



# INFORME RIESGO PAÍS

# ECUADOR

Madrid, 29 de noviembre de 2023



# ECUADOR

**Elecciones en un clima de convulso.** Las elecciones del pasado 20 de agosto se llevaron a cabo en un ambiente crispado por el asesinato de uno de los candidatos y por la polarización de la sociedad ante una posible vuelta del correísmo al poder. Por otra parte, a la tradicional fragilidad institucional y política se añade el reciente deterioro de la situación de seguridad, ya que Ecuador está siendo utilizado cada vez más como un centro logístico en el negocio internacional del narcotráfico.

**Noboa obtiene un corto mandato hasta 2025.** Daniel Noboa tiene un perfil político moderado, partidario de la ortodoxia económica y la atracción de inversión extranjera. Se enfrenta ahora a un corto mandato, de apenas 15 meses, hasta las próximas elecciones, en las que previsiblemente reeditará el duelo ante el correísmo. En principio, parece poco probable que pueda aprobar reformas de calado por sus escasos apoyos en el Legislativo, pero es previsible que mantenga la prudencia fiscal y la orientación de la política exterior de los últimos años.

**Dependencia petrolera.** Tanto la evolución económica como la solvencia externa dependen enormemente de las exportaciones de crudo y, por tanto, de las variaciones del precio internacional del barril. Si bien el potencial productivo es notable (cuartas reservas de Latinoamérica), la falta de inversión, lastrada por el clima de negocios, no permiten confiar en una mejora de los niveles de producción, actualmente en 480.000 b/d.

**Débil recuperación.** Durante la pandemia, la ausencia de margen fiscal y la plena dolarización de la economía limitaron el margen de maniobra para aplicar medidas contracíclicas, lo que explica la magnitud del desplome de la actividad en 2020 (-7,8%) y el débil desempeño posterior. A cambio, el país no ha registrado tensiones inflacionistas importantes derivadas de la guerra de Ucrania.

**Indicadores de solvencia en franca mejoría lastrados por el historial pagador.** El control del gasto y la mejora de los ingresos han logrado una sorprendente reducción del déficit público. En 2023 se registrará, además, el cuarto año consecutivo de superávit por cuenta corriente. Por otra parte, los niveles de endeudamiento se encuentran en cifras manejables, cercanas al 50% del PIB. Todos estos datos se ven ensombrecidos por el pésimo historial pagador, que impide a Ecuador acceder al mercado internacional de capitales bajo *spreads* de deuda asumibles.

# 1. SITUACIÓN POLÍTICA

- ➔ Si bien el sistema democrático está razonablemente bien asentado, las elecciones del pasado mes de agosto, celebradas en un ambiente convulso por el asesinato de uno de los candidatos y la polarización ante una posible vuelta del correísmo al poder, reflejan todavía la tradicional fragilidad institucional y política. A estos problemas se añade el deterioro de la situación de seguridad derivada del creciente uso de Ecuador como *centro* logístico en el negocio internacional del narcotráfico.
- ➔ La victoria de Daniel Noboa supone la elección de un perfil moderado y favorable a la inversión extranjera. Sin embargo, su presidencia se verá complicada por la falta de apoyos en la Asamblea Nacional, así como por lo corto de su mandato. En efecto, en 2025 posiblemente se reeditará el duelo con el correísmo, que anhela la posible vuelta del ex presidente Rafael Correa al país.
- ➔ En materia de relaciones exteriores, Noboa mantendrá una línea continuista de acercamiento a EEUU, principal socio comercial. Junto con ello, es de esperar que mantenga también buenas relaciones con las IFIs, como puso de manifiesto su visita a Washington antes de su toma de posesión.

## NOBOA HASTA 2025

POBLACIÓN	17,8 mill. hab.
RENTA PER CÁPITA	6.310\$
RENTA PER CÁPITA PPA	12.630\$
EXTENSIÓN	283.561 Km <sup>2</sup>
RÉGIMEN POLÍTICO	Rep. Presidencialista
CORRUPCIÓN	101/180

Ecuador parece contar a primera vista con un sistema democrático razonablemente bien asentado, como atestigua la alternancia de poder registrada en 2021 y la reciente celebración de comicios, considerados limpios, en los no que se produjeron altercados significativos

tras los resultados, ni denuncias de irregularidades. No obstante, el país cuenta con un largo y recurrente historial de inestabilidad económica, política y social. No en vano Ecuador registró hace no tanto, en el año 2000, un golpe de Estado, y en 2005, vio cómo el entonces Presidente, Lucio Gutiérrez, huía del país precipitadamente ante la llamada “Rebelión de los Forajidos”<sup>(1)</sup>. El marco político e institucional es, en realidad, relativamente frágil. Ecuador ha tenido desde su independencia en 1830 un total de veintiuna Constituciones. De hecho, la última carta magna fue aprobada en 2008 por el controvertido ex Presidente Rafael Correa (2007-17), actualmente exiliado en Bruselas, y cuya figura continúa polarizando el debate político, como ocurrió de nuevo en las elecciones presidenciales celebradas el pasado mes de agosto.

Los comicios de 2023 se celebraron, efectivamente, en un ambiente muy convulso por varios motivos. En primer lugar, porque fueron convocados bajo la inusitada fórmula de “muerte cruzada”. Se trata de una prerrogativa presidencial para resolver un eventual bloqueo entre el Legislativo y el Ejecutivo y que permite convocar elecciones simultáneamente en ambos

(1) Gutiérrez huyó ante la ola de protestas callejeras y la aparente retirada del apoyo de la cúpula militar, que dejó a los manifestantes tomar la plaza de la Independencia y el Palacio de Carondelet, la sede del gobierno.

órganos de poder, pero con validez únicamente para el resto del mandato<sup>(2)</sup>. Lo cierto es que se especulaba con el uso de este mecanismo casi desde el inicio del mandato del Presidente Guillermo Lasso. En efecto, Lasso, que se hizo por sorpresa con la presidencia en 2021<sup>(3)</sup> y logró así la vuelta de la derecha al poder tras más de dos décadas, estuvo siempre en franca minoría en la Asamblea Nacional. No logró aprobar la mayor parte de su agenda de reformas y se enfrentó además a una fuerte contestación en las calles por parte de la izquierda y los movimientos indigenistas casi desde el inicio. Además, su mandato estuvo marcado por la difícil situación económica derivada de la crisis sanitaria internacional. Sin embargo, fue el inicio de un proceso de “juicio político” a su persona por parte de la Asamblea Nacional, una suerte de *impeachment*, por cargos de malversación y por encubrimiento en el llamado Caso Encuentro<sup>(4)</sup>, lo que finalmente le llevó a disolver el parlamento mediante el proceso de muerte cruzada, algo que fue tachado de maniobra ilegal por parte de la oposición.

En segundo lugar, se trató de una campaña electoral marcada por la creciente ola de violencia e inseguridad que vive el país, especialmente tras la conmoción provocada por el asesinato de uno de los candidatos. Fernando Villavicencio, el líder del partido anti-corrupción Movimiento Construye, fue tiroteado a la salida de un mitin en Quito el 9 de agosto de 2023, a tan solo diez días de la primera vuelta de las presidenciales. A pesar de algunos llamamientos a suspender las elecciones, estas se llevaron a cabo igualmente, quedando finalmente el sustituto de Villavicencio en tercer lugar y fuera de la carrera presidencial. Lo cierto es que, independientemente del asesinato de Villavicencio, la situación de seguridad en el país está sufriendo un alarmante deterioro en los últimos años. El presidente Lasso, ante el creciente número de asesinados entre las filas de políticos y periodistas, así como debido a las graves revueltas en las cárceles, se vio obligado el 20 de agosto a imponer un nuevo estado de excepción, el decimosexto que vive el país desde 2021.



\*Proyección de la tasa de homicidios con los datos de los siete primeros meses del año.

Fuente: Statista

- 
- (2) En realidad, la Constitución prevé su uso por tres causas: si el Presidente considera que la Asamblea ha realizado funciones que no le corresponden, si obstruye el Plan Nacional de Desarrollo o en caso de grave crisis política y conmoción interna.
- (3) Contra todo pronóstico, Lasso obtuvo el 52,5% de los votos en abril de 2021, frente al 47,5% de Andrés Arauz, el hombre elegido por Correa para liderar el regreso de su “revolución ciudadana” al país andino. Este resultado sorprendió mucho porque las fuerzas consideradas de izquierda habían obtenido casi el 67% de los votos en la primera vuelta, dos meses antes.
- (4) Se trata de una trama de corrupción que implicaba a empresas públicas y ligada al narcotráfico liderada por Danilo Carrera Drouet, cuñado del presidente Lasso y cuya investigación habría sido presuntamente obstaculizada por el Presidente.

## Análisis: ola de violencia

Tras casi una década siendo uno de los países con menor incidencia de la violencia en la región, 2022 concluyó con el peor registro de violencia criminal de la historia del país: una tasa de 25 homicidios intencionados por cada 100.000 habitantes, al nivel de países con los peores registros, como México, Brasil o Venezuela. La situación no ha mejorado en 2023. Entre el 1 de enero y el 2 de julio se han contabilizado un total de 3.568 muertes violentas. Si esa tendencia continúa, las cifras a final de año podrían ascender a más de 7.000 asesinatos, lo que supondría una tasa en torno a 39 casos/100.000 hab., la más alta de toda Latinoamérica y de las más altas del mundo.

Si bien las causas fundamentales de la violencia, tanto en Ecuador como en general en la región, hunden sus raíces en un cóctel de pobreza, desempleo juvenil, falta de medios policiales y extensión de las redes del narcotráfico, estos estallidos de violencia están casi siempre relacionados con guerras entre bandas a raíz de desequilibrios de poder entre ellas. El hecho de que Ecuador sea en cierto modo un “terreno virgen” para los cárteles del narcotráfico internacional le hace susceptible de registrar guerras entre bandas para afianzar este “nuevo territorio”, lo que explicaría la reciente ola de violencia.

Paradójicamente, este fenómeno podría estar provocado en última instancia por la mejora en el control portuario en otros países de la región en los últimos años. Las provincias occidentales de Esmeraldas, Guayaquil y Manta son los principales escenarios de la violencia que se ha vivido en Ecuador. Allí se hallan los principales puertos del país, unas infraestructuras ahora muy codiciadas por los narcotraficantes para distribuir la producción de los países vecinos, Perú y Colombia, los mayores productores de cocaína del mundo. El casi nulo control marítimo y aéreo por parte del Estado ecuatoriano facilita la salida de aeronaves y embarcaciones de terminales portuarias sin casi supervisión. De ahí que Ecuador se haya convertido en una pieza importante en la logística del narcotráfico internacional. Además, a partir de los puntos costeros, las redes criminales se expanden al interior del país buscando puntos de almacenamiento y, en paralelo, emprenden otras actividades habituales de estas organizaciones, como son el blanqueo de capitales, la extorsión y el secuestro.

Finalmente, como ha sucedido en el resto de la región las mafias estarían intentado estrechar su influencia sobre el sistema político y judicial, de ahí los asesinatos de políticos, abogados, activistas y periodistas. Así, si bien es posible que la tasa de homicidios disminuya en breve, una vez que se establezca una jerarquía entre bandas y se alcance la llamada *pax mafiosa*, a medio plazo el arraigo de las redes del narcotráfico y sus consecuencias sobre el marco institucional será difícil de revertir.

Por último, las elecciones se celebraron en un clima especialmente tenso por la polarización política que genera en el país el posible retorno del correísmo al poder. Recordemos que la presidencia de Rafael Correa (2007-17) se rigió por el llamado “socialismo del siglo XXI”. Iniciada con el repudio de la deuda “odiosa” y el rechazo de las IFI, se definió por un marcado corte intervencionista y la generación de elevados déficits fiscales para financiar amplios planes de gasto social. También se caracterizó por un creciente autoritarismo y por el acoso a los medios opositores y a la judicatura, lo que provocó fuertes tensiones políticas. Su reemplazo al frente del partido, el ex Presidente Lenin Moreno (2017-21), aplicó una política más pragmática y conciliadora. Moreno terminó por romper con Correa cuando este último se vio implicado en la trama de corrupción de la empresa constructora brasileña Odebrecht y, sobre todo, tras reinstaurar vía referéndum el límite de mandatos, lo que fue tachado como una traición por su predecesor. Esto terminó por fracturar al entonces partido oficialista Alianza País. Así, el correísmo se presentaba a estas elecciones con sus siglas originales de Revolución Ciudadana y con el lema “Volveremos a ser Patria”. Presentaba la candidatura de Luisa González, pero bajo la estrecha tutela del propio Correa. El objetivo último era permitir el regreso de Rafael Correa no solo al territorio nacional, sino también, eventualmente, a la Presidencia. Esto, según el propio Correa, podría llevarse a cabo mediante la convocatoria de una Asamblea Constituyente que permitiera la reforma del poder judicial, anular los procesos contra él e invalidar el referéndum de 2018 que establecía los límites presidenciales.

Frente al correísmo surgió de manera sorprendente el joven Daniel Noboa (35 años), miembro de la élite empresarial, pero con escasa experiencia en política y un desconocido para la opinión

pública. Hijo de Álvaro Noboa, uno de los hombres más ricos del país, que se presentó a las presidenciales sin éxito en cinco ocasiones, acudió a las elecciones con un nuevo partido, Acción Democrática Nacional (ADN), en claro guiño a su padre. Aunque, al igual que Lasso, es partidario de una mayor ortodoxia económica, evita las categorías izquierda/derecha y se considera asimismo un “socialdemócrata moderado”. Su campaña, llena de golpes de efecto, como presentarse al debate televisivo con chaleco antibalas tras el asesinato de Villavicencio, así como el uso intensivo de las redes sociales, le atrajo rápidamente el voto joven. Logró así alzarse con el 20% de los votos en la primera vuelta y, por estrecho margen, de poco más de 400.000 votos, desbancó a Luisa González con el 51,8% de los votos en la segunda.



Fuente: Elaboración propia

Noboa se enfrenta ahora a un corto mandato de apenas 15 meses hasta las próximas elecciones en las que, previsiblemente, reeditará el duelo frente al correísmo. En principio, parece poco probable que pueda aprobar reformas de calado. Revolución Ciudadana seguirá siendo la principal fuerza de la Asamblea (52 escaños), si bien tendrá ahora más difícil lograr una mayoría de bloqueo con tan solo sus tradicionales aliados. La segunda fuerza parlamentaria será la del partido de centro Construye (29), del difunto Villavicencio, que antes solo contaba con 1 diputado y se erige ahora en socio indispensable para forjar mayorías. Teóricamente a su derecha encontraríamos tres partidos: el Partido Social Cristiano, la alianza ADN de Noboa, que cuentan ambos con 14 y, Actuemos, con 8. Se trata, pues, de un complejo panorama para forjar mayorías. Sin embargo, parece que Noboa, decidido a evitar un panorama de bloqueo legislativo, habría iniciado ya una negociación con todas las fuerzas, incluido el propio partido de Correa. A cambio, entre otras cosas, de continuar el juicio político contra la Fiscal General Diana Salazar, Noboa parece que habría logrado el apoyo de Revolución Ciudadana para lograr una amplia mayoría en la Asamblea. Podría así pasar dos leyes esenciales para el nuevo Ejecutivo: la reforma tributaria, para reducir los impuestos sobre la contratación de trabajadores, y la reforma eléctrica para combatir los apagones. No obstante, parece dudoso que esta alianza con el correísmo pueda ser muy duradera, además de que podría dañar los apoyos que tiene Noboa dentro del anticorreísmo de cara a las elecciones de 2025.

En cualquier caso, parece que la máxima prioridad de Noboa será contener el deterioro de la situación de seguridad, y lograr el apoyo financiero internacional suficiente para apuntalar las maltrechas cuentas públicas y poder llegar así a las elecciones de 2025 con posibilidades de éxito. Ya antes de tomar posesión, Noboa se embarcó en una gira internacional para lograr atraer inversiones y encarar la firma de un nuevo acuerdo con el FMI, una vez tome posesión el

23 de noviembre. En Washington se reunió con representantes del FMI, a los que expresó la importancia de que el organismo apruebe rápidamente un crédito puente de nueve meses que permita alejar el temor a un nuevo *default* de deuda y que “nos ayude con la inversión pública, la educación y a dar beneficios fiscales para la creación de empleo y la inversión privada”.

## RELACIONES EXTERIORES

---

En cuanto a las relaciones exteriores, tras más de una década de malas relaciones con la Casa Blanca bajo el correísmo, Noboa mantendrá la línea de su predecesor de acercamiento a EE.UU., que sigue siendo con diferencia el principal socio comercial del país. Esta estrategia se evidenció en su reciente visita a Washington, antes de tomar posesión, y en sus declaraciones, en línea con la administración Biden en diversos temas internacionales como el apoyo a Ucrania, la firme condena de los atentados de Hamas del pasado 7 de octubre y las críticas al régimen venezolano de Nicolás Maduro. Por su parte, Washington se ha mostrado muy interesado en mantener un aliado en la región que es ahora clave en su estrategia de lucha contra el narcotráfico y en limitar el creciente peso de China en las infraestructuras de la región.

Sin duda, la relación de Ecuador con la Casa Blanca ya se fortaleció durante la presidencia de Lasso. Su Gobierno fue uno de los pocos de América Latina que consiguió el apoyo financiero del Congreso estadounidense, a través de iniciativas como la creación del grupo bipartidista Amigos de Ecuador y la aprobación de la Ley de Innovación y Desarrollo de Ecuador. Asimismo, en diciembre de 2022, el Presidente Biden firmó la Asociación EE.UU.-Ecuador, que exige al Departamento de Estado aumentar la cooperación con el Gobierno ecuatoriano, especialmente en materia de seguridad. A su vez, Lasso autorizó el despliegue de fuerzas armadas estadounidenses bajo mando ecuatoriano en suelo nacional para ayudar a combatir el crimen organizado (Los detalles de la operación, incluido el número de tropas implicadas, no se han hecho públicos).

En paralelo, Noboa mantendrá previsiblemente la política de “distanciamiento cooperativo” con China que ya inició no ya Lasso, sino el propio Lenin Moreno, después de que Correa firmase unos controvertidos acuerdos de inversión con Pekín ligados al pago en forma de exportaciones de petróleo a precios prefijados. Con ellos, China se ha convertido con diferencia en el principal acreedor del país, lo que ha agriado las relaciones de las últimas administraciones con el gigante asiático. No obstante, Lasso firmó en 2022 un acuerdo de reestructuración de deuda con China, con un alivio financiero de 1.400 mill.\$, que incluye el aplazamiento del pago de deuda con bancos chinos por valor de hasta 3.000 mill.\$ hasta 2027. El acuerdo permite, además, liberar cierta cantidad de petróleo para la exportación en los mercados internacionales. Este acuerdo debería permitir a Noboa mantener unas relaciones cordiales con Pekín en lo que queda de mandato.



## 2. EVOLUCIÓN ECONÓMICA

- ➔ Economía muy sensible a los precios del crudo y al comportamiento de la moneda norteamericana, lo que, unido a la ausencia de fondos de estabilización, explica la elevada vulnerabilidad del país a los *shocks* externos.
- ➔ Notable potencial pero inciertas perspectivas del sector petrolero. Las dificultades técnicas, el desfavorable clima de negocios y el próximo cierre de la explotación en el Parque Nacional Yasuní no auguran un auge en la producción, a pesar del reciente incremento de la inversión.
- ➔ Ecuador se encontraba en una posición macroeconómica muy débil cuando estalló la pandemia. La ausencia de margen fiscal y la plena dolarización de la economía han limitado el margen de maniobra para aplicar medidas contracíclicas para mitigar sus efectos, lo que explica la magnitud del desplome de la actividad en 2020 (-7,8%) y el débil desempeño posterior. A cambio, el país no ha registrado tensiones inflacionistas importantes derivadas de la guerra de Ucrania.

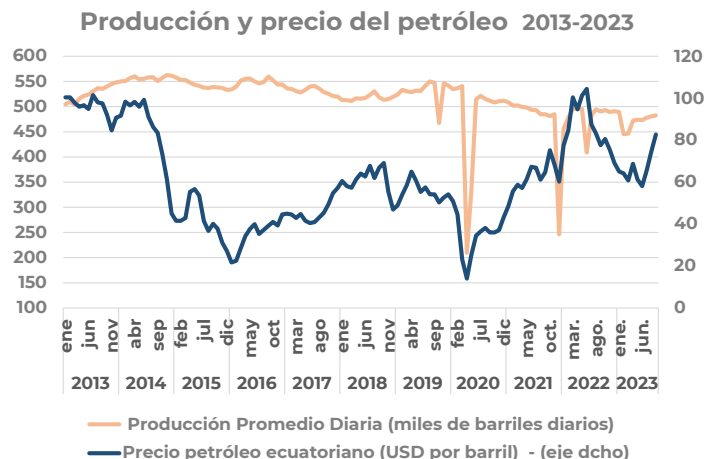
### DEPENDENCIA PETROLERA

PIB	118.900 mill.\$
CRECIMIENTO PIB	1,4%
INFLACIÓN	2,4 %
SALDO FISCAL	-1,0%
SALDO POR C/C	1,4%

Datos a 2023, estimaciones.

Ecuador es una economía de tamaño relativamente pequeño (PIB de 118.000 mill.\$) y renta per cápita media alta (6.310 \$) en la que, si bien los servicios son cerca del 60% del PIB, tanto la evolución económica como la solvencia externa dependen enormemente de las exportaciones de petróleo.

Los hidrocarburos representan en torno al 10% del PIB, pero cerca del 28% de los ingresos fiscales y más de un tercio de los ingresos de divisas. Dada la importancia que tiene el gasto público en la demanda interna, así como la oferta de dólares en una economía plenamente dolarizada, los ingresos petroleros constituyen el eje en torno al que gira el ciclo económico. La producción de crudo alcanzó un pico de 560.000 barriles al día (b/d) en 2014 pero, tras años de falta de inversión suficiente en mantenimiento y exploración, la producción permaneció estancada desde entonces y ha comenzado recientemente a descender gradualmente por debajo del medio millón de b/d debido a la maduración de algunos yacimientos.



Fuente: Banco Central de Ecuador

Si bien las reservas en explotación ascienden a unos 1.300 mill. de barriles, (7,5 años al ritmo de producción actual), el país cuenta en realidad con un gran potencial petrolero. Posee las cuartas mayores reservas de crudo del continente (8.700 mill. de barriles). No obstante, parece improbable que a medio plazo se vaya a revertir el estancamiento productivo si no se produce un fuerte y continuado auge del precio del crudo. La inseguridad jurídica y las deficiencias del clima de negocios son un impedimento enorme para la entrada de empresas extranjeras dotadas de la tecnología necesaria.

Petroecuador, la mayor empresa estatal de Ecuador, supervisa la exploración, producción, refinado y comercialización de petróleo del país. Se calcula que representa el 80% de la producción así como de la capacidad de refino a través de su filial Petroindustrial. En la práctica, pues, la inversión ha tenido un componente muy cíclico, ya que ha dependido de la capacidad financiera de las empresas públicas, lo que explica la caída de la inversión a partir de 2014, a raíz del desplome del precio del crudo. En los últimos años, con el repunte del precio del barril, es cierto que se han incrementado las inversiones (un 17% previsto en 2023). Sin embargo, si bien el Gobierno esperaba superar este año de nuevo el medio millón de b/d, parece que finalmente la cifra estará en torno a los 480.000, similar a la registrada en 2022. Del mismo modo, cabe albergar algo de escepticismo sobre los planes oficiales a medio plazo de alcanzar niveles de producción en el rango de 600.000-700.000 b/d.

Por otra parte, la mayor parte de los yacimientos sin explotar se encuentran generalmente en zonas remotas, de difícil acceso, en la cuenca del Amazonas. Esto entraña importantes dificultades técnicas, legales, medioambientales y sociales. No en vano, coincidiendo con las pasadas elecciones de agosto, se aprobó simultáneamente en referéndum (con el 58,9% de los votos) detener la extracción de crudo en el controvertido bloque 43 ITT. Calculamos que esto podría provocar una caída algo más significativa en la producción en 2024-25 hasta el entorno de los 430.000 b/d<sup>(5)</sup>. No obstante, el plazo para ejecutar el resultado del referéndum es de 18 meses, por lo que el Ejecutivo podría dilatarlo para aplazar su impacto hasta después de las próximas elecciones.

Por último, es necesario señalar que buena parte del crudo exportado sigue vinculado a los denominados contratos de preventa firmados con China entre 2009 y 2015, que iban ligados a financiación e inversiones. Se estima que los barriles comprometidos han llegado a representar dos terceras partes del total de las exportaciones de petróleo. Las condiciones iniciales eran muy ventajosas para los compradores. No obstante, Lenin Moreno renegoció parcialmente las condiciones de muchos de ellos, ya que ofrecían unos precios excesivamente bajos. Los contratos finalizaban en principio en 2024, pero el acuerdo de reestructuración de deuda con China firmado por Lasso en septiembre de 2022 implicaba que en paralelo se reestructuren también los envíos hasta 2027. Petroecuador tiene pendiente de entregar a Petrochina un remanente de 76,3 mill. de barriles en los próximos cinco años. Las condiciones, no obstante, son ahora menos onerosas, ya que, según se ha anunciado, se podrán vender los cargamentos a precio "spot". Según Petroecuador, estas nuevas condiciones reportarán a Ecuador unos ingresos adicionales de más de 3.000 mill.\$ a los precios actuales del crudo.

---

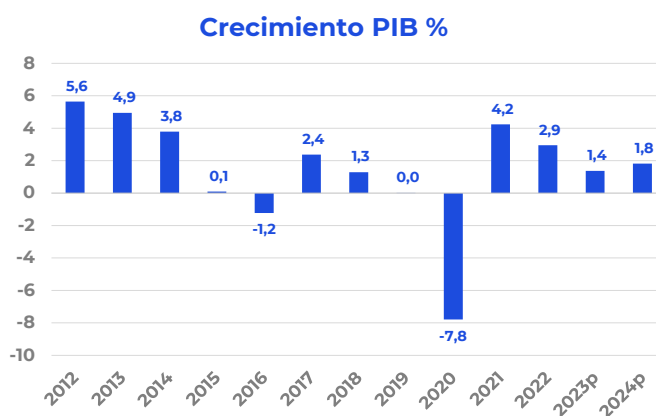
(5) El Bloque 43 ITT (Ishpingo, Tambococha y Tiputini) se encuentra en el Parque Nacional Yasuní. De acuerdo con datos de Petroecuador, este campo, uno de los mayores del país, alcanzó una producción de 57.000 b/d a principios de 2023.

El país también cuenta con amplias reservas de minerales, especialmente de oro, plata y cobre, hasta ahora poco explotados. Los problemas son similares a los de los hidrocarburos: los yacimientos se encuentran en lugares remotos o de especial interés medioambiental, las comunidades locales se oponen y el entorno de negocios no es especialmente atractivo.

Además del sector petrolero, el otro gran generador de divisas es el sector agropecuario, que es además la base sobre la que funciona el exiguo sector industrial (apenas 10% del PIB). En efecto, el pescado y marisco, el plátano, cacao, aceite de palma y las flores cortadas son renglones muy notables de la exportación. En su conjunto, todo el sector supera habitualmente incluso los ingresos generados por las exportaciones de crudo (39% de las ventas al exterior). Estos ingresos también sufren una elevada volatilidad. En este caso las fluctuaciones dependen no solo de los precios internacionales, sino en mayor medida de las variaciones climáticas, especialmente acusadas en los años que se produce el fenómeno de El Niño. Así, se estima que en 2023-2024 El Niño podría ocasionar pérdidas económicas al sector de entre 1.200 mill.\$ y USD 1.800 mill.\$.

## DEBIL RECUPERACIÓN POST PANDEMIA

El boom de los precios del petróleo del periodo 2007-2014, junto con el fortísimo impulso del gasto público de la administración Correa, generó un elevado crecimiento, pero sobre unas bases poco sólidas. El incremento del PIB anual promedió un elevado 5%, incluso en medio de la crisis financiera internacional. Sin embargo, este crecimiento dañó el equilibrio estructural de las cuentas públicas y, sobre todo, el acceso a largo plazo a los mercados de capitales. En efecto, la propuesta ideológica de Correa se materializó también en el incumplimiento voluntario de los compromisos de pago de algunos de los bonos emitidos en los mercados internacionales (2008), y en la renegociación de los contratos con las empresas petroleras. Esto provocó la expulsión de Ecuador de los mercados y un duradero estigma que las administraciones posteriores no han logrado borrar. No obstante, hay que señalar que no se llevó a cabo un proceso masivo de expropiaciones, como en Venezuela, ni se rompió la disciplina monetaria que impone la plena dolarización de la economía.

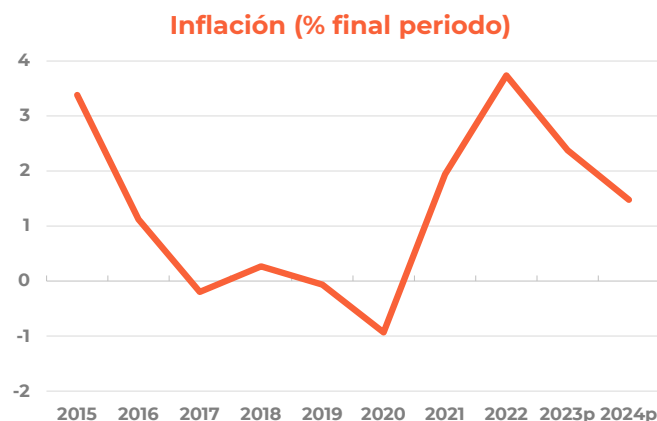


Fuente: FMI

En cualquier caso, el periodo 2015-2019 de precios bajos de petróleo golpeó de lleno al país, no solo por la pérdida de ingresos petroleros, sino por las enormes dificultades para financiar el mantenimiento del elevado gasto público. Así, en el lustro previo a la pandemia, Ecuador

promedió un crecimiento raquítico del 0,5% del PIB, lo que constituye un periodo inusualmente largo de estancamiento económico para un país emergente. Esto, además, explica por qué el país no pudo aplicar políticas anticíclicas con mucha intensidad durante la crisis sanitaria internacional. Según el FMI, los estímulos fiscales durante la crisis totalizaron un 0,7% del PIB (0,4% si descontamos los gastos sanitarios), una cifra muy lejana no ya de países desarrollados, sino de otros de su entorno, como Colombia (4,6%) o Perú (9,6%). De este modo, Ecuador registró una fuerte contracción económica, del -7,8% del PIB en 2020, y ha tenido una recuperación posterior muy débil. En 2021 el rebote del crecimiento alcanzó el 4,9% del PIB, pero en 2022 cayó al 2,9%, con lo que el PIB tardó dos años en recuperar el nivel de prepandemia. Además, las dificultades financieras han obligado a reestructurar nuevamente la deuda, con los bonistas en 2020 y de forma bilateral con China en 2022. A pesar de hacerse en esta última ocasión de forma negociada y dentro de un marco de política fiscal más ortodoxo, también ha ahondando la imagen de impagador o *serial defaulter* en los mercados.

En 2023, la moderación del precio del petróleo, las subidas de tipos por parte de la Fed y el impacto del fenómeno de El Niño sobre las cosechas hacen prever que el crecimiento caiga a un débil 1,4% del PIB. Del mismo modo, para 2024 se estima que el crecimiento sea de un discreto 1,8%, si bien la mejora del clima inversor que se anticipa con la presidencia de Noboa y un posible repunte del precio del crudo a raíz de la inestabilidad en Oriente Medio podrían mejorar estas perspectivas. También habrá que ver cómo y cuándo se ejecuta el resultado del referéndum que obliga a cerrar el yacimiento petrolero del bloque 43 ITT, que podría causar un caída de la producción de crudo en torno al 10%.



Fuente: FMI

Una de las principales particularidades de Ecuador es la dolarización plena de la economía. La divisa estadounidense se estableció como moneda oficial en el año 2000, una medida poco convencional que se adoptó tras un convulso periodo marcado por la desconfianza en la política económica, la presión sobre la moneda local y la altísima inflación (superior al 90%). El establecimiento de una divisa fuerte ha inmunizado a Ecuador frente a la volatilidad en el tipo de cambio y ha frenado el historial de devaluaciones e inflación que registró el país el pasado siglo. De cara a las operaciones comerciales con crédito a la exportación esto tiene la ventaja añadida de que se elimina el riesgo de convertibilidad. A cambio, la dolarización suprime la autonomía en materia de política monetaria y cambiaria, lo que significa que Ecuador no dispone de margen para aplicar medidas para enfriar o estimular la economía de acuerdo con su ciclo económico. Así, por ejemplo, como sucede ahora, la Reserva Federal puede aplicar una

política monetaria restrictiva cuando el crecimiento de Ecuador es débil y la inflación baja, dañando la recuperación.

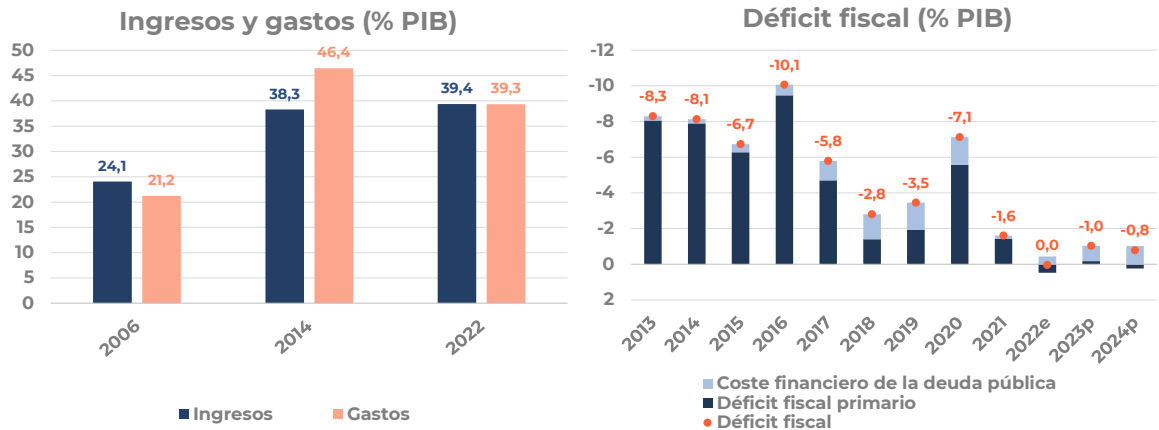
En cualquier caso, es evidente que la dolarización ha impedido una mayor laxitud en materia fiscal (impidiendo la monetización de los déficits públicos) y ha permitido mantener una inflación moderada (en torno al 1,6% de media en la última década). Más recientemente, ha limitado el impacto inflacionario de los problemas de la cadena de suministro post pandemia, así como el impacto de la guerra de Ucrania sobre los precios. En 2022 la inflación se elevó a un moderado 3,7% y en 2023 se estima que estará en torno al 2,4%.

## 3. SECTOR PÚBLICO

- Sustentado en el auge de los hidrocarburos, el Gobierno disparó el gasto fiscal durante la pasada década. El aumento fue tan notable que el sector público se convirtió en el principal motor de crecimiento del país y generó un grave desequilibrio estructural. La deuda también creció rápidamente pero desde niveles muy bajos, hasta el entorno del 50% del PIB.
- A partir de 2017 la política fiscal fue mucho más restrictiva, pero la crisis sanitaria disparó nuevamente el déficit, obligando a un nuevo *default* de bonos en 2020. En 2022 el Ejecutivo de Lasso también reestructuró la deuda bilateral con China de forma negociada.
- La reciente recuperación económica, la contención del gasto y la reducción del servicio de la deuda permiten hoy presentar unas cuentas públicas saneadas. Sin embargo, a partir de 2025 el Estado deberá hacer frente de nuevo al pago de los bonos en medio de una enorme desconfianza de los mercados.

### CONSOLIDACIÓN FISCAL

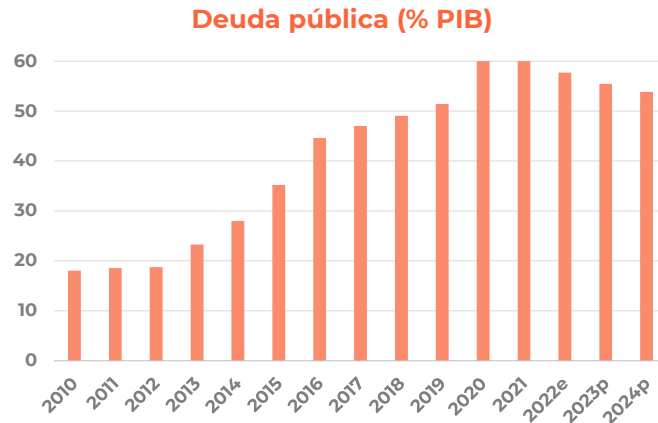
Las cuentas públicas de Ecuador presentan una característica excepcional dentro del continente y en general respecto a los países emergentes: cuentan con un enorme peso tanto de los ingresos como de los gastos del sector público en relación al PIB. Efectivamente, fruto de la presidencia de Rafael Correa, entre 2008 y 2014 los ingresos públicos pasaron del 24% al 38,3% del PIB, solo superados ese año por Bolivia y Brasil en el contexto latinoamericano. Se elevaron por el efecto del alza del precio de los hidrocarburos, pero sobre todo por las reformas del sistema fiscal, que incluyeron tipos más altos sobre la renta y sucesiones y la introducción de algunos impuestos nuevos, como el impuesto sobre las salidas de divisas (reducido hasta el 3,5% en julio de 2023). Sin embargo, por el lado de los gastos la transformación fue todavía más espectacular. Ecuador pasó de un gasto público del 21% del PIB, en línea con el resto de la región, hasta un llamativo 46,4% del PIB, el más elevado de Latinoamérica y de entre los más altos del mundo. Todas las partidas de gasto se dispararon durante este periodo, provocando un abultado déficit público, que llegó a los dos dígitos en 2016 tras la caída del precio del crudo. Como consecuencia, la deuda pública pasó de unos niveles muy bajos, inferiores al 20% del PIB tras el default de 2008, hasta cifras cercanas al 50% del PIB.



Fuente: FMI

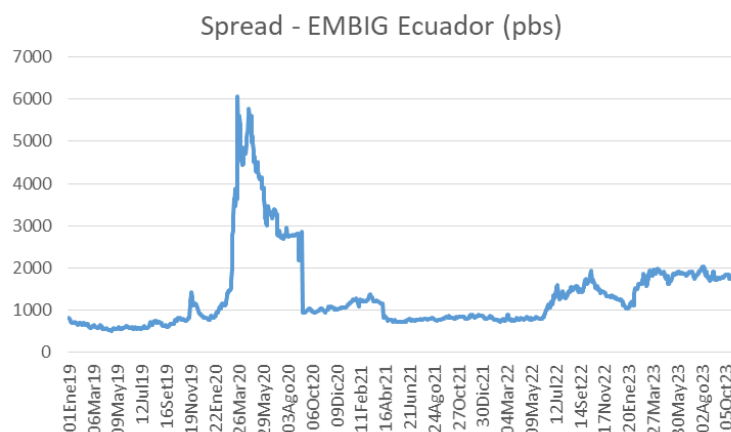
A partir de 2017, con la llegada del presidente Lenin Moreno al poder, la política de gasto se vuelve mucho más restrictiva y los desequilibrios se reducen rápidamente, entre otras cosas por la falta de fuentes de financiación, toda vez que se descartan nuevos préstamos con China en condiciones tan onerosas. No obstante, la crisis sanitaria internacional provoca que, de nuevo, se dispare el déficit hasta el -7,1% del PIB y la deuda llegue hasta el 60% del PIB. De este modo, el Gobierno de Lenin Moreno, ante el altísimo coste de las emisiones de deuda internacional, decide nuevamente reestructurar la deuda externa en agosto de 2020<sup>(6)</sup>. En los dos últimos años, ya bajo la administración Lasso, y en colaboración con el FMI<sup>(7)</sup>, se reanudan los esfuerzos de consolidación fiscal, lo que coincide, además, con una mejora de los precios del crudo. Al mismo tiempo, tanto la reestructuración de deuda de 2020 como la que negocia bilateralmente con China el propio Ejecutivo de Lasso en 2022<sup>(8)</sup>, reducen menormente el peso del servicio de la deuda. Se produce así una drástica mejora en las cuentas públicas. Se registra incluso un equilibrio presupuestario en 2022. Así mismo, en 2023, en pleno año electoral, se estima que el déficit público estará en torno al 1% del PIB.

- 
- (6) Como en 2008, afectó únicamente a los bonos soberanos. El monto ascendió a 17.375 mill.\$, que incluyó una quita de 1.500 mill.\$ y una reducción de la tasa de interés promedio desde el 9,2% al 5,3%. Además, se duplicó el plazo de vencimiento desde 6,1 años a 12,7, y se consensuó un periodo de gracia de cinco años para el principal y de dos para los intereses.
- (7) Acuerdo del tipo EFF (Extended Fund Facility) por valor de 6.500 mill.\$. Tuvo una duración de 27 meses y se finalizó satisfactoriamente en diciembre de 2022. Se espera que Noboa alcance un nuevo acuerdo durante los primeros meses de su presidencia.
- (8) Se alcanzaron acuerdos con el Banco de Desarrollo de China y el Banco de Exportación e Importación de China (Eximbank) por valor de 1.400 y 1.800 mill.\$, respectivamente. El acuerdo prorroga tres años el plazo de devolución de todos los créditos, de modo que los vencimientos se extienden hasta el 2027 en el caso del Banco de Desarrollo de China y hasta el 2032 en el caso del Eximbank. También se reducen los tipos de interés entre 0,20 y 0,97 puntos porcentuales.



Fuente: FMI

De este modo, llegamos a una situación aparentemente paradójica. Ecuador presenta en estos momentos unas cuentas públicas relativamente saneadas y un nivel de endeudamiento algo elevado pero razonable (57,3% del PIB en 2022). Sin embargo, registra unos *spreads* de deuda completamente disparados, de más de 2.000 pb en noviembre de 2023, más propios de un país al borde de un nuevo *default*. La explicación es evidente: el reciente historial pagador del país ha roto completamente la confianza inversora. La comunidad financiera duda de que el país cumpla sus compromisos cuando necesite nuevamente hacer frente al pago de la deuda reestructurada a partir de 2025-26. La victoria de Noboa, con unas credenciales de política económica ortodoxa, no han logrado aplacar estos miedos, entre otras cosas porque se considera que tendrá muchas dificultades para lograr apoyos en el Legislativo y, sobre todo, no se da por segura su reelección en 2025. Se teme todavía una vuelta del correísmo en las próximas elecciones, justo cuando habrá que empezar a hacer frente al pago de los bonos reestructurados. Esto provoca que los mercados permanezcan de facto cerrados para Ecuador en estos momentos.



Fuente: Banco Central de Ecuador

Las agencias de rating no muestran mucha más confianza en el compromiso de pago de los bonos soberanos por parte de las autoridades. La agencia de calificación Fitch rebajó incluso la calificación de sus emisiones este pasado mes de agosto, cuatro días antes de las elecciones, de B- a CCC+, siete escalones por debajo del grado de inversión. Entre otras cosas, argumentaba que "Ecuador tiene una tolerancia al endeudamiento relativamente baja, y varios de los

candidatos a las elecciones son partidarios de una auditoría de la deuda y/o una renegociación de la misma.” Por su parte, Moodys y S&P mantienen desde 2020 al país en Caa3 y B-, respectivamente.

	Moody's	S&P	Fitch
Perú	Ba1	BBB	BBB
Colombia	Ba2	BB+	BB+
<b>Ecuador</b>	<b>Caa3</b>	<b>B-</b>	<b>CCC+</b>
El Salvador	Caa3	B-	CCC+
Argentina	Ca	CCC-	CC

El grado de inversión comienza en **Baa3** (Moody's) y **BBB-** (S&P y Fitch)

## 4. SECTOR EXTERIOR

- ➔ Balanza externa dependiente del precio del crudo. El bajo crecimiento de la demanda interna en los últimos años, junto con el repunte de los precios del crudo, ha permitido registrar cuatro años consecutivos de superávit corriente, algo excepcional.
- ➔ La mejora de los saldos externos está permitiendo reconstruir el nivel de reservas y ha frenado el crecimiento de la deuda externa, que se encuentra en niveles sostenibles, tal y como certifica el FMI en su último análisis de 2022.
- ➔ El pésimo historial pagador provoca que Ecuador tenga un deficiente acceso a los mercados y, con ello, enormes dificultades en el *roll over* de la deuda externa. Las últimas reestructuraciones de deuda han logrado aplazar cualquier problema hasta al menos 2025-26.

### MEJORA NOTABLE DE LA BALANZA CORRIENTE

Al igual que las cuentas públicas, las exportaciones dependen, en buena medida, de los hidrocarburos. El crudo continúa siendo, con diferencia, la principal partida de exportación, con el 30% del total. En consecuencia, los ingresos por exportación fluctúan con intensidad en función de los precios del petróleo (cayeron más de un 40% en 2020). Además del sector energético, destacan las exportaciones de metales, bananos, pescado y flor cortada. En 2022 las exportaciones ascendieron a 33.450 mill.\$, lo que representa un incremento del 22,8% con respecto a 2021. Las importaciones, entre las que destacan los bienes industriales y de consumo duradero, crecieron un 27,1%, hasta 30.490 mill.\$, lo que arrojó un saldo comercial positivo ligeramente inferior al del año 2021, cercano a los 3.000 mill.\$.



Las balanzas de servicios y de rentas son tradicionalmente deficitarias, como consecuencia fundamentalmente de la demanda de servicios en proyectos petroleros y del pago de intereses. El desequilibrio de la balanza de servicios se ha deteriorado algo los últimos años, mientras que el de rentas se ha reducido. El desequilibrio de ambas ascendió en 2022 a 2.650 mill.\$ y 1.700 mill.\$, respectivamente. Estos desequilibrios se compensan habitualmente con los ingresos por remesas. En efecto, la balanza de transferencias es ampliamente superavitaria, gracias a los flujos de remesas procedentes, principalmente, de España y de Estados Unidos. En 2022 esta sub balanza cerró con un saldo superavitario de cerca de 4.100 mill.\$, un fuerte ascenso con respecto a las cifras alcanzadas durante la pandemia que, sin embargo, únicamente supuso un estancamiento de estos flujos, ya que muchos de los ecuatorianos que trabajan en el exterior lo hacen en servicios esenciales y, por tanto, pudieron mantener los envíos de dinero a Ecuador.

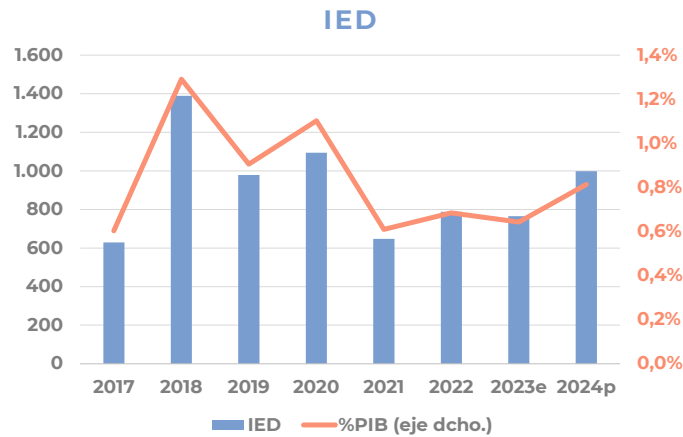
En consecuencia, la balanza por cuenta corriente registró el pasado año nuevamente un saldo superavitario de 2.711 mill.\$, equivalente al 2,4% del PIB. El país encadena así cuatro años consecutivos de superávit corriente, algo excepcional que no sucedía desde el boom petrolero de 2005-2008. En 2023 se espera que, de nuevo, el país anote un superávit, si bien de tan solo el 1,4% del PIB.



Fuente: FMI

El problema de las cuentas exteriores ecuatorianas radica en la escasa capacidad de atracción de inversión extranjera para financiar este moderado déficit. El desfavorable clima inversor, al que se ha hecho referencia, explica que la IED recibida se sitúe muy por debajo de otros países comparables, más aun teniendo en cuenta el potencial de los sectores minero y de hidrocarburos. En 2022 la IED ascendió a un paupérrimo monto de 788 mill.\$.

En consecuencia, de producirse un desequilibrio en la balanza por cuenta corriente se financia casi de forma íntegra mediante endeudamiento.



Fuente: FMI

Debido a la dolarización del país, las reservas pierden algo de importancia como indicador de solvencia externa para evaluar la liquidez a corto plazo o como sostén del tipo de cambio. Ecuador no necesita mantener un colchón para respaldar la política cambiaria y el riesgo de convertibilidad en las operaciones de comercio exterior queda eliminado (no así el de transferencia). Ahora bien, sí resultan relevantes como red de seguridad frente a problemas de liquidez y/o de solvencia por parte de las entidades bancarias o de las empresas públicas, o para hacer frente a un *shock* exógeno (como es el caso del covid). También son relevantes como señal para evaluar la capacidad de pago de la deuda a corto plazo, más aún en el caso de Ecuador por su limitado acceso a financiación externa. Todo esto fue totalmente ignorado por el correísmo, que redujo las reservas a mínimos por considerarlas innecesarias. En 2017 cayeron a apenas 1.678 mill.\$, lo que equivalía a menos de un mes de importaciones. A partir de 2020 se han estado recuperando de forma notable. No obstante, en 2023 se estima que eran todavía de unos 5.000 mill.\$, lo que representa aun unos escasos 1,6 meses de importaciones de bienes y servicios.



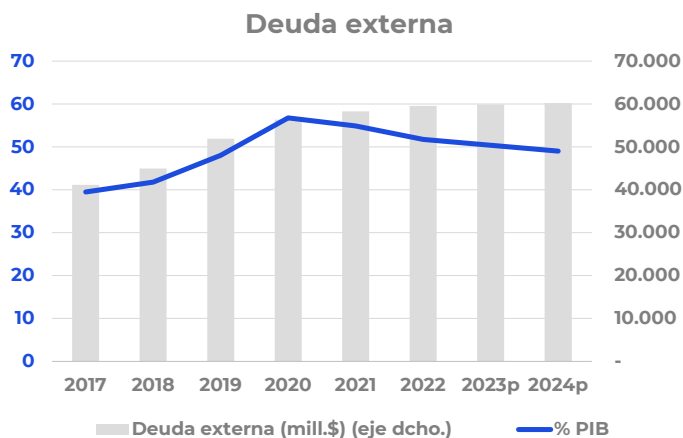
Fuente: FMI

## DEUDA EXTERNA: BAJO EL ESTIGMA DEL DEFAULT

Ecuador registra un pésimo historial de pagos. El país ha acudido en ocho ocasiones al Club de París, la última vez en 2003. También fue la primera economía en incumplir los compromisos de pago de los bonos Brady, en 1999. Además, ese historial incluye dos moratorias parciales “voluntarias”, es decir, no forzadas por las circunstancias económicas: la de Alan García, en los años 80, y la de Rafael Correa, en 2008. A esto hay que sumar la reestructuración de los bonos de 2020 bajo Lenin Moreno y la reciente renegociación de la deuda bilateral con China en 2022, si bien esta última se produjo de forma amistosa y negociada. Además, hay que resaltar que ninguno de los impagos de las dos últimas décadas ha afectado al resto de operaciones comerciales con otros acreedores bilaterales.

La deuda externa ha aumentado notablemente durante la última década (más de 25 puntos porcentuales), si bien desde niveles muy bajos y todavía tiene proporciones manejables. A finales de 2022 la deuda externa total ascendió a 59.530 mill.\$, equivalente al 51,7% del PIB. Del total, alrededor del 81% está contraída por el sector público. En cuanto a la composición por acreedores, los privados suponen un 55,5% del total y el resto se divide entre multilaterales (36%) y bilaterales (8,6%), destacando entre estos últimos China. La previsión del FMI es que la deuda externa permanezca estable en torno a los 60.000 mill.\$, lo que supondría una paulatina mejora de su peso relativo.

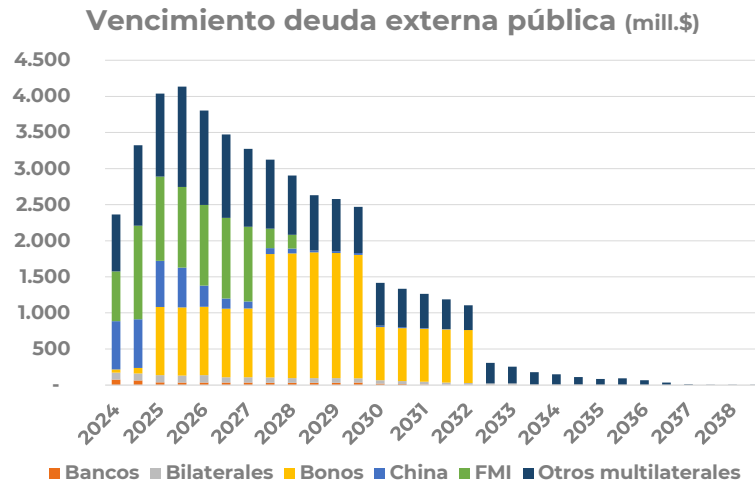
Debido al deficiente acceso a los mercados y la consiguiente imposibilidad de llevar a cabo una estrategia de *rollover* de los vencimientos algo más sofisticada, el servicio de la deuda ha registrado unas cifras muy elevadas en los últimos años. En 2022 fue todavía de un elevado 24,4% de los ingresos corrientes externos. Además, ha tenido una evolución muy volátil, relacionada con la concentración de la amortización de deuda de los bonistas en determinados años. Así, en 2020 alcanzó 12.735 mill.\$, equivalente a un enorme 50,6% de los ingresos externos, lo que obligó ese año a reestructurar la deuda con los bonistas.



Fuente: FMI

El FMI no publica para países de renta media un análisis periódico detallado de la **sostenibilidad de la deuda**. Sin embargo, en la última revisión del acuerdo EFF que expiró en diciembre de 2022 sí reflejó las conclusiones de su análisis. El Fondo explica que “Ecuador se encuentra en un riesgo bajo global de estrés soberano y la deuda sigue siendo sostenible con alta probabilidad en el escenario de referencia.” En su escenario central, además, prevé una

progresiva reducción del endeudamiento y una mejora de los principales indicadores de solvencia. No obstante, también se hace eco de la anómala situación de su acceso a los mercados de capitales: “A pesar de las favorables perspectivas de la deuda, los riesgos relacionados con la percepción del mercado siguen siendo elevados, como muestra el amplio y persistente incremento de los *spreads*”.



Fuente: Banco Central de Ecuador

En este sentido 2025-26, justo después de las próximas elecciones, se plantea como un nuevo momento de tensión para los tenedores de bonos, ya que el servicio de la deuda pública externa se incrementará precisamente debido a los vencimientos de los bonos reestructurados en 2020. Ecuador podría necesitar entonces fuentes adicionales de financiación que, es cierto, podrían ser accesibles recurriendo simplemente a mayores flujos multilaterales o a una mayor consolidación presupuestaria, pero estas son alternativas poco probables en caso de una vuelta del correísmo al poder, que quizás plantease una nueva reestructuración. Esto implica que el coste de financiar la deuda seguirá siendo relativamente alto en los próximos años.