 mil millones (Ibíd.).



Fuente: Bancos Centrales, *Investing*
 Nota: tipos de cambio expresados en índices
 Período base 100= enero 2011.

La evolución de la liquidez presentó variaciones. Así, en el primer semestre de 2014 la liquidez total de la economía nacional (especies monetarias en circulación, depósitos a la vista, de ahorro, de plazo y otros), creció un 4,6%; para el primer semestre de 2015 esa liquidez total creció un 0,61%. En paralelo disminuyeron considerablemente los depósitos a la vista en: -8,13% (Ibíd.).

La salida de dólares registrada en la balanza comercial y de pagos, la baja de la liquidez total, señalan un escenario monetario bastante frágil para una economía dolarizada como la del Ecuador. Los ingresos de dólares derivados del financiamiento externo, han permitido a la economía nacional evitar que entre en riesgo la dolarización en el país. La situación actual del Ecuador demuestra que la inversión extranjera difícilmente brinda un alivio económico, como ha sido históricamente; salvo el caso en el rubro petróleo, donde al variar los precios de este último, si otorgan beneficios para el inversionista extranjero. (Ibíd.).

La caída de la liquidez también se refleja en la evolución de las reservas económicas del país. Estas han disminuido de US \$ 6,7 mil millones a inicios del último trimestre de 2014 a US \$ 3,7 mil millones registrados a finales del primer trimestre de 2015: una reducción de US \$ 3 mil millones. En el segundo trimestre de 2015 las reservas muestran una recuperación de US \$ 1.000 millones, lo que se explica con los desembolsos de deuda externa o colocaciones que realizó el país en ese año y que, ayudó a mantener la liquidez interna y por ende evitó algún riesgo para la dolarización (Arcones, Carrocera y Peláez-Campomanes 2015, 56-72).

La pérdida de liquidez y el no tener reservas también complica de alguna una forma a la situación económica del país. El Gobierno para mantener el ritmo de su gasto corriente y de inversión, se ha visto en la necesidad de endeudarse, convirtiendo al financiamiento en el motor de la economía. Estas inversiones y gastos se volvieron necesarios, para sostener altos niveles de consumismo. Incluso, es preciso resaltar que la expansión fiscal es una medida que se lleva a cabo generalmente sin una adecuada planificación. Un ejemplo claro de la anterior afirmación son proyectos del subsector eléctrico, o proyectos de infraestructura, muchos de los cuales, además de no estar concluidos o de no estar operando, han significado grandes cantidades de inversión por parte del Estado sin los retornos esperados (Acosta y Cajas 2015, 14).

En los últimos años se ha observado un agresivo endeudamiento por parte del gobierno. Gran parte es consecuencia de una política, validada año tras año por la Asamblea Nacional que aprueba el Presupuesto General del Estado, sin mayores observaciones al déficit, que este presenta. Esto conlleva

a un mayor endeudamiento público, no siempre en condiciones favorables. Actualmente el principal acreedor bilateral de la deuda externa ecuatoriana es China. El país encontró en las entidades oficiales chinas principalmente desde el 2009 el acreedor que ha facilitado grandes sumas de dinero a tasas de interés muy altas y a corto plazo. Otro de los prestamistas más fuertes que ha facilitado financiamiento al Ecuador ha sido el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), seguido muy de cerca por la Corporación Andina de Fomento (CAF). A estas deudas cabe agregar los pagos pendientes por preventas petroleras; también se ha obtenido financiamiento con una preventa petrolera a Tailandia. Los últimos endeudamientos contratados por el Ecuador han sido con tasas altas y a tiempos realmente cortos (BIRF 2016, 40).

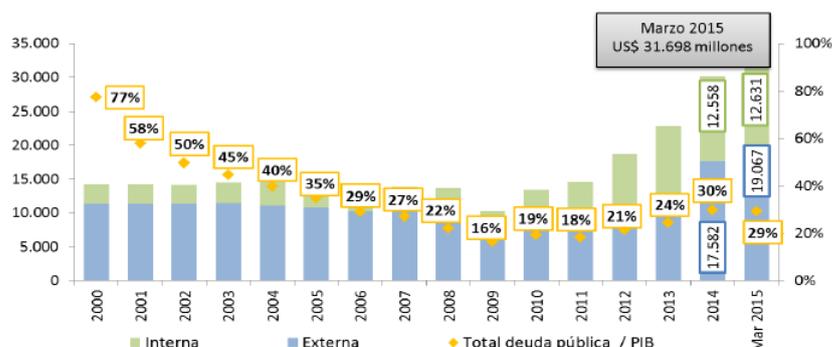
En 2015, las grandes necesidades de financiamiento continuaron para el gobierno que precisaba obtener recursos por más de US \$8.000 millones (déficit presupuestario), representó un tremendo desafío. Mientras los agentes económicos internacionales no perciban el esfuerzo del gobierno por reducir el gasto, especialmente en un escenario tan adverso donde continúa la caída de los ingresos por los bajos precios del petróleo, así como la disminución de las ventas a China y recesión económica de países europeos (situación económica de Grecia) y por la disminución en la recaudación de impuestos, debido al decremento de la actividad económica. En caso de que el gobierno continúe sin realizar cambios en los gastos, se volverá muy difícil tener la suficiente cantidad de financiamiento, por parte de los inversionistas internacionales (Ibíd.).

El gobierno ha mantenido ciertas reservas con ingresos provenientes de las distintas fuentes de financiamiento contratadas, principalmente las que provienen de China, lo que ha generado cierta incertidumbre y malestar en los analistas económicos. El Gobierno Chino ha sido, durante todo el periodo de gobierno actual, la más importante fuente de recursos financieros; esa dependencia afecta en momentos que no se cumplen con los acuerdos pactados. En enero de 2015, el Gobierno anunció un entendimiento con China con líneas de crédito por US \$7.500 millones, de los cuales se esperaban US \$4.000 millones para ese año. Sin embargo, se recibió solo US \$900 millones, esta fue una de las causas para que exista una menor ejecución fiscal en 2015 (Ibíd., 30-33).

En el siguiente cuadro se puede apreciar las fluctuaciones que ha tenido la deuda interna y externa del país y los niveles alcanzados hasta el 2015.

Deuda Pública Total: Interna + Externa

(En US\$ millones y porcentaje respecto al PIB)



*Al agregar al saldo de la deuda al mes de marzo 2015, el endeudamiento contraído con China a través de la venta anticipada de petróleo (5 contratos) por US\$1.842,4 millones**, la operación SWAP de oro (US\$400 millones), los préstamos de la China concedidos en 2015 por US\$6.796 millones y la emisión de bonos 2020, en dos tramos, por un total USD1.450 millones, **el nivel de endeudamiento se incrementaría a 38,8% con respecto al PIB estimado 2015.**

El PIB estimado en la Programación Cuatrienal (2014-2018) para el año 2015 es de US\$108.626 millones.

**Según el Ministerio de Finanzas, se ha pagado el 63,2% de los US\$5.000 millones obtenidos mediante ventas anticipadas de petróleo a China, es decir, un total a noviembre 2014 de US\$3.157,6 millones. A febrero de 2015, no se reporta todavía el ingreso de la emisión de los US\$750 millones en la deuda pública total.

Fuente: Banco Central del Ecuador.

Elaboración: MULTIENLACE.



Para evitar estos la búsqueda incesante de financiamiento, que el gobierno consigue en condiciones que no son muy favorables para la futura economía del país, se podría optar por reducir en parte el gasto de inversión público. Es indiscutible que esto supone un impacto negativo sobre la dinámica de la actividad económica, pero se debería realizar algunas evaluaciones de costo - beneficio y realizar lo que más convenga al país y a sus habitantes con una visión futura puesto que de esto también dependerá la sostenibilidad de las finanzas públicas y el esquema de dolarización (James, Jeffrey, Fouad y Van Rijckeghem 2006, 15-38). Se puede considerar que si no se disminuye paulatinamente el gasto, el problema mayor vendrá en el futuro para el país (Acosta 2014, 28). Las características de la emisión de los Bonos Soberanos 2024, reflejan la forma como se aplica todo el rigor a un Estado, cuando incumple con sus obligaciones. Caso similar ocurrió con las características muy desfavorables registradas al emitir los bonos 2020, tanto en marzo como en mayo de 2015, como se observó en cuadros presentados anteriormente (Ibíd.).

Los valores recibidos como financiamiento en el periodo 2014-2015, resultaron insuficientes para cubrir los compromisos que el país mantenía, parte de éstos recursos se destinaron a la renegociación de la deuda externa, y una porción pequeña fue dirigida para mantener el gasto público. En lo futuro podrá emitir deuda con los organismos internacionales de financiamiento y serán en mejores condiciones que las que obtuvo con los inversionistas hasta 2015, en razón que ya mejoraron sus relaciones y el presidente actual ya le permitió ver al Fondo Monetario Internacional toda su información económica financiera (Ibíd.).

3.3.2. Otras voces sobre el retorno del Ecuador a los mercados de bonos

Organismos Multilaterales de crédito, Gobiernos de economías avanzadas, así como los mayores inversionistas de mercados de bonos internacionales, han exigido pagos inalcanzables a los países prestamistas. Cuando estos últimos no han cumplido (default o Mora) a tiempo y en las cantidades pactadas con sus deudas o los servicios de deuda, se ha generado en las sociedades un sinnúmero de debates sobre cómo frenar en alguna medida todas esas pretensiones.

Entre los varios criterios expuestos sobre el tema de deuda externa se encuentra el de Pablo Lucio Paredes, que en una de sus conferencias manifestó que el problema de la deuda ecuatoriana continuará agravándose si se persiste con la estrategia de seguirse endeudando a cualquier costo, en lugar de reducir el gasto, principalmente en ajustar a un Estado bajo en productividad, es decir, que el Estado volverá una y otra vez a los mercados sin dar mayor importancia a las características que tengan la emisión de los bonos (Paredes 2015).

Ramiro Crespo, presidente de Analytica Securities, advierte que antes del reingreso al mercado de deudas, Ecuador tuvo que solucionar el tema de los tenedores de bonos que no aceptaron el canje en el 2008 y exigieron que se les pague al 100% del valor de sus bonos. Además, los compradores sabían que los papeles no gozaban de las mejores garantías, pues el país puede volver a retrasar los pagos, ya que primero deberá destinar sus recursos al pago de

los préstamos con China, para evitar que le confisque el petróleo, ya que ésta es una de las condiciones de los financiamientos chinos (Ibíd.).

Mauricio Pozo en el debate mantenido con el presidente Correa, en octubre de 2015, expresó que una de las causas de no poseer recursos suficientes para enfrentar la crisis económica que mantiene el país, es haber destinado al gasto de inversión, los fondos de ahorro petrolero que el país conservaba hasta antes de su gestión. Según Pozo, existen 80 países en el mundo que tienen fondos de ahorro, los cuales pueden ser utilizados en las épocas de difícil situación económica. De esta manera se estaría evitando el realizar empréstitos a tasas muy altas como las conseguidas en los últimos créditos que han llegado al país, permitiendo mantener una economía sustentable y sostenible (Pozo 2015).

El presidente Correa manifiesta que “este país es mucho más analítico en usar sus ahorros y que para mantener los fondos provenientes del petróleo a una tasa del 0,3%; se ha visto más conveniente invertir en proyectos cuyo retorno es superior al 38% de utilidad y con esto estaría más que justificado la utilización de estos recursos, además Correa indicó, que su Gobierno no es el que más gasta, sino más bien, el que mejor invierte dentro de los países de Latinoamérica”. Estos argumentos nos muestran que el Ecuador volverá al mercado de deuda las veces que considere necesario, a fin de continuar con su gasto en proyectos de inversión o para cubrir su gasto corriente.

Para Alberto Acosta:

“Desde el lado de los analistas convencionales, esta línea de crédito del Banco Mundial es vista con buenos ojos. Es positivo, dicen, ya no depender solamente de la banca China, que al parecer no quiere continuar prestándole al país de manera indefinida. Esto, entonces, diversificaría las fuentes de financiamiento. Además, destacan las mejores condiciones crediticias conseguidas. Con estas declaraciones se reconoce también el elemento simbólico que trae aparejado el endeudamiento con el Banco Mundial. Es como que el mundo regresara a su orden natural” (Acosta 2014, 18).

Conclusiones

Al concluir la presente investigación, se aprecia que los mercados internacionales de bonos, constituyen un canal de financiamiento necesario para todos los países del mundo. Funcionan gracias a la avanzada tecnología en comunicación e información, realizando transacciones de compra y venta de instrumentos de deuda desde cualquier parte del mundo, obteniéndose por la misma vía las legalizaciones y transfiriéndose sus pagos, por lo que se ha transformado en un mercado líquido y muy dinámico, actúan los mismos actores o agentes financieros que en sus inicios, los emisores (por lo general gobiernos y sus dependencias), inversionistas (fondos de pensiones, fondos soberanos, seguros y otros) y los intermediarios (Bancos, Casas de Valores y Brokers).

De la información analizada de los mercados se puede manifestar, que los problemas económicos en Latinoamérica son similares pero en proporciones diferentes en cada país. Casi toda Latinoamérica inicia sus deudas en bonos de gobierno con Inglaterra a mediados del siglo XIX, para su independencia; luego el auge de los años 70 por el alza del precio del petróleo, provocó grandes endeudamientos en Latinoamérica con los bancos comerciales poderosos, principalmente de Norte América que contaban con petrodólares; seguido aparece la gran crisis para Latinoamérica, lo que obligó a buscar acuerdos con los gobiernos y organismos multilaterales; y Latinoamérica vive la época Brady existiendo gran auge en los mercados internacionales de bonos. En los primeros años de 2000, nuevamente Latinoamérica tiene una bonanza, se vive la época Global, sin embargo en el transcurso de 2009-2015, aparece otra crisis que se profundiza más a mediados de 2014, Latinoamérica es afectada por los mismos problemas que en las distintas épocas, crisis de Estados Unidos, baja del precio del barril de materias primas entre estas el petróleo, apreciación del dólar y por ende la subida de las tasas de interés internacional, por lo que acuden continuamente a los mercados de bonos en busca de financiamiento. Con esto se comprueba de que Latinoamérica vive en un espiral cíclico donde hay crisis, bonanza y nuevamente crisis, lo que se refleja en los mercados.

Las múltiples crisis que ha atravesado Latinoamérica han propiciado a que los Estados caigan en default o moratoria en el pago de los servicios de deuda, afectando la calificación del riesgo país, que de acuerdo a lo estudiado a lo largo de la investigación, es un factor que deben cuidar los gobiernos para mantenerlo bajo, puesto que resulta a ratos una variable determinante al momento de clasificar positiva o negativamente las características crediticias, de los bonos soberanos que un gobierno emite bajo el atractivo de adquirir grandes cantidades de recursos económicos a tasas realmente bajas y a periodos largos de tiempo. La mayor parte de los países de Latinoamérica acuden con frecuencia no solo a los mercados americanos sino también han acudido a los mercados europeos, para realizar emisiones de bonos, aprovechando la confianza que tienen de los inversionistas extranjeros, con lo que continuamente obtienen recursos frescos, para cubrir sus brechas fiscales o para iniciar nuevos proyectos.

En base a lo estudiado se ha podido observar que el Estado ecuatoriano desde sus inicios fue considerado como un país que no ha sido cumplidor de sus compromisos, por varias ocasiones ha anunciado el no pago de la deuda externa (default o moratoria), lo que ha provocado desconfianza de los inversionistas internacionales, afectando negativamente la economía y bajando aún más el índice de riesgo país. Razón por la cual ha preferido buscar su financiamiento a través de la banca nacional, organismos internacionales como Banco Mundial Banco Interamericano de Desarrollo, o el Fondo Monetario Internacional pese a los condicionamientos que emite previo al desembolso de créditos.

De este trabajo también se desprende, que el Ecuador con el fin de dar viabilidad al servicio de su deuda, al igual que varios países de Latinoamérica obtiene gran cantidad de bonos, cuando deciden canjear la deuda adquirida en la década de los años 1970 (capital, intereses e intereses de mora) con instrumentos de valor; al titularizar su deuda a un mayor plazo y a una tasa menor de la que se encontraba pagando a la banca; títulos que podían comercializar en los mercados y con esto se logró nuevamente participar en los mercados, dinamizar su economía, cubrir en parte su deuda externa y cancelar los valores pendientes a la banca extranjera. Al realizar este canje nace la deuda con los tenedores de los bonos inicialmente llamados Brady;

luego se presentan otras dificultades económicas para Latinoamérica y por ende a Ecuador y nuevas iniciativas de los Estados Unidos, permitieron el canje de bonos Brady conjuntamente con los Eurobonos por Bonos Global 2012 y Global 2030.

De acuerdo a lo investigado, y por informes obtenidos (CIAC) en los que se demuestran que en el Ecuador se cometieron algunos errores en el canje de la deuda bancaria a la titularización de la deuda, originando que en el año 2007 se contrate un grupo de consultores para que realicen una auditoría a la deuda externa y evidencien dichos errores. Con los resultados de la auditoría, el Presidente Correa dispone que se suspenda el pago de la deuda externa (default o moratoria técnica), en los momentos que el país gozaba de bonanza económica (2008); de acuerdo a lo revisado se puede evidenciar que este accionar del gobierno ecuatoriano tuvo por una parte aspectos positivos por que con esto logró retirar del mercado comprando en 2009, casi la totalidad de bonos (93,2%) a precio de mercado (35% de su valor). Pero también impactó de forma negativa en la menoscabada credibilidad del Ecuador en los mercados internacionales de bonos y por ende se incrementó el riesgo país. Sobre todo se vio mermada las oportunidades de participación del país en los mercados internacionales.

La dependencia irrestricta a la variación de los precios del petróleo (caída fuertemente a partir de junio de 2014), la apreciación del dólar, la imposibilidad de realizar devaluación a su moneda (país dolarizado), la baja comercialización a nivel mundial de sus productos no petroleros especialmente a Europa y China, el no mantener reservas económicas, mantener proyectos aún inconclusos (hidroeléctricas, refinería), originaron que el Ecuador participe de otras fuentes de financiamiento, pese a que la actual administración, ha mantenido al Gobierno de China como el principal prestamista; al no cumplir con los desembolsos ofrecidos en las cantidades y tiempos fijados (2014-2015), hizo que el gobierno acuda a fuentes internas de financiamiento como el BIESS, Banco Central del Ecuador y el IESS; y otras externas como los organismos multilaterales, Instituciones financieras internacionales, préstamos bilaterales. Estos recursos no fueron suficientes, y al necesitar más financiamiento para cubrir los gastos presupuestados, acude a los mercados internacionales de bonos soberanos, a los nueve años, luego de

la emisión efectuada en 2005 (bonos 2015). Eso en parte me hace coincidir con algunos analistas en ver como algo positivo, porque al diversificar el endeudamiento se evita la dependencia que el Ecuador se encuentra manteniendo con el gobierno Chino.

Este estudio demuestra que si comparamos la participación de Ecuador con la participación que han tenido países Latinoamericanos como México, Brasil, Colombia, Chile, Perú y Argentina se puede observar que estas naciones han creado un ambiente económico favorable tanto para los inversionistas nacionales como para los internacionales lo cual ha favorecido sus emisiones en el mercado norteamericano y europeo, consecuentemente los bonos soberanos emitidos por esos países han logrado mejores precios, bajas tasas de interés y tiempos de vencimiento más largos que los que le otorgado al Ecuador en las escasas emisiones que ha realizado. Si bien es cierto el país únicamente ha participado en toda su historia en el mercado internacional de bonos por cinco ocasiones en los años 1906, 2005, 2014 y 2015 (dos veces).

De acuerdo a los antecedentes estudiados el costo del financiamiento para el Ecuador, en sus emisiones 2014-2015 fueron en condiciones poco favorables puesto que la tasa de interés (rendimiento) que debe pagar por la emisión de bonos de junio de 2014 es de 7,95%; de los bonos emitidos en marzo de 2015 es de 10,5%, y por último, de los bonos emitidos en mayo del mismo año es de 8,5%. Estos intereses y los plazos máximos de 5 años, son producto de la subida del índice de riesgo país y de la calificación otorgada como B+. Deberá pasar un largo tiempo y muchas colocaciones para que los inversionistas retomen la confianza en los bonos ecuatorianos, tiempo en que disminuirá el malestar que les produjo al momento de declarar que la deuda que se les iba a pagar, carecía de legalidad y legitimidad. Como se puede demostrar que si afecta aún lo acontecido en 2008 (no pago de deuda)

Conforme se ha visto en la presente investigación, las emisiones de bonos en los mercados financieros internacionales efectuadas por el país en 2014-2015, fueron colocados a una tasa de interés (rendimiento) similar a las que se contrató los créditos con otros organismos, instituciones financieras internacionales, y países de economías desarrolladas, que oscilaron desde el 6,5% de interés hacia arriba. Debido básicamente a que por una parte el gobierno ha tratado de no acudir a organismos internacionales como el FMI

por evitar los condicionamientos y lentos desembolsos y por otra parte debido a la calificación de riesgo país (diciembre de 2014 883 puntos básicos y a diciembre de 2015 1.266 puntos básicos) que ha tenido el Estado ecuatoriano .

Por último se observa que el Ecuador como cualquier otro país de economía emergente donde sus ingresos no logran superar ampliamente a sus gastos, si quiere realizar proyectos, cubrir sus deudas, renegociar deudas y cubrir sus déficit fiscales, saldrá por varias ocasiones a buscar recursos frescos en los distintos mercados del mundo y así continuar con todo lo planificado, lo que deja de entredicho que volverá una y otra vez a los mercados internacionales de bonos.

Lista de Referencias

- Acosta y Cajas. «La crisis devela las costuras del manejo económico del correísmo.» *La tendencia*, 2015: 4.
- Acosta(b), Alberto. *Bitácora constituyente: ¡Todo para la patria, nada para nosotros!* Quito - Ecuador: Abia-Yala, 2008.
- Acosta, Alberto. *Al servicio de la deuda, en contra del país*. Quito, 11 de 02 de 2005.
- . *Breve Historia Económica Del Ecuador*. Quito: Corporación Editora Nacional, 2006.
- . «De bonos Brady a bonos Globales .» www.oid-ido.org/IMG/doc/AlbertoAcostaBonosBradyEcuador.doc. 22 de 05 de 2003. www.oid-ido.org/IMG/doc/AlbertoAcostaBonosBradyEcuador.doc (último acceso: 16 de 02 de 2016).
- Acosta, Alberto. «Dolarización o Desdolarización, ¿esa no es toda la cuestión!» *Íconos* (Revista Digital), 05 2004: 54-65.
- . *La deuda eterna*. Quito: ALOP.CAAP.CECCA GERG.CIUDAD, 1990.
- . *LECTURA SOBRE EL RETORNO DEL ECUADOR AL BANCO MUNDIAL*. 11 de 04 de 2014. <https://lalineadefuego.info/2014/04/14/lectura-sobre-el-retorno-del-ecuador-al-banco-mundial-por-alberto-acosta/#8230> (último acceso: 13 de 04 de 2016).
- Acosta, y Borja,. *Crisis y Deuda Andina*. Quito: FONDAD-REGION ANDINA, 1989.
- Álvarez, Carlos. «La demanda de los Juros en Castilla durante la edad moderna.» *Los juros de alcabalas de Murcia*. 01 de 11 de 2010. http://e-archivo.uc3m.es/bitstream/handle/10016/11735/demanda_alvarez_SHHM_2010.pdf?sequence=1 (último acceso: 30 de 05 de 2016).
- AMAI. *Mercado financiero en México*. 01 de 01 de 2003. <http://www.amaii.com.mx/amaii/portal/cfpages/contentmgr.cfm?fuentes=nav&docId=98&docTipo=1> (último acceso: 16 de 04 de 2016).
- ámbito.com. *Riesgo país Ecuador*. Virtual, Buenos Aires: Portal de internet, 2016.
- amv. *Todo lo que un inversionista debe saber sobre bonos*. 01 de 06 de 2013. <http://www.valoresbancolombia.com/cs/Satellite?blobcol=urldata&blobheadername1=content-type&blobheadername2=Content-Disposition&blobheadername3=MDT-Type&blobheadervalue1=application%2Fpdf&blobheadervalue2=application%2Fpdf>

- ue2=inline%3B+filename%3Dmyfile&blobheadervalue3=abina (último acceso: 15 de 12 de 2015).
- Andes. «<http://www.andes.info.ec/es/noticias/crecimiento-economico-america-latina-contrera-2015-segun-estimaciones-cepal.html>.» <http://www.andes.info.ec/es/noticias/crecimiento-economico-america-latina-contrera-2015-segun-estimaciones-cepal.html>. 10 de 05 de 2015. <http://www.andes.info.ec/es/noticias/crecimiento-economico-america-latina-contrera-2015-segun-estimaciones-cepal.html> (último acceso: 02 de 02 de 2016).
- ANDI. *Ofertas Privadas y Ofertas Públicas*. 01 de 01 de 2013. <http://www.andi.com.co/es/GAI/GuiInv/SisFin/MerVal/Paginas/Ofep.aspx#> (último acceso: 09 de 02 de 2016).
- Aparicio, Abraham. *Historia Económica Mundial 1950–1990*. 01 de 03 de 2014. <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0185084914704207> (último acceso: 10 de 02 de 2016).
- Arcones, Carrocera y Peláez-Campomanes. «Estimación de un Modelo de Calificación Crediticia.» *CUNEF*. 01 de 09 de 2015. http://biblioteca.cunef.edu/gestion/catalogo/doc_num.php?explnum_id=1363 (último acceso: 09 de 03 de 2016).
- Arcones, Ester. *Estimación de un modelo de calificación crediticia*. 01 de 09 de 2015. http://biblioteca.cunef.edu/gestion/catalogo/doc_num.php?explnum_id=1363 (último acceso: 12 de 06 de 2016).
- Arias, Hugo. «Sobre la Deuda Ilegítima.» <http://www.flacsoandes.edu.ec/libros/digital/42211.pdf>. 01 de 07 de 2008. 17 (último acceso: 02 de 2016 de 2016).
- Barros, Alejandro. 2008. <http://www.eumed.net/libros-gratis/2008a/374/EI%20Mercado%20de%20Capitales%20en%20el%20Mundo.htm> (último acceso: 01 de 04 de 2016).
- Bátyreva, Tatiana. «La condena de la deuda externa: cómo las obligaciones consumen a los Estados.» *Actualidad económica mapamundi de deuda pública, crisis de países*. 10 de 08 de 2015. <https://actualidad.rt.com/economia/180902-mapamundi-deuda-publica-crisis-paises> (último acceso: 10 de 02 de 2016).

- BCE. *ECUADOR MEJORA SU CALIFICACION* (Registro nro. 54115). 07 de 01 de 2014. <http://biblioteca.bce.ec/cgi-bin/koha/opac-MARCdetail.pl?biblionum ber=54115> (último acceso: 01 de 05 de 2016).
- BCE. *INFORME DEL DIRECTORIO AL EXCELENTISIMO SEÑOR PRESIDENTE II SEM 2006*. Informe de trabajo Final, Quito: Banco Central del Ecuador, 2007.
- . *La Economía Ecuatoriana Luego de 10 Años de Dolarización*. 01 de jul de 2010. <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Notas/Dolarizacion/Dolarizacion10anios.pdf> (último acceso: 30 de 05 de 2016).
- BCV, Banco Central de Venezuela. *Las operaciones de canje de bonos Brady por Bonos Globales*. 30 de 10 de 97. <http://www.bcv.org.ve/BLANKSITE/c4/comunicados.asp?Codigo=1394&Operacion=2&Sec=False> (último acceso: 28 de 04 de 2016).
- BID, Banco Interamericano de Desarrollo. *www.iadb.org*. 02 de 06 de 2007. <http://idbdocs.iadb.org/wsdocs/getdocument.aspx?docnum=1031664> (último acceso: 15 de 12 de 2015).
- BIRF. *¿Cuánto prestado el Banco Mundial en los mercados de capitales cada año?* 01 de 01 de 2016. http://treasury.worldbank.org/cmd/htm/faq_english.html (último acceso: 06 de 05 de 2016).
- Brenta, Noemí. *EL ROL DEL FMI EN LA REGULARIZACION DE LAS DEUDAS SOBERANAS DE LATINOAMERICA Y SUS CRISIS POSTERIORES, 1989-2002. NOTAS PRELIMINARES*. 01 de 01 de 2010. <http://web.isanet.org/Web/Conferences/FLACSO-ISA%20BuenosAires%202014/Archive/14130b34-6e7f-40c9-8690-b2611679874d.pdf> (último acceso: 01 de 06 de 2016).
- CAF. *Informe anual 2015*. Anual, Bogotá, Colombia: Panamericana Formas e Impresos, S.A, 2015, 23-25.
- CAIC, comisión para la auditoría integral del crédito público subcomisión de deuda integral. «INFORME No. 7/8 de la Subcomisión Deuda Comercial de la CAIC .» *Bonos Brady, colaterales y eurobonos*. 09 de 07 de 2007. INFORME No. 7/8 de la Subcomisión Deuda Comercial de la CAIC (último acceso: 17 de 02 de 2016).
- Cajas, y Acosta,. *Ecuador la herencia económica del correísmo una lectura frente a la crisis*. 21 de 10 de 2015. <http://www.sinpermiso.info/textos/ecuador-la>

- herencia-economica-del-correismo-una-lectura-frente-a-la-crisis (último acceso: 18 de 05 de 2016).
- CEPAL. «Balance Preliminar de las Economías de América Latina y el Caribe.» <http://www10.iadb.org/intal/intalcdi/PE/2015/15127.pdf>. 15 de 11 de 2014. <http://www10.iadb.org/intal/intalcdi/PE/2015/15127.pdf> (último acceso: 02 de 02 de 2016).
- CEPAL. *El financiamiento para el desarrollo en América Latina y el Caribe*. Serie, Chile Santiago: Impreso en Naciones Unidas, Santiago de Chile, 2015.
- . *Impacto distributivo de las políticas públicas*. Santiago de Chile: Naciones Unidas, 2010.
- CEPAL. *La Agenda 2030 para el Desarrollo Sostenible y los desafíos del financiamiento para el desarrollo*. Anual, Santiago: Publicación de las Naciones Unidas, 2016.
- CIECAS. *Mundo siglo XXI*. 01 de 10 de 2006. <http://repositorio.flacsoandes.edu.ec/bitstream/10469/7365/1/REXTN-MS06-08-Diaz.pdf> (último acceso: 18 de 01 de 2016).
- Correa, Rafael. *Ecuador de Banana Republic a la no república*. Colombia: Nomos Impresores, 2009.
- Correa, Rafaél, entrevista de Alberto de Filippis. *Las condiciones que imponen a Grecia no buscan superar la crisis sino cobrar la deuda* (01 de 06 de 2015).
- Dávalos. «Movimiento indígena ecuatoriano:» *La constitución de un actor político*. 01 de 12 de 2000. <http://icci.nativeweb.org/papers/davalos1.pdf> (último acceso: 03 de 05 de 2016).
- Díaz, Manuel. «Mercados Financieros de México y el mundo:» *instrumentos y análisis*. México: Gasca_Sicco, 2002.
- Diez, y Mascareñas. «Ingeniería Financiera.» *La gestión en los Mercados Financieros Internacionales*. Madrid: McGraw Hill, 1994.
- Dinero. «www.dinero.com/edicion-impresamundo/articulo/crisis-economica-venezuela/204986_23_01_2015.» www.dinero.com/edicion-impresamundo/articulo/crisis-economica-venezuela/204986_23_01_2015. 23 de 01 de 2015. http://www.dinero.com/edicion-impresamundo/articulo/crisis-economica-venezuela/204986_23_01_2015 (último acceso: 02 de 02 de 2016).
- Donoso, Aurora. *DEUDA ECOLÓGICA Impactos de la deuda externa en las comunidades y la naturaleza*. Quito: El Chasqui Ediciones, 2009.

- Dornbusch, Makin y Zlowe. *Soluciones a los problemas de la deuda de los países en desarrollo*. México: Fondo de Cultura Económica, 1990.
- Dumrauf, Guillermo. « Introducción al análisis de bonos.» En *Análisis cuantitativo de BONOS*, de Guillermo Dumrauf, varias. Argentina: Alfaomega, 2014.
- ECLAC. *Capital Flows to Latin America: Recent Developments*. Informe 2015, Santiago de Chile: United Nations Publication, 2016.
- ECLAC. *Preliminary Overview of the Economies of Latin America and the Caribbean*. Informe Anual, Santiago-Chile: UNITED NATION, 2015.
- ECLAC, Wash. *Capital Flows to Latin America and the Caribbean*. Informe 2016, Santiago de Chile: Naciones Unidas, 2015.
- Ecolink. «bonos.» 10 de 11 de 2008. <http://www.econlink.com.ar/inversiones/bonos> (último acceso: 20 de 04 de 2016).
- Economía48. *Diccionario de Economía*. 01 de 01 de 2012. <http://www.economia48.com/spa/d/eurodolares/eurodolares.htm> (último acceso: 19 de 11 de 2015).
- Económica, Enciclopedia. *Tipos de Bonos*. 20 de 02 de 2016. <http://www.encyclopediainanciera.com/mercados-financieros/mercados-bonos/tipos-de-bonos.htm> (último acceso: 20 de 02 de 2016).
- Emanuel, Julio. *La deuda externa Latinoamericana*. Artículo, Quito: Banco Central del Ecuador, 1985.
- Estefanía, Joaquín. *El 'plan Baker' hace incompatible el pago de la deuda con el crecimiento de América Latina*. 08 de 24 de 1986. http://elpais.com/diario/1986/01/24/economia/506905205_850215.html (último acceso: 18 de 02 de 2016).
- Expósito, Raúl. «LOS ORÍGENES DE LA DEUDA PÚBLICA.» *Apuntes de Economía*. 31 de 08 de 2015. <http://econiapuntos.blogspot.com/2015/08/los-origenes-de-la-deuda-publica.html> (último acceso: 30 de 04 de 2016).
- Fabozzi, Frank. *Mercados e Instituciones Financieras*. Mexico: PRENTICE-HALL LATINOAMERICANA, 1996.
- Ferguson, Niall. «El triunfo del Dinero.» *Como las finanzas mueven al mundo*. 10 de 09 de 2009. <http://www.serlib.com/pdflibros/9788483068137.pdf> (último acceso: 15 de 04 de 2016).
- Fernández, Daniel. «La crisis de deuda Latinoamericana de los 80 y la crisis de deuda europea actual: ¿Qué lecciones se pueden extraer? - See more at: [http://economy.blogs.ie.edu/La crisis de deuda Latinoamericana de los 80 y la](http://economy.blogs.ie.edu/La%20crisis%20de%20deuda%20Latinoamericana%20de%20los%2080%20y%20la)

- crisis de deuda europea actual: ¿Qué lecciones.» *Economy webloc*. 24 de 08 de 2012. <http://economy.blogs.ie.edu/archives/2012/10/la-crisis-de-deuda-latinoamericana-de-los-80-y-la-crisis-de-deuda-europea-actual-que-lecciones-se-pueden-extraer.php> (último acceso: 15 de 02 de 2016).
- Feyen, Erik. *Global Liquidity and External Bond Issuance in Emerging Markets and Developing Economies*. 01 de 07 de 2015. <http://documents.worldbank.org/curated/en/477001467986250331/pdf/WPS7363.pdf> (último acceso: 31 de 05 de 2016).
- Frydman, Matías. *La cesación de pagos de la deuda externa Ecuador*. 01 de 08 de 2013. http://www.centrocultural.coop/revista/autor/250/frydman_matias.html (último acceso: 30 de 05 de 2016).
- García Durán, Raúl. *Catorce temas para entender economía*. 01 de 01 de 2005. https://books.google.com.ec/books?id=bedAcvEpNHIC&pg=PA115&lpg=PA115&dq=Garc%C3%ADa-Dur%C3%A1n+intermediarios+financieros&source=bl&ots=e_j4tZavKl&sig=jGTDHtU57RxSpSOOwBIZrKDSHb4&hl=es&sa=X&ved=0ahUKEwjyutmCv8XNAhWBNSYKHVfgAc0Q6AEINjAE#v=onepage&q=Garc%C3 (último acceso: 30 de 04 de 2016).
- García, Sofía. «DETERMINANTES DEL RIESGO SOBERANO.» *Una aplicación a las valoraciones de las principales agencias de calificación crediticia*. 02 de 06 de 2004. http://www.econolatin.com/klein/contenido/investigacion/pdf/DT_7_SGG.pdf (último acceso: 30 de 05 de 2016).
- Giribets, Miguel. «ALGUNAS CONSIDERACIONES SOBRE LA CRISIS ACTUAL DEL CAPITALISMO.» *BIBLIOTECA VIRTUAL de Derecho, Economía y Ciencias Sociales*. 01 de 10 de 2009. <http://www.eumed.net/libros-gratis/2009c/599/> (último acceso: 13 de 05 de 2016).
- Guerrero, Alberto. *Deuda Externa del Ecuador*. Quito: Biblioteca Ecuatoriana, 1980.
- INDENJ. *PAISES PRIMER MUNDO*. 06 de 05 de 2014. <http://ccsocialesindenj.blogspot.com/2014/05/paises-primer-mundo-g8-se-denomina-con.html> (último acceso: 20 de 10 de 2015).
- James, Jeffrey, Fouad y Van Rijckeghem. *Ajuste fiscal para la estabilidad y el crecimiento*. Washington: International Monetary Fund, Publication Services, 2006.

- Madura, Jeff. *Mercados e Instituciones Financieras*. México: D.R. 2010 por Cengage Learning Editores., 2010.
- Marichal, Carlos. *Historia mínima de la deuda externa Latinoamericana 1820 - 1910*. 01 de 01 de 2014. https://books.google.com.ec/books?id=dU3pCQAAQBAJ&printsec=frontcover&dq=carlos+marichal&hl=es&sa=X&redir_esc=y#v=onepage&q=historia%20minima%20de%20la%20deuda%20externa&f=false (último acceso: 30 de 05 de 2016).
- Martín, Paula. *Creación de la Gran Colombia*. 14 de 09 de 2010. <http://lagrancolombia-webquest.blogspot.com/> (último acceso: 19 de 01 de 2016).
- Marzo, Mariano. *EL DESPLOME 2014-2015 DE LOS PRECIOS DEL CRUDO: CAUSAS Y PREVISIONES A CORTO PLAZO*. Barcelona: DOCUMENTO FUNSEAM, 2015, 4-6.
- Mascareñas, Juan. *Mercados Internacionales de Bonos*. 01 de 01 de 2006. <http://pendientedemigracion.ucm.es/info/jmas/infin/mibono.pdf> (último acceso: 2016 de 03 de 01).
- Medrano, María. *Mercados Financieros Internacionales (Díez de Catro Luis)*. 01 de 01 de 2007. <https://books.google.com.ec/books?id=Vo8WYJCBWXIC&pg=PA92&lpg=PA92&dq=principales+mercados+de+bonos+d%C3%A9z+de+castro&source=bl&ots=FRXfcwoxJ3&sig=QuQXG6n0VbjFfG7shLkFJrOkzbQ&hl=es&sa=X&ved=0ahUKEwiuguao5cXNAhUDKiYKHRoiCboQ6AEILzAD#v=onepage&q=principal> (último acceso: 03 de 05 de 2016).
- MEF-PE. «Ministerio de Finanzas del Perú.» *Preguntas frecuentes*. 01 de 02 de 2015. http://www.mef.gob.pe/index.php?option=com_content&view=article&id=3427%3Apreguntas-frecuentes&catid=93%3Aconsulta-1&Itemid=102017&lang=es (último acceso: 15 de 04 de 2016).
- Montoro, Vaneza. «Derecho internacional de las Inversiones.» https://prezi.com/a5_qce2djxwd/derecho-internacional-de-inversiones/. 23 de 11 de 2015. https://prezi.com/a5_qce2djxwd/derecho-internacional-de-inversiones/ (último acceso: 15 de 02 de 2016).

- Morales, Jose. *Características y clasificación de los mercados financieros*. 01 de 01 de 2005. <http://repositorial.cuaed.unam.mx:8080/jspui/bitstream/123456789/673/1/1660.pdf> (último acceso: 28 de 04 de 2016).
- Morrufo, Eduardo. *Cartera de inversiones*. 23 de 09 de 2014. <http://carterainversioneseduardo.blogspot.com/2014/09/cartera-deinversion-o-portafolio-de.html> (último acceso: 18 de 05 de 2016).
- Morsolin, 26 de septiembre de 2007 por Cristiano. <http://cadtm.org/Latinoamerica-los-movimientos>. 26 de 09 de 2007. <http://cadtm.org/Latinoamerica-los-movimientos> (último acceso: 18 de 04 de 2016).
- Naranjo, Marco. «Cuestiones Económicas Vol. 20, No 1:3,2004.» *Dos décadas perdidas: Ochenta y Noventa*. 01 de 03 de 2004. https://www.bce.fin.ec/cuestiones_economicas/images/PDFS/2004/No1/Vol.20-1-2004MarcoNaranjo.pdf (último acceso: 20 de 05 de 2016).
- Nayyar, Deepak. *El tercer mundo económico: Globalización*. 28 de 12 de 1995. <http://www.tercermundoeconomico.org.uy/TME-102/analisis01.htm> (último acceso: 01 de 01 de 2015).
- Núñez, Jorge. *Estudio Histórico de la deuda Anglo -Ecuatoriana*. Quito: Editogram S.A., 2013.
- Ocampo, José. *La crisis latinoamericana de la deuda desde una perspectiva histórica*. 01 de 05 de 2014. http://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/36761/S20131019_es.pdf (último acceso: 01 de 05 de 2016).
- Oleas, Mosquera y Bucaram. *La situación Fiscal del Ecuador*. 16 de 10 de 2015. <http://www.larepublica.ec/blog/opinion/2015/10/16/situacion-fiscal-ecuador/> (último acceso: 15 de 01 de 2016).
- Ortega, Mario. *Conceptos Varios*. 04 de 03 de 2012. <https://jorgemarioortega.wordpress.com/2012/03/04/conceptos-generales/> (último acceso: 05 de 01 de 2016).
- Paredes, Pablo Lucio. *Deuda y más Deuda*. 08 de 04 de 2015. <http://blogs.udla.edu.ec/clubeconomia/2015/04/08/deuda-y-mas-deuda-por-pablo-lucio-paredes-2/> (último acceso: 04 de 05 de 2016).
- Pareja, Mauricio. *CANJE, CONVERSION Y REDUCCION DE DEUDA PUBLICA: EL CASO ECUATORIANO*. 01 de 06 de 2003. <https://contenido.bce.fin.ec>

- /documentos/PublicacionesNotas/Catalogo/Apuntes/ae28.pdf (último acceso: 30 de 05 de 2016).
- Parodi, Fiorela. *Derecho Civil (Obligaciones)*. 21 de 02 de 2016. <http://derecobligaciones.blogspot.com/> (último acceso: 25 de 06 de 2016).
- Patiño. *El origen de la Bolsa de Valores*. 19 de 05 de 2011. <https://www.comparativadebancos.com/el-origen-de-la-bolsa-de-valores/> (último acceso: 30 de 04 de 2016).
- Patiño, María. «Ecuador y su segunda mora de bonos soberanos.» *www.investiga.ide.edu.ec*. 01 de 01 de 2009. <http://investiga.ide.edu.ec/index.php/ecuador-y-su-segunda-mora-de-bonos-soberanos> (último acceso: 17 de 01 de 2016).
- Paz y Miño, Juan. *Deuda ayer hoy y siempre*. 29 de 01 de 2009. <https://nuevaeconomia.wordpress.com/category/editorialistas-de-ecuador/juan-j-paz-y-mino/> (último acceso: 30 de 05 de 2016).
- Peláez-Campomanes, Esther Arcones Carlos Carrocera y Carlos. «Estimación de un Modelo de Calificación Crediticia.» *CUNEF*. 01 de 09 de 2015. http://biblioteca.cunef.edu/gestion/catalogo/doc_num.php?explnum_id=1363 (último acceso: 09 de 03 de 2016).
- Pineda, Vero. *HISTORIA ECONÓMICA DEL ECUADOR*. 17 de 09 de 2011. <file:///C:/Users/toshiba/Documents/UASB/SEMIN.%20TESIS/TESIS%20MAESTRIA/BIBLIOGRAFIA/Historia%20Econ%C3%B3mica%20del%20Ecuador.html> (último acceso: 08 de 06 de 2016).
- Ponce y Falconí. «¿Influyen los precios del petróleo en el alza de los Global 12?» *ÍCONOS Revista de Ciencias Sociales*, 2005: 11- 17.
- Pozo, Mauricio. *Economía ecuatoriana y perspectivas 2015-2016*. 21 de 05 de 2015. [file:///C:/Users/toshiba/Downloads/Economia+Ecuatoriana+y+Prespectivas%20\(3\).pdf](file:///C:/Users/toshiba/Downloads/Economia+Ecuatoriana+y+Prespectivas%20(3).pdf) (último acceso: 15 de 06 de 2016).
- QFC. *Financial Centre Futures 17*. 01 de 03 de 2015. http://www.longfinance.net/images/GFCI17_23March2015.pdf (último acceso: 15 de 12 de 2015).
- Quevedo, Zorianyelis. *Bolívar hombre emprendedor*. 01 de 05 de 2015. <http://es.calameo.com/read/0043182930ee6fb4bedc4> (último acceso: 06 de 03 de 2016).

- Rodríguez, Ariel. *Crisis económica y financiera*. 01 de 11 de 2014. <http://www.obela.org/book/export/html/190> (último acceso: 17 de 07 de 2015).
- Romero, Marco. «Los límites del ajuste y de las reformas en los países andinos .» *Nueva sociedad* 173. 01 de 05 de 2001. <http://nuso.org/autor/marco-romero-cevallos/> (último acceso: 19 de 08 de 2016).
- Sangermano, Mariana. *LOS PLANES BAKER Y BRADY Alternativas de solución a la crisis de la deuda de Argentina y países latinoamericanos*. 01 de 11 de 2005. http://www.fundacionege.org/publicaciones/miembros/documentos_trabajo/2005/11/01/Los%20Planes%20Baker%20y%20Brady.pdf (último acceso: 17 de 06 de 2016).
- Silva, Gavidia, Betty. «ECUADOR: De la Deuda Inglesa a Los bonos Brady.» *www.oidido.org*. 20 de 11 de 1999. http://www.academia.edu/19639861/Betty_Silva_Gavidia_Ecuador (último acceso: 15 de 01 de 2016).
- Standard & Poor's, Ratings Definitions. «www.standardandpoors.com.» https://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/article/-/view/sourceId/504352. 01 de 02 de 2016. https://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/article/-/view/sourceId/504352 (último acceso: 17 de 02 de 2016).
- Terán, Emilio. *Informe sobre la Deuda Externa*. Quito: Imprenta Nacional Palacio de Gobierno, 1896.
- Toussaint, Eric. «Las crisis de la deuda externa de América Latina siglo XIX y XX.» <http://cadtm.org/IMG/pdf/toussaint01.pdf>. 25 de 05 de 2003. <http://cadtm.org/IMG/pdf/toussaint01.pdf> (último acceso: 12 de 02 de 2016).
- Vázquez, Seijas Alicia. *Mercados Internacionales de Capital*. Primera Edición. México: Universidad Autónoma Metropolitana, 1989.
- . *Mercados Internacionales de Capital*. Primera Edición. México: Universidad Autónoma Metropolitana, 1989.
- Vidal, Lorenzo. *LA ECONOMÍA POLÍTICA DEL DEFAULT ECUATORIANO*. 05 de 09 de 2014. http://www5.uva.es/jec14/comunica/A_EM/A_EM_6.pdf (último acceso: 20 de 02 de 2016).
- Villar, Rafael del. «La Crisis Financiera en Asia: Orígenes y Evolución en 1997 Y 1998.» *Investigación No. . 9807*. 01 de 12 de 1998. <http://www.banxico.org.mx/publicaciones-y-discursos/publicaciones/documentos-de-investigaci>

on/banxico/%7BB8E8E079-113C-54B9-2D31-AC006131E1B8%7D.pdf

(último acceso: 24 de 04 de 2016).

Vivero y Fierro. «El Ecuador vuelve al endeudamiento agresivo.» *Gestión No. 242*, 2014: 23 - 25.