



Argumentos de Posición Estratégica N° 26
Endeudamiento público y Riesgo País

Mayo 2018

Hay que eliminar la incertidumbre fiscal para mejorar las condiciones crediticias del Ecuador.

Síntesis

La discordia en el régimen sobre la cifra oficial de endeudamiento público y su relación respecto al límite legal (40% del PIB) empieza a evidenciar repercusiones en los mercados internacionales. El índice de riesgo país se incrementó más de 300 puntos desde enero pasado a pesar de una marcada recuperación del precio del petróleo. A la par, la cotización de los bonos soberanos del Ecuador ha caído a sus niveles más bajos. Todo esto configura un escenario poco favorable para el Ecuador en el que el rendimiento (costo del crédito) empieza a subir como consecuencia de la incertidumbre fiscal. Y si bien la tendencia al alza del riesgo país se da en toda la región, el deterioro del Ecuador es el más marcado. El país enfrenta condiciones crediticias comparables a estados con gran inestabilidad política o con profundas crisis económicas como Líbano, Tayikistán o Venezuela. Si se emitiera nueva deuda hoy, la tasa sería de alrededor del 11%.

Análisis

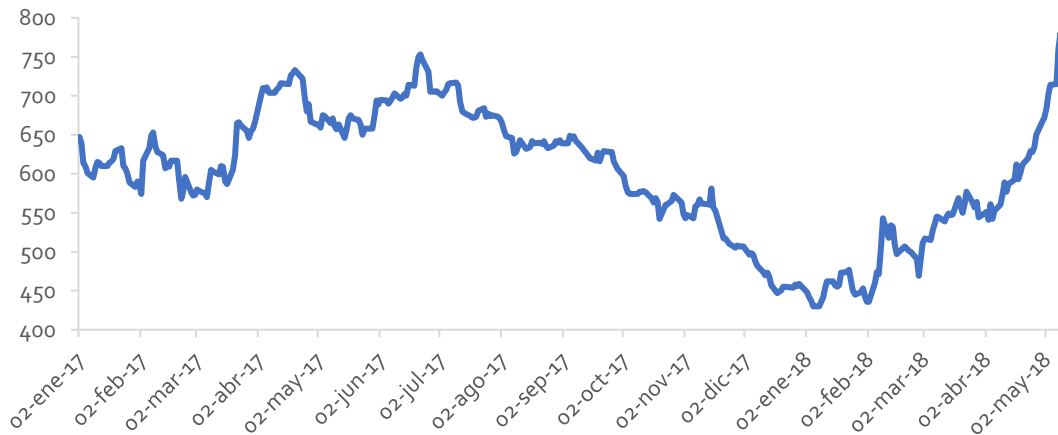
Cifra oficial de endeudamiento genera incertidumbre ante discrepancias entre autoridades de Gobierno. El centro de la discordia es el informe del [Examen especial a la legalidad, fuentes y usos de la deuda pública interna y externa](#), elaborado por la Dirección Nacional de Auditoría de Deuda Pública y Finanzas y aprobado por la Contraloría General del Estado. Según dicho informe, el techo de la deuda fue superado de forma irregular durante el anterior periodo de gobierno a cargo del expresidente Rafael Correa. Por tal motivo, las recomendaciones hechas para remediar este problema "*deben ser aplicadas de manera inmediata y con el carácter de obligatorio*". De acuerdo al análisis de la Contraloría General del Estado, la deuda pública alcanzó el equivalente al 52.54% del PIB en diciembre de 2016. Sobrepasando así el límite legal del 40%. Sin embargo, autoridades afines al gobierno anterior y otros funcionarios, como la actual ministra de Economía y Finanzas, mantienen el criterio de deuda consolidada según el cual el indicador correcto es 34.02% del PIB. Ninguna de las dos versiones ha sido aceptada como la oficial por el Gobierno Nacional y el boletín oficial mensual de la deuda pública no ha sido publicado desde febrero (cifras de enero). Esta discordia ha generado incertidumbre tanto local como externa, situación que se ve reflejada en la evolución del riesgo país y la cotización de los bonos soberanos.

Riesgo País aumentó 306 puntos desde enero. Pese a que el precio del petróleo (WTI) se ha recuperado en las últimas semanas (superando los \$65) el riesgo país continúa en aumento, diferente de su comportamiento habitual que es contrario al precio del crudo. Al 14 de mayo, el índice de riesgo país (EMBI) alcanzó los 748 puntos, más de 300 puntos en comparación a su valor más bajo en enero pasado. Aunque es una tendencia



presente en toda la región, este incremento lo lidera Ecuador (sin tener en cuenta a Venezuela). La situación fiscal que atraviesa Ecuador, la opacidad en las cifras de endeudamiento, y la poca claridad que existe para enfrentar este problema inciden en el aumento de este índice. Un indicador de riesgo país alto implica un mayor costo en nuevas emisiones de deuda.

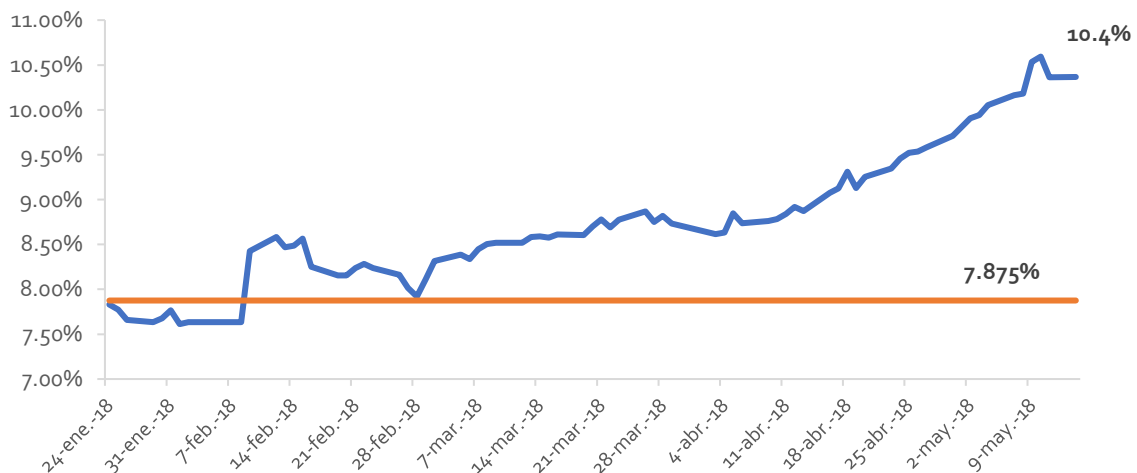
Gráfico 1.- EMBI Ecuador



Fuente: Ámbito.com en base a JP Morgan.

Caída de precios de bonos soberanos incrementará costo de nueva deuda. Todo lo mencionado anteriormente ha influido en el declive de los precios de los bonos de deuda externa, aumentando así el rendimiento de los mismos. El precio de un bono y su rendimiento tienen una relación inversa. Es decir, a medida que el precio cae (por el descuento), el rendimiento sube. Actualmente, la tasa de rendimiento de los bonos (10 años) emitidos en enero pasado se encuentra alrededor del 10.4%, lo que significa un incremento de casi 3 puntos porcentuales en relación a su tasa original de emisión (7.875%). Los demás bonos ecuatorianos en el mercado también presentan un rendimiento similar. Esto implica que si el Gobierno realizara una nueva emisión de bonos de deuda externa hoy, tendría que pagar una tasa de alrededor del 11% para ser atractivos en el mercado.

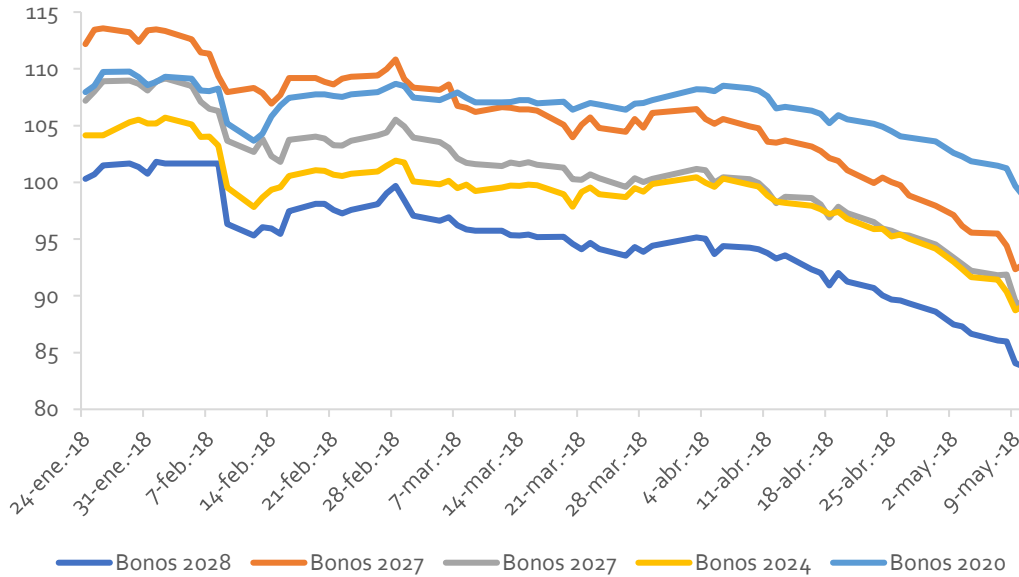
Gráfico 2.- Rendimiento de los Bonos Soberanos 2028 (última emisión)





Fuente: Markets Insider.

Gráfico 3.- Precio Bonos soberanos del Ecuador



Fuente: Markets Insider

Castigo a los bonos ecuatorianos entre los más altos de la historia. Cuando se analiza la tasa de interés con la que se emiten los bonos, es necesario compararla con otra tasa referencial. Por lo general, se lo hace con la denominada tasa libre de riesgo que es la de los bonos de los EE.UU.¹ Este diferencial se conoce como "castigo". Actualmente, la tasa libre de riesgo se encuentra por debajo del 3%. Es decir, si se decidiera emitir bonos, Ecuador pagaría un castigo de 7.42 puntos porcentuales y sería el tercero más alto de la historia.

Tabla 1.- Emisiones de bonos soberanos Ecuador

Emisión	Año de emisión	Plazo	Valor emisión	Tasa cupón	Tasa libre de riesgo	Diferencial respecto a tasa libre de riesgo
Bonos 2024	2014	10 años	\$ 2,000	8.0%	2.5%	5.5%
Bonos 2020	2015	5 años	\$ 1,500	10.5%	1.4%	9.1%
Bonos 2022	2016	5.6 años	\$ 2,000	10.8%	1.7%	9.0%
Bonos 2026	2016	10 años	\$ 1,750	9.7%	2.5%	7.2%
Bonos 2023	2017	6 años	\$ 1,000	8.8%	2.2%	6.5%
Bonos 2027	2017	10 años	\$ 1,000	9.6%	2.3%	7.3%
Bonos 2027	2017	10 años	\$ 2,500	8.9%	2.4%	6.5%
Bonos 2028	2018	10 años	\$ 3,000	7.9%	2.7%	5.2%
Bonos 2028 (hipotético)	2018	10 años	\$ 3,000	10.4%	3.0%	7.4%

Fuente: Ministerio de Finanzas

¹ Los inversionistas consideran a los bonos del tesoro de Estados Unidos como libres de riesgo, debido a que son conocidos como una inversión segura.

Condiciones fiscales actuales son menos favorables que 2015. En 2015 y 2016, cuando se emitió la deuda con el castigo más alto de la historia del Ecuador (por encima del 9%), el riesgo país era de 860 y 856 puntos. Esos mismos años, la deuda agregada fue 31.6% y 37.4% del PIB, y el déficit fiscal 3.8% y 5.7% del PIB, respectivamente. Actualmente, el endeudamiento (47.8% PIB) y el déficit (6% PIB) se han deteriorado, mientras que el riesgo país se ubica en 748 puntos.

Costo de deuda externa es superior al de países vecinos. Mientras en los últimos años Ecuador ha emitido bonos de deuda externa a una tasa promedio del 9.5%, países vecinos como Colombia y Perú han emitido a tasas de 3.8% y 4.4%. Panamá y El Salvador, que están dolarizados, emiten a tasas de 3.9% y 3.4%. A los países con gran inestabilidad política o con profundas crisis económicas como Líbano, Tayikistán o Venezuela se les carga altas tasas de interés, similares a las de Ecuador.

Tabla 2.- Emisiones de bonos soberanos de otros países

	Emisión	Año de emisión	Plazo	Tasa cupón	Diferencial respecto a tasa libre de riesgo
Colombia	Bonos 2025	2013	12 años	4.4%	2.7%
Perú	Bonos 2030	2016	14 años	3.8%	1.8%
Chile	Bonos 2028	2018	10 años	3.2%	0.4%
Argentina	Bonos 2028	2018	10 años	5.9%	3.3%
Panamá	Bonos 2028	2016	12 años	3.9%	2.0%
El Salvador	Bonos 2028	2018	10 años	3.2%	0.4%
Ecuador	Bonos 2028	2018	10 años	7.9%	5.2%
Venezuela	Bonos 2026	2011	15 años	11.8%	9.5%
Líbano	Bonos 2028	2017	11 años	7.0%	4.6%
Tayikistán	Bonos 2027	2017	10 años	7.1%	4.9%

Fuente: Markets Insider y Bolsa de Valores de Luxemburgo.