

# **EL CANJE DE LOS BONOS BRADY POR BONOS GLOBALES ECUADOR**

*Detalles de un atraco maravilloso*<sup>1</sup>

*Por: Alberto Acosta*<sup>2</sup>

***"Por desgracia hasta hoy, la impunidad ha sido la piedra angular que ha sostenido en pie la famosa escuela de vicios y depravación que dejó establecida el General Flores. Sus vástagos aprovechan el tiempo y hacen su agosto sin ruborizarse ni detenerse ante el día de la fiscalización inexorable que se aproxima. Con tal de quedar millonarios y poder escapar, lo demás poco les importa. La medida de la inequidad está colmada en este moderno festín de Baltazar, y la vos del patriotismo indignando clama por todos los ámbitos de la República: ¡Mane, Thecel, Phares!"***<sup>3</sup>

Eloy Alfaro, Alajuela, febrero de 1892.

## **En la mira estaba el bolsillo de los acreedores, no el interés del Ecuador**

El gobierno de Gustavo Noboa, que llegó a la Presidencia en enero del 2000 por haber sido el vicepresidente de Jamil Mahuad,<sup>4</sup> presentó como un triunfo los resultados de las renegociaciones de la deuda externa comercial y bilateral realizadas a mediados del mismo año, a menos de un año de haber declarado una nueva moratoria en la larga historia de la deuda eterna.

El objetivo de dichas renegociaciones, reconocido expresamente por el régimen, fue:

- “Aliviar las presiones sobre el flujo de caja del Estado por servicio de la deuda con acreedores privados y con el Club de París.
- Definir un perfil del servicio de deuda acorde con la capacidad del Fisco ecuatoriano de cumplir con sus obligaciones.

---

<sup>1</sup> Estas reflexiones fueron publicadas en varios artículos y editoriales del autor, por ejemplo “Dolarización y endeudamiento externo: ¿un matrimonio por interés?”, en Salvador Marconi R. (editor), “Macroeconomía y economía política en dolarización”, ILDIS y Abya-Yala, Quito, 2001. Forma parte de un capítulo especial sobre el tema que aparecerá en la quinta edición de la “Historia de la deuda eterna”, que se encuentra en fase de edición.

<sup>2</sup> Ecuatoriano. Economista, Universidad de Colonia, Alemania. Consultor internacional y del ILDIS-FES (Ecuador). Profesor visitante de las Universidades de Cuenca y de la Universidad de Guayaquil. Asesor de organizaciones indígenas y sociales. Editorialista del Diario Hoy, Quito. Autor de varias publicaciones.

<sup>3</sup> Alfaro se refiere a la misteriosa escritura que habría aparecido en los muros del palacio del rey Baltazar, "mane, thecel, phares" (Daniel V, 25-28), es decir, "pesado, contado, medido", que se interpreta como que Baltazar ya habría sido juzgado y que se le va a cumplir el castigo.

<sup>4</sup> Ecuador sorprendió al mundo al finalizar el siglo XX. Con la dolarización plena de su economía, el 9 de enero del 2000, fue el primer país de América Latina que sacrificó oficialmente su moneda nacional e impuso una moneda extranjera como de curso legal completo. Y se incorporó a la lista de 26 colonias o territorios que hasta entonces utilizaban una moneda extranjera en todo el mundo, 11 de ellos el dólar norteamericano.

- Disminuir las presiones fiscales por concepto de servicio de deuda sobre el presupuesto de gastos de la Nación, liberando recursos para otros programas prioritarios.
- Reducir significativamente el monto nominal de la deuda externa con tenedores de bonos privados.
- Maximizar pagos por adelantado y flujo a los inversionistas durante la vida de los bonos (Deuda amortizable).
- Encaminar al Ecuador hacia la reapertura del acceso a los mercados internacionales (manteniéndose al día con el pago de obligaciones internacionales)
- Promover la disminución de la prima de riesgo país”<sup>5</sup>.

Estos puntos fueron asumidos como requisitos indispensables para viabilizar el esquema de dolarización, la misma que serviría -según el discurso oficial- para acelerar la estabilización macroeconómica, concluir el ajuste estructural y asegurar la capacidad de pago del país.

Adicionalmente, como otro de los subproductos de estas acciones se quería alentar las inversiones extranjeras directas y, a su vez, posibilitar inversiones sociales utilizando los recursos que se liberarían del menor servicio de la deuda y de su canje para inversiones sociales, que sería aprobado en el marco de las negociaciones con el Club de París. Desde esta perspectiva, el gobierno, en concreto, ofreció una estrategia de la deuda enmarcado en la lógica del ajuste estructural, barnizándolo con una suerte de preocupación social para apuntalar la tarea acometida.

Una vez más, como afirmaba Simón Bolívar y tal como se demostrará más adelante, al referirse a la deuda externa surgida "por obra de usureros y mercaderes, los prestamistas y sus intermediarios, sabios en artes de alquimia, convierten cualquier guijarro en joya de oro." Además, una vez más el tema de la deuda, no hay duda, “abre horizontes y perspectivas”, que permiten “estudiar la relación entre políticas económicas y uso del crédito; corrupción y contratos crediticios; crecimiento macroeconómico y ahorro externo; y, el imperialismo entendido como la interferencia externa sobre el acontecer de un Estado Nación”, al decir de Oscar Ugarteche, uno de los mayores estudiosos de la materia.

La rápida aceptación de la propuesta ecuatoriana por parte de los acreedores privados era obvia. Era una operación asegurada de antemano en tanto les representaba un gran negocio, además, contaba con la bendición del FMI y con el respaldo de importantes firmas consultoras encargadas de auscultar los intereses de los acreedores. No estaba en

---

<sup>5</sup> Con la dolarización no desaparece el riesgo país, ni las incertidumbres devaluatorias frente a terceros países. Con la dolarización se renuncia a la política monetaria y cambiaria, con lo cual el país experimentará directamente las variaciones que tenga el dólar estadounidense. Tampoco es suficiente garantía la supuesta irreversibilidad de la medida, pues, dependiendo de las circunstancias económicas y en especial políticas, sin mayores problemas, el país puede recuperar su moneda nacional y con ella su política monetaria y cambiaria; lo cual no implica que necesariamente habrá que volver a la caótica situación de inestabilidad previa a la dolarización.

su agenda el interés nacional, ni siquiera se reflexionó cuánto podía pagar y menos aún qué deudas debía pagar el Ecuador.<sup>6</sup>

En términos de la mecánica financiera, el gobierno cambió los Bonos Brady por los Bonos Global. La emisión de los Bonos Brady, que sirvieron para canjearlos por la anterior deuda comercial, que también estaba en moratoria desde enero del 1987 (antes del terremoto), data de 1995. Su vida, luego de que dicha negociación fue sonoramente promocionada y anunciada como la solución definitiva, fue muy corta, menos de 5 años para una duración programada de 30 años.

Con esta sustitución de los Bonos Brady prematuramente envejecidos por los Bonos Global se habría alcanzado, de acuerdo a datos oficiales, una reducción en el servicio de la deuda de unos 1.500 millones en los primeros 5 años: 300 millones de dólares anuales, en promedio.<sup>7</sup> Además, según la Comisión Renegociadora de la Deuda Externa, el éxito de la gestión habría sido indiscutible, pues gracias a ella se habría obtenido una significativa reducción del monto endeudado. Todo en menos de un mes desde que se formuló públicamente la propuesta, un tiempo récord que sería otra demostración del logro gubernamental...

Tanta maravilla, sin embargo, no resiste un análisis serio.

Según documentos oficiales, se debían emitir Bonos Global A (a 30 años) “aproximadamente” por 2.700 millones de dólares y Bonos Global B (a 12 años) por 1.250 millones de dólares<sup>8</sup>; la suma de estas cifras da un valor total de 3.950 millones para los Bonos Global, lo cual comparado con los 6.946 millones de dólares que representaban los Bonos Brady<sup>9</sup> y los Eurobonos<sup>10</sup>, significaba una rebaja de un 43%, descuento que podría ser mayor por efecto de la recompra programada de los nuevos bonos en el mercado secundario.

Si se aceptan las cifras oficiales mencionadas y la lógica de su cálculo, así como el hecho de que el Ecuador ya entregó los colaterales para pagar el capital que correspondía a la negociación de los Bonos Brady (unos 722 millones de dólares, financiados por el Ecuador para entregarles a los acreedores después de 30 años por el pago del capital), el descuento no sería del 43%, sino inferior al 30%.

Según el Decreto Presidencial N° 618, publicado en el Registro Oficial N° 147 del 22 de agosto, el gobierno se comprometió a emitir 1.250 millones de dólares en Bonos Global B y 4.500 millones de dólares en Bonos Global A, destinados “exclusivamente” para el canje con los Bonos Brady (par, discount, PDI e IE) y con los Eurobonos. Esto nos daría un nuevo total en Bonos Global de 5.750 millones de dólares y no de 3.950 millones de dólares, como sostenía el gobierno de Gustavo Noboa, que dice que se habrían emitido sólo 2.700 millones de dólares en Bonos Global A. Si no se considera

---

<sup>6</sup> En el Ecuador, como en casi todos los países subdesarrollados, se debería analizar la calidad de las deudas contratadas, pues muchas de ellas caen dentro de la categoría de deudas "odiosas" o "fantasmas"; deudas que por lo tanto no deberían ser servidas.

<sup>7</sup> En el año 2000 la reducción habría sido de 330 millones de dólares. Para el 2001 la rebaja obtenida sería de 110 millones, en el 2002: 505 millones, en el 2003: 300 millones, en el 2004: 300 millones.

<sup>8</sup> Por cada 100 Bonos Global A, los acreedores optan hasta por 65 Bonos Global B.

<sup>9</sup> PDI 2.877 millones, PAR 1.739 millones, IE 155 millones, Discount 1.597 millones.

<sup>10</sup> Euro02 405 millones y Euro03 173 millones.

esta variación -explicable por “la mecánica de la renegociación” según voceros gubernamentales-, el descuento sería de apenas 17%...

Aún si se asume que la reducción de la deuda externa comercial habría sido de alrededor del 40% (equivalente a una rebaja del 16,5% de la deuda externa pública total), el descuento conseguido resulta mínimo para los intereses nacionales. Los mismos acreedores -tal como se conocía públicamente a través varias notas de prensa- esperaban que al menos se solicite un 50% de rebaja real; descuento que tampoco habría estado acorde con las valoraciones del mercado, si se considera que los papeles de la deuda externa ecuatoriana tenían una cotización inferior al 70 y aún al 80% de su valor nominal. El propio ex-presidente de la República Oswaldo Hurtado Larrea, en una publicación en el que intenta deslindar su responsabilidad sobre la “sucretización” de la deuda externa, afirma que “algunos de los tenedores de los Bonos Brady han desarrollado acciones conducentes a incrementar sus ventajas, para lo cual han acumulado paquetes de títulos comprados a la baja, en menos del 20% de su valor nominal, con el propósito de imponer condiciones en la renegociación desde una posición de fuerza y obtener mayores ganancias”.

Por eso, a la postre, los acreedores, en especial quienes especularon con la compra de papeles baratos de la deuda externa ecuatoriana, sobre todo durante los casi 12 meses que duró la moratoria, hicieron un negocio redondo. Para mencionar un caso, la Telefónica de México (Telmex), que habría adquirido 675 millones de Bonos Brady (11% de la deuda comercial del Ecuador) durante el período de moratoria, con un descuento cercano al 80%, habría hecho multimillonarias ganancias con el simple anuncio del acuerdo alcanzado que elevó las cotizaciones de los papeles ecuatorianos. Recuérdese que el resultado del arreglo se vio inmediatamente en la cotización de los papeles de deuda ecuatoriana, que experimentaron un incremento notable, alcanzando un nivel muy superior a las cotizaciones previas a la moratoria.<sup>11</sup>

Los Bonos Global<sup>12</sup>, con vencimientos semestrales, ofrecen una serie de ventajas y alicientes para sus tenedores (extranjeros y nacionales), como lo veremos a continuación:

- A los acreedores se les entregó antes de su vencimiento los bonos cupón cero del Tesoro norteamericano, por un valor aproximado de 750 millones de dólares, que debían recibirlos recién en el año 2025. Así, los tenedores de papeles de la deuda ecuatoriana obtuvieron anticipadamente los bonos norteamericanos que colateralizaban los Bonos Brady (par y discount); esto representa el pago de parte del capital.
- El gobierno se autoimpuso sanciones para el caso de que no se cumplan las obligaciones adquiridas. Así, si se produce un atraso en el servicio de los

---

<sup>11</sup> A modo de referencia, el precio de los bonos "par" (para los bonos "discount" los valores están entre paréntesis) que había alcanzado con 30,00 (32,90) el valor más bajo y que tuvieron un promedio de 33,10 (35,23) en los tres meses anteriores a la difusión de la propuesta de renegociación, con el simple anuncio, pasaron a 35,41 (37,50) el 24 de julio y a 38,44 (46,69) el 28 de julio del 2000. Los Eurobonos pasaron en tan pocos días de 36,00 a 50,00.

<sup>12</sup> Hay que señalar que cerca de 98% de los tenedores de Bonos Brady aceptaron el canje de su deuda vieja por deuda nueva. Las personas que se quedaron con Bonos Brady, a quienes se les paga normalmente, no podían declarar la aceleración del cobro o sea su pago inmediato, ni tampoco el embargo de los bienes del país en el exterior.

nuevos bonos en los primeros tres años se emitirán más bonos por una cantidad igual a 1,3 veces su valor, castigo 30%; a partir del cuarto año el castigo baja al 20%, y, desde el séptimo año es del 10%.

- La compra de papeles en el mercado secundario será programada: "manejo activo de deuda", la llaman. Ecuador adquirirá su deuda a valores de mercado por lo menos en un equivalente al 3% anual de la cifra original, desde el año 13 de la emisión de los nuevos papeles: Global A (30 años). Para los Global B (12 años) la compra será igualmente obligatoria en un 10% a partir del sexto año. Sin embargo, una vez concluido el intercambio de bonos ya se podía recomprar papeles, los mismos que serán compensados a futuro de acuerdo a lo que dispone el "manejo activo de la deuda". Así, al desactivar la posibilidad de incidir con creatividad en el mercado, se mantiene alta la cotización de los Bonos Global para beneficio de sus tenedores; en este punto incidirá una reforma fiscal que se la analizará más adelante, aprobada para mantener elevados los valores de los Bonos Global antes del sexto y décimo tercer año respectivamente. En términos oficiales, el manejo activo de deuda "garantiza una Demanda Constante en el Mercado Secundario por Bonos del Gobierno Ecuatoriano: La presencia constante del Ecuador en los mercados financieros garantiza una mayor profundidad y liquidez en la compra-venta de los instrumentos en el mercado secundario."
- Los intereses de los bonos Global A pasarán del 4% al 10%, con un ritmo anual de crecimiento de un punto porcentual. Los intereses de los Global B son del 12%. No hay duda que estas tasas de interés, totalmente superiores a las existentes en el mercado, representan uno de los mayores regalos para los acreedores y que se han explicado diciendo que de lo contrario los acreedores no habrían aceptado el arreglo (era lo que el mercado podía aceptar, dicen los defensores de este arreglo, quienes en realidad lo que buscaban es "Maximizar pagos por adelantado y flujo a los inversionistas durante la vida de los bonos"). Estas elevadas tasas de interés explican la creciente presión del servicio en los próximos años. Si calculamos el valor nominal del servicio pendiente, constatamos que el servicio de los Bonos Global comparado con el servicio de los Bonos Brady, luego de una reducción en el corto plazo, vuelve a crecer.<sup>13</sup> Y a la postre el servicio total de los Global sería superior en al menos 3.000 millones de dólares al de los Brady, lo que representa, en la práctica, un nuevo endeudamiento.
- Los plazos para el servicio de los nuevos papeles son similares a los del Plan Brady; no hay ningún período de gracia que habría aliviado la crítica situación de la economía nacional, ni tampoco cláusulas de contingencia.
- Las obligaciones vencidas por aproximadamente 161 millones de dólares fueron canceladas de inmediato.

---

<sup>13</sup> Los Bonos de Descuento se caracterizaban por tener tasas de interés de mercado. Mientras que los Bonos a la Par arrancaba con 1% en el primer año para llegar, en forma paulatina, a 5% luego del décimo año.

Así endulzados, los Bonos Global mantienen elevada su cotización y, de paso, bajan el índice de "riesgo país", fiel reflejo del grado de sumisión y generosidad del gobierno ecuatoriano.<sup>14</sup> El objetivo final asoma con claridad: el gobierno buscó satisfacer las exigencias de los acreedores y de paso mejorar la imagen del país en el mercado financiero mundial para poder continuar contratando créditos en el mercado, pues la posibilidad de acceder a dichos créditos internacionales con mayor agilidad que antes es uno de los requisitos para que funcione una economía dolarizada; esto se registra sobre todo por el lado del endeudamiento externo privado que salto de 2.300 millones de dólares al inicio del año 2001 a unos 5.000 millones en el 2003.

Por otro lado el deseo de estar preparados para posible atrasos (?) explicaba la mayor emisión de Bonos Global A de lo que inicialmente se informó, por un valor de 202,4 millones de dólares. Aunque en realidad esa emisión excedentaria de bonos estaba destinada a cancelar las comisiones de la compañía Salomon Smith Barney que asesoró al gobierno en la renegociación de los Bonos Global, con 42,6 millones de dólares en Bonos Global y 5,7 millones de dólares por honorarios, en julio del 2000.<sup>15</sup> Además, parte de estos Bonos, en contra de las disposiciones legales, habrían sido destinados para financiar nuevos problemas surgidos en la banca privada. El uso indebido de recursos de un saldo no canjeado de la emisión de bonos globales por un total de 126,4 millones de dólares habría sido negociado en el mercado para convertirlos en 52,7 millones de dólares, que habrían sido destinados al Filanbanco y al Banco del Pacífico, entidad esta última de la cual Jorge Gallardo fue presidente ejecutivo. Estos Bonos Global habrían sido vendidos con un descuento del 60% y luego estos mismos Bonos Global sirvieron para que los bancos cancelen las deudas al Estado, con un descuento de apenas el 10%...

Como complemento de la negociación de los Bonos Global, el gobierno de Noboa dio paso a una reforma fiscal, que se plasmó en el año 2002 en la "Ley Orgánica de Responsabilidad, Estabilización y Transparencia Fiscal". Allí, incluyendo algunos elementos interesantes para el manejo planificado de los recursos fiscales, pero sin considerar la equidad tributaria, la inversión social y aún la recuperación del aparato productivo, se estableció como primera y casi única prioridad el servicio de la deuda externa o su recompra, que es lo mismo. Los fondos para ello se obtendrían a partir de la fijación de un superávit primario en la pro forma presupuestaria, esto es del excedente del gasto primario del gobierno central, calculado en base al gasto total menos el pago de intereses de la deuda (de 4,5% del PIB en el año 2002, pasará a 5,2% en el 2003), gasto que no crecerá más allá del 3,5% del PIB del año anterior; del 70% de los dólares de la Cuenta de Estabilización y Reducción del Endeudamiento Público, que se alimentará con los ingresos del nuevo oleoducto para crudos pesados (OCP) y sus rendimientos financieros; estos recursos servirán exclusivamente para el pago anticipado de la deuda, que eso es representa la recompra de los Bonos Global anunciada. El 20% restante servirá para financiar un nuevo fondo de estabilización, lo que significa que, mientras se mantenga como primera prioridad el servicio de la deuda, esos recursos también irán al bolsillo de los acreedores; quedando un generoso 10%

---

<sup>14</sup> La estructura de los Bonos Global por deudores es la siguiente (entre paréntesis esta el valor de los bonos Brady), en millones de dólares: gobierno central 3.631,0 (5.604,0), Petroecuador 108,8 (186,5), Empresa Eléctrica Quito 24,7 (42,1), Corporación Financiera Nacional 12,3 (21,3), Autoridad Portuaria Bolívar 11,1 (18,9), Municipios 9,3 (17,4), Emeloro 7,4 (10,3), TAME 4,9 (8,4), Autoridad Portuaria Guayaquil 2,9 (5,0), Emelmanabí 2,9 (4,1), DAC 1,4 (2,3).

<sup>15</sup> En la sesión del 26 de julio del 2000 se resolvió toda la negociación. En esa fecha se realizaron 32 trámites públicos, a un ritmo nunca visto en la burocracia estatal.

para la inversión social... Con el fin de asegurar el cumplimiento de estas disposiciones, se establece un marco jurídico de infracciones y sanciones para impedir que alguien, en el futuro, intente alterar esta priorización.

Este esquema preanunciado de recompra de papeles de la deuda, anticipando los plazos de recompra establecidos en la renegociación de los Bonos Global, alienta hacia arriba sus cotizaciones, haciendo bajar el tramposo indicador del riesgo-país, que no señala la real situación de una economía sino simplemente el grado de “lamebotismo” de los gobiernos ecuatorianos para con los acreedores. Es, no hay duda, un intento por hacer sustentable el servicio de los Bonos Global, cuya inviabilidad ha sido demostrada en reiteradas ocasiones.<sup>16</sup> Y no solo eso, el ex-presidente León Febres Cordero estimó el perjuicio en 8.942 millones de dólares calculando el interés y los plazos que se fijaron para los bonos globales, que sustituyeron a los Bonos Brady, pues, según él, el país podía haberse beneficiado si, en lugar de entrar en el cambio de los Bonos Brady por los Bonos Global, habría recomprado su deuda en el mercado secundario utilizando una facilidad petrolera para el financiamiento de esta potencial operación.

Lo expuesto anteriormente demuestra, una vez más, que los mejores garantes de los intereses de los acreedores de la deuda externa han sido los gobernantes de los países deudores. Los diversos arreglos de esta deuda eterna, la historia lo demuestra hasta la saciedad, se ajustan a las demandas de los acreedores, o sea lo que el mercado puede aceptar, y no a los intereses del país. Discursos más discursos menos, envueltas en objetivos grandilocuentes, las acciones de los gobiernos ecuatorianos, casi excepción, han organizado la economía para atender el servicio de la deuda... sacrificando el bienestar de su pueblo, tal como sucede en la actualidad con el gobierno de coronel Lucio Gutiérrez.

Frente a tanta audacia recobra vigencia la crítica del general liberal Emilio María Terán a la negociación entreguista de la deuda por parte del presidente Antonio Flores Jijón, realizada al finalizar el siglo XIX, y que en su espíritu es muy parecida al canje de los Bonos Global o anteriormente de los Bonos Brady. Y como Terán podemos repetir: “¡Hosanna! ¡Hosanna! Entonarán los tenedores de los Bonos Global. ¡Gloria a Dios en las alturas y plata a los tenedores de bonos ecuatorianos!”

---

*22 de mayo del 2003*

**NOTA:**

La denuncia sobre la negociación de los Bonos Global realizada por el diputado León Febres Cordero, ex-presidente de la República, el día miércoles 21 de mayo del 2003, sobre un hecho público anteriormente denunciado, pero que no recibió la debida atención por parte de los grandes medios de comunicación, es una oportunidad histórica. La sociedad puede convertir esta denuncia en el punto de partida para aclarar no sólo este caso, sino otros concomitantes (propios de un proceso sistémico que explica la evolución de la deuda), como fueron la renegociación de los Bonos Brady (gobierno de Sixto Durán Ballén), la compra de cuentas especiales en divisas o canje de

---

<sup>16</sup> Véase, por ejemplo, el trabajo de Marconi, Salvador; “La impagable deuda externa ecuatoriana”, en varios autores; “Deuda externa – Construyendo Soluciones Justas”, CDES, Quito, noviembre del 2001.

deuda (gobierno de León Febres Cordero), la “sucretización” de la deuda externa privada (gobiernos de Oswaldo Hurtado Larrea y León Febres Cordero), en general todo el manejo de la deuda externa, que ha sido el hilo conductor de la política económica ecuatoriana en los últimos 20 años. Estos asuntos deben ser ventilados para poder iniciar, si es del caso, los correspondientes juicios antes que prescriban por cumplirse los plazos legales.