

UNIVERSIDAD SAN FRANCISCO DE QUITO

Colegio de Administración y Economía

La Emisión de Bonos del Ecuador en Mercados Internacionales

Andrea Miño Illes

Magdalena Barreiro, Ph.D., Directora de Tesis

Trabajo de Titulación presentado como requisito para la obtención del título de

Licenciada en Finanzas

Quito, diciembre de 2014

Universidad San Francisco de Quito

Colegio de Administración y Economía

HOJA DE APROBACION DE TESIS

La Emisión de Bonos en el Ecuador en Mercados Internacionales

Andrea Miño Illes

Magdalena Barreiro, Ph.D

Directora de la tesis

Candy Abad, Ph.D (c)

Coordinador de área

Thomas Gura, Ph.D

Decano del Colegio de

Administración para el Desarrollo

y Economía

Quito, diciembre de 2014

© DERECHOS DE AUTOR

Por medio del presente documento certifico que he leído la Política de Propiedad Intelectual de la Universidad San Francisco de Quito y estoy de acuerdo con su contenido, por lo que los derechos de propiedad intelectual del presente trabajo de investigación quedan sujetos a lo dispuesto en la Política.

Asimismo, autorizo a la USFQ para que realice la digitalización y publicación de este trabajo de investigación en el repositorio virtual, de conformidad a lo dispuesto en el Art. 144 de la Ley Orgánica de Educación Superior.

Firma: Andrea Paula Miño Illes

Nombre: Andrea Paula Miño Illes

C. I.: 1714596572

Fecha: Quito, diciembre de 2014

DEDICATORIA

Dedico esta tesis a mi directora de tesis, Magdalena Barreiro, quien además de haber sido mi directora y haber sido de gran ayuda durante todo el proceso de investigación, fue durante mis años de estudiante de finanzas en la Universidad San Francisco de Quito, la mejor profesora. Una persona dedicada, apasionada y con amplios conocimientos en el área de finanzas.

RESUMEN

Cuando los gastos son mayores que los ingresos en el presupuesto general del estado, y existe un déficit en la economía, un país se ve forzado a recaudar dinero de otras fuentes. El emitir bonos en mercados internacionales de deuda es una fuente de financiamiento. El Ecuador, tras un déficit en su economía los últimos cinco años y una reducción en los préstamos otorgados por China, emitió bonos en junio del 2014 para recaudar dinero. Tras este hecho, la autora de este trabajo realiza una investigación en la que se analiza la evolución histórica de ciertos aspectos de la economía del Ecuador, como son los ingresos, gastos, deuda y déficit. Además se explica qué son y cómo funcionan los bonos así como los mercados internacionales de deuda. Se realiza una breve reseña histórica de emisiones de bonos pasadas en el Ecuador, y se concluye con una comparación de las últimas dos emisiones, la de los bonos Globales 2015 y los bonos Soberanos 2024.

ABSTRACT

When expenses are greater than revenue in the general budget of the state, and there is a deficit in the economy, a country is forced to raise money from other sources. The issuing of bonds in international debt markets is a source of funding. Ecuador, after having a deficit in its economy for the past five years and a reduction in lending by China, issued bonds in June 2014 to raise money. After this, the author of this paper makes a research and analyses the historical evolution of certain aspects of the economy of Ecuador, such as revenues, expenditures, debt and deficit. Also explains what bonds are and how an international debt markets works. Also, there is brief history of past emissions of bonds in Ecuador, and the author concludes this investigation with a comparison of the last two bond emissions, the 2015 Global bonds and the 2024 sovereign bonds.

TABLA DE CONTENIDOS

DEDICATORIA	5
RESUMEN	6
ABSTRACT	7
TABLA DE CONTENIDOS	8
GRAFICOS	10
FIGURAS	11
TABLAS	11
CAPITULO 1: INTRODUCCION A LA INVESTIGACION	12
ANTECEDENTES: BREVE RESUMEN	12
EL PROBLEMA	12
PREGUNTA DE LA INVESTIGACIÓN	13
OBJETIVOS DE LA INVESTIGACIÓN	13
<i>Objetivo General</i>	13
<i>Objetivos Específicos</i>	13
PROPÓSITO DE LA INVESTIGACIÓN	14
CONTEXTO Y MARCO TEÓRICO AMPLIO	15
<i>Presupuesto General del Estado</i>	15
<i>Déficit/Superávit</i>	19
<i>Políticas de Endeudamiento Público</i>	19
<i>Evolución Histórica de los Ingresos y Egresos</i>	20
<i>Evolución Histórica de la Deuda Interna, Deuda Externa y Deuda Total</i>	26
<i>Evolución Histórica de la Deuda por Acreedor</i>	32
<i>Acreedor de deuda Externa: Gobiernos</i>	34
<i>Acreedor de Deuda Externa: Bancos y Bonos</i>	37
CAPITULO 2: FINANCIAMIENTO CON BONOS EN EL MERCADO PRIVADO	41
¿QUÉ SON LOS BONOS?	41
CARACTERÍSTICAS DE LA VALORACIÓN DE UN BONO	42
<i>Precio de un Bono</i>	42
<i>Valor Nominal</i>	42
<i>Valor del Cupón</i>	42
<i>Yield to Maturity</i>	42
<i>Relación Tasa de Interés – Precio</i>	43
<i>Retorno</i>	43
<i>Relación Precio – Retorno</i>	44
<i>Relación Precio – Plazo</i>	44
<i>Tipos de Bonos</i>	44
PROCESO DE EMISIÓN DE BONOS	45
<i>Mercados Privados de Deuda</i>	45
EJERCICIO DE EJEMPLO (PRECIO - VALORACIÓN DE UN BONO)	49

CAPITULO 3: EMISIONES DE BONOS EN EL ECUADOR	51
BONOS BRADY.....	51
BONOS GLOBALES 2012 Y 2030	55
BONOS GLOBALES 2015 Y BONOS SOBERANOS 2024.....	57
CAPITULO 4: EMISION BONOS GLOBALES 2015 Y EMISION BONOS SOBERANOS.....	58
CASO PRÁCTICO: COMPARACIÓN BONOS GLOBALES 2015 Y BONOS SOBERANOS 2024	58
<i>Variación de Spread por Categoría.....</i>	<i>61</i>
CONCLUSIONES	66
CAPITULO 5: CONCLUSIONES	67
PROPÓSITO DE LA INVESTIGACIÓN	67
RESUMEN GENERAL.....	69
CONCLUSIONES GENERALES	71
BIBLIOGRAFÍA	72

GRAFICOS

GRÁFICO No. 1 EVOLUCIÓN HISTÓRICA DE INGRESOS Y EGRESOS	21
GRÁFICO No. 2 EVOLUCIÓN HISTÓRICA DE INGRESOS Y EGRESOS COMO PORCENTAJE DEL PIB.....	22
GRÁFICO No. 3 EVOLUCIÓN HISTÓRICA DEL PIB.....	22
GRÁFICO No. 4 EVOLUCIÓN HISTÓRICA DE INGRESOS (PETROLEROS Y NO PETROLEROS).....	23
GRÁFICO No. 5 EVOLUCIÓN HISTÓRICA DE EGRESOS (PERMANENTES Y NO PERMANENTES).....	24
GRÁFICO No. 6 EVOLUCIÓN HISTÓRICA DEL DÉFICIT/SUPERÁVIT GLOBAL	26
GRÁFICO No. 7 EVOLUCIÓN HISTÓRICA DE LA DEUDA INTERNA.....	27
GRÁFICO No. 8 EVOLUCIÓN HISTÓRICA DE LA DEUDA EXTERNA.....	28
GRÁFICO No. 9 EVOLUCIÓN HISTÓRICA DE LA DEUDA INTERNA Y LA DEUDA EXTERNA COMO PORCENTAJE DEL PIB.....	29
GRÁFICO No. 10 EVOLUCIÓN HISTÓRICA DE LA DEUDA TOTAL.....	30
GRÁFICO No. 11 EVOLUCIÓN HISTÓRICA DE LA DEUDA TOTAL (DEUDA INTERNA + DEUDA EXTERNA)	31
GRÁFICO No. 12 EVOLUCIÓN HISTÓRICA DE LA DEUDA TOTAL COMO PORCENTAJE DEL PIB	32
GRÁFICO No. 13 EVOLUCIÓN HISTÓRICA DE LA DEUDA INTERNA: POR ACREEDOR.....	33
GRÁFICO No. 14 EVOLUCIÓN HISTÓRICA DE LA DEUDA EXTERNA: POR ACREEDOR	34
GRÁFICO No. 15 EVOLUCIÓN HISTÓRICA DE LA DEUDA EXTERNA: ACREEDOR GOBIERNOS	35
GRÁFICO No. 16 EVOLUCIÓN HISTÓRICA DE LA DEUDA EXTERNA (GRÁFICOS PIE POR AÑO).....	36
GRÁFICO No. 17 EVOLUCIÓN HISTÓRICA DE LA DEUDA EXTERNA: ACREEDOR BANCOS Y BONOS.....	38
GRÁFICO No. 18 EVOLUCIÓN HISTÓRICA DE LA DEUDA EXTERNA: ACREEDOR BANCOS Y BONOS. BONOS GLOBALES Y SOBERANOS	38

FIGURAS

FIGURA NO. 1 YIELD CURVE.....	43
FIGURA NO. 2 S&P: CALIFICACIÓN DE LOS PAÍSES	47
FIGURA NO. 3 CONVENIOS DE DEUDA EXTERNA ECUADOR.....	52
FIGURA NO. 4 CANJE DE LA DEUDA POR BONOS BRADY (1994).....	53
FIGURA NO. 5 CANJE DE DEUDA A BONOS BRADY	54
FIGURA NO. 6 TÉRMINOS FINANCIEROS DE BONOS BRADY.....	55
FIGURA NO. 7 CANJE DE BONOS BRADY A BONOS GLOBAL (2000).....	56
FIGURA NO. 8 CALIFICACIÓN CREDITICIA Y SPREAD.....	63

TABLAS

TABLA NO. 1 INFORMACIÓN EMISIÓN BONOS 2015 Y 2024.....	58
TABLA NO. 2 CALIFICACIÓN S&P.....	59
TABLA NO. 3 YIELD RATES DE TREASURY BONDS EN FECHA DE EMISIÓN.....	60
TABLA NO. 4 YTM, YIELD DE BONOS DEL TESORO, SPREAD.....	61
TABLA NO. 5 ASSET CLASS.....	62

CAPITULO 1: INTRODUCCION A LA INVESTIGACION

Antecedentes: Breve Resumen

En Junio del 2014 el Ecuador emitió \$2.000 millones en bonos Soberanos en el mercado internacional de deuda. Esta noticia me llevó a realizar algunas preguntas: ¿Por qué emite el Ecuador bonos en el mercado privado internacional? ¿Cómo se emiten estos bonos? ¿Para qué y por qué necesita el Ecuador ese dinero? Estas, y algunas otras preguntas, me llevaron a realizar esta investigación.

En este contexto el trabajo se enfoca en el tema del endeudamiento público en los mercados privados internacionales y en los determinantes tanto técnicos como políticos de tal financiamiento.

El problema

El Ecuador ha tenido una historia relativamente conflictiva respecto a la emisión de bonos en mercados privados internacionales. Desde el canje de deuda antes de la dolarización a bonos Brady, pasando a bonos Globales, a renegociación y declaración de deuda ilegítima, a la reciente emisión en el 2014. Debido a esta historia, existen algunos retos para nuestro país al emitir bonos en mercados internacionales y algunos factores que se deben tomar en cuenta, entre ellos, el déficit del país, la deuda existente, la voluntad y la capacidad de pago del Ecuador, así como factores externos como la liquidez de los mercados, la apetencia por riesgo, etc.

Pregunta de la Investigación

La pregunta de esta investigación es: ¿Cuáles han sido y cuáles son los retos que enfrenta el Ecuador para financiarse en mercados externos privados de deuda?

Objetivos de la investigación

Objetivo General.

El objetivo general de esta investigación es entender el financiamiento público de un país: sus objetivos, oportunidades, limitaciones y consecuencias aplicado al caso del Ecuador. El trabajo se enfocará principalmente en las fuentes y características del financiamiento externo privado a partir de la era dolarizada.

Objetivos Específicos.

Debido a la amplitud y cantidad de variables e información necesaria para responder el objetivo general he desarrollado algunos objetivos específicos, los cuales serán la guía durante la investigación.

1. Entender el origen de las necesidades de financiamiento público y las alternativas para llenar las mismas.

2. Entender/ Analizar el contexto en el cual el país se financia en los mercados externos privados.
3. Entender/analizar la metodología y contexto de mercado para la valoración de bonos.
4. Entender / Analizar características emisiones de bonos pasadas en el Ecuador: la conversión de Bonos Brady a Bonos Globales 2012 y 2030.
5. Analizar las emisiones de los Bonos Globales 2015 y de la nueva emisión de Bonos Soberanos 2024.

Propósito de la Investigación

El propósito de esta investigación es analizar lo que ocurre en un país, en especial en el Ecuador, cuando se reducen los ingresos y el nivel de gasto es el mismo o mayor, y es necesario salir a buscar financiamiento internacional; analizar los retos y oportunidades que tiene el Ecuador de financiarse y ver cómo la historia de defaults por incapacidad o falta de voluntad de pago recientes ha afectado a la oferta y costos de financiamiento. Creo también interesante comparar las características de las emisiones de los Globales 2015 y de los Soberanos 2024 para ayudar a entender los aspectos técnicos de la valoración y emisión de bonos.

Contexto y Marco Teórico Amplio

Presupuesto General del Estado.

El Presupuesto General del Estado es el instrumento fundamental de la Política Fiscal para la determinación y gestión de los ingresos y egresos de las entidades de las diferentes funciones del Estado, mediante el cual, el gobierno influye en los agregados económicos, así como en la ejecución adecuada del Sistema Nacional de las Finanzas Públicas, toda vez que determina que las entidades y organismos deben gestionar en forma programada los ingresos, gastos y financiamiento de conformidad a sus presupuestos institucionales (Directrices Proforma Presupuestaria General del Estado, 2014).

Ingresos.

Los ingresos del Presupuesto General del Estado hacen referencia a los recursos que por cualquier concepto obtengan, recauden o reciban las entidades y organismos que conforman el Presupuesto General del Estado; estos son recursos públicos, por lo que su uso no puede ser determinado directamente por aquellas entidades u organismos, a excepción de los recursos fiscales generados por las instituciones, de conformidad con lo estipulado en el Art. 99 del COPLAFIP. (Directrices Proforma Presupuestaria General del Estado, 2014). Podemos dividir los ingresos del presupuesto en sus principales categorías de acuerdo a su fuente: ingresos petroleros, tributarios e ingresos no tributarios y no petroleros.

Ingresos Petroleros.

Los ingresos petroleros son aquellos que, en concordancia con las disposiciones legales y reglamentarias vigentes, se originan en la actividad hidrocarburífera y se calculan en función

de la información detallada de producción, consumo interno, exportaciones, costos y precios tanto del crudo como de los derivados, elaborada por PETROECUADOR y la Secretaría de Hidrocarburos del Ministerio de Recursos Naturales No Renovables.

Ingresos Tributarios.

Los ingresos tributarios incluyen los ingresos por Impuestos, tasas, y contribuciones. Se refiere a la proyección de los ingresos por impuestos que se realiza sobre la base de las leyes tributarias y arancelarias vigentes, los supuestos macroeconómicos, análisis de estadísticas de recaudaciones e impacto de reformas legales, objetivos y metas de recaudación definidos por el Servicio de Rentas Internas, SRI y el Servicio Nacional de Aduanas del Ecuador, SENA. E.

Existen algunos impuestos que generan este ingreso. Por ejemplo, el impuesto a la renta, el cual es un impuesto a los ingresos de una persona natural, las sucesiones indivisas y a las sociedades que sean nacionales o extranjeras. Para calcular el impuesto que debe pagar un contribuyente, sobre la totalidad de los ingresos gravados se restan las devoluciones, descuentos, costos, gastos y deducciones, imputables a tales ingresos. Este resultado se llama base imponible, y sobre esta base imponible se paga un porcentaje, ese es el impuesto a la renta. Otro ingreso tributario es el Impuesto al Valor Agregado (IVA), el cual se cobra de acuerdo al valor de la transferencia de dominio o a la importación de bienes muebles de naturaleza corporal, en todas sus etapas de comercialización, así como a los derechos de autor, de propiedad industrial y derechos conexos; y al valor de los servicios prestados. Existen básicamente dos tarifas para este impuesto que son 12% y tarifa 0% (Servicio de Rentas Internas, 2014). Otro impuesto es el ICE, el Impuesto a los Consumos Especiales, el cual se aplica a los bienes y servicios de procedencia nacional o importados, detallados en el artículo

82 de la Ley de Régimen Tributario Interno. Los productos de consumos especiales son varios, por ejemplo perfumes, videojuegos, autos, bebidas alcohólicas, cigarrillos, entre más. El porcentaje de impuesto varía dependiendo del producto, que va desde 0% a 300%. Otro ingreso tributario son los impuestos arancelarios, los impuestos que se aplican a los bienes que son objeto de importación. Dependiendo del producto y el país del cual se hace la importación o la exportación, el valor del arancel varía. Por último, otro ingreso tributario es el impuesto a las salida de divisas; “impuesto a la transferencia, envío o traslado de divisas que se realizan al exterior, sea en efectivo o a través del giro de cheques, transferencias, retiros o pagos de cualquier naturaleza, inclusive compensaciones internacionales, sea que dicha operación se realice o no con la intervención de las instituciones que integran el sistema financiero” (Servicio de Rentas Internas, 2014). La tarifa del Impuesto a la Salida de Divisas, también denominado ISD, es del 5%.

Impuestos no Tributarios y no Petroleros.

Impuestos no Tributarios y no petroleros se refiere a ingresos por transferencias e ingresos de financiamiento. Los ingresos por transferencias se refieren a toda transferencia permanente y no permanente que proyecte recibir una institución de otras instituciones del sector público. Y finalmente, ingresos de financiamiento se refiere a el endeudamiento público, al cual solo se recurre cuando los ingresos fiscales y los recursos provenientes de la cooperación internacional son insuficientes (Directrices Proforma Presupuestaria General del Estado, 2014).

Egresos.

Los egresos del Presupuesto General del Estado se realizan en concordancia con lo previsto en el Plan Nacional de Desarrollo y en los planes institucionales; es importante garantizar que el gasto público sea efectivo, es decir que alcance altos niveles de eficiencia y eficacia, para lo cual las proyecciones de gastos que se incorporan en la proforma se calculan en función de los recursos humanos, físicos y materiales requeridos para la consecución de los objetivos y metas del plan operativo contenidos en los programas, proyectos y actividades del presupuesto (Directrices Proforma Presupuestaria General del Estado, 2014).

Gastos permanentes.

Gastos permanentes incluyen el gasto en personal, gastos de bienes y servicios de consumo, gastos de financiamiento, y transferencias. Gasto en personal incluye las remuneraciones de todas las personas que laboran en el sector público del país. Gastos de bienes y servicios de consumo incluye los gastos incurridos en actividades y programas, y en contratos de consultoría, asesoría o investigación especializada. Los gastos financieros se refiere a aquellos gastos destinados al pago de intereses y comisiones de la deuda interna y externa que se proyectan según las condiciones y tasas de interés. Gastos de transferencia se refiere a las transferencias a favor de personas naturales o instituciones privadas sin fines de lucro.

Gastos no permanentes.

Los gastos no permanentes incluyen los gastos en producción y los gastos de capital. Gastos en producción se refiere a aquellos gastos incurridos en las instituciones del ámbito del Presupuesto General del Estado cuya misión institucional no es fundamentalmente la de

realizar tareas de producción de bienes y servicios pero que requieren identificar una actividad específica. Gastos de capital se refiere a asignaciones para adquisiciones de bienes muebles e inmuebles, en los casos que sean necesarios para el cumplimiento de los objetivos, metas y resultados de los programas que se incorporan en el presupuesto y que disponen de financiamiento que no proviene de aporte fiscal.

Déficit/Superávit.

En el presupuesto general del estado se calculan dos tipos de déficit/Superávit. El déficit/Superávit global, el cual es la diferencia entre los ingresos y los egresos (ingresos - egresos); y el déficit/Superávit primario, el cual se calcula restando los gastos por intereses del déficit/superávit global (déficit/superávit global – gastos por intereses). Cuando la diferencia entre los ingresos y los egresos es positiva, significa que hay un superávit. Si la diferencia es negativa, significa que existe un déficit.. La necesidad de cubrir ese déficit es la primera necesidad de financiamiento de los gobiernos.

Políticas de Endeudamiento Público.

Gastos de deuda pública son los gastos de endeudamiento. La política de endeudamiento se enmarca en los procedimientos que establece el Comité de Deuda y Financiamiento, quien en forma previa a su proceso de negociación analiza y aprueba las condiciones financieras de reestructuración, canje, colocación, redención o recompra de deuda pública externa, y colocación de bonos y préstamos de deuda pública interna, de igual manera se aplica a los contratos de mutuo y emisiones de deuda pública externa suscrita con

organismos multilaterales, gobiernos, créditos comerciales y contratos de préstamos de proveedores, según corresponda.

La Constitución establece que se recurrirá al endeudamiento público solo cuando los ingresos fiscales y los recursos provenientes de cooperación internacional sean insuficientes. Además, se establece que con endeudamiento público se financiarán exclusivamente programas y proyectos de inversión para infraestructura y que tienen capacidad financiera de pago; refinanciamiento de deuda pública externa en condiciones más beneficiosas para el país; y, no se puede financiar gastos permanentes con excepción de lo previsto en la Constitución para salud, educación y justicia. Por último, está establecido que el monto total del saldo de la deuda pública realizada por el conjunto de las entidades y organismos del sector público, en ningún caso podrá sobrepasar el cuarenta por ciento (40%) del PIB (Código Orgánico de planificación y finanzas públicas, 2010).

Evolución Histórica de los Ingresos y Egresos.

El gráfico No.1 que se muestra abajo, indica la evolución de los ingresos totales (azul) y los egresos totales (rojo) desde el año 2000 al 2013 del Ecuador. Como se puede ver, los ingresos fueron aumentando del 2000 al 2008; en el 2009 disminuyeron notablemente y durante los siguientes años han ido creciendo nuevamente. Por otro lado, los egresos se han comportado de una manera muy similar, creciendo del 2000 al 2008, con una caída en el 2009 y nuevamente creciendo desde el 2009 hasta el 2013.

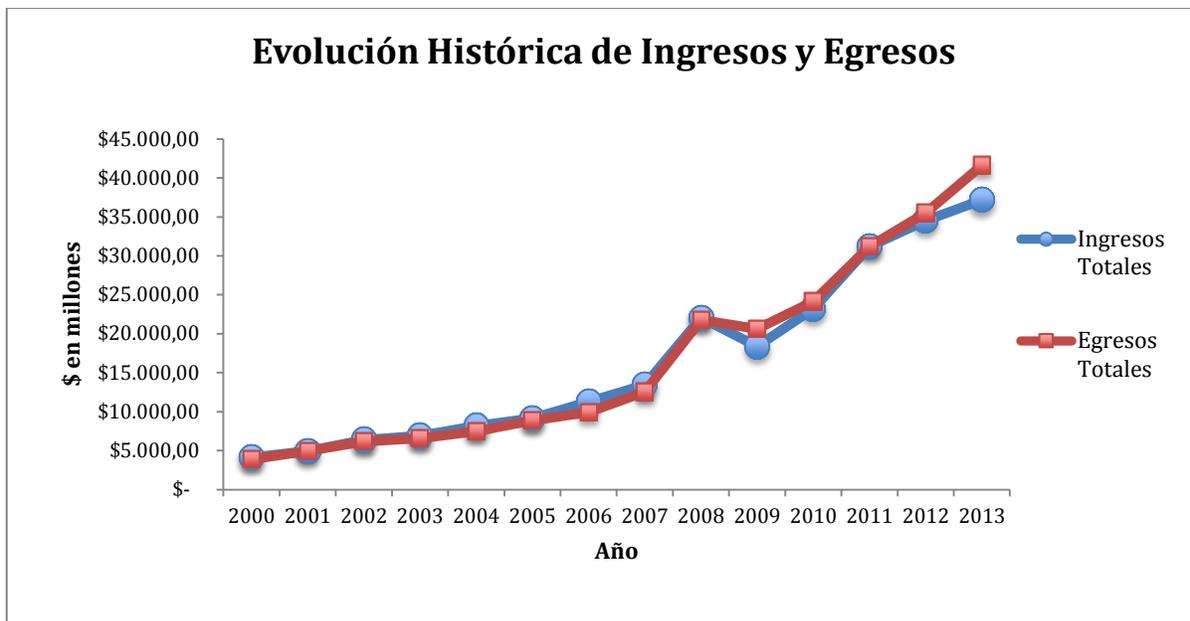


Gráfico elaborado por la autora con datos del Observatorio de la Política Fiscal. Boletín de Transparencia No.94 En Dólares Corrientes.

Gráfico No. 1 Evolución Histórica de Ingresos y Egresos

El gráfico No.2 de abajo, muestra la evolución histórica de ingresos y egresos como porcentaje del PIB del 2000 al 2013. Lo que este gráfico está indicando es el porcentaje del PIB que representan los ingresos y el porcentaje del PIB que representan los egresos. Como se puede ver, los ingresos como porcentaje del PIB y los egresos como porcentaje del PIB se han comportado muy parecido durante estos años. Del 2000 al 2006 disminuyen un poco y al siguiente año crecían. En el 2006, 2007 y 2008 crecieron, con un significativo aumento en el 2008. Después en el año 2009 disminuyen un poco y desde ahí hasta el 2013 fueron creciendo hasta llegar al máximo histórico de los últimos 13 años, un 40% los ingresos y 44% lo egresos en el año 2013.

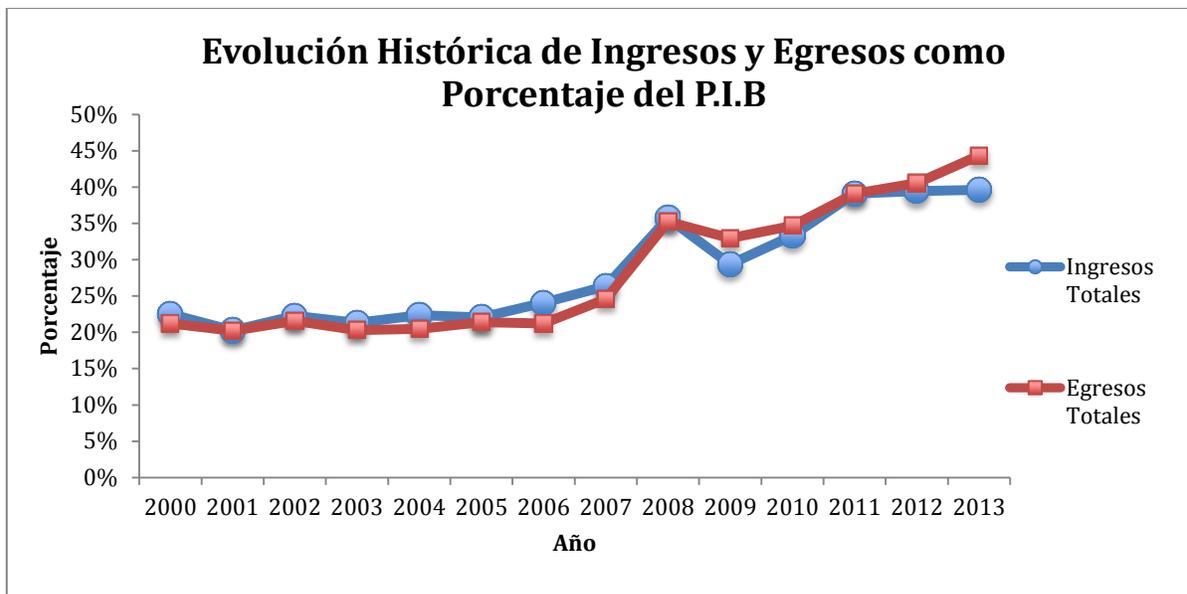


Gráfico elaborado por la autora con datos del Observatorio de la Política Fiscal. Boletín de Transparencia No.94

Gráfico No. 2 Evolución Histórica de Ingresos y Egresos como Porcentaje del PIB.

Como se puede ver en el gráfico No.3 de abajo, a pesar de que el PIB ha ido creciendo en estos últimos 13 años, los ingresos y egresos han crecido con mayor rapidez, lo que causa que los ingresos y egresos como porcentaje del PIB crezca, en vez de mantenerse.

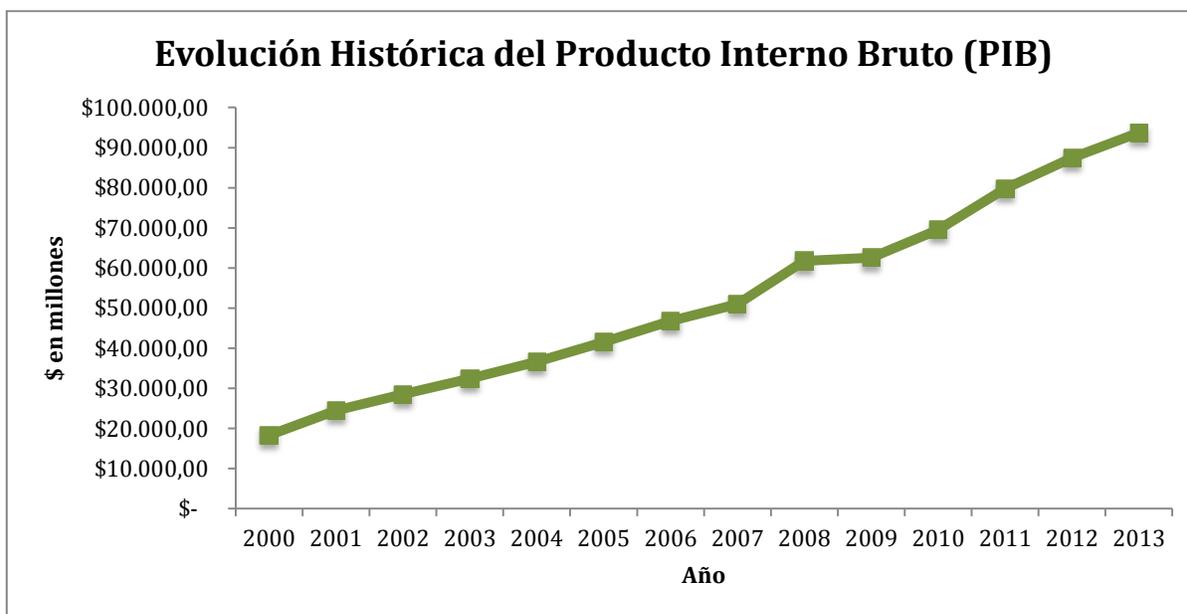


Gráfico elaborado por la autora con datos del Observatorio de la Política Fiscal. Boletín de Transparencia No.94
En Dólares Corrientes.

Gráfico No. 3 Evolución Histórica del PIB.

El gráfico No.4 de abajo muestra la evolución histórica de los ingresos: ingresos petroleros e ingresos no petroleros. Como se puede ver, todos los años, desde el 2000 al 2013 los ingresos no petroleros son mayores que los ingresos petroleros; sin embargo, se puede ver como los ingresos no petroleros crecen a un ritmo más constante que los ingresos petroleros, lo cuales unos años aumentan, otros disminuyen. Por ejemplo, del 2007 al 2008 los ingresos petroleros aumentan, mientras que del 2008 al 2009 disminuyen significativamente. Por otro lado, se puede ver como los ingresos no petroleros han ido aumentando rápidamente, llegando a su máximo histórico de estos últimos trece años, en el año 2013. Los ingresos no petroleros en 2013 fueron de \$25,735 millones, mientras que los ingresos petroleros fueron de tan solo \$11,433 millones.

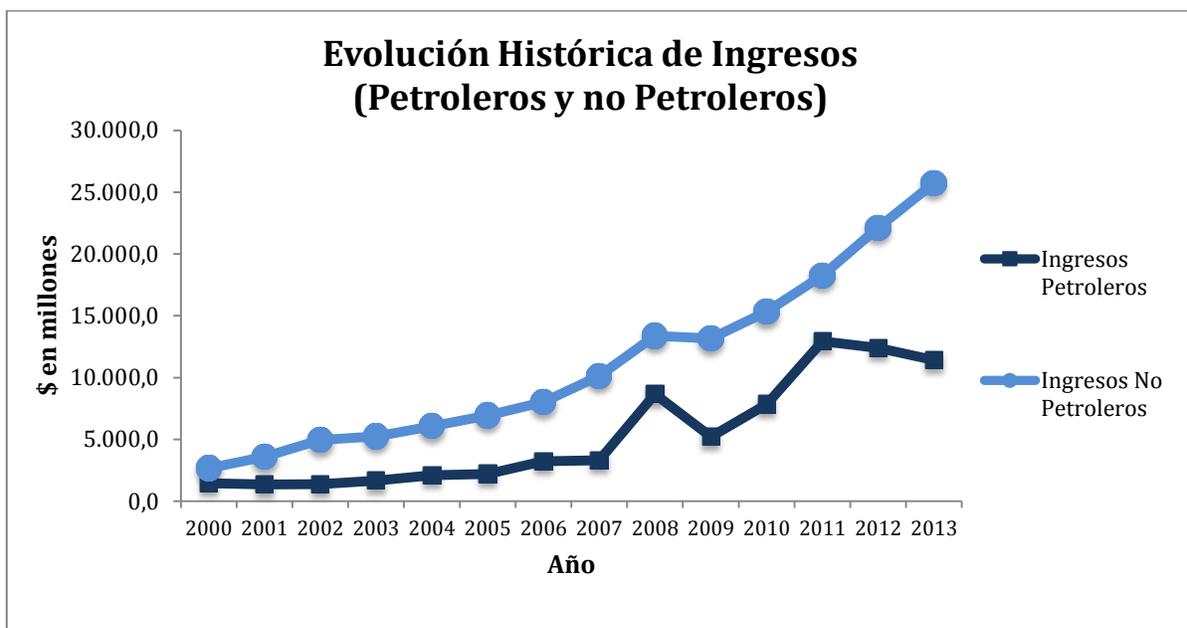


Gráfico elaborado por la autora con datos del Observatorio de la Política Fiscal. Boletín de Transparencia No.94 En Dólares Corrientes.

Gráfico No. 4 Evolución Histórica de Ingresos (Petroleros y no Petroleros)

Por otro lado, el gráfico No.5 de abajo muestra la evolución histórica de los egresos: egresos permanentes y egresos no permanentes. Como se puede ver, los gastos permanentes así como los gastos no permanentes han crecido en estos últimos trece años. Sin embargo, claramente se puede ver como los gastos permanentes han aumentado en mayor cantidad que los gastos no permanentes, especialmente desde el 2009. Este incremento tiene lógica, pues gastos permanentes incluye gasto en personal, gastos de bienes y servicios de consumo, gastos de financiamiento, y transferencias: gastos en los cuales el gobierno de la revolución ciudadana ha hecho mucho énfasis.

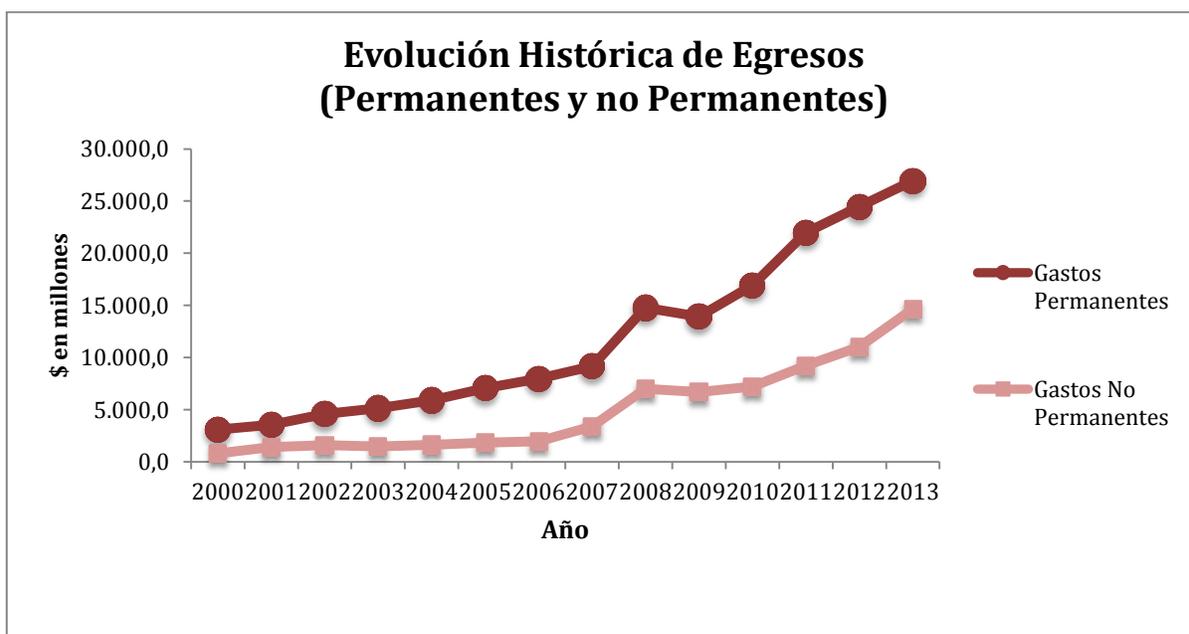


Gráfico elaborado por la autora con datos del Observatorio de la Política Fiscal. Boletín de Transparencia No.94 En Dólares Corrientes.

Gráfico No. 5 Evolución Histórica de Egresos (Permanentes y no Permanentes)

Después de haber analizado los ingresos y los egresos totales desde el 2000 al 2013; así como los ingresos y los egresos como porcentaje del PIB, los ingresos desglosados por ingresos petroleros e ingresos no petroleros, y los egresos desglosados por egresos permanentes y egresos no permanentes, puedo hacer las siguientes conclusiones:

1. Desde el 2008 hasta el 2013 los egresos totales han sido mayores que los ingresos totales.
2. Los Ingresos como porcentaje del PIB así como los egresos como porcentaje del PIB han aumentado unos años y disminuido otros años, casi sin ningún patrón; sin embargo desde el 2009 han aumentado constantemente, llegando al máximo en el 2013. (40% ingresos y 44% egresos)
3. El PIB ha crecido año tras año; lo que me permite concluir que los ingresos y egresos han crecido con mayor rapidez.
4. Los ingresos no petroleros son mayores que los ingresos petroleros. Los ingresos petroleros han ido disminuyendo en los últimos 3 años, mientras que los ingresos no petroleros han crecido muy rápidamente en los últimos 5 años.
5. Los egresos no permanentes y los egresos permanentes han aumentado en los últimos años; sin embargo los egresos permanentes han aumentado con mayor rapidez y muy significativamente en los últimos 5 años.

A partir de estas conclusiones y viendo el gráfico No.6 de abajo, es fácil darnos cuenta que ha existido un déficit en la economía del Ecuador durante los últimos cinco años, siendo en el 2013 el más alto hasta ese año, con un valor aproximado de \$5,000 millones.



Gráfico elaborado por la autora con datos del Observatorio de la Política Fiscal. Boletín de Transparencia No.94 En Dólares Corrientes.

Gráfico No. 6 Evolución Histórica del Déficit/Superávit Global

La necesidad del gobierno de cubrir este déficit es la primera necesidad de financiamiento. A continuación se analiza la tendencia en la deuda interna, la deuda externa y la deuda total del Ecuador desde el 2000 hasta Julio del 2014.

Evolución Histórica de la Deuda Interna, Deuda Externa y Deuda Total.

La deuda interna es la parte de la deuda nacional la cual sus acreedores son instituciones del país. Por otro lado, la deuda externa es la suma de todas las deudas que el país tiene con entidades extranjeras, incluye la deuda pública, aquella que es contraída por el estado. Y finalmente, la deuda total de un país es la suma de la deuda interna y la deuda externa.

Los gráficos de abajo muestran la evolución de la deuda del país desde el año 2000 hasta el mes de julio del 2014. El color morado identifica la deuda interna; el color naranja la deuda externa; y el color verde la deuda total.

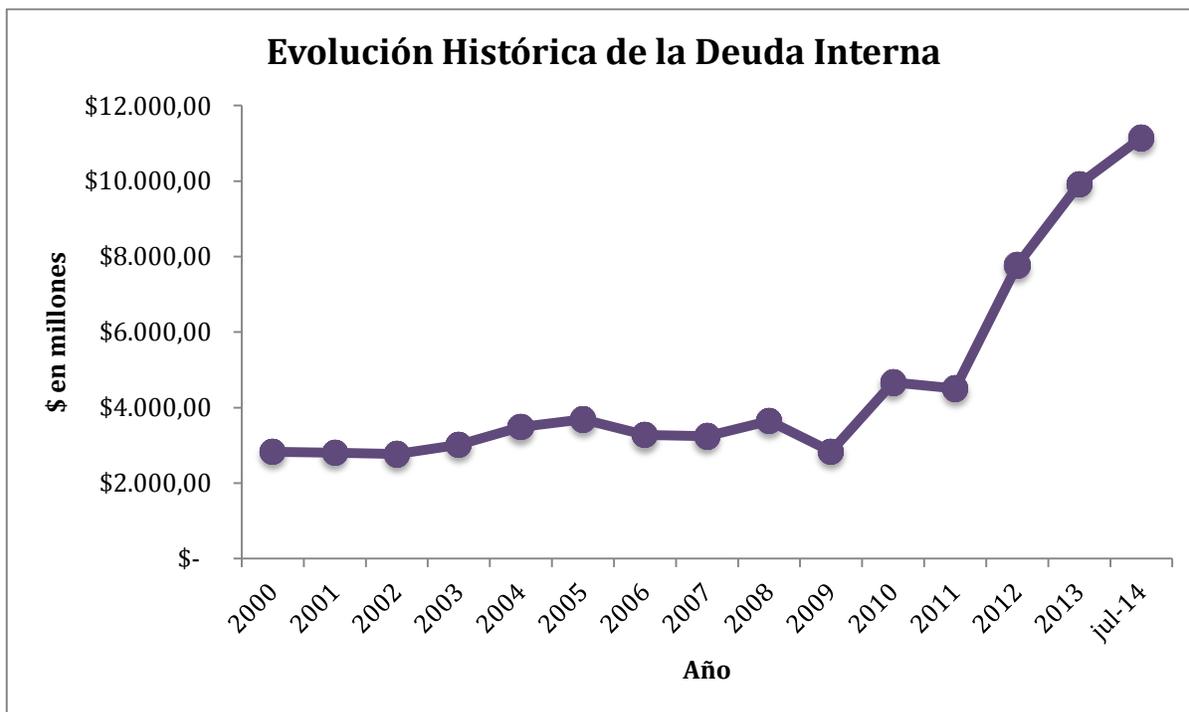


Gráfico elaborado por la autora con datos del Observatorio de la Política Fiscal. Boletín de Transparencia No.94 En Dólares Corrientes.

Gráfico No. 7 Evolución Histórica de la Deuda Interna.

Se puede ver en el gráfico No.7 de arriba cómo la deuda interna ha ido creciendo, despacio del 2000 al 2008; en el 2009 disminuye y a partir del 2011 empieza a crecer significativamente; duplicándose desde el 2010 hasta el 2014.

Por otro lado, en el gráfico No.8 de abajo se puede ver la evolución histórica de la deuda externa, donde desde el 2000 al 2007 la deuda externa se mantuvo relativamente estable. En el 2009 cae significativamente y desde ahí empieza a crecer, estando en julio del

2014 en su máximo histórico de los últimos trece años, con un valor aproximado de \$15,000 millones, mayor al doble que el valor del 2009, el cual era de \$7,000 millones

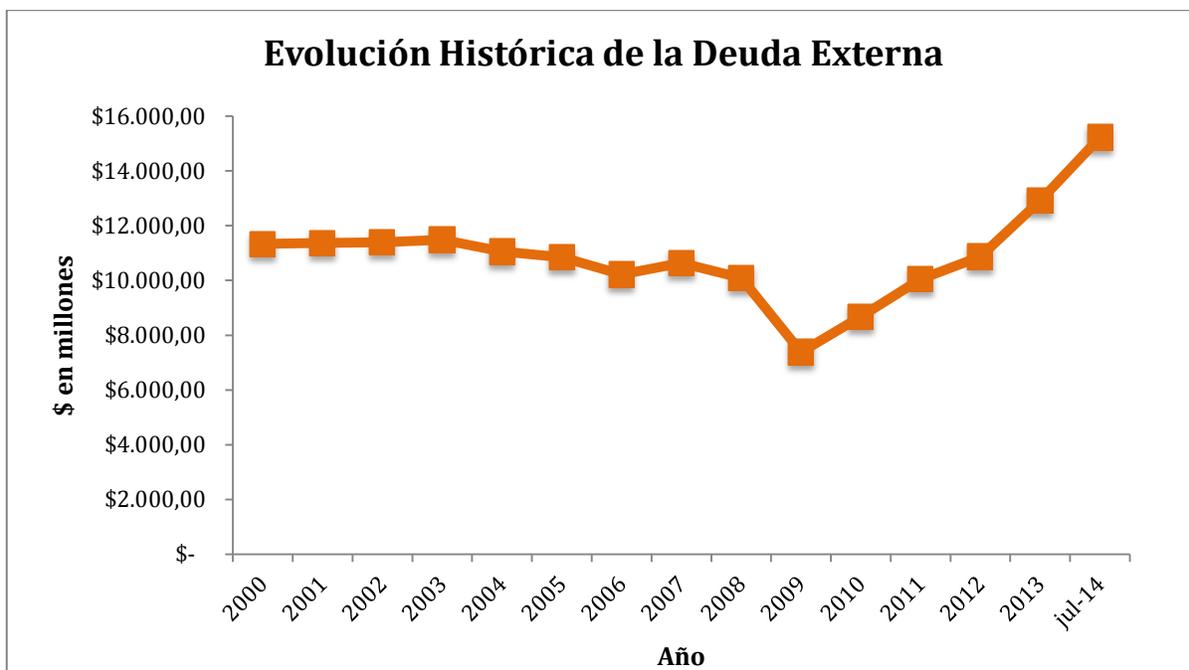


Gráfico elaborado por la autora con datos del Observatorio de la Política Fiscal. Boletín de Transparencia No.94 En Dólares Corrientes.

Gráfico No. 8 Evolución Histórica de la Deuda Externa.

Por otro lado, en el gráfico No.9 de abajo, se puede ver la evolución histórica de la deuda interna así como la evolución histórica de la deuda externa como porcentaje del PIB. Respecto a la deuda interna, se puede ver cómo decrece rápidamente después de la crisis de 1999 gracias a las políticas de responsabilidad fiscal implementadas hasta el 2006. Se ve como se reduce del 2000 al 2001 de un 15% a un 11%. Del 2001 al 2002 disminuye al 9%, y continúa bajando llegando a los niveles más bajos en el año 2009, con un valor de 4.5%, después de la recompra de los bonos globales 2012 y 2030. Luego va aumentando rápidamente desde el 2010, llegando a un 11% en julio del 2014.

Respecto a la deuda externa, se ve cómo desde el 2000 al 2009 ha ido disminuyendo, llegando en el 2009 al 11% y a partir de ese año empieza a crecer, llegando al 15% en julio del 2014. Lo que podemos ver, analizando el gráfico No.8 y el gráfico No.9, es que del 2009 a la actualidad la deuda externa ha ido creciendo y a la vez la deuda externa como porcentaje del PIB, porque a pesar de que el PIB ha crecido en estos últimos años, parece ser que la deuda externa está creciendo un poco más rápido, lo que causa que el porcentaje del PIB que representa la deuda externa también crezca.

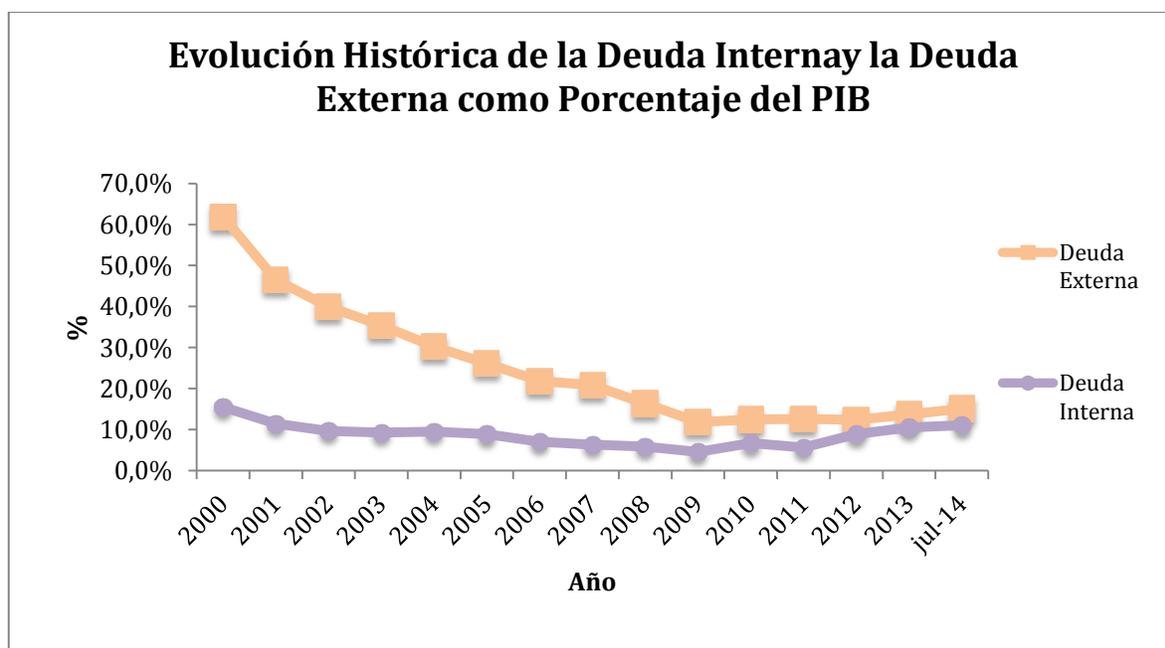


Gráfico elaborado por la autora con datos del Observatorio de la Política Fiscal. Boletín de Transparencia No.94 En Dólares Corrientes.

Gráfico No. 9 Evolución Histórica de la Deuda Interna y la Deuda Externa como Porcentaje del PIB.

Ahora pasaré a analizar la deuda total: la suma de la deuda externa y la deuda interna. En el gráfico No. 10 de abajo, se ve la evolución histórica de la deuda total; en este gráfico podemos ver como del 2000 al 2005 la deuda total prácticamente se mantuvo igual, en el 2006 bajó un poco, en el 2007 subió nuevamente un poco y en el 2008 se mantuvo. En el 2009 bajó

de golpe significativamente, en el 2010 creció aún más, en el 2011 bajó un poco, y desde entonces ha crecido con rapidez. La baja del 2009 se debe a la recompra que hubo en ese entonces de los bonos globales, lo cual se explicará con detalle más adelante. Por otro lado, en el gráfico No.11 además de ver la evolución de la deuda total, se puede ver qué parte de la deuda representa la deuda interna y qué parte representa la deuda externa; y se ve que durante la mayoría de años la deuda externa es casi el doble que la deuda interna, a excepción de los últimos 3 años, donde estas dos se han ido nivelando, llegando a ser en julio del 2014, relativamente parecidas (deuda externa \$15,000 millones, deuda interna \$11,000 millones)

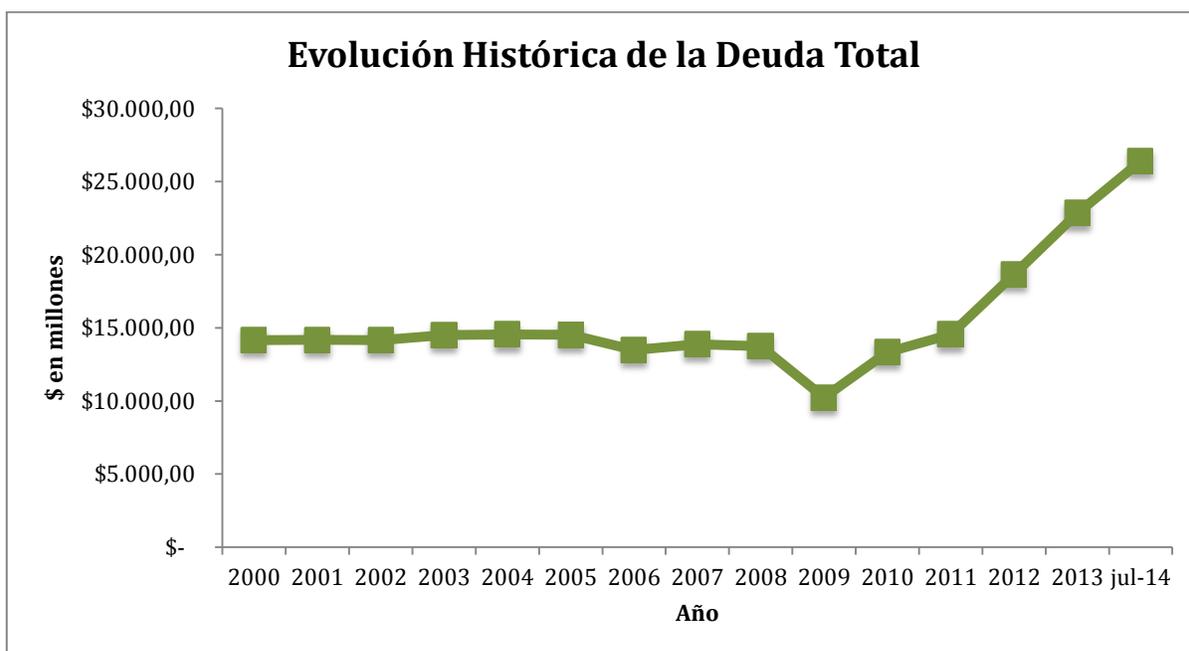


Gráfico elaborado por la autora con datos del Observatorio de la Política Fiscal. Boletín de Transparencia No.94
En Dólares Corrientes.

Gráfico No. 10 Evolución Histórica de la Deuda Total

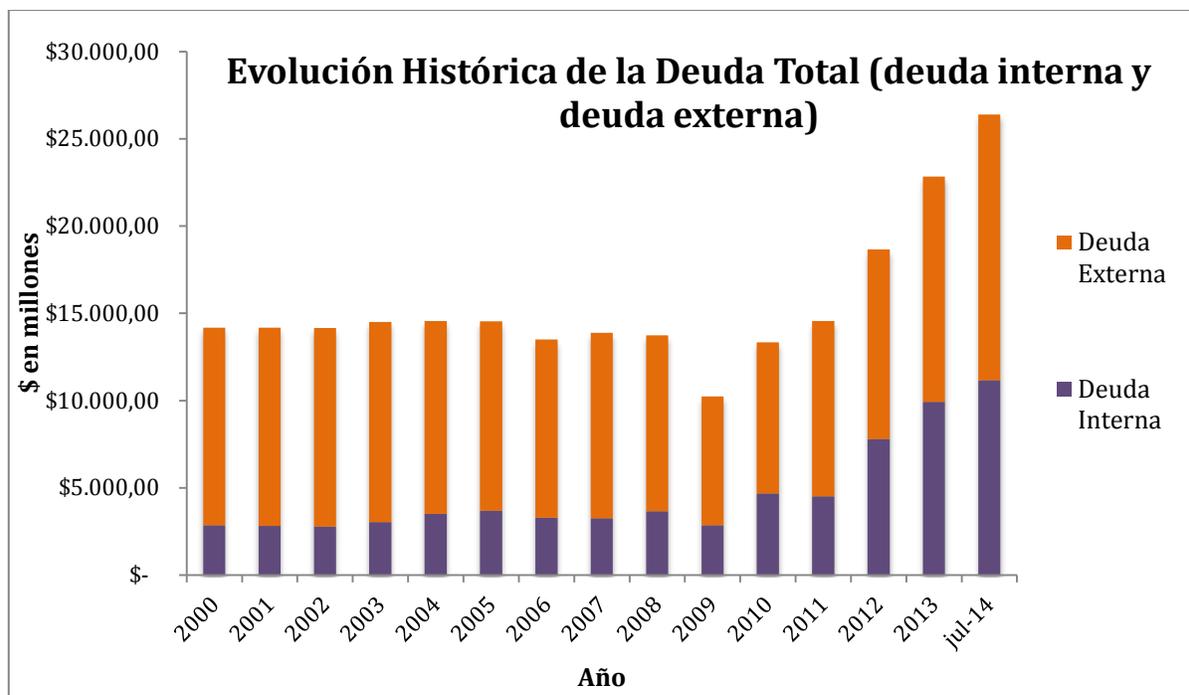


Gráfico elaborado por la autora con datos del Observatorio de la Política Fiscal. Boletín de Transparencia No.94 En Dólares Corrientes.

Gráfico No. 11 Evolución Histórica de la Deuda Total (Deuda Interna + Deuda Externa)

Adicionalmente, en el gráfico No. 12 de abajo se ve la deuda total como porcentaje del PIB. Se ve que del 2000 al 2006 fue disminuyendo, en el 2009 crece un poco, en el 2008 vuelve a bajar, en el 2009 baja de golpe, debido a la baja de la deuda externa; en el 2010 crece un poco, y del 2011 al 2012 ha ido creciendo.

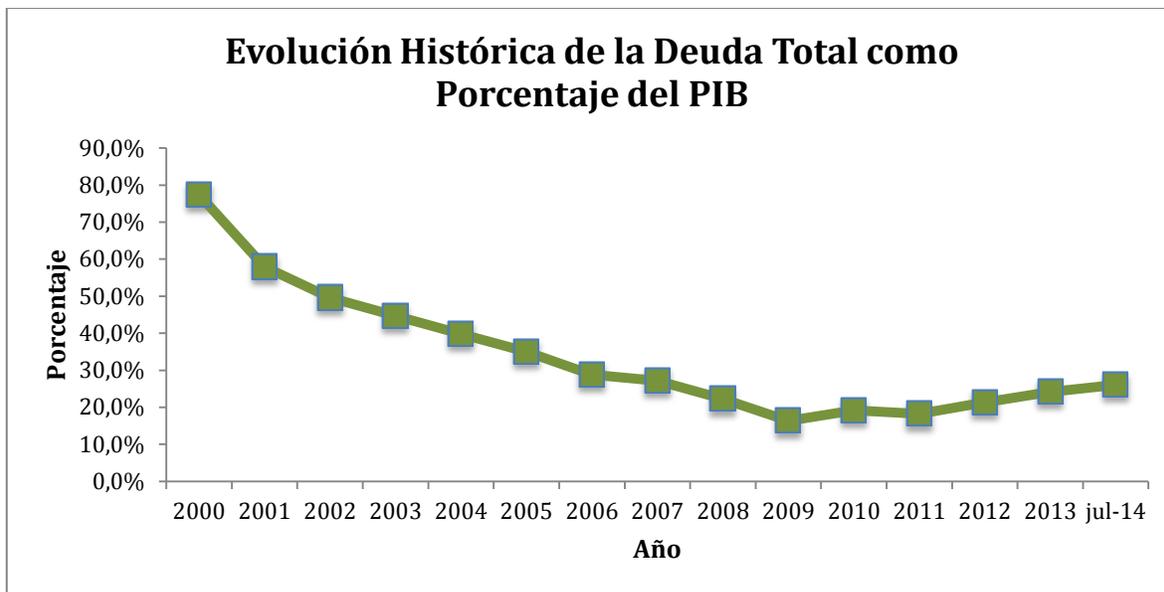


Gráfico elaborado por la autora con datos del Observatorio de la Política Fiscal. Boletín de Transparencia No.94

Gráfico No. 12 Evolución Histórica de la Deuda Total como Porcentaje del PIB

Por otro lado, como mencioné al comienzo de este análisis, la deuda tiene acreedores, la deuda interna tiene como acreedores a instituciones del país mientras que la deuda externa tiene como acreedores a instituciones extranjeras. Ahora analizaré quienes son los acreedores de la deuda Ecuatoriana, y cómo estos acreedores han ido variando durante el paso de los años.

Evolución Histórica de la Deuda por Acreedor.

En el gráfico No. 13 de abajo se ve la evolución de la deuda interna por acreedor. Como se ve, durante todos los años la deuda interna no solo crece o decrece como total, sino la cantidad por acreedor también varía. Del 2003 al 2006 estaban como acreedor los Certificados de Tesorería (CETES), los cuales son papeles de deuda pública emitidos a plazos menores a un año; desde el 2006 hasta julio del 2014, los CETES ya no aparecen como acreedor. Por otro lado, podemos ver como del 2003 al 2009 el IESS no aparecía como un acreedor, pero a partir

del 2009 si aparece; esto se debe a que al ser la emisión de CETES una emisión de corto plazo, su saldo no siempre se veía reflejado a final del año; y además, su principal inversionista es el IESS. Por lo que ahora, el acreedor IESS se refiere a la compra de CETES por parte del IESS (Comisión para la Auditoría Integral del Crédito Público CAIC, 2008).

Por otro lado, podemos ver que los montos de deuda acreditada al Banco Central son bajos comparado a bonos, que durante todos los años, los bonos, son el acreedor principal de la deuda interna ecuatoriana. Estos bonos son bonos del IESS, emitidos en y para el Ecuador, no son los mismos bonos en los cuales esta investigación está basada, los cuales como se mencionó son emitidos en el mercado internacional, y son parte de la deuda externa, aquellos que se pueden ver en el gráfico No. 14 de más abajo.

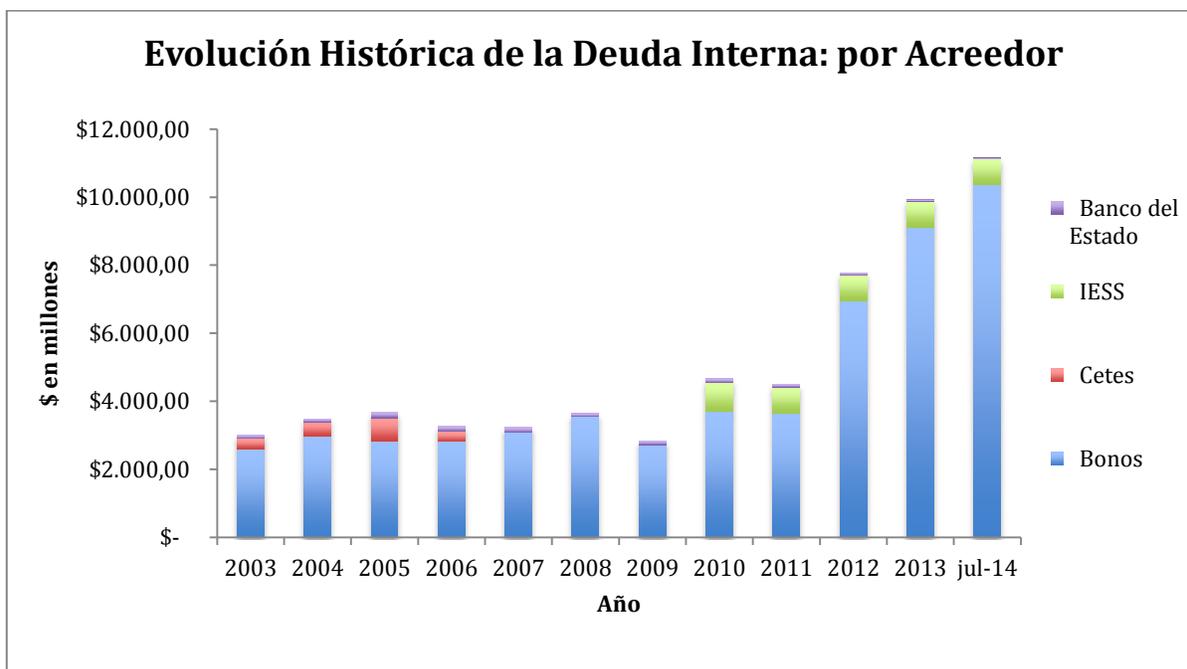


Gráfico elaborado por la autora con datos del Observatorio de la Política Fiscal. Boletín de Transparencia No.94 En Dólares Corrientes.

Gráfico No. 13 Evolución Histórica de la Deuda Interna: por Acreedor

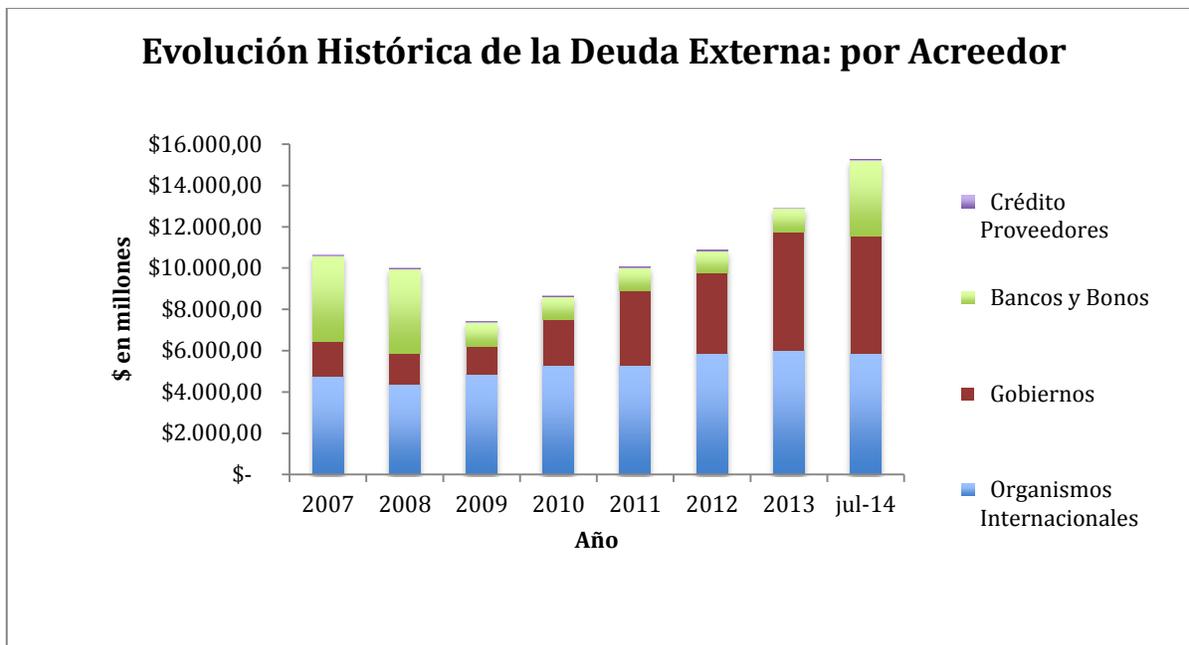


Gráfico elaborado por la autora con datos del Observatorio de la Política Fiscal. Boletín de Transparencia No.94 En Dólares Corrientes.

Gráfico No. 14 Evolución Histórica de la Deuda Externa: por Acreedor

Dentro del análisis de la deuda externa, los dos acreedores más relevantes para esta investigación son los Gobiernos (dentro de los cuales está el endeudamiento con China), las entidades multilaterales (BID y CAF) y los bonos privados, por lo que en los gráficos de abajo se puede ver la evolución de la deuda acreditada a *Gobiernos y Bancos & Bonos*.

Acreedor de deuda Externa: Gobiernos.

El acreedor de deuda externa *gobiernos* se refiere básicamente a China, es así como se ve en el gráfico No.15 de abajo donde del 2007 al 2013 fue creciendo, debido a que durante este periodo de tiempo, China ha sido el principal prestamista del Ecuador. Sin embargo, del 2013 al 2014 el préstamo de China al Ecuador disminuye significativamente; es ahí, cuando el

Ecuador necesitó buscar financiamiento por otro lado, y sale el mercado internacional con la emisión de bonos Soberanos en junio del 2014.

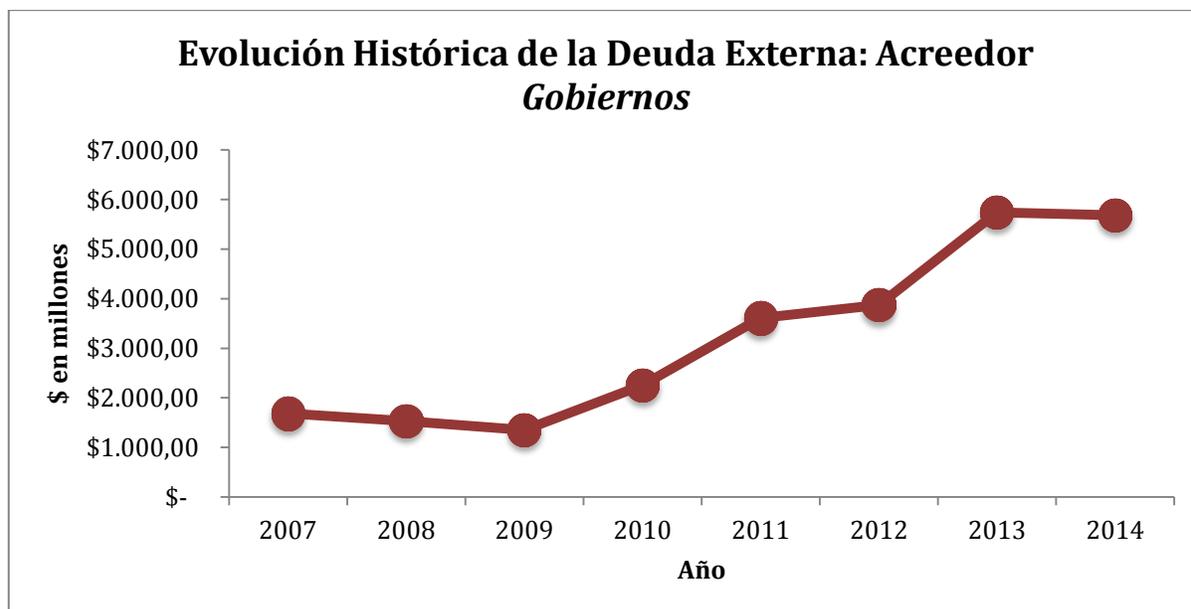


Gráfico elaborado por la autora con datos del Observatorio de la Política Fiscal. Boletín de Transparencia No.94 En Dólares Corrientes.

Gráfico No. 15 Evolución Histórica de la Deuda Externa: Acreedor Gobiernos

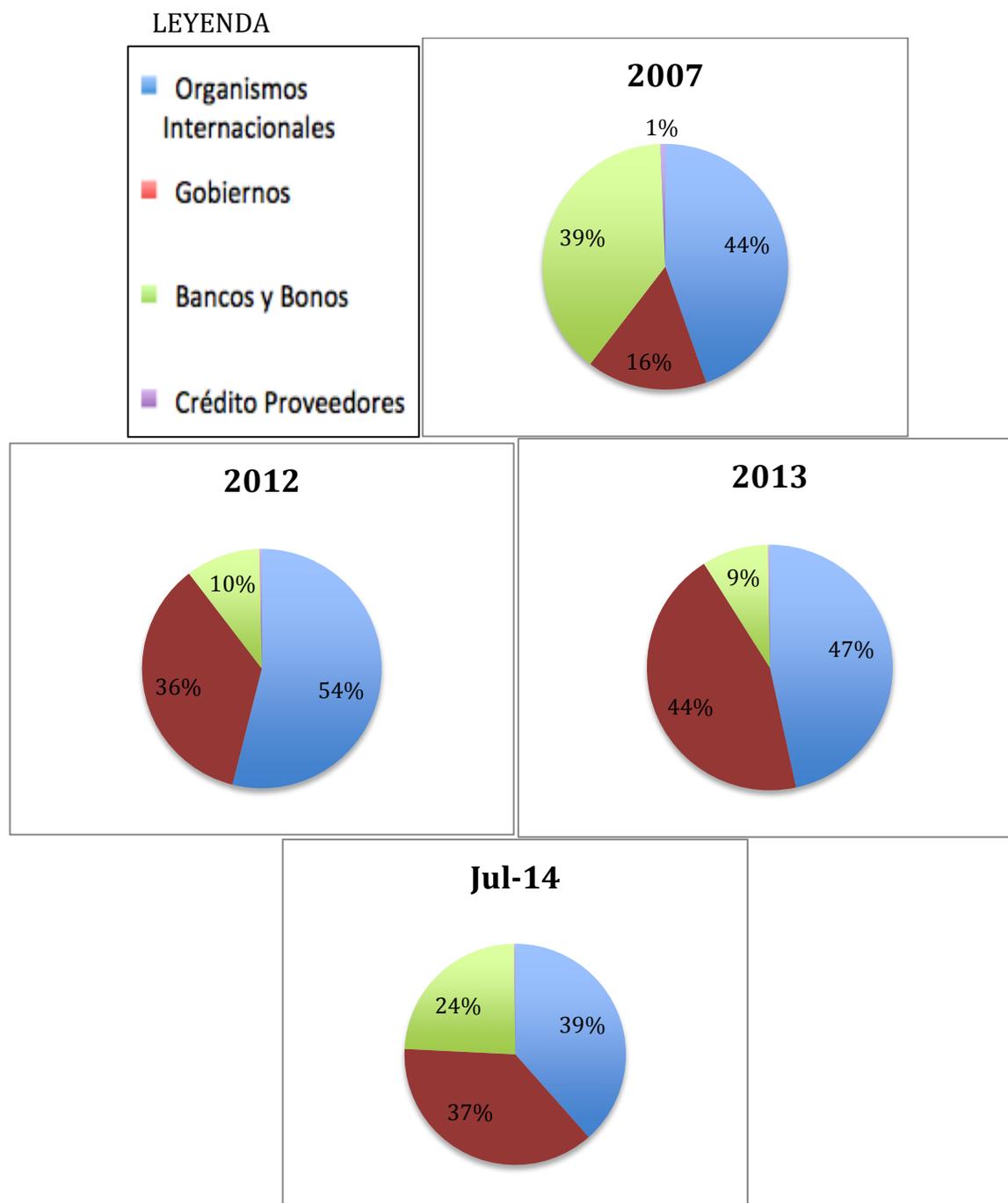


Gráfico elaborado por la autora con datos del Observatorio de la Política Fiscal. Boletín de Transparencia No.94
Gráfico No. 16 Evolución Histórica de la Deuda Externa (Gráficos Pie por año)

Los gráficos pie de arriba muestran la evolución de la deuda externa del 2007, 2012, 2013 y 2014. *Gobiernos* está de color rojo, y claramente se puede ver como del 2007 al 2012

aumenta de un 16% a un 36%; por otro lado, del 2013 a julio del 2014 podemos ver que disminuye significativamente, de un 44% a un 37%.

Acreedor de Deuda Externa: Bancos y Bonos.

El acreedor de deuda externa *Bancos y Bonos* está dividido en varios tipos de convenios: convenios originales, bonos Brady, bonos globales, y los recientes, bonos Soberanos. El gráfico No.17 de abajo muestra claramente la distribución de estas deudas. Se puede ver cómo en el 2005 la cantidad de dinero en bonos es mayor comparada a los otros años, esto se debe a que en ese año se emitieron los bonos globales 2005; por lo que en ese año estaban los bonos globales 2012, 2030 y además los 2005. Por otro lado, se puede ver que la cantidad de bonos disminuye significativamente del 2008 al 2009. Esto se debe a que en el año 2008 se declaran ilegítimas las emisiones de los bonos globales 2012 y 2030, por lo que sus pagos se suspendieron, y por ende el valor que el Ecuador tenía emitido en esos bonos disminuyó. A partir del 2009 hasta Junio del 2014, el Ecuador contaba sólo con los bonos globales 2015, y unas pocas cantidades restantes de bonos globales 2012 y 2030. En morado, se ven los bonos Soberanos 2024, emitidos en junio del 2014.

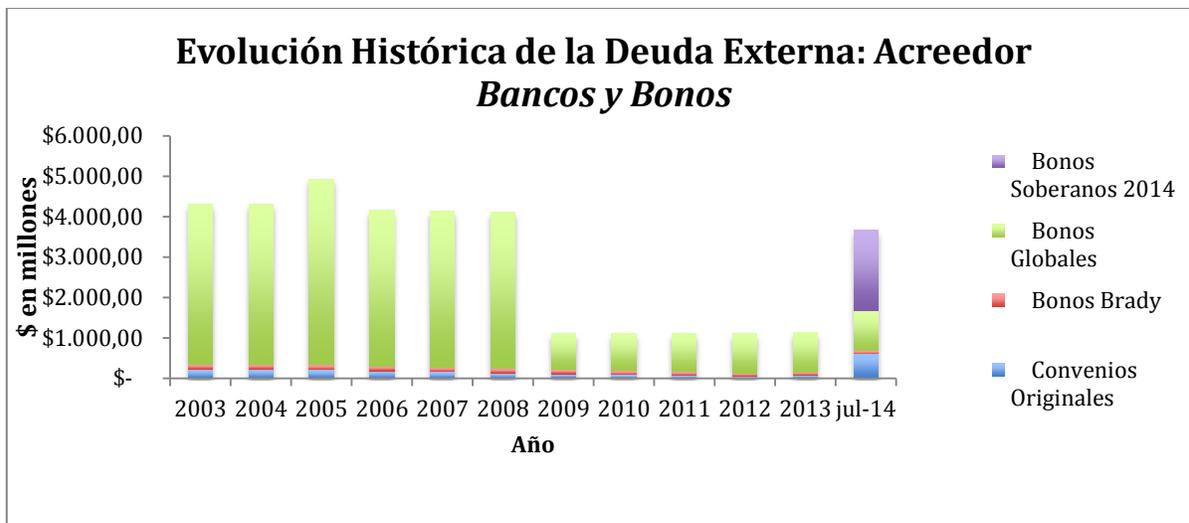


Gráfico elaborado por la autora con datos del Observatorio de la Política Fiscal. Boletín de Transparencia No.94 En Dólares Corrientes.

Gráfico No. 17 Evolución Histórica de la Deuda Externa: Acreedor Bancos y Bonos

Mientras el gráfico No.17 de arriba muestra la distribución de todos los tipos de acreedores dentro de la categoría de Bancos y Bonos, el gráfico No.18 de abajo muestra solo la distribución de los bonos Globales y los bonos Soberanos.

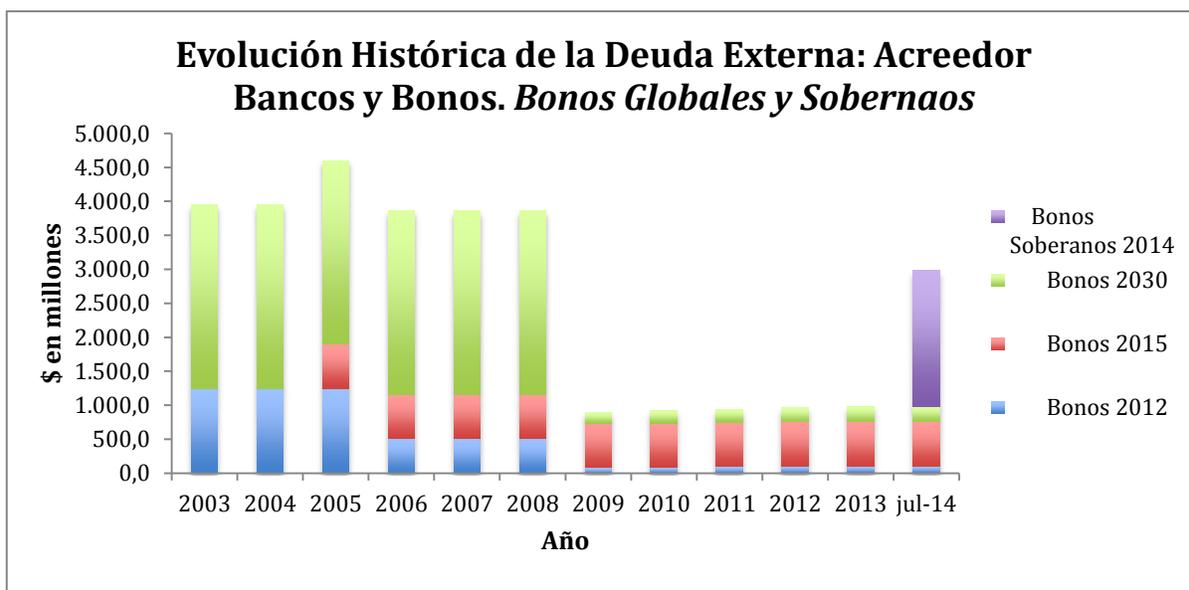


Gráfico elaborado por la autora con datos del Observatorio de la Política Fiscal. Boletín de Transparencia No.94 En Dólares Corrientes.

Gráfico No. 18 Evolución Histórica de la Deuda Externa: Acreedor Bancos y Bonos. Bonos Globales y Soberanos

Una vez analizada la evolución de la deuda externa, la deuda interna y la deuda total; los acreedores de la deuda interna así como los acreedores de la deuda externa, puedo hacer las siguientes conclusiones.

1. En los últimos 5 años la deuda interna así como la deuda externa han crecido.
2. En el 2014 la deuda interna ha llegado a ser más que el doble de la deuda externa del año 2009.
3. En la mayoría de años, la deuda externa es bastante mayor que la deuda interna, con excepción de los últimos 3 años, donde la deuda externa sigue siendo mayor, pero sus valores se han acercado.
4. El principal acreedor de la deuda interna es el IESS.
5. Además, respecto a la deuda interna, del 2003 al 2006 los CETES se registran como deuda mientras que a partir del 2007 no constan como deuda.
6. El principal Acreedor de la deuda externa, durante los últimos años, han sido gobiernos, específicamente China.
7. Del 2013 al 2014 los préstamos de China hacia el Ecuador disminuyen significativamente.
8. En busca de financiamiento para cubrir la falta de préstamos de China, el Ecuador emite bonos soberanos en Junio del 2014.

Debido a que en los últimos años los ingresos del Ecuador han sido menores que los gastos, la deuda ha incrementado para cubrir un déficit creciente. China se convirtió en el principal socio financiero del Ecuador junto con el BID y la CAF por parte de los organismos multilaterales. Sin embargo, el financiamiento Chino empieza a topar un techo establecido

por algunos motivos. Por un lado, algunos préstamos Chinos fueron garantizados con producción petrolera. Esta garantía funcionaba bien con altos precios del crudo pero no con precios a la baja. Por otro lado, la concentración del crédito Chino en Ecuador aumenta el riesgo del acreedor, y finalmente, el crecimiento económico agresivo de China ha ido disminuyendo lo que también va limitando la capacidad de colocación de este país.

Por esta razón, el Ecuador con la necesidad de seguir gastando en inversión y capital estuvo obligado a buscar financiamiento en los mercados internacionales emitiendo bonos soberanos en junio del 2014 y antes de ello, realizando un swap del oro de la reserva con Goldman Sachs.

Pasaré a explicar en más detalle, en el capítulo 2, cómo funciona el financiamiento con bonos en el mercado privado empezando por conceptos básicos sobre bonos, cómo funcionan como instrumento de financiamiento, cómo se emiten, y cómo se valoran.

Más adelante, en el capítulo 3, explicaré brevemente una reseña de la emisión de bonos en el Ecuador, desde la deuda original antes de la dolarización, a la transformación de bonos Brady, después a bonos globales, la renegociación de los bonos globales, y una sencilla explicación de los bonos soberanos 2024.

En el capítulo 4, a través de un caso práctico de los bonos globales 2015 y los bonos Soberanos 2024, analizaré las dos emisiones en detalle.

Por último, en el capítulo 5, presentaré las conclusiones respectivas a la investigación.

CAPITULO 2: FINANCIAMIENTO CON BONOS EN EL MERCADO PRIVADO

Como se menciona al final del capítulo 1, debido a la necesidad del Ecuador de seguir gastando en inversión y capital, el país se ve obligado a buscar financiamiento en los mercados privados internacionales de deuda. Para entender mejor los retos de una emisión internacional, presentaré a continuación los conceptos básicos sobre los bonos como instrumento de deuda.

¿Qué son los Bonos?

Los bonos son un tipo de instrumento financiero de renta fija que permite al emisor levantar un capital inicial a cambio del pago de un cupón definido por el interés pactado y reconociendo un rendimiento que refleja tanto las condiciones del emisor como las del mercado en el momento de la emisión.

Un emisor, en este caso el Estado Ecuatoriano, emite una cantidad de deuda y vende esta deuda (bonos) a inversionistas. Los inversionistas esperan recibir un retorno de esta inversión en un plazo predeterminado. Esta inversión (bono) paga un interés periódico (anual, semestral, trimestral, etc) el cual es conocido como cupón el que permanece fijo durante la vida del bono. Por otro lado, el precio de los bonos fluctúa diariamente puesto que éste depende del rendimiento de mercado.

Características de la Valoración de un Bono

Precio de un Bono.

A pesar de que los bonos son un instrumento de renta fija, el precio de un bono no es fijo, su tasa de cupón lo es. El precio de un bono varía conforme el mercado altera la valoración de las tasas de interés aplicados a cada bono, es decir el yield to Maturity.

$$\text{Precio} = \frac{c1}{1 + ytm} + \frac{c2}{(1 + ytm)^2} + \frac{c3}{(1 + ytm)^3} \dots \dots \frac{Cn + VN}{(1 + ytm)^n}$$

Valor Nominal.

El valor del bono, es el valor del capital adecuado al momento de emisión del bono, normalmente \$100.

Valor del Cupón.

Interés del cupón multiplicado por el Valor nominal.

Yield to Maturity.

El yield to Maturity (YTM) es la tasa de retorno anticipado de un bono si este se mantiene hasta el final de su vida útil. YTM es considerado un rendimiento de los bonos a largo plazo expresado como una tasa anual. El cálculo del YTM tiene en cuenta el precio del bono actual de mercado, valor nominal, tasa de interés del cupón y el tiempo hasta el vencimiento y se supone que todos los pagos de cupones se reinvierten en la misma

proporción que el rendimiento actual del bono. El cálculo del YTM es un cálculo bastante complejo, que considera varios factores, pero precisa de la rentabilidad de un bono que ayuda a los inversores comparar bonos con diferentes vencimientos y cupones. El YTM está dado al ratio de comprar o vender un bono (Investopedia, 2014).

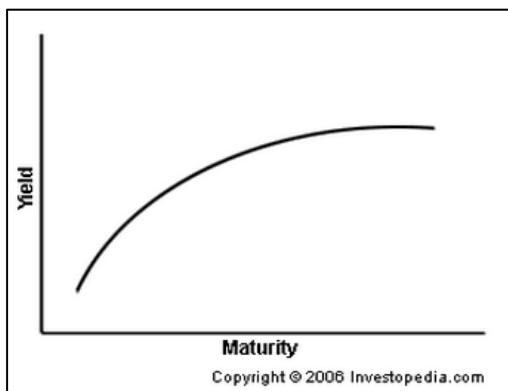


Figura No. 1 Yield Curve

Relación Tasa de Interés – Precio.

- Cuando la tasa de interés (YTM) sube, el precio de un bono baja,
- Cuando la tasa de interés (YTM) cae, el precio de un bono sube.

Retorno.

El retorno de un bono es el ingreso anual incluyendo los intereses ganados y las ganancias o pérdidas de capital. A pesar de que los bonos pagan un cupón determinado, entre la emisión y el vencimiento los precios pueden tener variaciones que afectan su rendimiento.

$$\circ \text{ Retorno Total} = \frac{PV + VF(\text{Cupones})}{PC} \left(\frac{1}{n} - 1 \right)$$

$$\circ VF(\text{Cupones}) = \frac{\text{cupón} \left((1+r)^n - 1 \right)}{r}$$

Relación Precio – Retorno.

- A mayor precio, mayor retorno.
- A menor precio, menor retorno.

Relación Precio – Plazo.

El plazo de un bono (tiempo entre la emisión y la caducidad) entre otros factores, afecta el precio de un bono.

- Mayor plazo, más caro es un bono, mayor es el interés del cupón.
- Menor plazo, más barato es un bono, menor es el interés del cupón.

Esto se debe a que mientras mayor es el plazo, mayor es la posible fluctuación de precio.

Tipos de Bonos.

- *Bonos par:* YTM = cupón
- *Bonos con prima:* YTM < Cupón

- *Bonos con descuento:* $YTM > \text{cupón}$
- *Bono cero Cupón:* no paga cupones, paga todo al vencimiento.

Proceso de Emisión de Bonos

Para emitir bonos, por ejemplo el Estado Ecuatoriano, primero procede a contratar una banca de inversión, la cual le ayuda a determinar los posibles compradores, rendimientos adecuados, precios, y entre más factores. En el caso de los bonos emitidos para financiamiento del estado Ecuatoriano, son bonos emitidos por el gobierno del Ecuador con agentes de Estados Unidos, como por ejemplo el Deutsche Bank o el JP Morgan, quienes se encargan de la colocación de los bonos en el Mercado.

El estado Ecuatoriano emite una cierta cantidad de dinero en bonos y los coloca en el mercado financiero internacional, inversionistas nacionales o internacionales, compran estos bonos, y el Ecuador recibe ese dinero. El Ecuador no paga el total de ese dinero hasta después que se acabe el plazo de esos bonos, sino paga los cupones, cada cierto tiempo, que fue previamente acordado.

Mercados Privados de Deuda.

Existen varios mercados de deuda en los cuales los Gobiernos pueden colocar bonos. Por ejemplo, existe el mercado Estadounidense, conocido también como el mercado Yankee, dónde se emiten bonos (bonos Yankee) por empresas o gobiernos no estadounidenses en dólares americanos y se colocan en el mercado de Estados Unidos; el mercado de gran Bretaña, conocido como el mercado Bulldog, donde se emiten bonos (bonos bulldog) por

empresas o gobiernos no Ingleses en libras esterlinas y se colocan en el mercado de Gran Bretaña; el mercado Japonés, conocido como el mercado Samurái, donde se emiten bonos (Bonos Samurái) por empresas o gobiernos no Japoneses en yenes y se colocan en el mercado de Japón; el mercado Australiano, conocido como el mercado Canguro, donde se emiten bonos (bonos Canguro) por empresas o gobiernos no Australianos en Dólares Australianos y se colocan en el mercado de Australia. Además, existen dos tipos especiales de bonos internacionales, los Bonos Dragón y los Bonos Globales. Los Bonos Dragón son un tipo de bono que se pueden emitir en cualquier divisa, aunque generalmente se emiten en dólares americanos, y son colocados en al menos dos de los mercados Asiáticos más importantes, como es el de Singapur, Hong Kong o Taiwán. Los Bonos Globales son bonos que se colocan al mismo tiempo en el euromercado y en uno o más mercados nacionales. Un Bono Global se registra primero en el mercado Estadounidense y simultáneamente en otros mercados, como son los de los países Americanos, asiáticos, o cualquier otro en el que operen los eurobonos (Mondragón,).

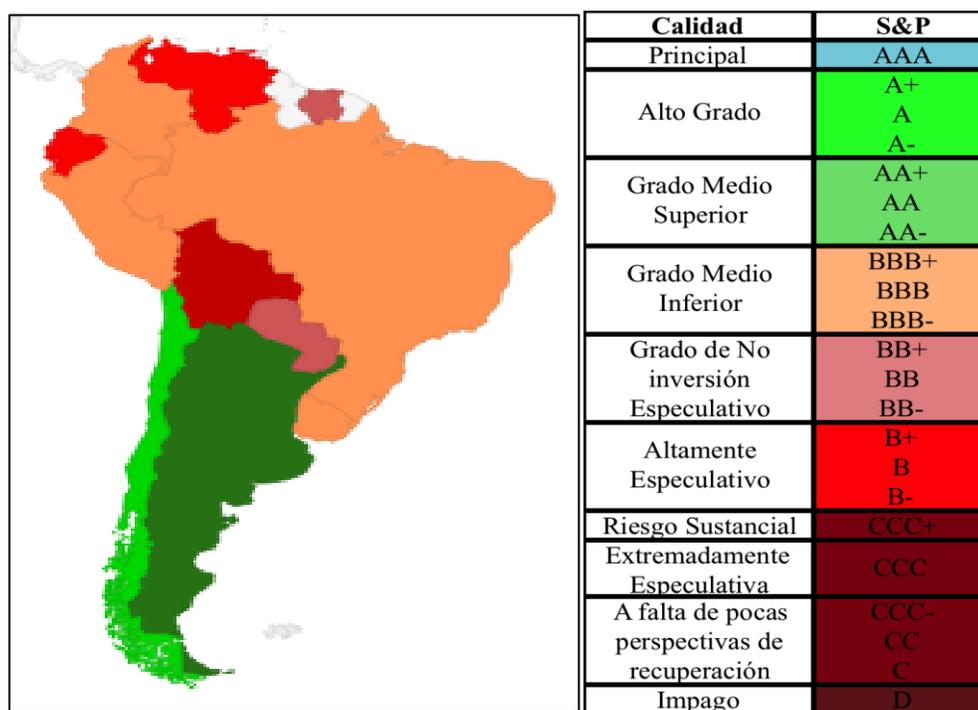
Los bonos que emite el Ecuador son Bonos Globales, clasificados como Bonos Soberanos debido a que todo bono emitido por un gobierno se denomina deuda soberana. Todos los países son calificados cada cierto tiempo por empresas calificadoras con presencia internacional como son el Standard & Poor's y Moody's (Mondragón); estas calificadoras miden la capacidad de pago de los emisores y el nivel de riesgo correspondiente a cada obligación emitida, ya que para un inversionista es más riesgoso invertir en bonos emitidos por un país emergente a que invertir en bonos emitidos por el gobierno de Estados Unidos que tienen riesgo de cero, por ejemplo. La clasificación actual del Ecuador, según el Standard & Poor's, es de B+, lo que es considerado como estable y se define así: "More vulnerable to

adverse business, financial and economic conditions but currently has the capacity to meet financial commitments” (Standard and Poor’s Rating Services, 2014).

La clasificación dada a un país, afecta el rendimiento y por ende el precio de los bonos que ese país emita. Por ejemplo, países con calificación más alta (menos riesgosos) emiten bonos con menor rendimiento, y un menor precio; países con calificación más baja (más riesgosos) emiten bonos con mayor rendimiento, y un mayor precio.

Adicionalmente, hay otro elemento importante que es afectado por la calificación del país: el spread que el país está pagando. El spread es la diferencia de precios entre un bono libre de riesgo (Treasury Bonds de Estados Unidos) y el bono riesgoso. Este spread refleja o mide la posibilidad o el riesgo de que no se cumpla con el pago de esa obligación, es decir el riesgo de default (Montilla, 2009).

En la figura de abajo podemos ver la calificación de los países de América del Sur.



Mapa obtenido de la pagina DatosMacro.com

Figura No. 2 S&P: Calificación de los Países

Como podemos ver, Ecuador, con un color rojo y calificación de B+, es “Altamente Especulativo” mientras que nuestros países vecinos, como Colombia y Perú, con color naranja, tienen calificación de BBB y BBB+, respectivamente. Claramente, Colombia y Perú tienen calificaciones más altas, es decir son menos riesgos, por ende los bonos que emiten deberían tener un precio más bajo y un menor rendimiento que los bonos emitidos por el Ecuador. Y en efecto, es así. El 10 de enero del 2014, Colombia emitió bonos globales pagando una tasa de 4.96%; según el Diario Portafolio de Colombia, “El país se endeudó en el exterior con el interés más bajo de su historia” (Portafolio.co, 2014). Por otro lado, Perú emitió bonos en febrero del 2013 a una tasa del 4.20%, la menor tasa de su historia, según el Periódico El Comercio de Perú.

Dada esta información sobre el financiamiento con bonos en el mercado privado, puedo hacer las siguientes conclusiones:

1. Los bonos son una emisión de deuda.
2. En la emisión de bonos del Ecuador el estado Ecuatoriano actúa como emisor a través de instituciones internacionales quienes se encargan de colocar los bonos en el mercado.
3. Existen varios mercados en los cuales un gobierno puede emitir bonos, como por ejemplo el mercado Yankee, el Bulldog, Samurái, etc.
4. El Ecuador emite Bonos Globales: bonos que se colocan al mismo tiempo en el euromercado y en uno o más mercados nacionales. Estos bonos, debido a que son deuda soberana, se llaman bonos Soberanos.
5. Todos los países son clasificados cada cierto tiempo por empresas calificadoras como el Standard & Poor's.

6. La clasificación del país afecta a la emisión de bonos debido a que afecta al precio, el rendimiento, y el spread que esos bonos pagan.
7. La clasificación actual del Ecuador, por el Standard & Poor's, es de B+, la cual es considerado como *Estable*.
8. Países vecinos tienen clasificación más altas (menos riesgosos) y por ende han emitido, recientemente, bonos más baratos.

Ahora, un breve y simple ejercicio de valoración de un bono.

Ejercicio de Ejemplo (Precio - Valoración de un Bono)

Características del Bono:

Fecha de emisión	31/03/2014
Fecha de vencimiento	31/03/2017
% cupón Anual	4%
Cupones al año	2
Valor nominal	1000
YTM Anual	5%

$$\text{Precio de un bono} = \frac{c1}{1 + ytm} + \frac{c2}{(1 + ytm)^2} + \frac{c3}{(1 + ytm)^3} \dots \dots \frac{Cn + VN}{(1 + ytm)^n}$$

- % cupón semestral = $4/2 = 2\%$
- YTM semestral = $5/2 = 2.5\%$
- Valor cupón = $2\% \times 1000 = 20$

Precio del Bono = \$927.44

$$= \frac{20}{1 + 0.025} + \frac{20}{(1 + 0.025)^2} + \frac{20}{(1 + 0.025)^3} + \frac{20}{(1 + 0.025)^4} + \frac{20}{(1 + 0.025)^5} + \frac{20 + 1000}{(1 + 0.025)^6}$$

Como se puede ver en el ejercicio de arriba, el precio real al que este bono, con las características dadas, se debe vender o comprar en el mercado es de \$927.44. Si este bono se estaría vendiendo o comprando a un precio mayor o menor al encontrado, significa que el bono está sobrevalorado o subvalorado. Como inversionista, es necesario valorar los bonos antes de comercializarlos, para así saber que se está pagando o vendiendo al precio correcto.

Ahora que he explicado qué es un mercado privado, cómo funciona el financiamiento con bonos en este mercado, cómo se valora un bono, y he realizado un ejercicio de valoración de bonos, pasaré a explicar un poco sobre la historia del Ecuador respecto a la emisión de bonos. Y por último, realizaré un caso práctico valorando dos emisiones realizadas por el Ecuador, la de los bonos Globales 2015 y los Bonos Soberanos 2024.

CAPITULO 3: EMISIONES DE BONOS EN EL ECUADOR

En el Ecuador han habido algunas emisiones de bonos sumamente importantes para las finanzas del país. En el año 1994 se emitieron los Bonos Brady; en el año 2000 se emitieron los Bonos Globales, los cuales fueron un canje de los Bonos Brady por Bonos Globales; en el 2005 se emitieron los bonos Globales 2015 y recientemente, en Junio del 2014, se emitieron los Bonos Soberanos 2024.

En este capítulo explicaré los aspectos más importantes sobre los Bonos Brady, Los bonos Globales y sobre el canje de Bonos Brady por Bonos Globales.

Bonos Brady

En el año 1989, tras la aceptación de que era imposible que los países paguen sus deudas externas, inclusive alargando los plazos, y con la necesidad de reducir la deuda externa, el gobierno de Estados Unidos anunció el plan Brady (Gavidia, 1999).

El plan Brady consistía en una renegociación de la deuda existente tras una reducción voluntaria de la deuda mas no en conceder nuevos créditos. El plan se basaba en intercambiar la deuda “vieja”, aquella que el país no podía pagar, por deuda “nueva”, en términos que le posibilitaba al país pagar.

En ese entonces, el Ecuador estaba atrasado en sus pagos de la deuda externa debido a la baja repentina del precio del petróleo de 1986 y el terremoto de 1987. Es entonces que tras el anuncio del plan Brady en 1989, Ecuador empezó a buscar renegociar su deuda con los bancos comerciales.

Después de unos años, en 1994 empezaron las negociaciones para la implementación del "Plan Financiero de 1994" propuesto a Ecuador por JP Morgan, que determina la transformación de la deuda en Bonos Brady. En ese año, la deuda externa Ecuatoriana era de \$4.5 millones que estaba distribuida entre los convenios de deuda comercial entonces vigentes: ERA 83; ERA 84; MYRA; MYRA To Be; Dinero Fresco 83; Dinero Fresco 85; Convenio de Consolidación y POST. Los montos de cada convenio se pueden ver en la Figura No.3 de abajo.

Convenio	Monto (US\$)
"Dinero Fresco" 200 MM	245.062.716,77
"Dinero Fresco" 431 MM	456.323.562,16
ERA 83	556.868.937,10
ERA 84	381.823.313,03
Acuerdo de Consolidación	806.220.481,84
MYRA	1.322.445.739,69
MYRA TO BE	710.393.503,79
POST 89	57.432.353,64
SUMA	4.536.570.608,02

Tabla obtenida de la Comisión para la auditoría integral del crédito público subcomisión de deuda comercial decreto ejecutivo 472 - 9 de julio del 2007.

Figura No. 3 Convenios de Deuda Externa Ecuador

A finales del año 1994, el Ecuador convierte su deuda en Bonos Brady; el Ecuador cambió sus convenios de crédito originales por títulos, o bonos negociables y garantizados por bonos del tesoro americano. Los bonos eran bonos a la par y bonos con descuento, el Ecuador escogió los dos. Ambos bonos tenían un plazo de 30 años; y mientras los bonos con descuento se intercambian con un 45% de la deuda original, los bonos a la par se intercambiaban por el

mismo valor de la deuda original. Además de los bonos, existió un colateral, el cual fue un depósito de \$604 millones a la reserva monetaria que no se podía utilizar hasta el año 2025, año en que se vencían los bonos, y los acreedores solo podían acceder a este dinero en caso de mora del país (Gavidia, 1999). Adicionalmente, desde el año 1989 que el Ecuador se empezó a atrasar en los pagos de su deuda externa, y el año 1994 que se emitieron los bonos Brady, se acumularon intereses por falta de pago. Una parte de estos intereses por atrasos y mora fueron recalculados, otra parte fue canjeada por bonos IE (Interest Equalization), y una tercera parte fue canjeada por bonos PDI (Gavidia, 1999).

En las figuras No.4 y No.5 de abajo se pueden ver los montos de la deuda que fue canjeada por bonos Brady, las cantidades de bonos con descuento, bonos a la par, y los valores de los intereses que fueron canjeados por Bonos IE y PDI.

CANJE DE LA DEUDA POR BONOS BRADY				
MONTOS ELEGIBLES DE DEUDA		EMISION BONOS "BRADY"		
CONCEPTO	USD Millones	CONCEPTO	USD Millones	
Principal canjeado con Bonos Descuento	2.608,6	De Descuento	1.434,7	DOC 18 ³⁰
Principal canjeado con Bonos Par	1.912,9	A la Par	1.912,9	DOC 18
Total Capital	4.521,5		3.347,6	
Intereses vencidos canjeados con Bonos PDI	2.358,3	PDI	2.358,3	DOC 19 ³¹
Intereses de mora canjeados con Bonos IE	190,7	IE	190,7	DOC 20 ³²
Total Intereses Vencidos y Mora	2.549,0		2.549,0	
TOTAL GENERAL	7.070,5		5.896,6	

Tabla obtenido de la Comisión para la auditoría integral del crédito público subcomisión de deuda comercial decreto ejecutivo 472 - 9 de julio del 2007.

Figura No. 4 Canje de la Deuda por Bonos Brady (1994)

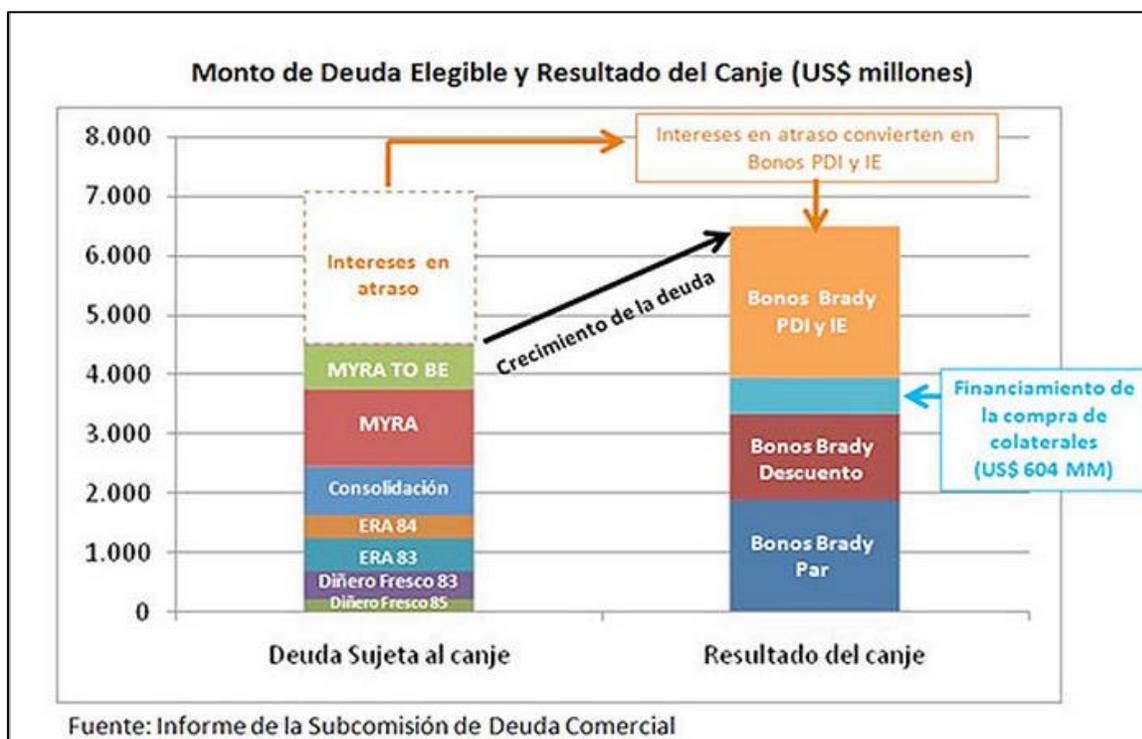


Gráfico obtenido de la Comisión para la auditoría integral del crédito público subcomisión de deuda comercial decreto ejecutivo 472 - 9 de julio del 2007.

Figura No. 5 Canje de Deuda a Bonos Brady

Adicionalmente, la Figura No.6 de abajo muestra las características de los Bonos Brady de Descuento, a la par, PDI e IE.

BONOS "BRADY"	Descto en canje	Tasas Interés	Plazo	Gracia	Colateral Principal	Colateral Intereses
De Descuento	45%	Libor 6 meses + 13/16	30	5 años 5 meses 23 días	USD 179,7 millones de Bonos cupón cero Tesoro EE UU	12 meses de interés Tasa referencia 7% (USD 101,9 millones) Reserva Monetaria Internacional
A La Par	0%	28Feb1995 3.00%; 28May1996 3.25%; 28May1997 3.50%; 28May1999 4.00%; 28May2002 4.50%; 28May2005 5.00%; y, 28May2007 5.00%.	30	2 años 2 meses -2 días	USD 239,8 millones de Bonos cupón cero Tesoro EE UU	12 meses de interés Tasa referencia (Bonos a la par) (USD 82,6 millones) Reserva Monetaria Internacional
PDI	0%	Libor 6 meses + 13/16 En los primeros años se pagaba una tasa fija y el valor resultante de la diferencia entre la tasa fija y la libor se CAPITALIZABA.	9 años 9 meses 21 días	3 meses 21 días	No colateral	No colateral
IE	0%	28Feb1995 3.00%; 28Feb1997 3.25%; 28Feb1999 3.75%; 28Ago2002 Libor a 6 meses + 13/16	2 años 2 meses - 2 días	20 años	No colateral	No colateral

Tabla obtenido de la Comisión para la auditoría integral del crédito público subcomisión de deuda comercial decreto ejecutivo 472 - 9 de julio del 2007.

Figura No. 6 Términos Financieros de Bonos Brady

Bonos Globales 2012 y 2030

En el año 1999 el Ecuador sufre la mayor crisis económica de la historia del país, a partir de la cual se suspendieron los pagos (default) de los bonos Brady vigentes desde 1995. El Ecuador presenta a los acreedores la propuesta de canjear los bonos Brady por Bonos Globales 2012 y Bonos Globales 2030. El canje se dio, en teoría, por la emisión de \$1,250 millones en Bonos Globales de 12 años con un interés de 12%; y la emisión de Bonos Globales de 30 años con un valor de \$2,700 millones pagando un interés progresivo del 4% al 10%, con un ritmo anual de crecimiento de un punto porcentual (Acosta, 2004). Sin embargo, tras una auditoría a la deuda externa ecuatoriana por parte de Comisión para la Auditoría

Integral del Crédito Público (CAIC), se declararon ilegales a la emisiones de bonos globales 2012 y 2030 debido a que, según el informe final presentado por la auditoría, el canje significó: “el prepago innecesario de "bonos garantizados", la entrega de recursos del Presupuesto del Estado ecuatoriano por US\$ 161 millones, entrega de recursos con la liquidación anticipada y no autorizada expresamente de la garantía colateral por US\$ 728,6 millones y emisión de nuevos bonos soberanos por US\$ 3.900 millones, los cuales tendrán que pagarse a plazos más cortos, a tasas de interés más elevadas y condiciones más exigentes.” (CAIC, 2014). En conclusión, debido a que, las emisiones de bonos se hacen para beneficio de las finanzas del país, estos bonos fueron declarados ilegítimos, ya que bajo ningún aspecto, según la auditoría realizada, beneficiaron al país.

La figura No. 7 de abajo muestra los montos de los Bonos Brady canjeados por Bonos Globales, además de los gastos adicionales que fueron incurridos por la negociación.

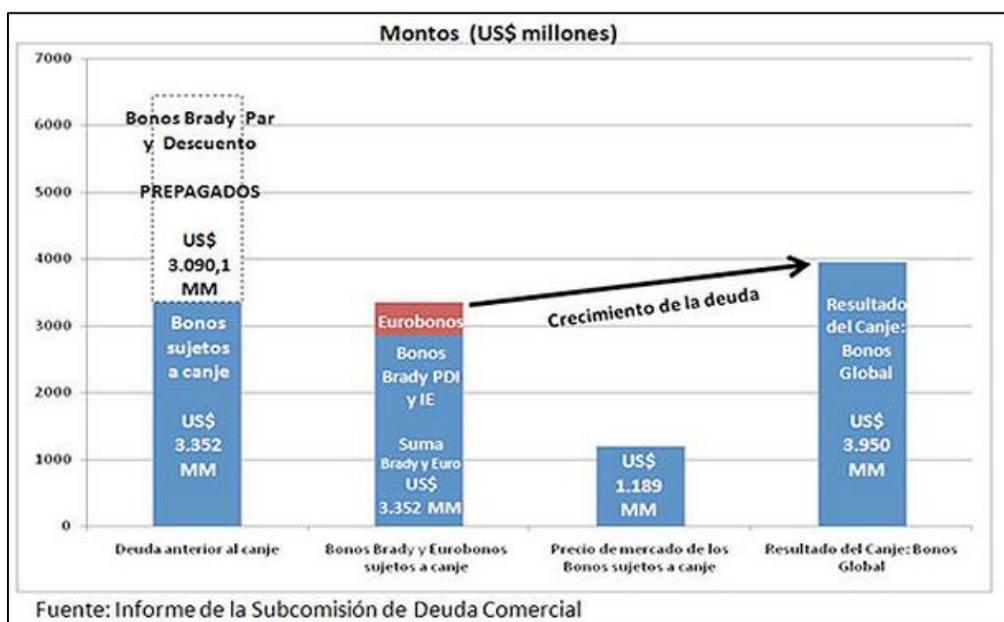


Tabla obtenido de la Comisión para la auditoría integral del crédito público subcomisión de deuda comercial. Canje de Brady a Global (2000).

Figura No. 7 Canje de Bonos Brady a Bonos Global (2000)

En conclusión, debido al default de 1999 se canjearon los bonos Brady por Bonos Globales 2012 y 2030. Aunque en teoría, y durante ese momento, este canje parecía correcto debido al atractivo que tenía para sus acreedores, estos bonos fueron clasificados como ilegítimos y sus pagos fueron suspendidos el 12 de diciembre del 2008.

Bonos Globales 2015 y Bonos Soberanos 2024

Después de cinco años sin salir al mercado internacional, en el año 2005 el Ecuador emitió los Bonos Globales 2015, por un valor de \$650 millones a una tasa de interés de 9.375% con un plazo de 10 años. A pesar de que estos bonos también fueron auditados, no fueron clasificados como ilegítimos y vencen en diciembre del 2015.

Por otro lado, recientemente, en Junio del 2014, después de seis años sin salir al mercado internacional, el Ecuador emitió \$2.000 millones en Bonos Soberanos, a una tasa de 7.95% y un plazo de 10 años.

En el siguiente capítulo, explicaré con más detalles las emisiones de los bonos globales 2015 y los bonos soberanos 2024.

CAPITULO 4: EMISION BONOS GLOBALES 2015 Y EMISION BONOS SOBERANOS

Caso Práctico: Comparación Bonos Globales 2015 y Bonos Soberanos 2024

Como mencioné anteriormente, en el 2005 se emitieron los bonos globales 2015, los cuales vencen en diciembre del 2015. Por otro lado, en Junio del 2014 se emitieron los bonos soberanos, igual con un plazo de 10 años. En este capítulo compararé estas dos emisiones, con el fin de presentar sus principales características.

En la tabla No.1 de abajo se pueden ver los datos de cada emisión.

Categoría	Globales 2015	Soberanos 2024
Vigencia	10 años	10 años
Tasa cupón	9.375%	7.95%
Yield	10.50%	7.95%

Tabla No. 1 Información Emisión Bonos 2015 y 2024

Como se puede apreciar las dos emisiones mantienen algunas semejanzas como el plazo (10 años) y su formato de bono “bullet”, es decir no son amortizables y se paga todo el valor nominal a su vencimiento y no tienen ninguna opción de recompra imbuida como lo tenían los Globales 2012 y 2030. Por otro lado, difieren en la tasa de cupón y en su rendimiento. El cupón de los Globales 2015 es menor que su rendimiento por lo que éstos fueron emitidos con descuento, mientras que los Soberanos 2024 fueron emitidos a la par puesto que su cupón y rendimiento son iguales.

Desde el punto de valor, no existe ninguna ventaja o desventaja en emitir a la par o con descuento mientras el precio que se pague/se reciba se el justo precio. Hay por supuesto una diferencia en liquidez puesto que en el primer caso se recibe una cantidad igual al valor nominal y en el segundo caso se recibe una cantidad menor al valor nominal.

Las emisiones de bonos no pueden ser comparadas en forma absoluta. Es decir, no podemos decir que una fue más barata que la otra si no analizamos las condiciones del emisor y las de los mercados internacionales en cada momento del tiempo.

Comenzaremos por presentar las condiciones del Ecuador como emisor en cada emisión. En el año 2005, cuando se emitieron los bonos globales 2015, el país tenía una calificación de CCC+; mientras que durante la emisión de los bonos soberanos 2024 su calificación era de B+. Como se puede ver en la tabla de abajo, de acuerdo a la calificación del S&P, entre la calificación CCC+ y B+, existen tres puestos de diferencia; lo que nos dice que desde el 2005 a la actualidad, el Ecuador ha mejorado su calificación crediticia en tres puestos.

S&P
AAA
A+
A
A-
AA+
AA
AA-
BBB+
BBB
BBB-
BB+
BB
BB-
B+
B
B-
CCC+
CCC
CCC-
CC
C
D

Tabla No. 2 Calificación S&P.

Sabemos ya, que si un país tiene una clasificación más alta su riesgo es menor, y por lo tanto el mercado requerirá un rendimiento menor y viceversa. Pero el riesgo del emisor no es el único determinante del rendimiento del mercado sino también las condiciones de la tasa de mercado de referencia, la que es siempre una que se pueda considerar “sin riesgo”. Esta tasa suele ser el rendimiento pagado por bonos del tesoro de Estados Unidos que tengan un plazo igual al de la emisión en cuestión, es decir, en este caso el referente sería el Bono del Tesoro a 10 años de Estados Unidos.

Por tanto, como había definido anteriormente, el rendimiento se estima en forma general como una tasa de mercado sin riesgo (Bono del Tesoro a 10 años) más una prima por el riesgo del emisor que denominamos “spread” y que será fijada por el mercado en referencia a spreads de emisiones existentes del propio país o de emisiones similares de otros países que tengan el mismo riesgo crediticio. En ausencia de estos referentes el spread se puede estimar en función de otras emisiones a cuyo costo se le añaden o quitan puntos comparando la evidencia de mercado existente para los spreads en función de la calificación crediticia.

La tabla No.2 de abajo muestra las tasas de los bonos del tesoro americano en las fechas de cada emisión.

	Globales 2015	Soberanos 2024
Fecha Emisión	8 de Diciembre del 2005	18 de Junio del 2014
Yield en Fecha de Emisión de los Bonos del Tesoro Americano	4.47%	2.61%

Datos sacados de la página web del U.S Department of Treasury, Daily Treasury Yield Curve Rates

Tabla No. 3 Yield Rates de Treasury Bonds en Fecha de Emisión

Como se puede ver, en la fecha en la que se emitieron los bonos globales 2015, la tasa de los bonos del tesoro americano, considerados como bonos sin riesgo, era de 4.47%. Mientras que esta tasa, a la fecha de la emisión de los bonos soberanos 2024, era de 2.61%.

Para calcular el spread, se debe restar el yield o rendimiento de cada emisión menos el yield de los bonos del tesoro americano en la misma fecha. Los resultados son los de la tabla No.3 de abajo.

	Globales 2015	Soberanos 2024
YTM	10.5%	7.95%
Treasury Bond Yield	4.47%	2.61%
Spread	6.03%	5.14%

Tabla No. 4 YTM, Yield de Bonos del Tesoro, Spread

Como se puede ver, los bonos globales 2015 tienen un spread de 6.03%, es decir alrededor de 600 puntos básicos, y los bonos soberanos 2024 tienen un spread de 5.14%, o alrededor de 500 puntos básicos.

Para poder hacer una comparación adecuada entre estos dos spreads, me referiré a la evidencia empírica existente sobre la variación de spreads según la calificación de crédito.

Variación de Spread por Categoría

Como mencioné, en la emisión de los bonos globales 2015 el país tenía una clasificación de CCC+ y en la emisión de los bonos 2024 el país tenía una clasificación de B+. Empíricamente se ha visto que de una categoría a otra existe un porcentaje de diferencia *normal o aceptable* en el spread. Por ejemplo, en una investigación del Fondo Monetario

Internacional, titulada “Sovereign Credit Ratings and Spreads in Emerging Markets: Does Investment Grade Matter?” realizada por las autoras Laura Jaramillo y Catalina Michelle Tejada, se analiza, a través de regresiones, en qué porcentaje de spread varía una categoría crediticia de otra. Para esta investigación, se clasificaron en dos categorías a las calificaciones crediticias; de BBB- para arriba, son considerados *Investment Grade Asset Class*; mientras que de BBB- para abajo, son considerados *speculative grade asset class*. La tabla No.4 de abajo muestra esta división.

Categoría	S&P
Investment Grade Asset Class	AAA
	A+
	A
	A-
	AA+
	AA
	AA-
	BBB+
	BBB
	Speculative grade asset class
BB+	
BB	
BB-	
B+	
B	
B-	
CCC+	
CCC	
CCC-	
CC	
C	
D	

Tabla Desarrollada por la autora a través del documento “Sovereign Credit Ratings and Spreads in Emerging Markets: Does Investment Grade Matter?”
Tabla No. 5 Asset Class

La investigación concluye que el bajar de una calificación a otra, dentro del grupo de *Investment Grade Asset Class*, como por ejemplo de BBB+ a BBB, el spread se incrementa de un 5% a un 10%. Mientras que bajar de una calificación a otra dentro del *Speculative grade asset class*, como por ejemplo de B+ a B, no influye en el spread.

Además, en esta investigación se puede encontrar la figura No. 8 que está abajo.

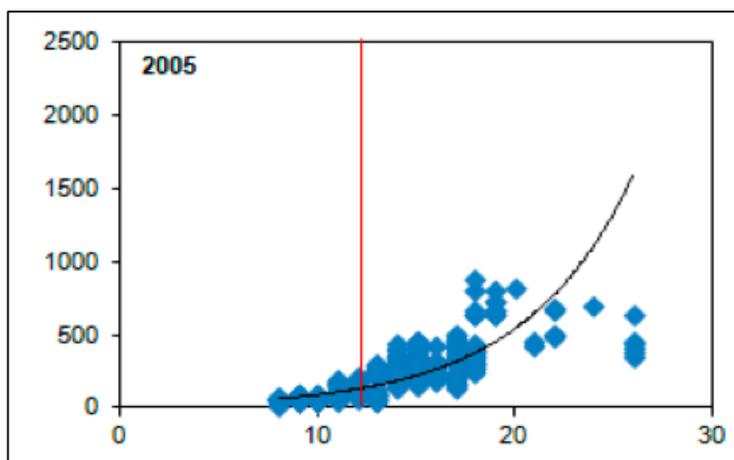


Figura tomada del documento "Sovereign Credit Ratings and Spreads in Emerging Markets: Does Investment Grade Matter?"

Figura No. 8 Calificación Crediticia y Spread.

Esta figura muestra un gráfico de la calificación crediticia y el nivel de spread en el año 2005. En el eje horizontal se muestra el nivel crediticio, mientras que el eje vertical indica el spread del EMBI en puntos básicos. Las calificaciones de crédito soberano son un promedio entre las tres agencias de crédito principales y luego fueron linealmente convertidas en valores numéricos, donde los números bajos representan una mejor calificación crediticia. Por ejemplo, BBB+ = 10, BB- = 15, CCC = 20, CC = 25 (Tejada, L. J, 2011).

A través del gráfico de arriba, se puede ver que una calificación de BB- (valor de 15 en el eje horizontal) representa aproximadamente 500 puntos básicos. Una calificación de CCC

(valor de 20 en el eje horizontal) representa aproximadamente 750 puntos básicos. Entre la calificación BB- y la calificación CCC hay cinco calificaciones crediticias, lo que nos dice que el spread aproximadamente varía alrededor de 50 puntos básicos entre una categoría y la otra.

Considerando que en el año 2005 una calificación de CCC correspondía a 750 puntos básicos, podemos decir que una calificación de CCC+ (un puesto más arriba que CCC) correspondería a 700 puntos básicos. Por ende, una emisión en el Ecuador con una calificación de CCC+ en el año 2005 debió haber sido con un spread aproximado de 700 puntos básicos. Sin embargo, como vimos en la tabla de arriba, la emisión de los bonos globales 2015 realizada en el año 2005 tuvo un spread de 600 puntos básicos. Es decir, el spread de la emisión de los bonos globales 2015 fue *menor* que el spread sugerido por las investigaciones realizadas por el Fondo Monetario Internacional analizadas en este trabajo.

Por otro lado, y siguiendo en la misma línea, una calificación crediticia de B+ (una más abajo que BB-), representa aproximadamente 450 puntos básicos. Es decir una emisión realizada con una calificación crediticia de B+ debería tener aproximadamente 450 puntos básicos de spread. Sin embargo, la emisión realizada por el Ecuador con una calificación de B+, como se ve en la tabla No.4 de arriba, tuvo 514 puntos básicos de spread. Es decir, la emisión del Ecuador con una calificación crediticia de B+ de los bonos Soberanos 2024 realizada en el 2014 tuvo un spread *mayor* al sugerido por las investigaciones analizadas.

Los estudios empíricos generalmente han encontrado que mejores calificaciones crediticias están asociadas con menores spreads. A través de la comparación de la emisión de bonos globales 2015 y la emisión de bonos soberanos 2024 del Ecuador podemos ver que en realidad si es así. A pesar de que ambas calificaciones crediticias, la de CCC+ y la B+ correspondientes al Ecuador en el 2005 y en el 2014, respectivamente, están dentro de la

categoría de *Speculative grade asset class*, categoría que según la investigación analizada, sugiere que al bajar de un nivel a otro *no* influye en el spread; a través de los cálculos realizado podemos ver que si existe una diferencia en el spread cuando el país tiene distintas calificaciones crediticias.

Por otro lado, otra investigación realizada por el Fondo Monetario Internacional, titulada, “Emerging Market Bond Spreads and Sovereign Credit Ratings: Reconciling Market Views with Economic Fundamentals,” realizada por el autor Amadou N.R. Sy, concluye que la subida de un puesto en el nivel de calificación crediticia, como por ejemplo de B a B+, reduce el spread en un 14%. Es decir, si se sube por ejemplo, de calificación CCC+ a CCC el spread se reduce en un 14%. Por ende, considerando que la emisión de los bonos globales 2015 del Ecuador se hizo con un spread de 600 puntos básicos y con una calificación de CCC+, al subir un escalón en la calificación crediticia, el spread se reduce en 84 puntos básicos (14% de 600 = 84). Entonces, analizando la emisión de los bonos soberanos 2024 de otra manera, se ve que de una calificación de CCC+ a una calificación de B+ hay tres escalones, por lo que el spread debería ser menor en 252 puntos básicos (84 x 3). Es decir, una calificación de B+ debería tener un spread de 348 puntos básicos (600-252). Sin embargo, como vimos anteriormente, la emisión del Ecuador con una calificación de B+ en junio del 2014 fue realizada con un spread de 514 puntos básicos, lo que pareciera sugerir que existen otros factores, además de la calificación crediticia, que afectan el spread de una emisión de bonos. Y en realidad es así, como explican las autoras del documento, “Sovereign Credit Ratings and Spreads in Emerging Markets: Does Investment Grade Matter?” quienes dicen que naturalmente, mejores calificaciones crediticias reflejan menor riesgo de incumplimiento y por lo tanto se espera que resulte en menores spreads. Sin embargo, el autor se cuestiona si

pasando de una calificación de BB + a BBB- el cambio en spread es igual a cualquier otro movimiento a lo largo de la escala de calificación. Y a través de su investigación, sugiere que países con calificaciones crediticias que están dentro de la categoría de *Speculative grade asset class*, impactan más las condiciones macroeconómicas que la calificación crediticia para definir el spread. Respecto al Ecuador, factores macroeconómicos como el precio del petróleo y políticas del gobierno, afectan al spread de sus emisiones de bonos.

Conclusiones

Podemos ver que la evidencia empírica es controversial ya que mientras unos autores, como las autoras del documento titulado “Sovereign Credit Ratings and Spreads in Emerging Markets: Does Investment Grade Matter?” sugieren que al subir o bajar de una calificación crediticia dentro de la categoría de *Speculative grade asset class* no afecta en el nivel de spread; otros autores, como Amadou N.R. Sy, autor del documento titulado “Emerging Market Bond Spreads and Sovereign Credit Ratings: Reconciling Market Views with Economic Fundamentals,” sugiere que al subir un escalón dentro de las calificaciones crediticias disminuye el spread en un 14%. A pesar de esta controversia, lo que sí podemos concluir con certeza y que ambos documentos sugieren, es que mejores calificaciones crediticias se relacionan con menores spreads. Además, pudimos ver que el nivel de spread no sólo es afectado por la calificación crediticia, sino también por factores macroeconómicos. Y respecto al Ecuador, podemos ver que parecería ser que los factores macroeconómicos afectan más al spread de sus bonos que la calificación crediticia.

CAPITULO 5: CONCLUSIONES

Propósito de la investigación

Como mencioné en la parte introductoria de esta investigación, el propósito de la investigación era analizar lo que ocurre en el Ecuador cuando se reducen los ingresos y el nivel de gasto es el mismo o mayor, y es necesario salir a buscar financiamiento. Además, analizar los retos y oportunidades que tiene el Ecuador de financiarse y ver cómo la historia de defaults e incapacidad de pago reciente ha afectado al financiamiento. Además, comparar la emisión de bonos globales 2015 y los bonos soberanos 2024.

A través de los objetivos específicos he cumplido con el propósito de esta investigación. El primer objetivo, el de entender el origen de las necesidades de financiamiento público y las alternativas para llenar las mismas, fue explicado a través del Presupuesto General del Estado y el análisis de la evolución histórica de los ingresos, egresos, deudas y déficit del país. Se pudo ver que durante los últimos cinco años los ingresos económicos del Ecuador ya no son suficientes para cubrir con el nivel de gasto y que la necesidad de cubrir ese déficit, es la principal razón por la que el Ecuador necesita financiamiento. Para financiar ese déficit, el Ecuador puede pedir préstamos, como lo ha hecho con China; y además, lo cual fue el caso, puede salir al mercado internacional de deuda, emitiendo bonos.

Por otro lado, el segundo objetivo, el de entender y analizar el contexto en el cual el país se financia en los mercados externos privados, fue explicado en el capítulo 2 de esta investigación. Donde se explicó que los bonos son una emisión de deuda, que en el caso del Ecuador, el país emite y vende a inversionistas. Con la venta de esos bonos, el Ecuador

recauda dinero para cumplir con sus obligaciones de pago. Además, se vio que existen varios mercados en los cuales se emiten bonos, como por ejemplo el mercado Yankee o el mercado Canguro, entre más. Adicionalmente, se explicó que el Ecuador emite bonos globales, los cuales son bonos que se colocan al mismo tiempo en el euromercado y en uno o más mercados nacionales. Estos bonos se registran primero en el mercado Estadounidense y simultáneamente en otros mercados, como son los de los países Americanos, asiáticos, o cualquier otro en el que operen los eurobonos. Adicional a esto, los bonos emitido por el Ecuador, son clasificados como bonos soberanos, debido a que toda deuda emitido por un gobierno es calificada como deuda soberana.

Adicionalmente, en el capítulo 2, se analizaron algunos factores que afectan a una emisión de bonos, como son la calificación crediticia del país por parte de empresas calificadoras como el Standard & Poor's, la tasa de los bonos del tesoro de Estados Unidos, y las características específicas de los bonos emitidos; como son la tasa del cupón, el plazo de vencimiento, la tasa yield; así cumpliendo con el objetivo número tres, el de entender y analizar la metodología y contexto de mercado para la valoración de bonos. En esta parte también se realizó un ejercicio de valoración de bonos, donde se concluyó que como inversionista, antes de comercializar un bono, es importante ver si el precio es el adecuado.

Por otro lado, el objetivo número 4, el de entender y analizar las características de emisiones de bonos pasadas en el Ecuador, la conversión de Bonos Brady a Bonos Globales 2012 y 2030, se explicó en el capítulo número 3; dónde a través de una reseña histórica se contó cómo el Ecuador en el año 1994 canjeó la deuda original existente de ese entonces a bonos Brady, los cuales tenían un plazo de 30 años. Después, en el 2000, sin terminar ese plazo, los bonos Brady se renegociaron por bonos Globales 2012 y 2030. Además, se pudo ver

los resultados de la auditoría realizada en el año 2008 a los bonos globales 2012 y 2030, dónde estos fueron declarados ilegítimos, y sus pagos fueron suspendidos, debido a que las emisiones de bonos se hacen para beneficio de las finanzas del país y estos, bajo ningún aspecto, según la auditoría realizada, beneficiaron al país.

Por último, el quinto objetivo de esta investigación, el de realizar un análisis y comparación de las emisiones de los Bonos Globales 2015 y de la nueva emisión de Bonos Soberanos 2024, se realizó en el capítulo 4. En este capítulo, a través de cálculos utilizando varios valores además de factores como la calificación crediticia y las características específicas de cada emisión, pude concluir que una emisión de bonos no se puede comparar con datos absolutos; Por lo contrario, se debe comparar en datos relativos, como el spread.

Resumen General

En esta investigación se pudo ver que cuando los gastos de un país son mayores que sus ingresos existe un déficit en la economía y debido a que el país está obligado a cumplir con ciertos pagos, debe cubrir ese déficit de cierta manera. Los últimos cinco años el Ecuador ha tenido déficit, llegando en el 2013, a un déficit de alrededor de \$5.000 millones. China ha sido el principal prestamista del Ecuador desde el año 2007 hasta finales del 2013; sin embargo, debido al crecimiento económico de China entre otros factores, del 2013 al 2014 sus préstamos al Ecuador disminuyeron en una cantidad significativa, y con necesidad de cubrir ese déficit, el Ecuador tuvo que salir al mercado de deuda internacional para recaudar dinero. Fue así como en junio del 2014 el Ecuador emitió \$2.000 millones en bonos. Antes de esta emisión, el Ecuador no había emitido bonos durante seis años. La primera emisión del Ecuador, que en realidad no fue una emisión sino un canje, fue en el año 1994, cuando se

canjeó la deuda existente en ese momento por bonos Brady. Después en el año 2000 los bonos Brady se renegociaron por bonos Globales 2012 y 2030, bonos que en el año 2008 fueron declarados ilegítimos. En el 2005 se emitieron los bonos globales 2015, los cuales siguen vigentes, y se caducan en diciembre del 2015. Y por último, esta reciente emisión de junio del 2014.

En esta investigación, además, se explicaron los factores que afectan a una emisión de bonos, como es la calificación crediticia del País. El Ecuador actualmente tiene una calificación de B+, la cual se considera estable. Comparado a sus vecinos, Colombia y Perú, es considerado un país más riesgoso, ya que los países vecinos tienen calificaciones más altas, de BBB+ y BBB, respectivamente. Se vio que la calificación afecta al precio y al rendimiento de un bono, dónde a mayor calificación, es decir menos riesgo, los bonos emitidos son más baratos y con un menor rendimiento. Si un país tiene una calificación más baja, es decir es más riesgoso, como es el caso del Ecuador comparado a sus vecinos, sus bonos serán más caros y tendrán un mayor rendimiento.

Por último, a través del cálculo del spread (restando la tasa de los bonos del tesoro de Estados Unidos del yield de los bonos emitidos) pudimos ver que los bonos globales 2015 se emitieron con un spread menor a la emisión de los bono soberanos 2024; además, a través del análisis de dos documento realizados por el Fondo Monetario Internacional, pudimos ver que emisiones en países con mayores calificaciones crediticias se relacionan con un menor spread y además, que no solo la calificación crediticia afecta al spread de una emisión, sino también los factores macroeconómicos.

Conclusiones Generales

Después de haber realizado esta investigación y haber analizado la evolución histórica de ciertos aspectos de la economía del país, puedo predecir que el nivel de gasto del Ecuador no va a disminuir en los próximos años, y que su nivel de ingresos tendrá que crecer para poder cumplir con todos esos gastos. Además, viendo que sus ingresos no han crecido al mismo nivel que el gasto, y lo ocurrido con los préstamos de China puedo decir que el Ecuador tendrá que buscar mayor financiamiento externo; por lo que me atrevo a concluir que nuevas emisiones de bonos son la más probable forma de recaudación de dinero para el Ecuador.

BIBLIOGRAFÍA

- Acosta, A. (2003). *EL canje de los Bonos Brady por Bonos Globales. Ecuador. Detalles de un Atraco Maravilloso*.
- Administración Presupuestaria y Tributaria. (s.f.). Holguin Ediciones S.A. Recuperado el Agosto de 2014, de http://edicionesholguin.com/DESCARGAS/ad_presu_tribu.pdf
- AFME. (28 de junio de 2014). *AFME Finance for Europe*. Recuperado el 28 de junio de 2014, de <http://investinginbonds.eu/Pages/LearnAboutBonds.aspx?id=6200&LangType=1034>
- Capital Markets Argentina. (26 de Marzo de 2013). *Capital Markets Argentina*. Recuperado el 28 de junio de 2014, de [Capitalmarkets.com.ar](http://www.capitalmarkets.com.ar/SITE/bonos/bonos.htm):
- COMISIÓN PARA LA AUDITORÍA INTEGRAL DEL CRÉDITO PÚBLICO DEL ECUADOR . (2008). *INFORME FINAL DE LA AUDITORIA INTEGRAL DE LA DEUDA ECUATORIANA. Tomo 5*.
- COMISION PARA LA AUDITORIA INTEGRAL DEL CREDITO PÚBLICO SUBCOMISIÓN DE DEUDA COMERCIAL. (27 de julio de 2007). *Bonos "Brady", Colaterales y Eurobonos*. Recuperado el 2014, de [auditoriadeuda.org.ec](http://www.auditoriadeuda.org.ec/images/stories/documentos/deuda_comercial/Brady.pdf):
- Correa, R. (20 de junio de 2005). *Economía la Insignia*. Recuperado el 2014, de *Economía la Insignia*: http://www.lainsignia.org/2005/junio/econ_008.htm
- Datosmacro.com. (2014). *Rating: Calificación de la deuda de Ecuador*. Recuperado el 2014, de *Rating: Calificación de la deuda de Ecuador*: <http://www.datosmacro.com/ratings/ecuador>
- Datosmarco.com. (2014). *Rating de Standards and Poors - Calificación de deuda*. Recuperado el 2014, de *Rating de Standards and Poors - Calificación de deuda*: <http://www.datosmacro.com/ratings/standardandpoors>
- El Banco Mundial. (2014). *datos.bancomundial.org*. Recuperado el Agosto de 2014, de datos.bancomundial.org/pais/ecuador
- El comercio.pe. (27 de febrero de 2013). *elcomercio.pe*. Obtenido de *elcomercio.pe*: <http://elcomercio.pe/economia/peru/gobierno-coloco-bonos-soberanos-tasa-historica-afirmo-mef-noticia-1543155>

- Gavidia, B. S. (1999). *Ecuador: De la Deuda Inglesa a los Bonos Brady*. Recuperado el Agosto de 2014, de <http://www.oid-ido.org/IMG/rtf/BettySilvaGavidiaEcuador.rtf>.
- Gonzales, M. (2014). *Ecuador Paga la Tasa de Interés Más Alta entre los "Bonos Basura" Comparables*. *economiaenjeep*.
- Investopedia.com. (2014). *Investopedia.com*. Recuperado el 2014, de [investopedia.com: http://www.investopedia.com/terms/y/yieldtomaturity.asp](http://www.investopedia.com/terms/y/yieldtomaturity.asp)
- Investopedia.com. (28 de junio de 2014). *Investopedia.com*. Recuperado el 28 de junio de 2014, de [Investopedia.com: http://www.investopedia.com/terms/y/yieldcurve.asp](http://www.investopedia.com/terms/y/yieldcurve.asp)
- Mateu, R. P. (2014). *Expansion.com*. Recuperado el agosto de 2014, de <http://www.expansion.com/diccionario-economico/valoracion-de-bonos.html>
- Mejía, A. (junio de 2010). *Bonos*. *Monografias.com*. Recuperado el junio de 2014, de [Monografias.com: http://www.monografias.com/trabajos10/bono/bono.shtml](http://www.monografias.com/trabajos10/bono/bono.shtml)
- Ministerio de Finanzas. (2 de julio de 2014). *El Presupuesto General del Estado*. Recuperado el 2 de julio de 2014, de [Finanzas.gob.ec: http://www.finanzas.gob.ec/el-presupuesto-general-del-estado/](http://www.finanzas.gob.ec)
- Ministerio de Finanzas. Ministerio de Coordinación de la Política Económica. (2014). *DIRECTRICES PARA LA ELABORACION DE LA PROFORMA DEL PRESUPUESTO GENERAL DEL ESTADO 2014 Y LA PROGRAMACIÓN PRESUPUESTARIA CUATRIANUAL 2014-2017*. Obtenido de *DIRECTRICES PARA LA ELABORACION DE LA PROFORMA DEL PRESUPUESTO GENERAL DEL ESTADO 2014 Y LA PROGRAMACIÓN PRESUPUESTARIA CUATRIANUAL 2014-2017*: <http://www.finanzas.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2013/06/Directrices-Proforma-Presupuesto-General-del-Estado-2014.pdf>
- Mondragón, M. D. (s.f.). *Características básicas del Mercado Internacional de Bonos*.
- Montilla, F. (octubre de 2007). *ZonaEconomica.com*. Obtenido de [ZonaEconomica.com: http://www.zonaeconomica.com/riesgo-pais](http://www.zonaeconomica.com/riesgo-pais)
- Morales, D. A. (2011). *El Gasto Social en el Ecuador*. Tesis, Universidad de Cuenca. Recuperado el Agosto de 2014, de <http://dspace.ucuenca.edu.ec/jspui/bitstream/123456789/1008/1/teco705.pdf>
- Muñoz, E. R. (4 de junio de 2004). *Estudio de Viabilidad para la Emisión de deuda para Financiarla Ampliación del Colegio Balandra Cruz del Sur*. Tesis, Escuela Superior

Politecnica del Litoral, Guayaquil. Recuperado el junio de 2014, de Repositorio de ESPOL:

<http://www.dspace.espol.edu.ec/bitstream/123456789/3499/1/6026.pdf>

Nacional, A. (200). *CÓDIGO ORGÁNICO DE PLANIFICACIÓN Y FINANZAS PÚBLICAS CONTENIDO*.

Observatorio de la Política Fiscal. (30 de Septiembre de 2014). *Observatorio de la Política Fiscal*. Recuperado el 30 de Septiembre de 2014, de Boletín de Transparencia Fiscal: <http://www.observatoriofiscal.org/seccion-exclusiva/boletin-de-transparencia-fiscal/2696-boletin-de-transparencia-fiscal-no-97-septiembre-2014.html>

Portafolio.co. (11 de enero de 2011). *Portafolio.co*. Recuperado el 2014, de Portafolio.co: <http://www.portafolio.co/economia/colombia-emitio-bonos-el-exterior-us-1500-millones>

Público, C. p. (2014). *Canje de Brady a Global (2000)*.

SF1.Soft. (5 de junio de 2013). *SF1.soft.com*. Recuperado el 28 de junio de 2014, de SF1 Controla tu Banco: <http://www.sf1soft.com/index.php/blog/52-como-se-determina-el-%20rendimiento-de-un-bono-u-obligacion>

Standars & Poor's Rating Services. (2014). *standardandpoors.com*. Recuperado el 2014, de Credit Ratings Definitions & FAQs: http://www.standardandpoors.com/ratings/definitions-and-faqs/en/us#def_1

Tejada, L. J. (2011). *Sovereign Credit Ratings and Spreads in Emerging Markets: Does Investment Grade Matter?* International Monetary Fund. IMF Working Paper.

Telegrafo.com. (19 de junio de 2014). Recuperado el septiembre de 2014, de Ecuador diversifica sus fuentes de financiamiento (INFOGRAFÍA): <http://www.telegrafo.com.ec/economia/item/ecuador-diversifica-sus-fuentes-de-financiamiento-infografia.html>

U.S. Department of the Treasury. (2014). *Resource Center. Daily Treasury Yield Curve Rates*. Recuperado el 2014, de Resource Center. Daily Treasury Yield Curve Rates: <http://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=yieldYear&year=2014>