

INFORME RIESGO PAÍS

ECUADOR

Madrid: 22 de julio de 2014



A destacar

Relativa estabilidad política. El Presidente Rafael Correa revalidó su mandato por segunda vez en 2013 y gobernará al menos hasta 2017, con un amplio dominio del legislativo y, por el momento, con un alto grado de aprobación popular. Su discurso de tono populista y el bajo respeto por la seguridad jurídica convive con una actitud pragmática que se está acentuando ante la necesidad de ampliar las fuentes de financiación y atraer inversión extranjera, lo que está provocando el progresivo desapego de parte de su tradicional electorado. No se pueden descartar sucesos puntuales de violencia política en torno a los proyectos mineros más polémicos.

Política exterior marcada por el enfrentamiento con EE.UU. y por extensión con el FMI, con quien sin embargo se están produciendo acercamientos. Al expirar el acuerdo comercial preferencial con EE.UU. el país dependerá en mayor medida del éxito de los proyectos mineros y de **China**, su principal valedor financiero.

Buena dotación de recursos energéticos y mineros, que no han sido explotados en todo su potencial debido al pésimo clima inversor, y a los problemas sociales y medioambientales que plantean. **El petróleo sigue siendo clave en la solvencia fiscal y externa.** La reciente reanudación del polémico proyecto petrolero ITT, en el interior del Amazonas, resulta crucial para el futuro del sector.

Moderación del fuerte crecimiento. El alza de los precios de las materias primas y la mejora de la recaudación han permitido un fuerte crecimiento del gasto público y de la demanda interna. No obstante, se empieza a registrar un debilitamiento del mismo hacia tasas del 3-4%, al tiempo que se registran moderados pero crecientes déficits públicos y externos que plantean dudas sobre la sostenibilidad del crecimiento a largo plazo.

Perfil deudor marcado por el default voluntario de deuda de 2008. Por esta razón y a pesar del bajo endeudamiento tanto público como externo, el acceso a financiación internacional ha estado severamente restringido, lo que implica dificultades para financiar los déficits fiscal y exterior. Sin embargo, el ejecutivo está haciendo un notable esfuerzo por rehabilitar su imagen y ha retornado a los mercados en 2014 con una emisión de 2.000 mill\$. A medio plazo deberá en cualquier caso moderar la expansión fiscal.



SITUACIÓN POLÍTICA

CONTINUIDAD Y POPULARIDAD DEL GOBIERNO DE CORREA

- **Amplia victoria electoral en las elecciones de 2013. El Presidente Correa gobernará hasta 2017 con un fuerte control sobre el legislativo. Limitadas posibilidades de desestabilización.**
- **Fuerte presencia del Estado en la economía y débil seguridad jurídica. No obstante, la necesidad de ampliar las fuentes de financiación y atraer inversión extranjera está acentuando el pragmatismo del gobierno hacia la comunidad financiera internacional, lo que está provocando el progresivo desapego de parte de su electorado tradicional. No se pueden descartar sucesos puntuales de violencia política.**
- **El enfrentamiento ideológico con EE.UU., su principal socio comercial, y las malas relaciones con el FMI, agravan el aislamiento respecto a la comunidad financiera internacional. China es actualmente el principal apoyo exterior y fuente de financiación.**

A pesar de conservar un estilo de confrontación con la oposición y de acoso a los medios de comunicación no afines, lo cierto es que el gobierno del Presidente Correa, en el cargo desde 2007, ha logrado una continuidad en el poder que supone para Ecuador un cambio en términos de estabilidad política respecto de la que gozó en décadas anteriores, marcadas por gobiernos fugaces con escaso apoyo tanto en la calle como en el legislativo. Tras lograr la victoria por holgada mayoría en la primera vuelta de las Presidenciales de febrero de 2013, Correa gobernará por lo menos hasta 2017; cuenta además con una amplísima mayoría en el legislativo, donde su partido, Alianza País, posee 86 de los 116 escaños y sigue estando entre los líderes mejor valorados en Latinoamérica, con cerca del 75% de popularidad según las encuestas (abril 2014). Se especula, incluso, con la posibilidad a medio plazo de una nueva reforma constitucional que permitiría un nuevo mandato presidencial. En el lado negativo, la gran concentración de poder en manos del Presidente confiere a la política ecuatoriana un notable grado de incertidumbre, especialmente en cuanto a si será posible mantener la tendencia más pragmática de su gobierno en los últimos años.

POBLACIÓN	15,4 mill.hab.
RENTA PER CÁPITA	5.190 \$
EXTENSIÓN	276.840 Km ²
RÉGIMEN POLÍTICO	PRESIDENCIALISTA
CORRUPCIÓN	102/177
DOING BUSINESS	135/189

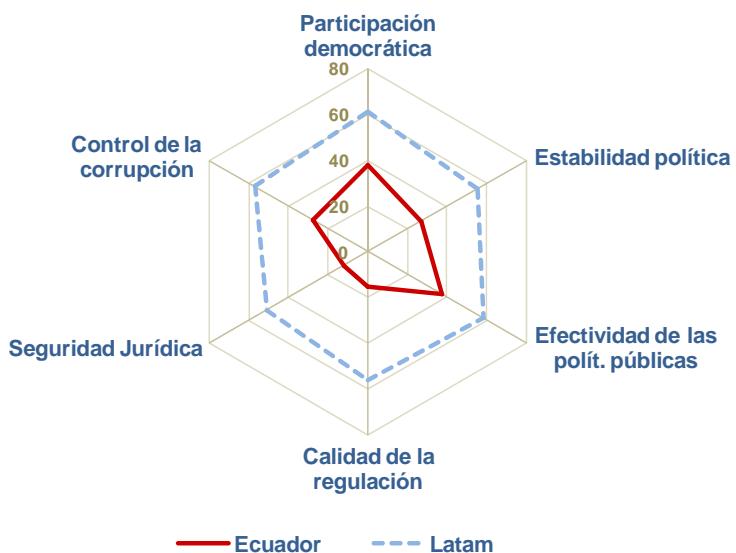
La gran popularidad de Correa, que inicialmente provenía principalmente de las zonas rurales, se alimentó del des prestigio de los partidos tradicionales, fuertemente dañados por la pésima situación económica y la corrupción, a las que opuso un discurso radical de corte heterodoxo, contrario a las políticas de la "coalición neo-liberal", EE.UU., el Fondo Monetario Internacional y las multinacionales extranjeras. Así, al poco de llegar al poder en 2008, se produjo el impago voluntario de la deuda "odiosa" y la renegociación forzosa de los contratos con las petroleras, lo que supuso la salida del país de los mercados de capitales.



También, al mismo tiempo que sucedía en países como Bolivia o Venezuela, se recurrió a un proceso constituyente y a la redacción de una nueva Constitución que refuerzan los poderes del Presidente y dan al Estado un mayor protagonismo en la organización económica. No obstante, no se recurrió a un proceso masivo expropiatorio de empresas como en Venezuela, ni se rompió con la disciplina monetaria que impone la dolarización de la economía, a pesar de que algunas declaraciones iniciales sí apuntaban en ese sentido. Así, ya desde el principio, junto con un discurso radical y acciones discrecionales contrarias a la seguridad jurídica, aparecen algunas áreas en las que el gobierno se muestra pragmático.

Posteriormente, la popularidad del Presidente se ha ido afianzando incluso entre las clases medias gracias a los efectos del crecimiento económico, favorecido por los elevados precios de las materias primas y el efecto de la expansión del gasto social y en inversiones. En realidad, ello también obedece a que se ha ido acentuando el pragmatismo en el ejecutivo, coincidiendo con los problemas económicos de países de la región de política económica heterodoxa, como Venezuela y Argentina. Así, se ha producido una cierta moderación, sino en el discurso, sí en los gestos hacia la comunidad financiera internacional, algo que, no obstante, también es un signo de la necesidad del gobierno de seguir financiando sus ambiciosos planes de desarrollo, toda vez que resulta indispensable diversificar la financiación proveniente de países como China o, anteriormente, la propia Venezuela.

Indicadores de buen gobierno 2012 - Banco Mundial



Estos gestos se enfrentan sin embargo con un importante déficit de credibilidad y con la evidente desconfianza de los mercados de capitales, mientras se sigue manteniendo la retórica de tono populista. Tampoco debe olvidarse que la seguridad jurídica, a pesar de que sobre el papel existen leyes recientes que pretenden garantizarla, sigue siendo endeble⁽¹⁾ y está sujeta a la discrecionalidad de la acción de gobierno y a un sistema judicial bajo la influencia del ejecutivo. La Constitución de 2008, por ejemplo, impide expresamente la transferencia de la jurisdicción a cortes arbitrales en caso de disputas de inversión, y Ecuador ha salido del CIADI (Centro Internacional de Disputas de Inversión) y repudiado algunos tratados bilaterales de protección de inversión. Todo ello ha impedido además generar un flujo de inversión extranjera aceptable, a pesar del notable potencial del sector minero y energético. Precisamente la necesidad de favorecer la inversión extranjera ha ido cambiando la actitud del gobierno hacia la explotación de los yacimientos mineros, incluso en los casos más controvertidos, lo que ha generado malestar en una parte importante de su tradicional base de apoyo, como son los grupos indígenas y ecologistas.

Buen ejemplo de ello es la reforma de la Ley de Minas de 2009⁽²⁾ y la retirada en 2013 de la moratoria sobre el polémico proyecto ITT en el Parque Nacional Yasuní, el principal yacimiento petrolero en el interior de la cuenca amazónica, que resulta, como veremos, de crucial importancia para el futuro del sector de los hidrocarburos ecuatoriano y, por extensión, para buena parte de los ingresos fiscales.

Así pues, a pesar de la popularidad de Rafael Correa no pueden descartarse episodios de violencia política y protestas a raíz de estos proyectos por parte de grupos de presión. No es inusual en Ecuador el uso de protestas de tinte violento, con cierres forzados de empresas o cortes de carreteras, como la que llevó en 2010 a amotinarse al cuerpo de policía de una comisaría en Quito, un suceso que terminó de forma rocambolesca, con el Presidente retenido durante horas cuando quiso negociar personalmente con los amotinados y tras el que denunció que había sufrido un Golpe de Estado.

En el caso concreto del proyecto ITT, la plataforma Yasunidos había reunido en principio las firmas necesarias para plantear un referéndum nacional sobre el proyecto. Dichas firmas, sin embargo, fueron revisadas por el Consejo Nacional Electoral, organismo afín a Correa, que el pasado mes de mayo rechazó la validez de las necesarias para evitar la celebración del referéndum, algo que podría desencadenar nuevas movilizaciones. Por otra parte, el Presidente se ha visto favorecido por el fuerte crecimiento del gasto público, algo que es posible que en los próximos años deba moderar, lo que podría erosionar rápidamente su apoyo, especialmente en caso de que la

(1) Los indicadores de buen gobierno del Banco Mundial sitúan a Ecuador muy por debajo de la región. Llama especialmente la atención las pésimas puntuaciones respecto de la seguridad jurídica (12/100) y la calidad de la regulación (15/100).

(2) La Ley de Minas de 2009 da base legal y autoriza la explotación a gran escala de los abundantes recursos mineros del país. La ley fue enormemente protestada por las principales organizaciones ecologistas e indígenas, especialmente por Conaie, organización que contribuyó decisivamente en el derrocamiento de dos antiguos presidentes de Ecuador. Todos ellos la consideran contraria a la Constitución de 2008 (que prohíbe la explotación de recursos no renovables en áreas protegidas, aunque otorga la opción al presidente de autorizarla bajo la figura de interés nacional, previo aval del Congreso) y valoran su aprobación poco menos que como una “traición” de un presidente al que habían dado su voto en elecciones y plebiscitos anteriores.



evolución económica se torne negativa. Por tanto, no se debe descartar que la popularidad del Presidente entre en declive al final de su actual mandato, precisamente cuando podría volver a plantearse la posibilidad de reformar la Constitución para permitir a Correa presentarse de nuevo a la reelección, algo sobre lo que se ha expresado de forma ambigua en el pasado.

RELACIONES EXTERIORES: ENFRENTAMIENTO CON EE.UU.

La relaciones exteriores de Ecuador, marcadas también por el estilo personal de confrontación de Rafael Correa, son uno de los elementos más negativos en la evaluación de riesgo país, no solo porque dificultan el acceso a los mercados de capitales, sino porque exponen al país al deterioro del acceso a su principal mercado de exportación (EE.UU.), dañan la imagen exterior como receptor de inversión e impiden el acceso a financiación multilateral del FMI en caso de una crisis de balanza de pagos.

En efecto, las malas relaciones del gobierno de Rafael Correa con EE.UU. y la cercanía al eje chavista formado por Alternativa Bolivariana para las Américas (ALBA) han marcado las relaciones exteriores ecuatorianas bajo la Presidencia de Correa. Han sido numerosos los incidentes entre Quito y la Casa Blanca que han escenificado este profundo desencuentro ideológico: en 2009 el gobierno ecuatoriano no renovó el alquiler de la base aérea de Manta a la US Air Force; en 2011 se ordenó la expulsión de la embajadora estadounidense Heather Hodges por haber denunciado, en un documento confidencial hecho público por Wikileaks, la corrupción existente en el cuerpo de policía de Ecuador; en 2012 se concedió asilo al propio fundador de Wikileaks, Julian Assange, en la embajada ecuatoriana en Londres para evitar su extradición a EE.UU. Finalmente, en 2013 Ecuador ayudó presuntamente con documentación en la fuga a Rusia del agente de inteligencia norteamericano Edward Snowden, responsable de hacer público el programa de escuchas telefónicas de la CIA. También se insinuó que podría dar asilo a Snowden en caso de llegar a Ecuador.

Desde EE.UU. se ha respondido dejando expirar el pasado año el Acuerdo de Preferencias Arancelarias Andinas (ATPDEA, en sus siglas inglesas), un acuerdo frecuente con países andinos para recompensar su lucha contra el narcotráfico, y por el cual cerca de setecientos productos ecuatorianos se exportaban libres de aranceles al mercado estadounidense⁽³⁾. El impacto puede ser importante, ya que EE.UU. continúa siendo el principal socio comercial del país y concentra más de un tercio de todo el comercio exterior ecuatoriano. Ecuador espera lograr un acuerdo comercial con la UE, que expanda los beneficios que obtiene actualmente del Sistema General de Preferencias y que también expirará en breve (diciembre 2014), para poder mitigar los efectos del fin del ATPDEA. El acuerdo sin embargo se enfrenta con importantes dificultades⁽⁴⁾.

(3) Washington presuntamente exigió garantías de que no se daría asilo a Snowden a cambio de renovar el acuerdo. Rafael Correa denunció esta estrategia como un “chantaje” por lo que renunciaba al ATPDEA.

(4) Perú, Colombia y Ecuador iniciaron juntos las negociaciones con la Unión Europea para la firma de un Acuerdo de Libre Comercio e Inversiones. Sin embargo, mientras con los dos primeros las negociaciones llegaron a buen término en abril de 2011, con Ecuador se estancaron por problemas con los Acuerdos Bilaterales de Inversión, de un lado, y por una controversia relativa a los aranceles agrícolas.



Asimismo, el gobierno Correa ha mantenido una tensa relación con la IFIs, especialmente con el FMI, donde el peso de EE.UU. es más visible. No así con el Banco Mundial o el Banco Interamericano de Desarrollo, de los que ha obtenido líneas de financiación. Sin embargo, sería extremadamente difícil, en las circunstancias actuales, que en caso de necesidad Ecuador accediera a una línea de crédito del Fondo bajo un acuerdo. Ecuador, incluso, se ha negado desde 2008 a cumplir con el Artículo IV del FMI, que obliga a sus miembros a recibir a sus representantes y poner a disposición del FMI información para que el organismo pueda elaborar sus informes periódicos sobre la evolución de los países. No obstante, en una muestra del creciente pragmatismo de la administración, y de cara al acercamiento a la comunidad internacional, este mismo verano las autoridades ecuatorianas accedieron a reanudar las obligaciones del Artículo IV, que previsiblemente será publicado el próximo mes de septiembre.

A medida que se ha distanciado de EE.UU.. Ecuador ha estrechado lazos con otros países latinoamericanos a través de organizaciones regionales de nuevo cuño, como las recientemente creadas UNASUR (Unión Sudamericana) o la ya mencionada ALBA. Sin embargo, destaca por encima de todos la enorme importancia que está cobrando China como inversor y financiador de proyectos. Ecuador ha firmado diversos acuerdos comerciales y de inversión con Pekín que comprometen la venta de la producción futura de crudo a cambio de la financiación de proyectos, principalmente en el sector energético, donde se ha emprendido un ambicioso plan de construcción de centrales hidroeléctricas. China se ha convertido así en el principal acreedor de Ecuador, con al menos entre 5.000 y 6.000 mill. \$ comprometidos solo en los últimos cinco años.

Las relaciones con China también han tenido sus vaivenes. El propio Correa llegó a manifestar que "negociar con China es peor que con el FMI", en referencia a las garantías en los pagos exigidas por el gigante asiático, lo que también ha contribuido a que el gobierno busque diversificar sus fuentes de financiación, acercándose a gobiernos y entidades de crédito europeas.



EVOLUCIÓN ECONÓMICA

- La agricultura de exportación y los recursos energéticos son los pilares básicos de la economía ecuatoriana. El petróleo, concretamente, es la principal fuente de ingresos públicos y exteriores.
- La producción de crudo está estancada en torno a 500.000 b/d desde hace años y podría decaer de no ponerse en marcha las nuevas explotaciones. El petróleo de los proyectos polémicos de las regiones amazónicas podrían suponer un fuerte crecimiento de la producción y una notable fuente de ingresos, que permitiría al país continuar ahondando en el proceso de inversión en infraestructuras. No obstante, los intentos por diversificar la economía tienen escasa posibilidades de éxito.

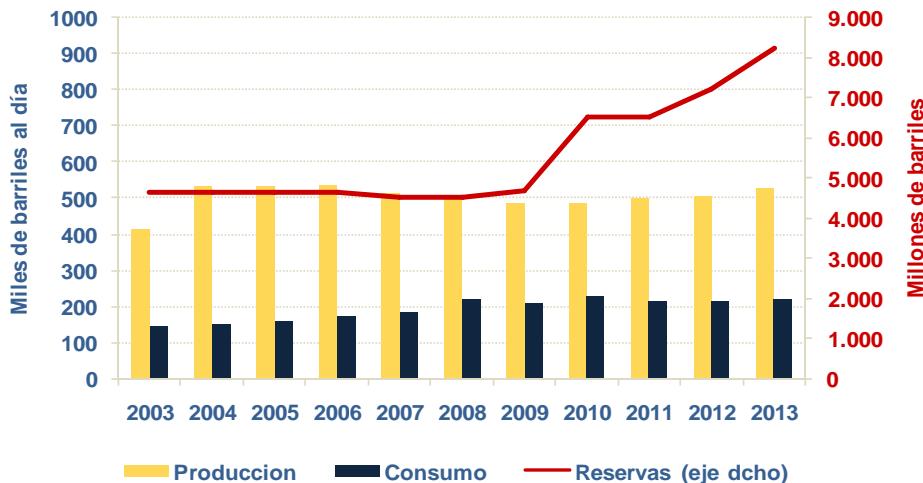
ECONOMÍA CON UN GRAN POTENCIAL MINERO Y ENERGÉTICO

Ecuador es una economía de pequeño tamaño (PIB de 93.700 mill. \$ en 2013) y dependiente de su sector primario. El país es relativamente rico en recursos energéticos y minerales, pero gran parte de este potencial permanece todavía sin explotar, lo que ofrece muy buenas perspectivas de crecimiento si se superan las dificultades técnicas, legales, medioambientales y sociales que entrañan. La agricultura sigue teniendo un peso importante en la economía (14% del PIB), como fuente de empleo (casi una cuarta parte) y también por los ingresos de las exportaciones tradicionales (banano, flores cortadas, cacao). Estos productos, junto con los hidrocarburos, constituyen la base de la economía y de la solvencia exterior ecuatoriana. De todas formas, el sector de los hidrocarburos es sin duda el más destacado, no ya por su peso en el PIB (15%) sino por su contribución a los ingresos por exportación (54%) y, en menor medida, a los ingresos públicos (35%). Buena parte de los fondos que han apoyado el crecimiento en otros sectores como la construcción o los servicios, los más dinámicos en los últimos años, se derivan en última instancia del sector petrolero.

Aunque en relación al reducido tamaño de la economía ecuatoriana la producción de crudo es muy relevante, en realidad, en términos absolutos, no es muy elevada. Ecuador es el menor productor de la OPEP (la Organización de Países Exportadores de Petróleo) y su producción permanece estancada en la última década en torno a los 500.000 barriles al día (b/d). El país además consume cerca de 200.000 b/d, con lo que las exportaciones apenas superan los 300.000 b/d, que suponen unos 13.000 mill. \$ de ingresos externos anuales. Además, el país tiene una limitada capacidad de refino, por lo que importa buena parte de los combustibles que consume.



Producción, consumo y reservas de crudo 2003-13



Fuente: Energy Information Administration

La mayor parte del crudo se produce actualmente en los pozos orientales. Sin embargo, estos pozos han entrado en la fase de maduración. Así, a pesar de los esfuerzos inversores, la producción no sólo ha permanecido estancada, sino que amenaza con entrar en declive en los próximos años. La tendencia podría, además, verse agravada por el abandono de algunas petroleras extranjeras ante los continuos cambios legales en el sector (ver recuadro). No obstante, las exploraciones en el interior del país han desvelado que Ecuador cuenta con reservas de crudo que ascienden a más de 8.000 mill. de barriles, las tercera más importantes de Sudamérica, y que suponen más de cuatro décadas al ritmo de extracción actual.

LAS CONTINUAS REFORMAS DEL SECTOR PETROLERO

Desde su llegada a la presidencia, Correa ha modificado en varias ocasiones el régimen de funcionamiento del sector de los hidrocarburos, buscando incrementar los ingresos que aporta al Estado. En 2007, se estableció un nuevo esquema de reparto de beneficios que incrementaba la participación del Estado desde el 50% hasta el 99%, aunque más tarde ese porcentaje se redujo al 70%. La Constitución de 2008, por su parte, establece que el Estado es responsable de la gestión de los sectores estratégicos, entre los que cita expresamente los recursos naturales no renovables (petróleo, gas natural y minería). En julio de 2010 entró en vigor la Ley de Hidrocarburos, que sustituyó los contratos de participación en los yacimientos bajo concesión por un sistema de prestación de servicios. Dicho de otro modo, todo el petróleo y el gas producido por las compañías privadas es ahora propiedad del Estado, que pagará a aquéllas una cantidad fija por barril producido (contrato de servicios), cantidad que será independiente de las fluctuaciones del precio internacional del barril. A las compañías extranjeras que operaban en Ecuador en el momento de la entrada en vigor de la nueva ley se les dio un plazo de dos a tres meses para decidir si acogerse a los nuevos contratos o abandonar el país. Las principales empresas extranjeras, entre las que se encuentra la española Repsol, negociaron los nuevos contratos. No obstante, también fueron numerosas las que abandonaron el país, negociando una compensación con el gobierno. Dicha negociación, no obstante, estuvo marcada por el rechazo al arbitraje internacional por parte del gobierno en caso de desacuerdo.



Sin embargo, la mayor parte de estas reservas se encuentra en la región amazónica. En concreto, en el Parque Nacional Yasuní, que se estima que contiene cerca de 1.000 mill. de barriles. Sólo el polémico bloque ITT (Ishpingo-Tambococha-Tiputini), de llevarse a cabo según lo planeado, podría alcanzar una producción máxima de 200.000 b/d en 2020 (cerca de un 40% de la producción actual). Por tanto, resulta de vital importancia para el sector y explica por qué el gobierno decidió en agosto de 2013 eliminar la moratoria que él mismo había impuesto en 2007 sobre la explotación de estos recursos, señalando entonces que planteaba serios riesgos para el parque y para las comunidades indígenas de la zona⁽⁵⁾. Aunque todavía no se puede descartar que el proyecto se enfrente con acciones legales y de protesta, tras el rechazo del gobierno al referéndum el pasado mes de mayo, parece que el proyecto ITT seguirá adelante y podría comenzar a producir los primeros barriles hacia 2016-17 y llegar a elevar la producción nacional por encima de 600.000 b/d en 2018. De ser así, las perspectivas de crecimiento, que actualmente apuntan a una desaceleración, podrían volverse muy positivas a medio plazo. El proyecto permitiría además continuar expandiendo los programas de gasto e inversión sin enfrentarse a los actuales problemas de financiación externa.



(5) Entonces el Presidente Correa ofreció a la comunidad internacional ante la ONU que se compensara a Ecuador con 3.600 mill. \$ para que no explotara las reservas y preservara el estado del Parque (considerado una de las zonas con mayor biodiversidad del planeta), un llamamiento que no recibió respuesta.



Además Ecuador cuenta con importantes yacimientos minerales, especialmente de oro, plata y, sobre todo, cobre. Sin embargo, el sector minero ecuatoriano está muy poco explotado y estos yacimientos también están en zonas de difícil acceso y que plantean problemas con las comunidades locales. Su apertura al capital extranjero se hizo en los años noventa, pero las compañías a las que se garantizaron concesiones no habían empezado a invertir todavía cuando Correa llegó al poder. Así, a pesar del auge de los precios de las materias primas en los siguientes años, el interés inversor, con excepción de la presencia china y canadiense, ha sido limitado. En un intento de reavivar el interés de las empresas extranjeras, el recientemente aprobado Código de la Producción recoge notables incentivos fiscales, por ejemplo una limitación de royalties al 8%, así como garantías jurídicas, sobre el papel, del mantenimiento de las normativas aplicables a las empresas en el momento de su llegada al país.

COYUNTURA FAVORABLE PERO EN RALENTEZACIÓN

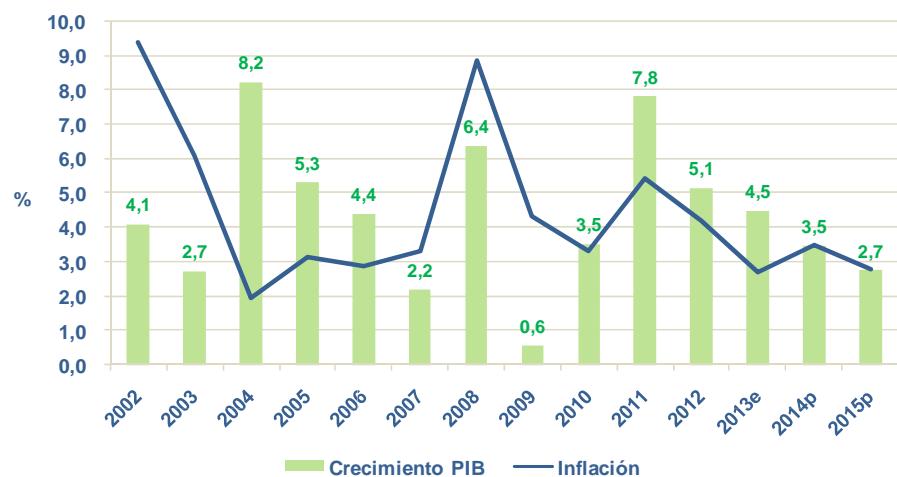
PIB (mill.\$)	93.700
CRECIMIENTO PIB	4,5
INFLACIÓN	2,7
SALDO FISCAL	-4,7
SALDO POR C/C	-1,3

Datos a 2013

La evolución económica de Ecuador ha estado estrechamente ligada en los últimos años a la evolución del precio del crudo y la expansión del gasto público. Ello ha permitido una de las etapas de mayor crecimiento del país, al tiempo que el dólar mantenía el anclaje nominal, con tasas de inflación relativamente controladas, pero al mismo tiempo con condiciones crediticias y de competitividad favorables gracias a la

política expansiva de la Reserva Federal y un dólar débil. De este modo, Ecuador ha promediado un crecimiento del 4,6% en la última década y del 5,2% después de la crisis de 2009, notablemente por encima del registrado en el resto de la región. No obstante, asoman algunos signos preocupantes para los dos próximos años, tanto el déficit exterior como el de las cuentas públicas son todavía reducidos, pero señalan las limitaciones de los motores del crecimiento ante un entorno de mayor restricción financiera externa. Todo indica que podría producirse un debilitamiento del crecimiento, al menos hasta que entren en funcionamiento los proyectos mineros y petroleros a partir de 2016, año en el que además se acelerará seguramente el gasto de cara a las elecciones de 2017.

Crecimiento e inflación



Fuente: Institute of International Finance



En efecto, tras crecer un 5,1% en 2012 el crecimiento se redujo al 4,5% en 2013 y podría caer hasta el 3,5% este mismo año, si bien es posible que el alza en el precio del crudo, en caso de continuar agravándose los conflictos en Oriente Medio (Siria e Irak), permita sostener el crecimiento en torno al 4%. Por su parte, las autoridades confían en que los grandes proyectos de energía hidroeléctrica (se estima que el país podría pasar de depender casi exclusivamente de centrales térmicas, a obtener cerca del 60% de su energía de fuentes renovables en los próximos años) o el proyecto de refinería del Pacífico (13.000 mill.\$, pero con el grueso de la financiación pendiente de cerrar con China) permitan a Ecuador seguir creciendo a buen ritmo. También porque pretenden continuar impulsando el sector de la construcción, a través de los proyectos públicos en infraestructuras, vivienda y construcción civil. No obstante, se estima que ya en 2015 el crecimiento podría caer por debajo del 3%, frenado por la necesidad de moderar el gasto público ante las dificultades de financiación y una eventual moderación del precio del crudo.

Ecuador, además, está muy expuesto en los próximos años a una eventual desaceleración mayor de la prevista en China y, dada su dolarización, al impacto de la retirada paulatina de estímulos de la Reserva Federal y la previsible subida de tipos a partir de 2015, que posiblemente deteriore las condiciones crediticias internas y agrave el problema de competitividad de las exportaciones no petroleras con un dólar al alza.

La adopción del dólar como moneda oficial en el año 2000 para frenar el proceso hiperinflacionario obtuvo un rotundo éxito; el dólar ha supuesto desde entonces un anclaje para el sistema de precios que evita, además, el recurso a la emisión de moneda para financiar el gasto. Pero ha implicado también un pérdida paulatina de competitividad en términos reales en las exportaciones no tradicionales, al mantenerse un diferencial de inflación con EE.UU., algo que a medio plazo agravará la dependencia del sector primario y dificulta la política de diversificación productiva. De todas formas, la inflación se ha estado moderando notablemente en los dos últimos años, en línea con la desaceleración de la demanda interna y con una mayor estabilidad en el precio de los alimentos. Así, tras mantenerse los dos últimos años en torno al 4-5%, en 2013 la inflación cayó al 2,7%. Se espera que repunte hasta el 3,5% este año, en cualquier caso una cifra moderada. La utilización del dólar supone, sin duda, un elemento muy positivo de cara al riesgo país, al reducirse el riesgo de transferencia y convertibilidad. No obstante, hay que señalar que si el ejecutivo no consigue reabrir nuevas fuentes de financiación siempre puede verse tentado a reintroducir de nuevo una moneda nacional, algo que de momento las autoridades han rechazado en repetidas ocasiones, a pesar de sentirse incómodos ideológicamente con la utilización del dólar, ya que son conscientes de la popularidad del sistema al haber terminado con la hiperinflación.



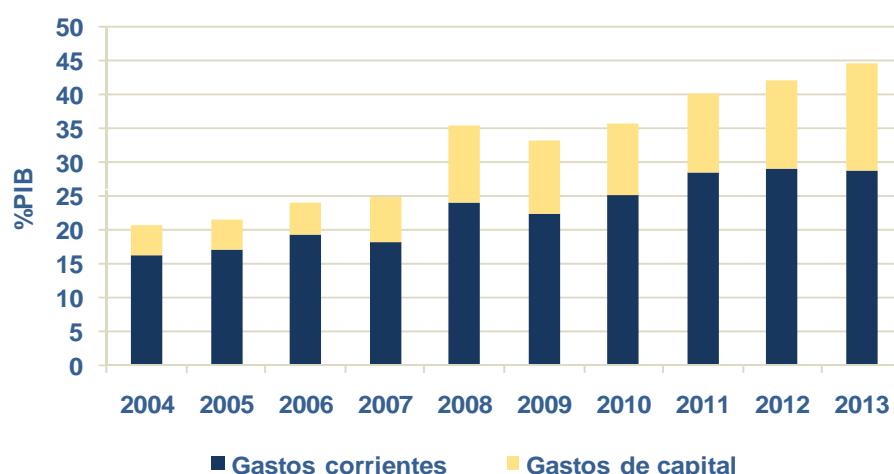
POLÍTICA ECONÓMICA

AUMENTO DEL GASTO PÚBLICO E INTERVENCIONISMO

- Entre 2007 y 2013 el gasto público se ha disparado. Aunque los ingresos también han crecido notablemente, Ecuador comienza a registrar déficits públicos que obligan a buscar nuevas fuentes de financiación. Vulnerabilidad de los ingresos fiscales ante una caída de los procedentes de los hidrocarburos.
- Deuda pública moderada pero en crecimiento. Ecuador ha vuelto a los mercados de capitales con una emisión de 2.000 mill.\$ el pasado junio. Tiene mayor flexibilidad financiera pero menor incentivo para moderar la política de gasto.
- El sector bancario sufre un fuerte intervencionismo gubernamental y podría ser utilizado como último recurso de financiación.

El principal eje de la política económica bajo la administración Correa ha sido la expansión del gasto público en diversas áreas, tanto el gasto corriente social, en educación o sanidad, como en inversiones en infraestructuras del transporte y energía. El impulso del gasto ha sido formidable y se ha llevado a cabo tanto desde el gobierno central y local como a través del mayor protagonismo de las empresas públicas en la economía. Como resultado, el gasto del todo el sector público consolidado prácticamente se ha multiplicado por cuatro desde la llegada de Correa al poder (de 12.500 mill.\$ a 41.600 mill.\$), de tal forma que su peso en la economía ha pasado del 24% del PIB en 2007 al 44% en 2013. Aunque este incremento del gasto no ha supuesto en general grandes desequilibrios presupuestarios, ya que ha venido acompañado de un enorme esfuerzo recaudatorio, y, además, una buena parte se ha destinado a gastos no corrientes, cabe albergar serias dudas sobre la sostenibilidad de esta política, lo que tendría importantes implicaciones tanto para la evolución del crecimiento como para la solvencia a medio y largo plazo.

Gastos del sector público

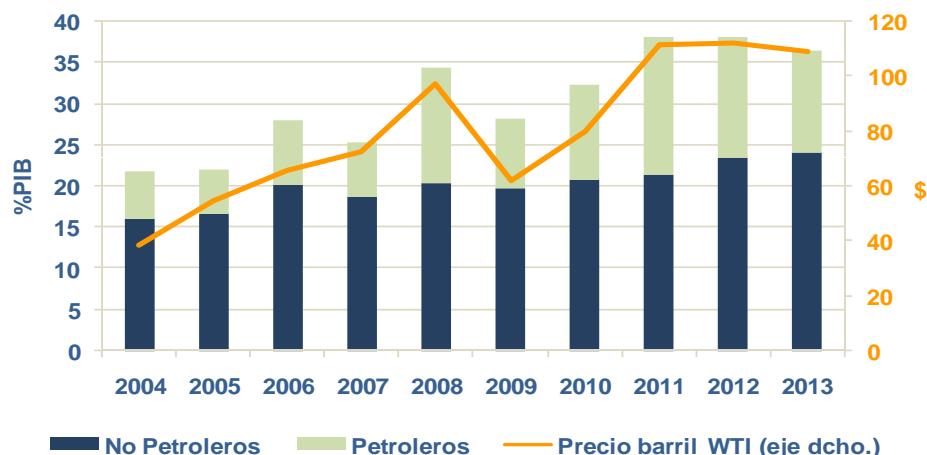


Fuente: Banco Central de Ecuador



Los ingresos públicos, en efecto, han crecido a un ritmo casi tan prodigioso como los gastos, pasando de suponer en ese mismo periodo (2007-2013) del 26% a casi el 40% del PIB, un espectacular incremento de 14 puntos en la presión fiscal. Esto ha sido posible gracias a varios factores. Se debe reconocer en primer lugar el enorme esfuerzo de recaudación tributaria, así como de reducción del fraude y eliminación de exenciones, lo que ha permitido elevar los ingresos tributarios no petroleros del 18% al 24% del PIB. De todas formas, el peso de los ingresos petroleros se ha incrementado también casi en igual medida, gracias tanto a la buena coyuntura de precios como al cambio de régimen de las petroleras tras la renegociación de los contratos. Así, estos ingresos, aunque cayeron puntualmente en 2009, han elevado su peso aproximadamente del 6% al 12% del PIB, y suponen un tercio de toda la recaudación del sector público. Por tanto, la solvencia fiscal está todavía muy ligada a la coyuntura de precios del barril de crudo.

Ingresos del sector público



Fuente: Banco Central de Ecuador

A pesar de este fuerte incremento de los ingresos y de que generalmente los gastos no alcanzan los niveles presupuestados por falta de capacidad de ejecución, se ha venido produciendo un progresivo deterioro del saldo fiscal. En 2009 el déficit ya alcanzó el 3,6% del PIB, pero entonces el principal factor fue la caída del precio del crudo. En cambio, en 2013, con una coyuntura relativamente favorable de precios y crecimiento, el déficit fue 4.439 mill.\$, lo que supone ya un elevado 4,7% del PIB. La mayor parte de este desequilibrio se financia con préstamos de China ligados a acuerdos de envío de producción de crudo⁽⁶⁾. Otras formas de financiación a las que se ha recurrido son préstamos de ciertas IFIs regionales (el BID y la CAF), préstamos de entidades públicas o semi-públicas (como el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social) o, incluso, cargo a reservas de divisas, esto último limitado por la escasa disponibilidad de las mismas.

(6) Se estima que el presupuesto de 2013 recibió un apoyo de 1.400 mill. \$ por parte de China. Ecuador viene recurriendo al China Development Bank, a PetroChina y al Export-Import Bank of China. En el caso de PetroChina, el receptor de los créditos es PetroEcuador, quien los devuelve mediante envíos de crudo. Desde 2009, los préstamos chinos a Ecuador suponen más del 80% del total prestado por los acreedores oficiales bilaterales. Los tipos de interés de estos préstamos tienen un coste relativamente elevado, ya que se mueven entre tipos de interés el 6% y el 7,5%.





Fuente: IIF

En 2014, aunque el presupuesto prevé un déficit del 5% del PIB, se estima que la cifra finalmente estará en torno al 3%, debido a una menor ejecución del gasto y a la falta de financiación para algunos proyectos. Por otra parte, este desequilibrio fiscal sorprende por producirse a pesar de ser el peso del servicio de la deuda reducido y venir, por tanto, provocado por un deterioro del saldo primario (-3,7% del PIB). En efecto, la deuda pública continúa teniendo un monto relativamente pequeño, aunque es de destacar su fuerte crecimiento. En 2009, tras el default y canje de bonos, la deuda pública era de tan sólo 9.300 mill. \$. En los años siguientes ha crecido hasta los 21.800 mill. \$ y ya en 2014 se estima que tiene un peso del 25% del PIB. El Comité de Deuda y Financiamiento mantiene un límite al endeudamiento del 40% del PIB por lo que, de momento, el ejecutivo no busca moderar el ritmo de expansión fiscal, sino más bien parece determinado a ampliar sus fuentes de financiación. Así, ha emprendido una campaña para rehabilitar su imagen deudora que ha desembocado en su reciente vuelta a los mercados de capitales. El pasado mes de junio llevó a cabo una emisión por un valor muy por encima de lo inicialmente esperado (2.000 mill. \$ frente a los 700 mill. iniciales), a un tipo, relativamente elevado (7,95% a 10 años), que implica un diferencial de más de 500 puntos básicos respecto a la referencia de los bonos de la Reserva Federal.

Efectivamente, aunque las agencias de calificación han mejorado algo el rating en los dos últimos años, la calificación de la deuda ecuatoriana todavía está apenas varios escalones por encima del nivel de default, lo que encarece el acceso a los mercados. Asimismo, aunque ya está lejos de los más de 1.000 puntos que todavía ostentaba en torno a 2010, el spread de la deuda continúa entre los peores de la región. Así, aunque la vuelta de Ecuador a los mercados es una buena noticia en cuanto el da mayor flexibilidad para financiar el déficit puede suponer un riesgo en el futuro de sobrecarga del servicio de la deuda si el país continua el actual ritmo de expansión fiscal.



	Moody's	S&P	Fitch
El Salvador	Ba3	BB-	BB-
Venezuela	Caa1	B-	B
ECUADOR	Caa1	B	B
Egipto	Caa1	B-	B-
Jamaica	Caa3	B-	B-

Por último, también hay que señalar que el sistema financiero tampoco queda a salvo del afán gubernamental por buscar financiación para sus planes de gasto público. El Código de Planificación de las Finanzas Públicas permite al gobierno obligar a los bancos privados a que compren deuda pública a menos de un año con cargo a los depósitos que mantienen en el banco central. La banca privada considera que esto abre la vía para que una hipotética crisis fiscal se convierta también en bancaria, algo que sería difícil de gestionar, ya que la nueva Constitución impide expresamente la posibilidad de acometer rescates bancarios, al estar prohibida la asunción de deudas privadas por parte del gobierno. Pero ese no es el único frente abierto entre el sector bancario y el ejecutivo. Este último pretende también que los bancos privados repatrien a Ecuador los activos que mantienen en el extranjero, que se encuentran invertidos en su mayor parte en bonos del tesoro estadounidense⁽⁷⁾.

De este modo, el intervencionismo; el rápido aumento del gasto público; la volatilidad de los ingresos fiscales, sujetos a factores exógenos, y las vías de financiación limitadas hace que **el riesgo de impago del sector público a largo plazo sea relativamente elevado**, a pesar incluso de tener a día de hoy capacidad de pago suficiente y un peso del servicio de la deuda reducido. Esto es así también porque es difícil establecer hasta qué punto el Rafael Correa más pragmático de los últimos años es únicamente fruto de la necesidad o si en el futuro, ante un mayor peso del servicio de la deuda, volverá su versión más ideológica y menos comprometida con el pago de sus obligaciones. En el lado positivo hay que señalar el fuerte peso de la inversión pública, un tipo de gasto que siempre es más fácil de recortar en caso de necesidad, y que supone actualmente un importe equivalente al 15,6% del PIB.

(7) Al no existir en Ecuador un sistema de garantía de depósitos, los bancos ecuatorianos tienen que mantener una elevada liquidez que, debido al elevado riesgo de la deuda nacional, invierten en bonos del Tesoro estadounidenses.



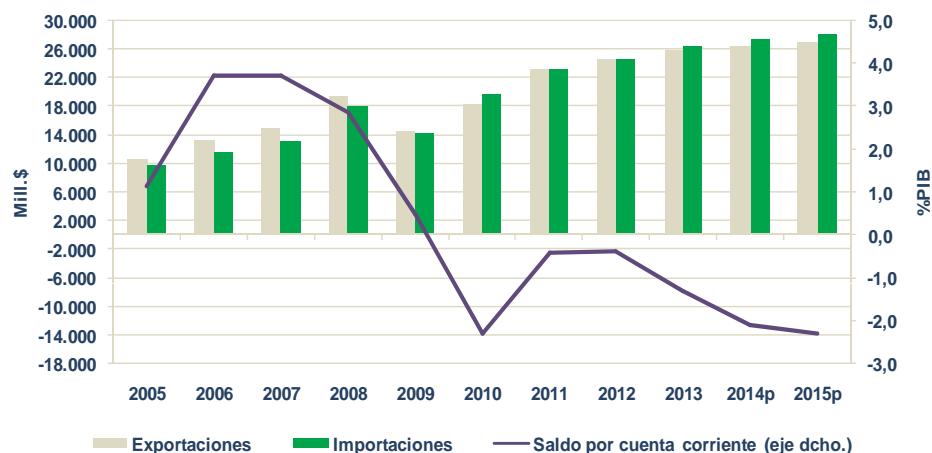
SECTOR EXTERIOR

DÉFICIT EXTERNOS MODERADOS PERO CRECIENTES

- Sector exterior muy vulnerable ante cambios en el nivel de producción o de precios del petróleo. El crudo, que representa más de la mitad de los ingresos por exportación, y las remesas de emigrantes (4%-5% del PIB) son el sostén de la cuenta corriente.
- Pese a la riqueza de hidrocarburos y minera, escaso nivel de IED por la inseguridad jurídica y el deficiente clima de negocios.
- Desde el impago de la deuda de 2008, el peso de la deuda externa es muy reducido.

La balanza externa es muy dependiente del los ingresos petroleros. Las exportaciones están en un 55% compuestas por petróleo, seguido por las exportaciones agrícolas tradicionales, que suponen casi una cuarta parte, mientras que las exportaciones no tradicionales, donde destacan las textiles, son de cerca de un 20%. De este modo, el valor de las exportaciones, a pesar del estancamiento de la producción de petróleo, ha registrado un importante incremento en los últimos años, gracias a los altos precios del crudo. Sin embargo, el ascenso de las importaciones ha sido incluso superior, con lo que se viene registrando un moderado pero creciente déficit comercial desde 2009. Además, a pesar de que los ingresos por remesas siguen siendo muy importantes, la balanza de servicios se ha vuelto también ligeramente deficitaria. De este modo, se registran moderados pero crecientes déficits externos que agravan los problemas de financiación del país.

Balanza comercial y por cuenta corriente



Fuente: IIF

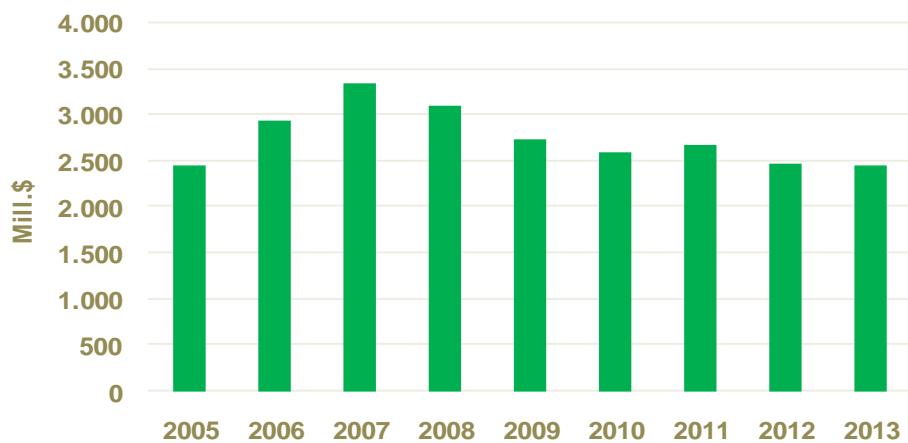


En 2013 las exportaciones crecieron un 4,6%, hasta 25.700 mill. \$. La partida de ingresos de petróleo se mantuvo relativamente estable (+2,6%), mientras que se produjo un buen comportamiento de las exportaciones agrícolas tradicionales, que se incrementaron un 18%, hasta 5.187 mill. \$. Sin embargo, las importaciones, en las que tienen un gran peso los productos petroleros refinados, crecieron en mayor medida, un 7,3%, en buena parte debido, precisamente, al incremento de las compras de estos productos (+11,7%) hasta algo más de 6.000 mill. \$. También están creciendo con fuerza otras compras de materiales y bienes intermedios, como consecuencia de los proyectos de inversión tanto mineros como en infraestructuras, algo que a largo plazo debería corregirse. De todas formas, el saldo comercial pasó del equilibrio a un ligero déficit de 630 mill. \$. En 2014 se estima que con motivo de la parada de la refinería Esmeralda por los trabajos de mantenimiento y renovación, las importaciones de petróleo refinado se incrementarán todavía más y llevarán el déficit comercial al entorno de los 1.000 mill. \$.

La reacción del gobierno ante los déficits comerciales ha sido frecuentemente la de adoptar medidas proteccionistas, justificadas también por la política general de diversificación de la "matriz productiva", que en la práctica recuerda a la tradicional sustitución de importaciones. Así lo hizo en 2009 (aunque pasado un tiempo fueron retiradas), y más recientemente en junio de 2012, con el establecimiento de restricciones cuantitativas y otras medidas no arancelarias, en muchas ocasiones poco transparentes.

En cuanto a la balanza de servicios, rentas y transferencias, las notables entradas de remesas de emigrantes no son suficientes para compensar el desequilibrio de la balanza de servicios, agravado por las compras y pagos relacionados con los proyectos de inversión. Además, los problemas económicos de los países de origen de las remesas han provocado un estancamiento, cuando no una caída de estos ingresos, que en 2013 fueron de 2.450 mill. \$. Con todo, el déficit de la balanza de invisibles ascendió a un monto moderado de 603 mill. \$.

Remesas



Fuente: Banco Central de Ecuador



El déficit de la balanza por cuenta corriente en 2013 fue de 1.233 mill.\$, lo que equivale a un 1,3% del PIB. En 2014 se estima que se ampliará hasta el 2,1% del PIB, todavía cifras muy moderadas, pero que preocupan por su evolución en un contexto de precios del crudo favorables.

El negativo clima inversor, al que ya se ha hecho referencia, hace que la IED recibida por Ecuador sea muy inferior a la de otros países de la región comprables, más si tenemos en cuenta su potencial minero y de hidrocarburos. El sector petrolero, pese a su alto riesgo y volatilidad, concentra evidentemente la mayor parte de la IED en el país, que en los últimos años ha crecido ligeramente pero no ha llegado a alcanzar los 1.000 mill.\$.

Al ser una economía dolarizada, las reservas de divisas pierden algo de relevancia, aunque como potencial fuente de financiación del gasto público sí indican un escaso margen para el uso de esta herramienta en el caso de Ecuador. A marzo de 2014 se situaban en 2.878 mill.\$, lo que supone menos de un mes de importaciones de bienes y servicios.

EL IMPAGO DE LA DEUDA EXTERNA DE 2008

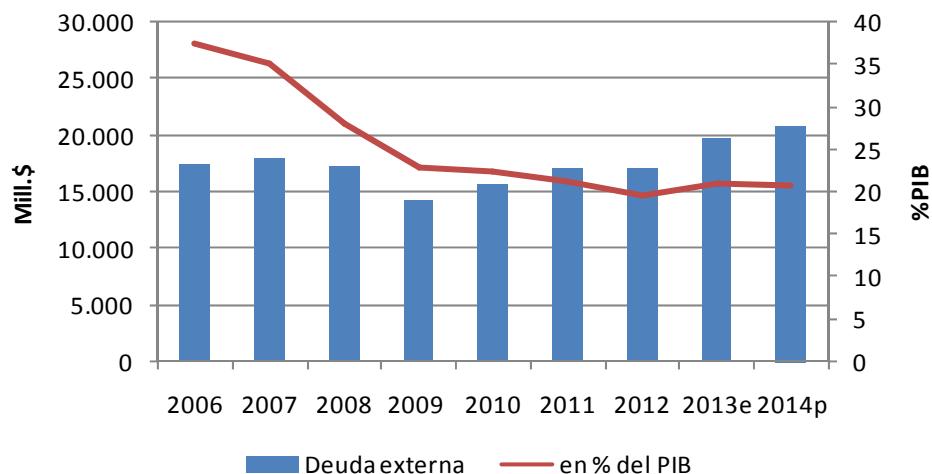
A finales de 2008, Ecuador impagó los Bonos Global 2012 y 2030, valorados en 3.200 mill.\$, en lo que fue el segundo “default” en menos de diez años tras el acontecido en 1999. El gobierno ecuatoriano justificó su decisión en el informe de la Auditoría Integral del Crédito Público (CAIC), que cuestionaba la legitimidad de la deuda (otros tramos de deuda, entre ellos algunos de la oficial bilateral, también fueron considerados ilegítimos, pero continuaron pagándose). En julio de 2009, anunció que había llegado a un acuerdo con el 91% de los tenedores de bonos para readquirirlos al 35% de su valor nominal. Además, el gobierno había aprovechado el desplome del precio de los bonos para adquirir una buena parte en el mercado secundario y amortizarlos.

Con motivo del interés del gobierno por volver a los mercados, y en el contexto de las victorias judiciales de los holdouts del default argentino en EE.UU., Ecuador se acercó a negociar el monto de los bonos que no acudieron al canje de 2009 y que permanecen vivos, que asciende a menos de 300 mill.\$. Todo indica que el gobierno ha resuelto el problema con una oferta algo mejor que la de 35 centavos por dólar.

Ni el peso de la deuda ni el servicio de la misma suponen en estos momentos un gran problema. A 2013 el total de la deuda externa asciende a un monto relativamente reducido de 19.748 mill.\$, lo que equivale al 21,1% del PIB y al 70,9% de las exportaciones de bienes y servicios. Del mismo modo, el servicio de la deuda fue en 2013 de 2.728 mill.\$, lo que supone un cómodo 9,8% de las exportaciones de bienes y servicios.



Deuda externa



Fuente: IIF

Como consecuencia del default, la composición por acreedores de la deuda externa ecuatoriana ha cambiado sustancialmente. En 2007 la deuda de los acreedores oficiales bilaterales era apenas el 9,9% de la total, mientras que la de “otros acreedores” (tenedores de bonos) era el 23%. En cambio, en 2013, los gobiernos detentan el 40%, mientras que la deuda en manos de los bonistas se ha reducido a menos del 1,5% de la total (los datos no incluyen la reciente emisión de deuda).

