

## INFORME DE COYUNTURA NRO. 5

# Comparando lo incomparable ¿qué tan buenas fueron las renegociaciones de deuda de Ecuador y Argentina?

1 de septiembre de 2020

El 3 de agosto de 2020, el presidente de la República del Ecuador anunció que finalmente el país había alcanzado la mayoría necesaria entre sus acreedores para renegociar los bonos de deuda externa y de esta manera aliviar el aparatoso pago de deuda que se tenía previsto para los próximos 10 años. Después de cumplir múltiples hitos de la negociación, incluyendo la firma de un acuerdo con el FMI y cuyo acuerdo técnico a nivel de staff se logró el 28 de agosto,<sup>1</sup> el 31 de agosto se cierra el proceso con un canje del 98,5% de los tenedores, cuyo monto renegociado suma USD 15.563,4 millones. Una pequeña fracción (USD 270 millones) no entra en la negociación y pasan a un bono similar al nuevo 2040 con otras condiciones. El recorte definitivo de capital ascendió a USD 1,541,2 millones frente a los USD 17,375 millones emitidos en bonos (8,9% nominal), incremento en su madurez, un periodo de gracia en capital de cinco años y una rebaja sustancial en las tasas de interés. Adicionalmente, los intereses acumulados entre marzo y agosto de este año, aproximadamente USD 1.005 millones, se cancelarán mediante un bono (PDI) con 0% y un recorte nominal de 14%.<sup>2</sup>

Sin el proceso de reestructuración, Ecuador debía pagar montos del servicio de la deuda de

aproximadamente USD 1.940 millones solo en el 2020, y que, en medio de la crisis sanitaria y la ya deteriorada situación fiscal (baja recaudación tributaria y bajos precios del barril de petróleo) hubiese significado empujar a la economía hacia el *default* (no pago). El país habría tenido que asumir los costos de corto, mediano y largo plazo de una decisión de esa naturaleza: cláusulas de incumplimiento y seguros, procesos judiciales, cierre o revisión de procesos de desembolsos de instituciones multilaterales en marcha, un ambiente desfavorable para la negociación de nuevos empréstitos y dificultades para retornar al mercado de capitales en el mediano y largo plazo.

Pero no todo es financiero. La disyuntiva de las decisiones en materia económica está precisamente en sopesar el costo económico y social de las alternativas. Mientras el argumento oficial se centró en la necesidad de mantener al país sobre la mesa de negociaciones para concretar la obtención de nuevos recursos, proceso que hoy ve sus frutos, aún al costo de asumir retrasos en pagos corrientes del Estado; críticos al régimen han puesto de manifiesto la necesidad de priorizar este gasto en la pandemia para sostener servicios fundamentales de salud, seguridad y educación, y las condiciones de

<sup>1</sup> El nuevo acuerdo constituye un Acuerdo de Servicio Ampliado (EFF por sus siglas en inglés) y compromete USD 6.500 millones a ser desembolsados en 27 meses (USD 4.000 en 2020), con una tasa de interés de 2,9%.

<sup>2</sup> Anuncio oficial del Ministerio de Economía y Finanzas del Ecuador.

bienestar de los hogares en donde las transferencias fiscales (vía proveedores, bonos o salarios) son la principal fuente de ingresos.

Resolver esta disyuntiva es una tarea mucho más compleja y riesgosa de lo que los analistas estamos dispuestos a aceptar. En síntesis, una vez tomada la decisión solamente observamos uno de los escenarios, en el caso del Ecuador, el resultado de la decisión adoptada en la renegociación. El escenario alternativo, el *default* (o la decisión no tomada), es necesariamente hipotético, y; por lo tanto, solamente podemos especular al respecto. Algunas visiones en esta línea sugieren que la comunidad internacional habría permitido generar la suficiente presión a los organismos multilaterales para flexibilizar el acceso a nuevos desembolsos, o inclusive lograr condonaciones más generosas de parte de los tenedores. Ninguna certeza se puede extraer de escenarios hipotéticos, y la oportunidad y urgencia de los resultados es un factor relevante. Asimismo, el éxito de una negociación depende tanto de la estrategia, como de factores que no están exclusivamente en control de los involucrados (i.e. Estado o tenedores). En estas circunstancias, evaluar el éxito/fracaso de la renegociación no está exento de contradicciones. A nuestro criterio, los resultados obtenidos en términos de nuevos recursos, y las nuevas condiciones del pago del servicio de la deuda, que eliminan sustancialmente la presión fiscal en el corto y mediano plazo, manteniendo al país en condiciones de acceso a mercados, son gestiones exitosas que brindan un respiro importante al país; mientras se define y promueve los acuerdos sociales necesarios para implementar las reformas estructurales fundamentales en post de la sostenibilidad fiscal y monetaria.

Paralelo al proceso de negociación ecuatoriano, Argentina enfrenta su propio desafío. Siendo el país más endeudado de la región con USD 320 mil millones (77% del PIB), y luego de definir una

estrategia más agresiva de negociación al declararse en un *default* selectivo (*default light*), en mayo de este mismo año; el país dejó impago una parte de su deuda comercial (20% aproximadamente, y no la totalidad, como suponen algunos analistas). El proceso de negociación argentino fue más brusco; luego de varias rondas con los tenedores, se definieron acuerdos que han despertado los espíritus animales y la curiosidad de comparar el resultado con el ecuatoriano.

En este sentido, surgen varias interrogantes: ¿es justa/adecuada/honesta la comparación?, ¿cómo evaluar adecuadamente el resultado de la renegociación de deuda ecuatoriana? Este reporte recoge algunos elementos e información para brindar una respuesta técnica equivalente a estas interrogantes.

### **Argentina versus Ecuador: ¿es correcta esta comparación?**

La respuesta directa es: NO. No solo la estrategia de negociación fue distinta, sino que las dos economías sudamericanas no son comparables ni en su proceso histórico (Villalva, 2016) ni en sus condiciones económicas de cara a la negociación (Tabla 1). Ambos países están enfrentando la crisis sanitaria del COVID-19 pero sus necesidades de financiamiento, y en particular, su peso en el concierto internacional es distante. Argentina es una economía casi cuatro veces mayor a la ecuatoriana, con autonomía monetaria y un nivel de reservas internacionales tres veces superior al de Ecuador (con relación al PIB). Esto, sumado a las diferencias en los niveles de dependencia fiscal del Ecuador frente a los recursos petroleros (Argentina no es país exportador de petróleo), genera evidentes condiciones de vulnerabilidad ante shocks externos. A esto se suma el déficit estructural de balanza de pagos que en una economía dolarizada constituye un factor de riesgo adicional ([BPE, 6ta Edición](#)).

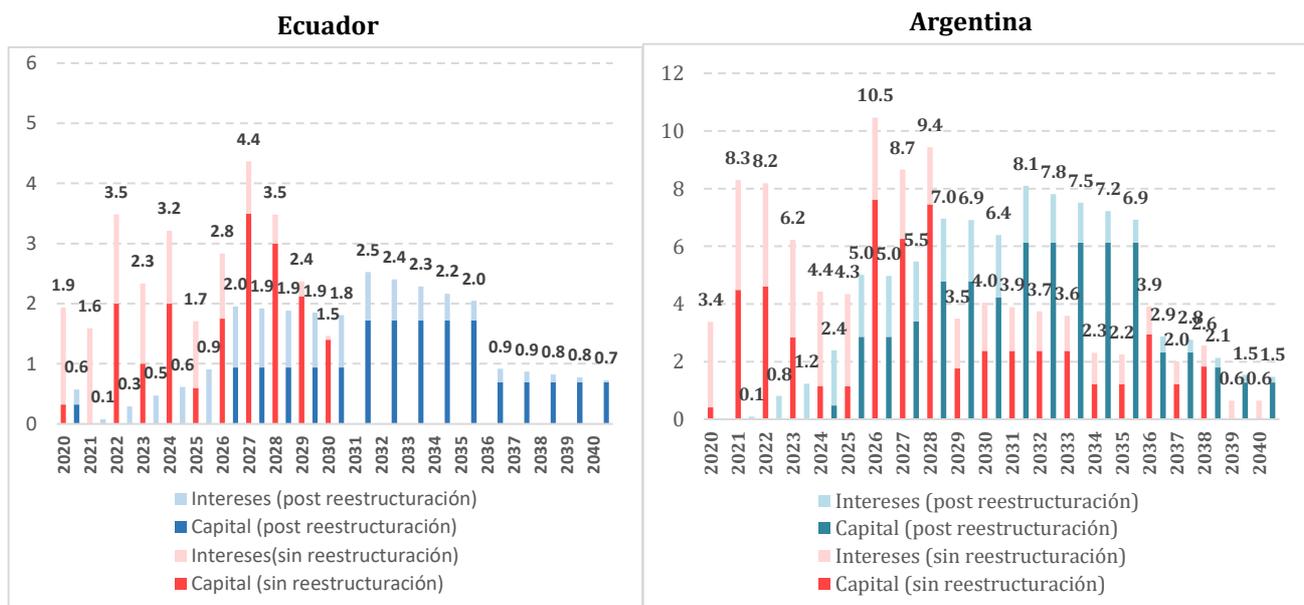
**Tabla 1:** Indicadores económicos y financieros para Ecuador y Argentina

Indicadores	Ecuador	Argentina
<b>PIB nominal</b> (2019, miles de millones USD)	107,4	449,7
<b>PIB per cápita</b> (2019, USD)	6.183,8	10.006,1
<b>Monto de deuda a renegociar</b> (millones USD)*	17.375	65.000
<b>Deuda total per cápita</b> (2020q1, USD)	3.309,4	7.126,6
<b>G20</b>	No	Si
<b>Dolarizado</b>	Si	No
<b>Exportaciones/PIB</b> (2019, %)	23,4	17,3
<b>Importaciones/PIB</b> (2019, %)	23,3	15,1
<b>Reservas internacionales</b> (2019, miles de millones USD)	3,4	44,8
<b>Riesgo país</b> (Inicio 2020)	826,0	1.824,0
<b>Riesgo país</b> (fecha de anuncio oficial de cada país)	2.783	2.027
<b>Calificación crediticia</b> (a septiembre 2019)		
S&P	B-	CCC-
Moody's	B3	Caa2
Fitch	B-	CC
<b>Situación fiscal</b>		
Déficit global (2019, % PIB)	-3,20%	-3,50%
Deuda pública (2019, % PIB)	49,6%	76,9%
Deuda interna (2019, % PIB)	12,2%	15,7%
Deuda externa (2019, % PIB)	37,4%	61,2%

\* Valores aproximados de los anuncios oficiales y fuentes consultadas.

**Fuente:** MEF, Banco Mundial, BCE, BCRA, Trading Economics, Invenómica, FMI.

**Figura 1:** Servicio de deuda antes y después de la reestructuración, 2020-2040 (miles de millones de USD)



**Fuente:** Reportes oficiales de los ministerios de ambos países y fuentes consultadas.

**Nota:** Los valores de la deuda argentina son referenciales y están sujetos a las condiciones de cierre de los acuerdos.

Por otro lado, la valoración de las condiciones de reestructuración para cada economía es diferente en cuanto a los objetivos de corto y largo plazo. La urgencia en las condiciones de liquidez de corto plazo son un factor relevante en la oportunidad de obtención de nuevos recursos para el Ecuador, mientras que, en el caso argentino, que continúa pagando parte de su deuda, la prioridad es la sostenibilidad de largo plazo por su nivel acumulado (77% del PIB).

Un elemento importante en el debate es el proceso de ajuste fiscal de ambos países. Argentina inició ese proceso en el 2015 (gobierno de Macri). En el 2019 el déficit fiscal se redujo al 0,4% del PIB. Ecuador, por su parte, mantuvo una tasa de variación del gasto público superior a Argentina por cerca de diez años, tasa que solo se contrajo con la caída repentina del precio del petróleo a finales del 2014 (Figura 2). Mientras en Argentina la tasa de variación anual del gasto público inicia su declive en el segundo trimestre de 2017 y retoma una dinámica expansiva a finales de 2018 (anticipándose al periodo electoral), Ecuador sostuvo un gasto público expansivo hasta finales de 2018, cuando inicia el proceso de consolidación fiscal.

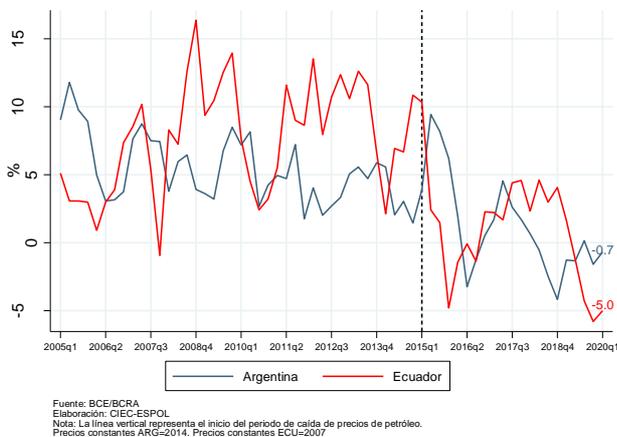
Otro factor relevante --menos evidente-- es el poder heterogéneo de negociación. Argentina, país miembro del G20, mantiene mayores cupos de financiamiento en los organismos multilaterales de desarrollo, y; a pesar de que su historial crediticio y calificación de riesgo no supera al Ecuador, la capacidad de respaldo de la comunidad internacional no es un factor menos relevante. En mayo de 2020, una vez se pusieron de manifiesto las consecuencias en las economías sudamericanas, un grupo de 138 economistas de diversos países, encabezados por dos premios Nobel, J. Stiglitz y E. Phelps,<sup>3</sup> instaron a los

tenedores a alcanzar “acuerdos constructivos” que permitan una reestructuración favorable para Argentina. Si bien este respaldo no es vinculante, y en la práctica no tuvo el impacto esperado, su oportunidad da cuenta del respaldo internacional; respaldo que Ecuador aún está construyendo.

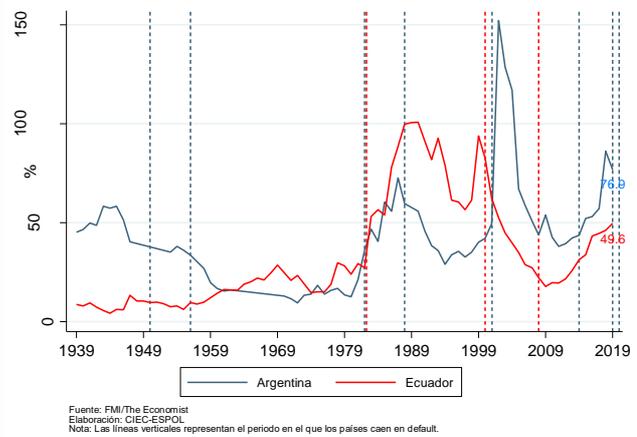
En la Figura 3, se observa cómo, luego de la crisis de la deuda latinoamericana en 1982, la tendencia en cuanto al dinamismo de la deuda es muy similar, aunque en distintos niveles. A partir del año 2000, Argentina acumula niveles de deuda muy superiores al Ecuador, mientras este último desacelera drásticamente su nivel de endeudamiento una vez entra en la dolarización. Esta dinámica se mantuvo hasta el año 2009, año en el que el país recompró más del 90% de su deuda comercial, a un precio promedio de 36% del valor nominal, bajo el argumento de “deuda ilegítima” y con la capacidad fiscal necesaria después de varios años de austeridad y ahorro público. Este importante alivio de corto plazo le pasaría factura al país. En los mercados de capitales no hay “perdón y olvido.” Evidencia de alrededor de 180 procesos de renegociación en más de 68 países favorece el argumento de que altas tasas de pérdida para los inversores (*haircuts*) están altamente asociadas a mayores costos financieros futuros y periodos largos de exclusión de los mercados (Cruces y Trebesch 2013). A su vez, la política de gasto expansivo supuso la necesidad de buscar fuentes alternativas de financiamiento (i.e. deuda bilateral y deuda interna). El país no retornó al mercado de capitales sino hasta el año 2014. En los últimos 20 años, el Ecuador cayó en *default* solamente en dos ocasiones, mientras que Argentina suma cuatro en el mismo periodo, las dos últimas en 2019 y 2020.

<sup>3</sup> La lista incluyó personalidades del mundo económico como: Jeffrey Sachs, Carmen Reinhart y Thomas Piketty.

**Figura 2:** Variación % interanual del gasto público para Ecuador y Argentina



**Figura 3:** Historial de deuda (% PIB) para Ecuador y Argentina. 1939-2020



## Entonces, ¿cómo evaluar el éxito o fracaso de una renegociación?

Sin perjuicio de otras aproximaciones posibles, una forma adecuada de reducir la subjetividad para evaluar el éxito/fracaso de la reestructuración de deuda es comparar el valor presente del flujo de la deuda renegociada versus el valor presente de la estructura de deuda original,<sup>4</sup> de esta manera, se compara cada país según sus resultados potenciales.

Un criterio adicional es comparar este valor con el precio de mercado de los bonos. Este último argumento, informativo desde el punto de vista del riesgo que internalizan los mercados para cada instrumento financiero, no está libre de discrecionalidad puesto que la volatilidad del mercado impide tener un parámetro estable de comparación. A su vez, el flujo de información supone actualizar las expectativas de los agentes respecto de la probabilidad de *default* del país deudor. Elegimos de referencia el valor de los bonos al momento del anuncio de la propuesta de renegociación para cada país, aunque el Ecuador llegó al anuncio luego de un proceso de negociación.

En este sentido, esperaríamos que, en valor presente, los flujos que reciben los acreedores de la nueva deuda descontada estén alrededor de lo que recibirían en los mercados internacionales al momento del anuncio de reestructuración. Valores por debajo representarían una ganancia extraordinaria para el país, y valores por arriba de este margen son un beneficio relativo mayor a favor de los tenedores (no una pérdida en sí misma para el país). Si bien es natural esperar que las condiciones de un acuerdo involucren una opción atractiva para la contraparte, no es menos importante recordar que la alternativa de recompra de deuda no está disponible para el Ecuador. La ausencia de espacio fiscal constituye una restricción relevante; sin embargo, aún si el país contase con ese espacio, esos recursos habrían tenido que ser destinados a la emergencia y no a una estrategia costosa de renegociación que involucre una recompra.

Un acuerdo favorable, en este caso, es un acuerdo que permita obtener mejores condiciones (plazo, tasa y reducción o *haircut*), que alivie el peso del servicio en el presupuesto (que contribuya a la sostenibilidad de la deuda) y que no comprometa la confianza y participación del país en los

<sup>4</sup> Ver también González (2020).

mercados internacionales para obtener liquidez futura; un elemento crucial en las condiciones fiscales y monetarias que atraviesa el Ecuador.

Para analizar el efecto de las renegociaciones en los mercados emergentes hay que considerar dos objetivos contrapuestos, el del deudor y el del acreedor (Kozak, 2005). Por un lado, mientras el interés del país deudor se enfoca en minimizar sus pagos y obtener mejores condiciones de sostenibilidad, desde el punto de vista de los inversionistas el objetivo es maximizar el retorno esperado, ajustado por el riesgo de no pago de la deuda.

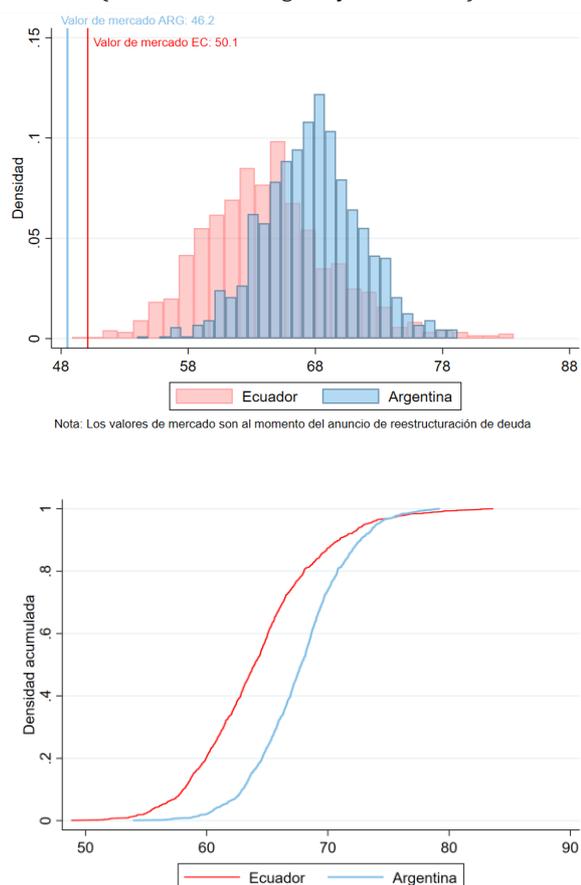
El FMI, por ejemplo, para evaluar la perspectiva de mercado en la restructuración de deuda sugiere el cálculo de los valores presentes de la deuda original y deuda reestructurada utilizando el rendimiento de salida (*exit yield*), que representa el rendimiento de la cartera de bonos post-renegociación. Si bien por lo general las instituciones multilaterales emplean tasas nominales específicas (e.g. 12% en Ecuador), un compromiso metodológico también documentado es el factor descuento derivado de la tasa interna de retorno (TIR) obtenida de igualar los flujos de ambas alternativas (Kozak 2005). Sin embargo, no existe un consenso respecto de la elección de este parámetro, que típicamente responde a objetivos de evaluación diversos. La elección de la tasa de descuento es crítica en los resultados.

Por otra parte, hay abundante literatura que demuestra que el costo de oportunidad social del uso de los recursos públicos es heterogéneo entre países. Las condiciones socioeconómicas, de infraestructura, y rendimiento real de las inversiones son condicionales a la estructura económica vigente en cada país. Asimismo,

evaluaciones de la tasa de descuento económica, particularmente en la literatura experimental, muestran no solo diferencias entre países, sino sensibilidad al horizonte de evaluación. Los agentes económicos --y, por lo tanto, un agente representativo-- no descuentan igual los flujos de fondos en el corto y en el largo plazo. En otras palabras, la tasa de descuento no es un parámetro constante en el tiempo (Castillo y Zhangallimbay, 2019).<sup>5</sup>

### Estimaciones del valor presente neto de la nueva deuda versus el valor de mercado

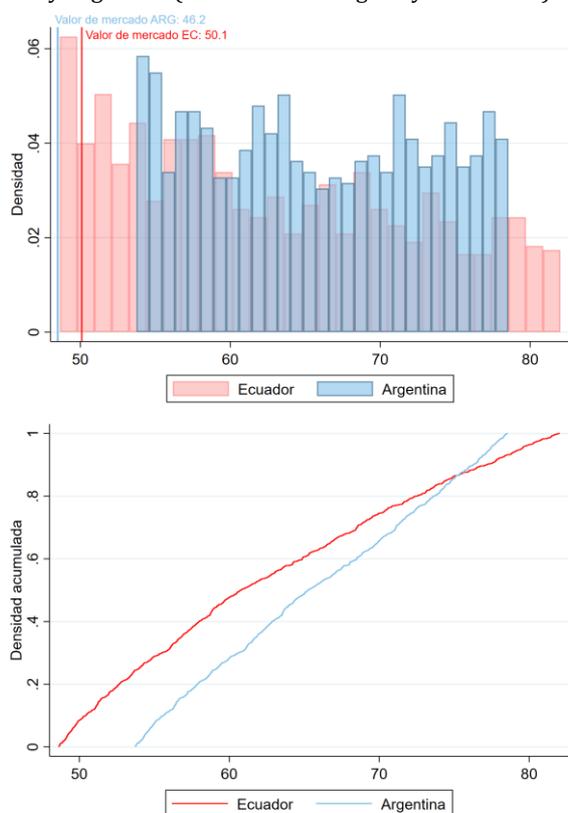
**Figura 4:** Simulación del valor presente de la restructuración en función de una tasa de descuento que sigue una **distribución normal** ( $\mu=8.21$ ,  $se=1.84$ ) para Ecuador y Argentina (distribución marginal y acumulada)



<sup>5</sup> En la literatura experimental la evidencia se decanta por el descuento hiperbólico, es decir, una tasa de descuento decreciente en el tiempo.

Debido a la incertidumbre implícita respecto del parámetro de descuento en la evaluación financiera y económica, estimamos el ratio del valor presente de la deuda restructurada y la deuda original a partir de un ejercicio de Montecarlo. En lugar de asumir un valor específico para la tasa de descuento, asumimos que sigue una distribución (normal y uniforme) calibrada a partir de la información de la diversidad de tasas de descuento empleadas en el análisis económico y financiero a nivel internacional (Castillo y Zhangallimbay 2019). De esta forma, obtenemos conclusiones independientes del factor de descuento empleado, facilitando la comparación de los resultados. Finalmente, observamos los resultados para cada país empleando como referencia el valor de mercado de la deuda al momento del anuncio oficial.

**Figura 5:** Simulación del valor presente de la restructuración en función de una tasa de descuento que sigue una **distribución uniforme (a=3, b=15)** para Ecuador y Argentina (distribución marginal y acumulada)



## Resultados y conclusiones

El ejercicio propuesto permite evidenciar algunos elementos de la renegociación que facilitan la comparación (incomparable). Primero, como se espera en una renegociación, y contrario a lo que han manifestado algunos analistas, el valor presente de la deuda renegociada (respecto de la original) supera en casi todos los casos al valor de mercado, independientemente de la tasa de descuento. Esto da cuenta de que, en el proceso de ambos países, las condiciones renegociadas consideran el punto de vista de los acreedores de tal forma que haya ventajas relativas que promuevan los acuerdos, al menos respecto del riesgo de no recibir pago alguno o *default*.

**Tabla 2:** Números de la restructuración por país

Reestructura vs. Original (variación)	Ecuador	Argentina
Tasa de interés (%)*	-3.9 p.p	-3.9 p.p.
Maduración (años)*	+ 6.6	-1.1
Plazo máximo (años)	+10	-71
Reducción de capital - haircut-	9%	3%

\* valor promedio ponderado

p.p. puntos porcentuales

Fuente: Reportes oficiales ministerios.

Nota: Los valores de la deuda argentina son referenciales y están sujetos a las condiciones de cierre de los acuerdos.

En segundo lugar, el valor de mercado de los bonos ecuatorianos al momento del anuncio, que bordeó el 50% de su valor nominal, está mucho más próximo al ratio del valor presente de los flujos de la deuda restructurada, que en el caso argentino. Dependiendo de la distribución, la masa de todas las posibles opciones de descuento simuladas está más cercana al valor de mercado para el Ecuador. Esto quiere decir que, independientemente del descuento que se utilice (o rendimiento de salida), la negociación

ecuatoriana se aproximó mejor al valor de mercado. Por supuesto, este resultado no es un hecho aislado sino endógeno a las distintas estrategias implementadas en los dos países; sin embargo, reduce la incertidumbre respecto de la discusión del descuento.

Finalmente, un hecho decisor respecto de esta comparación son las condiciones y temporalidad de los flujos a los que accedió el Ecuador en el proceso (Tabla 2).

En ambas distribuciones (Figuras 4 y 5) puede observarse que la masa se concentra en niveles menores de valor presente para el caso ecuatoriano que el argentino (lo que se conoce como dominancia estocástica). El valor medio de la simulación para el caso ecuatoriano es 64.2%/62.5% para la distribución normal y uniforme, respectivamente; mientras que para el caso argentino este valor asciende a 67.7 / 66.8%. En otras palabras, y superando la disyuntiva sobre el descuento a utilizar, las condiciones de la renegociación ecuatoriana son más ventajosas.

Dicho esto, ambos países alcanzaron a la fecha acuerdos con sus tenedores. El resultado de la renegociación para ambos países constituye un respiro a las finanzas públicas. Sin embargo, Ecuador y Argentina enfrentan desafíos críticos respecto de la sostenibilidad fiscal y el manejo de la deuda que no se resuelven con estos acuerdos. Enrumbar ambas economías requiere de esfuerzos fiscales y reformas estructurales que deben equilibrar la permanente necesidad de optimización en el uso de recursos públicos, mejorar la posición de los ingresos del Estado a través de agendas tributarias progresivas que promuevan una mejor distribución de los costos fiscales y mantener una dinámica de mercado saludable que permita estimular la inversión pública y privada, amplificando su efecto multiplicador en el sector real (i.e. PIB, empleo, etc.); todos factores claves para el desarrollo.

## Referencias

Castillo, José G. y Zhangallimbay, Donald. (2019). La Tasa Social de Descuento en la evaluación de proyectos de inversión: Una aplicación para el Ecuador. *Documentos de Trabajo*, Laboratorio de Economía Experimental y Comportamiento, FCSH-ESPOL.

Cruces, J. y Trebesch, C. (Julio 2013). Sovereign defaults: the price of haircuts. *American Economic Journal: Macroeconomics* (5)3: 85-117.

González, Manuel. (Agosto 2020). Análisis sobre la renegociación de la deuda ecuatoriana. *Carta Económica*, CORDES.

Kozak, Julie. (Diciembre 2005). Considerations in the Choice of the Appropriate Discount Rate for Evaluating Sovereign Debt Restructurings. *IMF Discussion Papers*.

Maldonado, Juan L. (Junio 2019). Los alcances de la política fiscal en el proceso de ajuste macroeconómico en el Ecuador. *Boletín de Política Económica*, (6), 13-19. Centro de Investigaciones Económicas, FCSH-ESPOL.

Villalva, Mateo. (Octubre 2016). *Hoy fío, mañana también*. GK.City. Recuperado de: <https://gk.city/2016/10/10/deuda-publica-ecuatoriana/?fbclid=IwAR1F3XwFTpeqJhchh5REk1cGa1o-Tyfy6eaO6-0n-fE7FG60K4G1MwC7fVU>

## Créditos

José Gabriel Castillo, Ph.D.  
(Director)

Ariell Paladines Gallardo, Ec.  
(Investigador)

### CONTACTO

**Centro de Investigaciones Económicas- CIEC**  
**Escuela Superior Politécnica del Litoral-**  
**ESPOL**

Campus Gustavo Galindo, Km. 30.5 Vía  
Perimetral, Guayaquil, Ecuador.

**Facultad de Ciencias Sociales y**  
**Humanísticas** – Bloque 8B, O2.

Teléfonos: (+593) - 42 - 269097

Código postal: EC090112



 [ciec@espol.edu.ec](mailto:ciec@espol.edu.ec)

 <http://www.ciec.espol.edu.ec/>

 [CIEC-ESPOL](https://www.facebook.com/CIEC-ESPOL)

 @CIEC\_ESPOL