

INFORME RIESGO PAÍS

ECUADOR

Madrid: 6 de octubre de 2021



Nueva etapa política. La victoria del conservador Lasso en las elecciones presidenciales celebradas en abril de 2021 pone fin a catorce años de gobierno ininterrumpido de la formación correísta Alianza País. No obstante, el mandatario liderará un Gobierno muy débil, que habrá de negociar con un parlamento dominado por la izquierda en el que el partido de Correa continúa siendo la principal fuerza política, lo que dificultará enormemente el avance de su agenda reformista.

Lasso asume el cargo en **plena crisis sanitaria, económica y social**. Ecuador se enfrentó a la covid-19 con un cuadro macroeconómico muy debilitado, herencia del modelo de crecimiento instaurado por el correísmo, muy dependiente de los hidrocarburos y con un fuerte peso del sector público. Estas debilidades estructurales explican **la elevada vulnerabilidad** del país ante shocks externos.

Sin armas frente a la pandemia. La ausencia de margen fiscal y la plena dolarización de la economía han limitado enormemente el margen de maniobra para aplicar medidas contracíclicas, lo que explica el desplome de la actividad en 2020 (-7,8%, una caída muy por encima de la media regional).

El nuevo gobierno apuesta por impulsar la actividad del sector privado y favorecer la entrada de capital extranjero, en un intento de diversificar la economía y recuperar la confianza de los mercados financieros. Firme compromiso con la independencia del Banco Central y la dolarización, que ha inmunizado a Ecuador frente a las crisis cambiarias y ha mantenido la inflación en niveles moderados.

Cuentas públicas. Crónico desequilibrio fiscal que se ha agravado por la crisis sanitaria. En 2020 el déficit se disparó hasta el 6,1% del PIB, más del doble que en 2019. La deuda se situó en torno al 60% el PIB, un nivel manejable pero con un ritmo de crecimiento muy preocupante. Acuerdo de **reestructuración de la deuda** en agosto del año pasado, si bien el calendario de amortizaciones a corto plazo todavía es exigente. La continuidad del programa con el FMI y el acuerdo de suavizar el ajuste fiscal supone un espaldarazo al nuevo Gobierno, y aporta confianza a los mercados sobre la sostenibilidad de la deuda.

Balanza de pagos. A pesar de las turbulencias, el déficit por cuenta corriente se ha mantenido en niveles moderados. La IDE es muy limitada, lastrada por la inseguridad jurídica. En consecuencia, el déficit se financia, principalmente, mediante endeudamiento. Las reservas son reducidas, aunque al ser una economía dolarizada su papel se limita, más bien, a actuar como un colchón de liquidez.

Deuda externa moderada, pero con tendencia al alza. Irregular comportamiento histórico de pagos. El último impago fue en 2008, durante la etapa de Correa.

1. SITUACIÓN POLÍTICA

- ➔ La victoria del conservador Lasso en las elecciones presidenciales, celebradas en abril de este año, pone fin a 14 años de gobierno de la izquierda en Ecuador y supone un claro voto de castigo al correísmo. No obstante, el partido oficialista se encuentra en minoría en el Parlamento, dominado por los partidos de izquierda.
- ➔ A los problemas de gobernanza se suman unos retos sociales, sanitarios y económicos mayúsculos. Lasso recibe un país en plena recesión, azotado por la covid-19, con la pobreza y la desigualdad en ascenso y las cuentas públicas en números rojos. Sus principales objetivos a corto plazo son acelerar la vacunación contra la pandemia y reactivar la golpeada economía del país.
- ➔ En política exterior, Lasso continuará con la misma estrategia que su predecesor, con el objetivo de diluir las trabas ideológicas que aislaron al país durante los años de Correa. Apostará por una mayor integración regional y la firma de nuevos tratados comerciales y de cooperación con países que ofrezcan oportunidades de negocios.

EL RETORNO DE LA DERECHA

La victoria del exbanquero Guillermo Lasso en la segunda vuelta de las elecciones presidenciales, celebradas el pasado 11 de abril, puso fin a un largo periodo de dominio de la izquierda en Ecuador, marcado por la figura del expresidente Rafael Correa (2007-2017), quien ha jugado un papel clave en las cinco últimas elecciones presidenciales, ya sea dentro o fuera de la papeleta electoral.

POBLACIÓN	17,4 mill.hab.
RENTA PER CÁPITA	6.080 \$
RENTA PER CÁPITA PPP	11.500 \$
EXTENSIÓN	283.561 Km ²
RÉGIMEN POLÍTICO	Rep. Presidencialista
CORRUPCIÓN	92/180
DOING BUSINESS	129/190

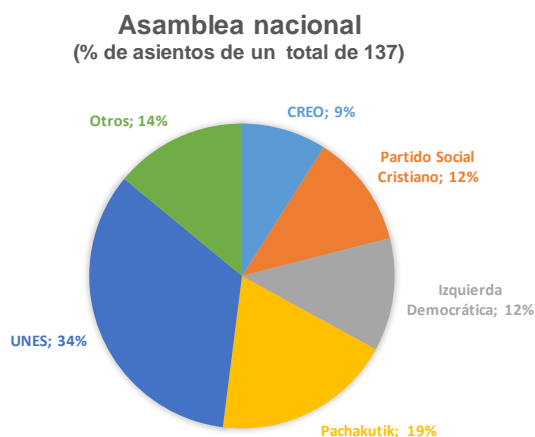
Contra todo pronóstico, Lasso obtuvo el 52,5% de los votos, frente al 47,5% de Andrés Arauz, el hombre elegido por Correa para liderar el regreso de su “revolución ciudadana” al país andino. Este resultado sorprendió mucho porque las fuerzas consideradas de izquierda⁽¹⁾ obtuvieron casi el 67% de los votos en la primera vuelta, el 7 de febrero. Sin embargo, ni Yaku Pérez ni Xavier Hervas, los líderes de Pachakutik y de Izquierda

Democrática, respectivamente, llamaron a votar por Arauz en la segunda, prueba evidente del fracaso del partido Unión por la Esperanza a la hora de aunar a la izquierda. De hecho, Pachakutik animó a sus seguidores a votar nulo y el porcentaje de estos votos alcanzó el 16,2% a nivel nacional y en algunas localidades incluso se situó por encima del 30%, el mayor de toda la historia democrática del país. Lo cierto es que la segunda vuelta fue más una elección entre

(1) El correísmo (Unión por la Esperanza -UNES-), el brazo político del movimiento indígena (Pachakutik) y la Izquierda Democrática encabezada por Xavier Hervas.

correísmo y anticorreísmo, con unos niveles de polarización y desencanto ciudadano sin precedentes. Muchos votantes de ideología más próxima a la izquierda votaron por el candidato conservador por miedo a la vuelta de las políticas arbitrarias de Correa. Ello permitió a Lasso obtener una ventaja lo suficientemente amplia (casi triplica los apoyos de la primera vuelta) como para evitar denuncias de fraude; de hecho, para sorpresa de muchos, tanto Arauz como Correa felicitaron a Lasso poco después de conocerse su victoria.

Estos acontecimientos permiten adelantar algunos de los retos políticos que deberá superar el presidente entrante, tanto de legitimidad como de gobernabilidad. Las acusaciones de fraude por parte de Yaku Pérez en la primera vuelta⁽²⁾, el elevado porcentaje de votos nulos y el hecho de que Lasso haya obtenido la victoria gracias a la transferencia de votos de la izquierda son prueba evidente del débil respaldo ciudadano a su programa y, por tanto, limitan su capacidad para aplicar políticas demasiado neoliberales, sobre todo en cuestiones económicas. Además, el Presidente deberá negociar con un parlamento en el que predominan los partidos de izquierda⁽³⁾. Unión por la Esperanza (UNES), la alianza respaldada por el correísmo, con 47 escaños, es la primera fuerza de la Asamblea Nacional, mientras que el partido oficialista CREO (Creando Oportunidades) apenas cuenta con 12 de los 137 escaños.



Fuente: Fitch

En este contexto, Lasso decidió apoyar la postulación de Guadalupe Llori como primera mujer indígena presidenta del Legislativo, con el fin de acercarse al movimiento indígena Pachakutik⁽⁴⁾. No obstante, es poco realista pensar en un hipotético pacto de gobierno con este partido, por las contradicciones políticas que se producirían, tarde o temprano, entre sus representantes. El

- (2) Pachakutik obtuvo en primera vuelta 1,8 millones de votos, apenas 30.000 menos que Lasso. Yaku Pérez denunció fraude en el escrutinio y forzó un recuento parcial de votos por parte del Consejo Nacional Electoral (CNE), lo que demoró la publicación de los resultados más de una semana.
- (3) Las elecciones legislativas coincidieron con la primera vuelta de las presidenciales; en ambos casos el apoyo a los partidos de izquierda fue rotundo.
- (4) Esto implicó el fin de la alianza con el PSC (fueron juntos a las elecciones), que contaba con que los diputados de CREO votaran a favor de su candidato, Henry Kronfle, para Presidente del Congreso.

escenario de un gobierno en solitario, gobernando a golpe de decretos y consultas populares, también se antoja complicado, máxime teniendo en cuenta que Lasso tampoco cuenta con el suficiente respaldo del electorado a su programa político. Lo más probable es que se produzcan alianzas puntuales para avanzar en temas concretos, lo que recuerda la década de los 90, cuando los sucesivos presidentes, en minoría en la Asamblea, formaban coaliciones *ad hoc*, lo que se tradujo en una considerable inestabilidad gubernativa. En cualquier caso, el papel que juegue el correísmo va a ser, una vez más, fundamental para esta legislatura. Un punto a favor de Lasso es que la oposición se encuentra bastante fragmentada y desunida y, a la vista de lo ocurrido en las elecciones, no parece probable que sea capaz de formar una coalición en su contra.

No obstante, conviene recordar que en la Constitución de 2008, con la idea de dar una salida constitucional a las crisis de gobernabilidad que padecía el país y así evitar más golpes de Estado, se introdujo una disposición denominada “Muerte Cruzada”. Esta figura legal faculta al Presidente de la República a disolver la Asamblea por tres causas: arrogación de funciones, obstrucción de la ejecución del Plan Nacional de Desarrollo, o grave crisis política y conmoción interna. Se denomina Muerte Cruzada porque la medida implica, simultáneamente, la celebración de nuevos comicios presidenciales: en un plazo máximo de siete días, después de la publicación del decreto de disolución, el Consejo Nacional Electoral deberá convocar para la misma fecha a elecciones legislativas y presidenciales, para el resto de los respectivos períodos. El presidente en funciones puede participar en dicha elección, por lo que recurrir a esta medida podría verse como un plebiscito sobre su gestión. Los análisis más pesimistas no descartan que este escenario se produzca durante el primer año de mandato, los más optimistas hacia el final. Ello dependerá de la habilidad de Lasso para negociar, en el seno de dicho parlamento fraccionado y de izquierdas, su agenda política. Indudablemente, se verá obligado a flexibilizar las medidas más alejadas de las posturas de izquierdas. Por el momento, ya se aprecian dificultades para la aprobación de la Ley de Libertad de Expresión, la Ley de Educación Superior y la reforma laboral.

EL LEGADO DE MORENO Y ... DEL CORREÍSMO

Lasso recibe un país sumergido en una recesión económica, con elevados desequilibrios fiscales y problemas de liquidez, resultado de los problemas estructurales que se gestaron durante más de una década de correísmo. De hecho, Lenin Moreno, que se suponía que iba a dar continuidad al programa de Correa, al poco tiempo de acceder al poder se distanció de su predecesor aplicando una política más pragmática y alejada de la deriva autoritaria que emprendió Correa en los últimos años.

Uno de los legados más problemáticos del correísmo fue la situación de las finanzas públicas, en números rojos, con un déficit fiscal y una deuda pública muy elevados, que limitaron enormemente el margen de actuación de Moreno. El acercamiento al FMI acabó siendo inevitable y en octubre de 2020 se firmó un acuerdo bajo el marco del Servicio Ampliado del FMI por un plazo de 27 meses y con un acceso a financiación por valor de 6.500 mill.\$. Ello supuso una clara ruptura con su predecesor, ya que desde 2008 las relaciones con la institución habían sido muy



limitadas⁽⁵⁾, a raíz de que Rafael Correa declarara el impago selectivo de la deuda considerada ilegítima⁽⁶⁾. Moreno, en cambio, priorizó el pago de los vencimientos de la deuda, con el fin de crear confianza entre los inversores, facilitar la negociación del acuerdo y, sobre todo, evitar el cierre de los mercados financieros, lo que hubiera implicado una nueva suspensión de pagos. Aunque Moreno logró desde un punto de vista macroeconómico contar con la confianza de los mercados internacionales y preservar la independencia del Banco Central, el coste social fue enormemente alto. Prácticamente se paralizó la inversión pública, lo que generó brechas en materia de salud y educación entre las poblaciones vulnerables y provocó un malestar popular cada vez mayor.

Uno de los puntos centrales del acuerdo con el FMI era la eliminación de los subsidios a los combustibles, anunciada en octubre de 2019. No es la primera vez que un mandatario intenta recortarlos, puesto que su coste ha ascendido a 54.269 mill.\$ entre 2005 y 2018, una cantidad equivalente al 50% del PIB y a la totalidad de la deuda externa actual. Pero suprimirlos implicaría un aumento de precios para los consumidores de entre el 25% y el 75% y, como ocurrió antaño, sindicatos, estudiantes e indígenas se echaron a la calles en protesta durante la primera quincena de octubre de 2019, paralizando Quito y las carreteras por todo el país. Moreno se vio obligado a dar marcha atrás y, aunque logró mantenerse en el poder, las protestas contra la retirada de ayudas a los combustibles impidieron ejecutar las reformas acordadas con el FMI. En definitiva, la necesidad de aplicar medidas de austeridad impidió el cumplimiento de las promesas electorales al tiempo que le obligó a adoptar medidas muy impopulares entre la ciudadanía, tales como la reducción del tamaño del sector público, que implicó miles de despidos y la eliminación de organismos públicos en medio de una crisis política y sanitaria.

A todo ello se suma la crisis institucional posterior a su ruptura con el correísmo. Moreno reformó varias veces su gabinete y lidió con la necesidad de atajar una corrupción casi estructural. Con este fin instituyó un organismo específico, el Frente por la Transparencia y la Lucha contra la Corrupción; sin embargo, sus detractores le acusan de utilizarlo como una herramienta para alejar de la política a su mayor adversario. En 2017 se destapó el escándalo de sobornos de la empresa constructora Odebrecht, que salpicó a varios cargos del equipo de Correa, incluido el propio expresidente. Correa fue condenado a ocho años de prisión en abril de 2020 por su vinculación con una red de financiamiento ilegal de su partido. Sin embargo, el gobierno de Moreno también se vio salpicado por el caso “Las Torres”, que salió a la luz en 2018⁽⁷⁾, y el propio

-
- (5) En 2014 durante el mandato de Correa, Ecuador reabrió su cuenta en el FMI y autorizó que volvieran a realizarse revisiones bajo el Artículo IV. Tras el terremoto de 2016, Ecuador recibió una ayuda de 364 mill.\$ del Fondo, bajo el Instrumento de Financiación Rápida.
- (6) Recién llegado al cargo, Correa creó la Comisión para la Auditoría Integral del Crédito Público y le encargó un informe sobre la legitimidad de la deuda. Con el informe en sus manos, en 2008, el Presidente decidió impagar 2.300 mill.\$ de Bonos Global 2012 y 2030, por considerarlos ilegítimos. En cambio, siguió cumpliendo con otras deudas bilaterales que se habían calificado de igual forma. En los años posteriores se alcanzaron acuerdos con los bonistas, que llegaron a perder dos tercios del valor nominal de sus títulos de deuda.
- (7) El caso 'Las Torres' investiga presuntos hechos de 'delincuencia organizada' ligados a una trama de corrupción y sobornos instrumentada desde la Contraloría General del Estado (CGE), la estatal Petroecuador y la Secretaría de la Presidencia.

mandatario está acusado de abusos de poder por el caso “INA papers”, que hasta el momento no ha arrojado resultados concluyentes⁽⁸⁾.

Ecuador ha mejorado en los últimos años en el Índice de Percepción de la Corrupción, elaborado por Transparencia Internacional (ha pasado del puesto 120 al 92 de 180 países entre 2016 y 2020), si bien continúa por debajo del promedio regional. Esta mejora no se debe tanto a una mayor transparencia e integridad en el sector público, como a que con el procesamiento de figuras hasta ahora consideradas intocables, como es el propio Correa, se empieza a percibir que se está acabando con la impunidad que caracterizó al correísmo. El desempeño de Ecuador en el Índice de Buen Gobierno del Banco Mundial también se encuentra por debajo de la media regional en todas las variables, especialmente en los indicadores de calidad regulatoria, Estado de derecho y control de la corrupción. No obstante, se aprecia una mejoría desde los tiempos de Correa, cuya deriva autoritaria menoscabó mucho la calidad institucional.

Por si esto fuera poco, el estallido de la crisis del covid -19 complicó todavía más el final del mandato de Moreno. Ecuador ha sido uno de los países de la región con mayor incidencia; el número de casos asciende a 508.000 y el de fallecimiento a 32.700, a fecha 28 de septiembre, lo que lo sitúa como el segundo país tras Brasil con más muertes por covid-19 de América, si se ponderan por millón de habitantes. Moreno fue muy criticado tanto por la gestión de la pandemia como por los recortes de gastos sanitarios realizados bajo su mandato al priorizar el pago de la deuda⁽⁹⁾.

Indicadores de buen gobierno



Fuente: Banco Mundial

(8) En abril de 2019 se abrió una investigación preliminar contra Moreno y varios de sus familiares por la presunta transferencia de altas sumas de dinero a través de al menos 10 empresas offshore propiedad de su hermano e hijas, entre ellas INA Investment Corp.

(9) Hubo falta de pruebas de diagnóstico y una desacertada gestión de los aeropuertos (cerraron tarde y reabrieron demasiado pronto) que propició la entrada de muchos casos en el país. En cuanto al presupuesto sanitario, de los 353 mill.\$ presupuestados en el Plan de Salud de 2017, se pasó a 302 en 2018 y a 186 millones en 2019.

RETOS DEL NUEVO GOBIERNO

La llegada al poder de un candidato conservador supondrá un cambio menos abrupto de lo que cabría esperar porque Moreno ya rompió, y drásticamente, con el ideario del correísmo y muchas de sus políticas. A los retos de gobernabilidad ya comentados se suma un doble desafío en el corto plazo: impulsar la vacunación masiva contra la pandemia del covid-19 y reactivar la golpeada economía del país.

El primer objetivo de la nueva Administración ha sido vacunar a 9 millones de personas (poco más del 50% de la población) contra la covid-19 en sus primeros 100 días de gobierno (Plan de Vacunación 9/100). Era un enorme reto para un país bastante atrasado en el plan de vacunación que, sin embargo, prácticamente se ha cumplido, ya que a principios de septiembre se habían aplicado 18 millones de vacunas: 9,9 millones en primera dosis y 8 millones en segunda dosis. Se trata de un avance espectacular teniendo en cuenta que solo se había vacunado a 2% de la población.

Los retos a nivel económico son mayúsculos, como analizaremos más adelante. La covid-19 ha asestado un durísimo golpe al país, en términos sociales y económicos, por la pérdida de vidas, el crecimiento de la pobreza y la destrucción de empresas y puestos de trabajo. La tasa de pobreza ha pasado del 25% al 32,4% de la población, y la de pobreza extrema, del 10,7% al 14,9%. El aumento de la desigualdad se refleja en el cambio en el índice Gini; del 0,47 en 2019 al 0,52 en 2020. No sorprende, por tanto, el clima de pesimismo que domina la sociedad ecuatoriana. Así, en el "eje social" la promesa estrella es subir el salario mínimo de 400 a 500 dólares, pero también modernizar los sistemas educativo y sanitario.

La aplicación de estas medidas no será fácil de compatibilizar con la necesaria disciplina fiscal. El presidente cuenta con que una mejor administración de la riqueza petrolera y la persecución de la minería ilegal sean una fuente de ingresos adicionales. En definitiva, Lasso, al igual que le paso a Moreno, se enfrenta al complejo desafío de sanear las cuentas públicas, pero con una posición de partida todavía más compleja; lidera un gobierno con minoría en la Cámara y el país se encuentra en plena emergencia sanitaria, con las elevadas necesidades sociales que ello implica.

POLÍTICA EXTERIOR: "DESIDEOLOGIZAR LAS RELACIONES INTERNACIONALES"

Según las propias palabras de Lasso, su objetivo es desideologizar las relaciones internacionales, y responsabiliza a las políticas del "Socialismo del siglo XXI" de haber "aislado a Ecuador". Su propuesta consiste en centrar los esfuerzos de la diplomacia en la búsqueda de nuevos mercados y la promoción del turismo. Aboga, por tanto, por una mayor integración

regional, por la participación del país en todo tipo de alianzas e iniciativas colectivas comerciales y por consolidar el acercamiento a los organismos multilaterales que inició Moreno.

Se trata, pues, de una postura completamente distinta al correísmo, que en política exterior se caracterizó por el alineamiento con el eje venezolano -mediante la integración en la Alternativa Bolivariana para las Américas (ALBA)-, la confrontación con Estados Unidos y el distanciamiento de los Organismos Multilaterales. Esto acabó convirtiéndose en uno de los elementos más negativos en la evaluación de riesgo país, dado que restringió el acceso a la financiación multilateral del FMI; dañó la imagen en el exterior como receptor de inversión; y penalizó las exportaciones al principal mercado de destino (EE.UU.). Lo cierto es que Lenin Moreno durante su mandato ya cambió radicalmente las prioridades de Ecuador en el exterior. Se alejó de los tradicionales socios regionales, abandonó la organización ALBA y UNASUR y se acercó a EE.UU.

Lasso continuará en esta misma línea. De esta forma, está intensificando los esfuerzos para que se culmine la inserción de Ecuador en la Alianza del Pacífico, cuya solicitud se remonta a 2018. Este acuerdo de integración, firmado en 2011, reúne a Chile, Colombia, México y Perú, y representa el 41% del PIB de América Latina y se ha convertido en el octavo bloque comercial del mundo, con un mercado de más de 230 millones de personas. Se estima que Ecuador podría aumentar sus exportaciones en unos 400 mill.\$ gracias a la integración en el bloque, destacando las ventas de frutas, madera, metales, y carnes y pescados, en los que cuenta con ventaja comparativa. Con este objetivo en mente, Lasso ha dado un fuerte impulso a la negociación del Tratado de Libre Comercio con México, puesto que el país andino ya tiene acuerdos con Chile, Perú y Colombia. En esta misma línea, ha defendido la acción conjunta de la CAN (Comunidad Andina) para acelerar la salida de la crisis ocasionada por el coronavirus.

Con respecto a Venezuela, su postura quedó clara desde el primer momento al invitar a Guaidó y no a Maduro a su investidura. Por tanto, se ha alineado con el grupo de Lima, al igual que lo hizo Moreno; además, llevará a cabo el segundo proceso de regularización para ciudadanos venezolanos⁽¹⁰⁾. Todo apunta, pues, a que se va a intensificar la colaboración con los gobiernos de derecha de la región. De hecho, su primer viaje como presidente electo fue a Colombia, su principal socio comercial andino y con el que comparte una frontera de unos 600 km en la que operan narcotraficantes, grupos armados ilegales y contrabandistas de armas.

Fuera de la región, Lasso apoya la firma de nuevos tratados comerciales y de cooperación con países que ofrezcan oportunidades de negocio y puedan contribuir a crear empleo, tales como Estados Unidos, China, Corea del Sur, India y Turquía. Con la primera potencia mundial se está abordando la renovación del Sistema Generalizado de Preferencias (SGP) y las negociaciones con miras a alcanzar un Acuerdo Comercial. En otros ámbitos, se intensificará la cooperación en materia de seguridad y defensa, en particular en la lucha contra el narcotráfico, la corrupción y la delincuencia organizada transnacional.

(10) El primero tuvo lugar entre agosto de 2019 y marzo de 2021 y se regularizaron en Ecuador un total de 93 066 ciudadanos venezolanos.

La estrategia de acercamiento de Lasso a Estados Unidos era previsible pero, por otra parte, existe el riesgo de que genere tensiones con China, destino del 46% del total de exportaciones de petróleo ecuatoriano y principal prestamista del país. Esta relación nació de la estrategia del gobierno de Correa de sustituir la dependencia financiera que el país mantenía con el FMI por un esquema Sur-Sur. Por el momento, China ha proporcionado el 62% de las vacunas para el plan de vacunación 9/100 y Lasso ha manifestado su intención de negociar un tratado de libre comercio con el gigante asiático, así como la reestructuración de la deuda.

2. ECONOMÍA

- ➔ 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.
- ➔ Sombrias perspectivas del sector petrolero. Las dificultades técnicas, el desfavorable clima de negocios y la caída de los precios en los últimos años son obstáculos al aumento de la producción.
- ➔ 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 enormemente el margen de maniobra para aplicar medidas contracíclicas para mitigar sus efectos, lo que explica el desplome de la actividad en 2020 (-7,8%, una caída muy por encima de la media regional).
- ➔ El nuevo gobierno ha diseñado un ambicioso plan para impulsar la actividad del sector privado y para favorecer la entrada de capital extranjero, en un intento de recuperar la confianza de los mercados financieros y fomentar la diversificación de la economía. El avance de esta agenda no será fácil por la falta de apoyos en el parlamento y por la dificultad de aprobar ciertas medidas, que aun necesarias, van a enfrentarse a una fuerte contestación social.

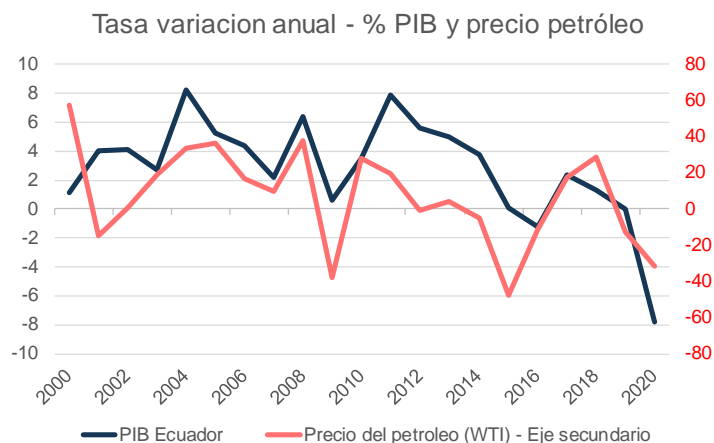
UNA ECONOMÍA MUY VULNERABLE A SHOCKS EXTERNOS

PIB (mill.\$)	98.808 mill.\$
CRECIMIENTO PIB	-7,8
INFLACIÓN	-0,9%
SALDO FISCAL	-6,1%
SALDO POR C/C	2,5%

Datos a 2020

El fin del superciclo de las materias primas y, más recientemente, la crisis de la covid-19 han tenido un impacto particularmente severo en Ecuador. De hecho, es el país andino que más afectado se ha visto por estos *shocks* adversos, como consecuencia de las vulnerabilidades macrofiscales que se habían acumulado durante el correísmo, lo que dejó en entredicho la propia sostenibilidad del modelo de desarrollo.

Buena parte de la expansión económica y de la transformación social que el país vivió entre 2001 y 2014 (el crecimiento promedio fue superior al 4,5%) se debió al viento de cola que supusieron los elevados precios de las materias primas que, como veremos, aportan el grueso de su cesta exportadora. El incremento del gasto social y el fuerte impulso de la inversión pública⁽¹¹⁾ fueron los motores de crecimiento, favorecidos por la estabilización propiciada por la dolarización del sistema monetario⁽¹²⁾. No obstante, a pesar de su dependencia del petróleo y de las rigideces impuestas por la dolarización, el gobierno ecuatoriano no supo dotarse de mecanismos para gestionar los riesgos macroeconómicos, sino todo lo contrario. Bajo la premisa “el mejor ahorro es la inversión”, el expresidente Rafael Correa justificó la eliminación de los fondos de estabilización y la adopción de una política fiscal fuertemente expansiva. El desplome del precio de estos productos, en 2015, obligó a las autoridades a recortar el gasto público, que era el verdadero motor de la demanda interna. Las dificultades se agravaron con la normalización de la política monetaria en EE.UU., que se tradujo en un aumento de los costes de financiación y en la apreciación de la moneda. Todo ello desmoronó, como si fuera un castillo de naipes, el ritmo de crecimiento, sumiendo a la economía en un círculo vicioso. Desde entonces, las dificultades se atemperaron ligeramente, gracias, principalmente, al repunte del precio de los hidrocarburos a partir de 2016. En este contexto de muy débil crecimiento, el estallido de la covid-19 ha abocado al país nuevamente a una severísima recesión.



Fuente: FMI y Energy Information Administration

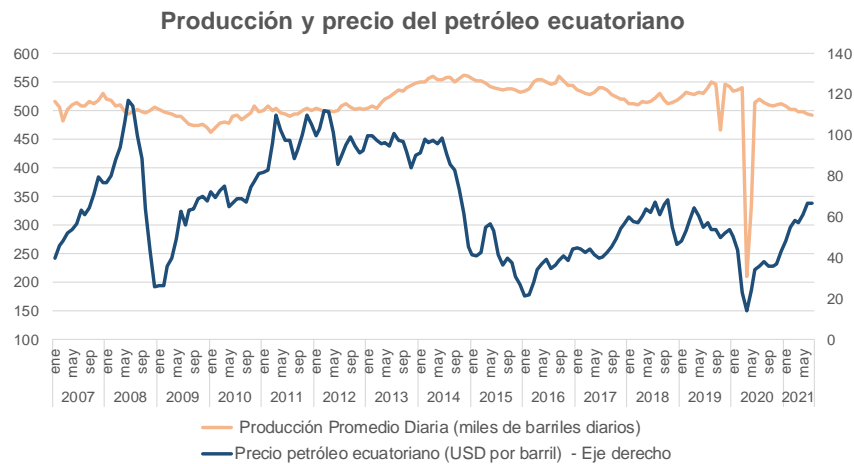
Esta **elevadísima vulnerabilidad** de la economía ecuatoriana a los *shocks* adversos obedece a su limitada diversificación productiva y a la fuerte concentración de sus exportaciones. **Los hidrocarburos** contribuyen con el 10% del PIB, cerca del 28% de los ingresos fiscales y un tercio de las exportaciones (cuando el crudo cotizaba por encima de los 100 \$, representaba más de

(11) De 2012 a 2016, la inversión pública aumentó un 29% mientras que la inversión privada apenas subió un 3%.

(12) Ecuador adoptó oficialmente el dólar como moneda de curso legal en 1999, luego de que el país sufriera una gran crisis económica e inflacionaria a finales de la década de 1990. Entre 1998 y 1999 la devaluación de la moneda casi lleva al Ecuador a convertirse en un Estado fallido, además de una ir acompañada de una serie de quiebras de bancos y de cooperativas de ahorro y crédito.

la mitad de las ventas al exterior). A los problemas a corto plazo derivados de la fuerte volatilidad del precio del oro negro se suman las preocupantes perspectivas a medio plazo del sector. En 2020 las reservas remanentes de crudo⁽¹³⁾ eran de 1.706 millones de barriles, lo que al ritmo de producción anual (el promedio en los últimos años ha sido de 192 millones de barriles) significa que al país le restan menos de nueve años de petróleo.

La falta de inversión en nueva tecnología de extracción que permita aumentar la cantidad efectivamente producida explica parte de esta evolución. En Ecuador se produce un gran desperdicio del recurso; por cada 100 barriles en el yacimiento, con la tecnología que utilizan actualmente las empresas públicas, únicamente es posible extraer 35 barriles. Además, buena parte de las reservas sin explotar están ubicadas en zonas remotas de la cuenca del Amazonas, lo que entraña importantes dificultades técnicas, legales, medioambientales y sociales. La inseguridad jurídica y las deficiencias del clima de negocios, con una burocracia lenta y compleja (Ecuador se sitúa en el ranking *Doing Business* en el puesto 129 de 190 economías) también han frenado el desarrollo de sector. En consecuencia, el volumen de producción se ha estancado en niveles moderados, en torno a los 500.000 b/d, de los cuales se exportan dos terceras partes.

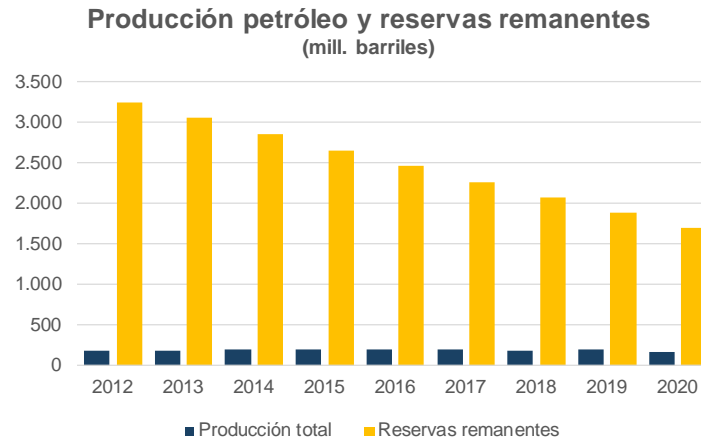


Fuente: Banco Central de Ecuador

Buena parte del crudo exportado está vinculado a los denominados contratos de preventa firmados con China y Tailandia entre 2009 y 2015 como forma de obtener fondos para financiar los elevados gastos sociales de la etapa del correísmo. Lenin Moreno renegoció las condiciones de muchos de ellos, ya que ofrecían unos precios excesivamente ventajosos para los compradores. No obstante, Petroecuador todavía deberá cumplir con sus compromisos de provisión de petróleo con varias empresas (Petrochina, Unipet y Petrotailandia) hasta 2024, año en que finalizan los contratos firmados por Correa. Además, Moreno también decidió retirar al país de la Organización de Países Productores de Petróleo (OPEP) a partir del 1 de enero de

(13) Las reservas remanentes se calculan descontando a las reservas probadas de petróleo, es decir, toda la cantidad de petróleo encontrada en el territorio, la cantidad de petróleo ya extraída.

2020, argumentando razones de "sostenibilidad fiscal". Con ello evitaba las restricciones a la producción que se imponen en el seno de la organización⁽¹⁴⁾.



Fuente: Secretaría de Hidrocarburos y Banco Central del Ecuador

En este contexto, Lasso aprobó en julio de este año por decreto ley un Plan de Acción Inmediato para el sector, que aspira a duplicar la producción de petróleo en un plazo de cinco años, a través de una serie de medidas entre las que destacan el desarrollo de políticas públicas para atraer la inversión privada. Se promoverán procesos de licitación bajo el modelo de Contrato de Participación, dejado de lado durante el mandato de Rafael Correa, para fomentar la exploración y explotación de hidrocarburos. No obstante, el complejo clima de negocios, la inestabilidad política junto con las perspectivas de los precios de petróleo a largo plazo dificultarán enormemente esta meta. El petróleo ecuatoriano, que se vendió a 100 dólares por barril en 2013, ha registrado una enorme volatilidad y caída de precios como resultado de la crisis del coronavirus y los vaivenes de las negociaciones en el seno de la OPEP, llegando a cotizar por debajo de los 20 dólares, con lo que el país ha exportado crudo a pérdida, por debajo de los costos de producción. Si esta situación se repite en el futuro, las inversiones planeadas para expandir la extracción en los yacimientos de Ishpingo o Sacha, que requieren la participación de capitales extranjeros por valor de miles de millones de dólares, se volverían inviables. Los precios futuros del petróleo son erráticos y difíciles de predecir; aunque en estos momentos el crudo está en ascenso esto obedece a un exceso de demanda que probablemente se corrija en los próximos meses. A medio plazo la mayor parte de las estimaciones apuntan a un progresivo declive, salvando el caso de un nuevo conflicto en el Medio Oriente, ya que el crecimiento futuro de la economía china continuará moderándose y EE.UU. ha aumentado dramáticamente su extracción con las técnicas del *fracking*. A más largo plazo, el proceso de transición energética va a producir un descenso de la demanda, y con ella de los precios del petróleo.

(14) Como miembro de la Organización, el país se había comprometido a producir 524.000 barriles de petróleo por día, lo que implicaba una reducción de 16.000 con respecto al volumen de producción de referencia para el país. Ecuador se unió a la OPEP en 1973, se retiró en 1992, y se reincorporó a la organización en 2017.

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. En consecuencia, su aportación al PIB es muy reducida, en torno al 1% del PIB. En cualquier caso, el potencial minero del país es limitado; la participación del Estado en los cuatro principales proyectos mineros en marcha (Condor Mirador, Fruta del Norte, Río Blanco y Loma Larga) apenas generará un promedio de 400 millones de dólares por año hasta 2049, cifra que representa apenas el 18% de los ingresos petroleros percibidos anualmente por el Estado entre 2014 y 2019.

Los servicios aportan cerca del 60% del PIB, donde destacan el comercio, el transporte y los servicios públicos. La industria contribuye con el 10%, liderada por el sector agroalimentario, el textil y el químico. La agricultura sigue teniendo un peso considerable, con cerca del 8% del PIB. El desarrollo es heterogéneo, donde contrasta el bajo grado de modernización de gran parte de los cultivos con la elevada competitividad en los mercados internacionales de algunas producciones, como los plátanos, el cacao y la flor cortada.

SIN ARMAS FRENTE A LA COVID

No sorprende, por tanto, que Ecuador haya sufrido una fortísima recesión a causa de la crisis sanitaria (el PIB se contrajo un 7,8% en 2020). En primer lugar, el desplome del precio de los hidrocarburos en 2020, a raíz de la paralización de la economía mundial durante el Gran Confinamiento⁽¹⁵⁾, ha agravado todavía más la situación de las maltrechas finanzas públicas, lo que ha impedido la aplicación de políticas fiscales contracíclicas para amortiguar los efectos de la pandemia. La composición sectorial del PIB de Ecuador también le hace más vulnerable, ya sea porque los sectores de mayor peso tengan una fuerte orientación exportadora y/o por la sensibilidad de sus actividades a la cuarentena, debido a que deben ser realizadas de manera presencial. La producción agrícola (con un porcentaje importante dedicado a exportaciones), el petróleo y el refino, las manufacturas (esencialmente de origen agropecuario) y el comercio, en su conjunto, explican casi el 45% del valor agregado total y son muy sensibles a los efectos de la pandemia. El predominio de microempresas y pequeñas y medianas empresas (MIPYMES), que representan un 99% del total de empresas y alrededor del 60% del empleo registrado, es otro de los motivos por los que el impacto de la crisis ha sido más fuerte. La caída de la demanda global también ha impactado fuertemente sobre las exportaciones y el turismo, y no tanto sobre las remesas, como veremos al analizar las cuentas exteriores. Por último, en los mercados financieros globales la crisis sanitaria desencadenó un aumento de la aversión al riesgo y el vuelo hacia activos de mayor calidad considerados seguros. En este contexto, Ecuador ha sido uno de los países de la región más penalizados (solo superado por Argentina y Venezuela), lo que no

(15) El precio medio del barril de petróleo ecuatoriano en el conjunto de 2020 (35,6 \$/b) fue un 35% inferior al de 2019.



sorprende dada la dramática situación de las finanzas públicas y la incapacidad del país de cumplir el servicio de la deuda, como analizaremos a continuación.

Las medidas económicas, muy limitadas (410 mill.\$; 0,41% del PIB) por la ausencia de margen fiscal, se han orientado a proteger a las empresas más vulnerables para evitar su quiebra, mantener el empleo y preservar la capacidad productiva. En este sentido, las MIPYMES han sido el principal objeto de las medidas puestas en marcha, dada su particular vulnerabilidad. Entre ellas destacan la concesión de créditos en condiciones algo más ventajosas a las de mercado⁽¹⁶⁾, el diferimiento en el pago de impuestos y contribuciones sociales a cargo de la empresa y acuerdos para facilitar el pago de energía eléctrica.

En el frente monetario, la dolarización de la economía implica que Ecuador dispone de menos herramientas de estímulo, al carecer de una política monetaria autónoma y depender de la aplicada por la Reserva Federal, con el riesgo de que esta sea opuesta a los intereses de Quito. La dolarización también implica que la competitividad de las empresas ecuatorianas -sobre todo con relación a otros países emergentes- se encuentra estrechamente vinculada al comportamiento del dólar. No obstante, los beneficios han compensado sobradamente estos “costes”. El establecimiento de una divisa fuerte ha inmunizado a Ecuador frente a la volatilidad en el tipo de cambio, un riesgo que se ha intensificado con especial virulencia en la región tras el estallido de la covid. Esto, en segunda derivada, ha permitido mantener una inflación moderada (en torno al 3% de media en la última década). Además, la ausencia de moneda propia ha impedido a las autoridades monetizar la deuda, lo que ha supuesto cierto elemento de disciplina fiscal.

El gobierno de Lasso ha mostrado un firme compromiso de garantizar la continuidad de la dolarización con la aprobación, en abril de este año, de la Ley de Defensa de la Dolarización, cuyo objetivo principal es devolver la independencia al Banco Central frente al Poder Ejecutivo. Para ello ha modificado los procesos de selección de los miembros de la Junta Política y Regulación Monetaria y Financiera y del Directorio del BCE, sus dos organismos de control. Tras el cambio normativo serán nombrados por la Asamblea y no estarán conformados por representantes del Ejecutivo, como hasta ahora. Además, la ley volverá a garantizar que el pasivo del Banco Central esté en su totalidad respaldado por reservas internacionales, lo que es fundamental para garantizar la solvencia económica del Banco y que pueda cumplir con sus obligaciones, como ser el garante de la dolarización en el país. Este requisito se había suprimido en 2010. Se espera que para 2026 los pasivos del sistema estén cubiertos en un 100%⁽¹⁷⁾. La Ley también prohíbe expresamente la financiación al Gobierno salvo contadas excepciones, con la autorización de la Junta de Política y Regulación Monetaria.

(16) Con tasas de interés de 5% y con un plazo de 36 meses, hasta 6 meses de período de gracia, y una garantía de hasta el 80% por parte del Fondo Nacional de Garantías.

(17) Dicho respaldo se aplicará a los cuatro sistemas del balance del BC, que incluyen el dinero en circulación, los depósitos de otras entidades financieras como el Banco del Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social (BIESS), los depósitos del sector público y todas las demás cuentas del BCE.

En cuanto a las medidas aplicadas en el frente monetario para garantizar la liquidez del sistema, destaca la autorización a los bancos, tanto privados como públicos, a aplazar de manera extraordinaria las obligaciones crediticias. De hecho, el alivio financiero otorgado por la banca privada ecuatoriana totalizó unos 10.000 mill.\$, es decir, el 36% de la cartera de crédito total, de los más altos de la región, por encima de Perú, Chile, Brasil o México. Una característica del sistema bancario ecuatoriano es la política conservadora de las entidades. La mayor aversión al riesgo obedece al recuerdo de la grave crisis bancaria de los años 90⁽¹⁸⁾ y a la ausencia de un prestamista de última instancia, una de las consecuencias de la dolarización de la economía. En consecuencia, el sector se enfrentó a la covid desde una posición saneada⁽¹⁹⁾. Ello permitió a los prestamistas aguantar el primer *shock* y explica los bajos niveles de morosidad (2.5% a finales de julio de este año). Desde entonces, los bancos han ido dotando provisiones, también de forma voluntaria, para estar preparados ante el previsible aumento de la morosidad conforme las medidas de alivio y provisión de liquidez se vayan retirando, lo que se espera para diciembre de este año. En julio de 2021 el ratio de activos líquidos respecto a pasivos a corto plazo se situó en un 30%, un nivel cómodo. Los niveles de capitalización de los bancos de propiedad privada se situaban en torno al 14% en esa misma fecha, muy por encima del 9% exigido. No obstante, preocupa el deterioro de la cartera de dos bancos públicos (BanEcuador y Corporación Financiera Nacional), en los que la morosidad ha aumentado hasta el 16% y el 19%, respectivamente y no se descarta que puedan necesitar de algún tipo de apoyo público.

PERSPECTIVAS

Tanto el Banco Central como el FMI prevén un crecimiento en torno al 2,8% para este año, menos de la mitad que la media regional (5,8%). Entre los principales factores que impulsarán la actividad desde el punto de vista externo destacan la reactivación de las principales economías mundiales, entre ellas China y Estados Unidos, éste último con un importante efecto de entrada de divisas a través de las remesas. La evolución del precio del petróleo también será determinante, dada la fuerte dependencia de las cuentas exteriores y públicas del oro negro. El FMI prevé que el precio medio del petróleo ecuatoriano se sitúe este año en torno a los 60 \$/b (frente a 35,6 \$/b en 2020) y también apunta a un moderado aumento de la producción a corto plazo.

Internamente la buena evolución de la campaña de vacunación supone un paso fundamental de cara a la normalización de la actividad económica. Además, hay muchas esperanzas depositadas en la nueva presidencia y su agenda de reformas. No obstante, por el momento, de todos los proyectos que Lasso anunció en su primer día de gobierno, solo uno ha llegado a la Asamblea, el de la libertad de expresión, que está en trámite, aunque rodeado de críticas desde distintas bancadas. Es evidente que tanto el clima económico como el político dificultarán enormemente

(18) Contribuyeron a la crisis bancaria las deficiencias en la supervisión, en la regulación, y en el proceso de liberalización financiera. Se calcula que el coste de reflotar el sistema financiero ascendió al 30% del PIB.

(19) En 2019 registraba cifras récord de capitalización (5.000 mill.\$), además de altos niveles de provisiones (226%) y liquidez (26%).

la adopción de medidas que van en la dirección correcta pero que, en muchos casos, serán impopulares y se enfrentarán a una fuerte contestación social.

Agenda de reformas

- Favorecer un mayor desarrollo de los mercados financieros del país, impulsando la entrada de banca extranjera y la liberalización del mercado de servicios financieros.
- La reforma tributaria, con la supresión del Impuesto a la Salida de Divisas (ISD) y la eliminación del 2% a los ingresos de las microempresas.
- La flexibilización del mercado laboral, para facilitar la creación de empleo y mejorar su calidad.
- Simplificar la burocracia y las regulaciones vinculadas a la creación de empresas, para así facilitar su constitución.
- Garantiza la libertad de expresión, comunicación y prensa como un derecho fundamental que no puede ser restringido, para lo que ha prometido que derogará la "ley mordaza" sobre medio de comunicación heredada de Correa.
- Garantizar la independencia judicial, trámites más transparentes de contratación pública y mayor protagonismo de la fiscalía en la persecución de prácticas ilegales.
- Impulsar acuerdos de libre comercio con tantos países como resulte posible, para integrar a Ecuador en la economía global.

Otro factor fundamental para la recuperación económica es la continuidad del programa del FMI, no solo por la importante entrada de financiación que supone (un total de 2.500 mill.\$ pendientes de desembolso⁽²⁰⁾), sino también por su función catalizadora de fondos de otras instituciones multilaterales y por la confianza que transmite a los mercados. El Fondo no realizó el segundo desembolso del acuerdo firmado en 2020, que correspondía en mayo de 2021, a la espera del resultado de las elecciones, con el fin de confirmar el compromiso del Gobierno entrante con los objetivos del mismo. La revisión del acuerdo acaba de tener lugar el pasado mes de septiembre y, de manera inmediata, el país recibirá los 800 mill.\$ correspondientes a las cuotas de abril y agosto. La próxima revisión está prevista para diciembre de este año, donde se podrían liberar otros 700 mill.\$. Como veremos a continuación al analizar la situación del sector público, los objetivos en materia fiscal se han flexibilizado con respecto a lo negociado por la anterior Administración, lo que constituye un balón de oxígeno para Lasso, si bien el programa continúa siendo muy ambicioso y no resultará fácil de aplicar por un Gobierno en minoría en el Parlamento.

(20) El Acuerdo contempla la entrega de 6.500 mill.\$ en 27 meses. De los cuales el Gobierno anterior recibió 4.000 \$ en diciembre del 2020.

3. SECTOR PÚBLICO

- Las finanzas públicas adolecen de debilidades crónicas, en gran parte herencia del gobierno de Correa. Durante la pasada década, los elevados ingresos del sector petrolero financiaron un notable aumento del gasto fiscal que convirtió al sector público en el principal motor de crecimiento del país.
- La crisis sanitaria ha agravado los desequilibrios fiscales. El déficit se ha disparado hasta el 6,1% del PIB y la deuda ha aumentado hasta el 61,2% del PIB. El servicio de la deuda supone un notable lastre (en 2020 ha representado tres puntos del PIB) y todo apunta a que seguirá ejerciendo una presión considerable sobre las finanzas públicas en los próximos años.
- El Gobierno alcanzó en agosto del año pasado un acuerdo para reestructurar parte de la deuda pública externa que duplicó el plazo de amortización y redujo la tasa de interés promedio. No obstante, el calendario de amortizaciones a corto plazo continúa siendo exigente.
- La continuidad del programa con el FMI y la ampliación del plazo para acometer el ajuste fiscal suponen un espaldarazo al nuevo Gobierno, que aporta confianza a los mercados sobre la sostenibilidad de la deuda.

El fuerte impacto de la crisis del covid, combinado con la débil situación fiscal previa, ha disparado las necesidades de financiación pública de Ecuador. Las limitaciones que enfrenta el país para obtener financiación privada adicional en los mercados financieros internacionales, finalmente obligó a las autoridades a alcanzar un acuerdo de reestructuración de la deuda pública.

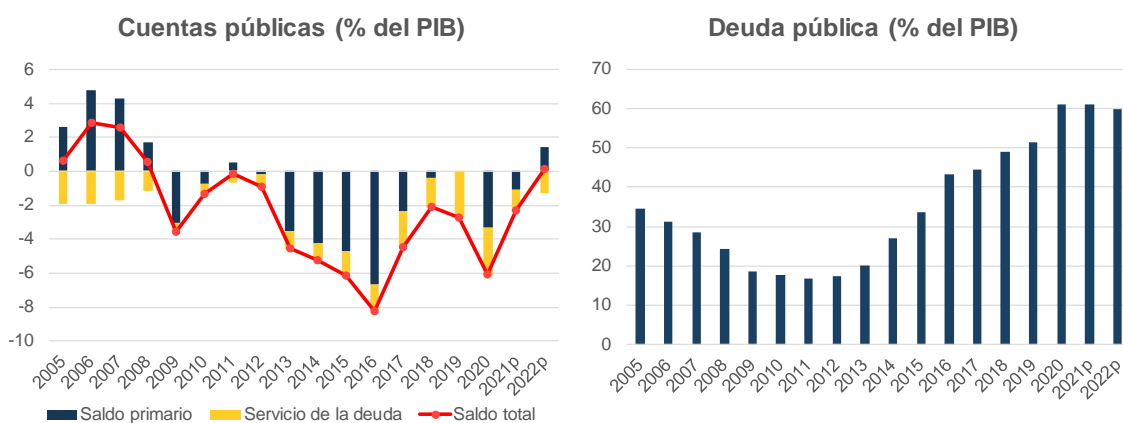
Ecuador ha registrado déficits públicos desde 2009, como resultado de una serie de debilidades crónicas en su sistema tributario. En primer lugar, las cuentas públicas adolecen de una elevadísima dependencia de los hidrocarburos, que representan cerca del 28% de los ingresos fiscales. Además, el nivel de recaudación (14,7% del PIB) es inferior al promedio del resto de los países de América Latina (18,3% del PIB), y está muy alejado del de los países de la OCDE (25,6% del PIB). Ello obedece a la reducida base tributaria, que se deriva a su vez de la elevada informalidad de la economía (cerca del 50%) y de la generosidad de los incentivos tributarios.

Por otra parte, el gasto público (en torno al 36,8% del PIB) se encuentra muy por encima del promedio de la región (el 29,4% del PIB), y ello a pesar del ajuste que se llevó a cabo en los años posteriores al *shock* petrolero. No olvidemos que durante el mandato de Correa, en apenas unos años, el presupuesto llegó a multiplicarse por cuatro, de tal forma que, en 2013, su peso alcanzó el 44% del PIB, por encima del presente en muchos países desarrollados. Este vertiginoso incremento del gasto público, tanto en las partidas corrientes, como la sanidad o la educación, como en la inversión, provocó que el sector público se erigiese en el principal motor de la demanda interna.

La crisis económica desencadenada por la pandemia de covid-19 provocó una fuerte contracción de la recaudación tributaria, así como una dramática caída de los ingresos petroleros, debido al

desplome tanto de los precios del crudo ecuatoriano en el mercado internacional⁽²¹⁾ como de la producción, como resultado de la menor demanda externa y de la suspensión de los sistemas de transporte de crudo y derivados. Por el lado del gasto, las medidas que se han adoptado para dar respuesta a la emergencia han tenido que ser muy limitadas y muy inferiores a otros países de la región (410 mill.\$; 0,41% del PIB), lo que ha agudizado los efectos negativos sobre el tejido productivo. En consecuencia, el déficit se ha disparado hasta el 6,1% del PIB, más de tres puntos porcentuales por encima del registrado en 2019.

Como resultado de los déficits acumulados la última década, el peso de la deuda había aumentado de manera muy preocupante antes del estallido de la covid, hasta superar el límite legal del 40% del PIB desde 2017⁽²²⁾. Durante el gobierno de Moreno se logró reducir el déficit en más de la mitad entre 2016 y 2019 (del 8,2% al 3,1% del PIB) a base de recortar el gasto y la inversión, pero también ayudado por el contexto de recuperación parcial de los precios de los hidrocarburos. Gracias a ello se desaceleró el crecimiento de la deuda. No obstante, con la pandemia ha vuelto a aumentar, y actualmente se sitúa alrededor del 61% del PIB. Pese a no ser una cifra excesivamente elevada comparada con la de otras economías de su entorno, debe recordarse que, al tratarse de una economía dolarizada, fuertemente dependiente del petróleo y con limitado acceso a los mercados internacionales, el nivel de endeudamiento que puede asumir se ve mermado. El servicio de la deuda supone un notable lastre para el saldo público (en 2020 ha representado tres puntos del PIB) y todo apunta a que seguirá ejerciendo una presión considerable sobre las finanzas públicas en los próximos años. De acuerdo con las proyecciones del FMI, el peso de las amortizaciones y del pago de intereses sobre la deuda ecuatoriana se ubicará, en promedio, en torno a un 4% del PIB entre 2020 y 2023.



Fuente: FMI

- (21) La fórmula de facturación del petróleo ecuatoriano se encuentra indexada al precio del WTI, que representa un 98% del precio final.
- (22) La auditoría realizada por el Gobierno de Moreno en 2018 al llegar al poder mostró que anterior Administración había maquillado los datos de la deuda para no superar el citado límite. En concreto, el Ejecutivo de Correa no computó, supuestamente, la deuda adquirida por el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social (IESS); los atrasos de pagos a las empresas petroleras por los servicios de explotación; las preventas de petróleo y los compromisos de pago a los pensionistas. Además, Correa incurrió en sobrepagos, por valor de 2.450 mill.\$, en la ejecución de cinco proyectos de infraestructuras.

El persistente desequilibrio fiscal ha ido erosionado la posición de solvencia del soberano hasta situarlo al borde del *default*. En abril de 2020, Ecuador se vio obligado a diferir 4 meses los pagos del servicio de la deuda. Los diferenciales soberanos de Ecuador permanecieron muy por encima de los del resto de los países de la región andina (Colombia, Perú e incluso Bolivia) durante todo el año pasado, como resultado de la incertidumbre sobre la sostenibilidad fiscal del país. Finalmente, después de varios meses de negociaciones, en agosto del año pasado se alcanzó un acuerdo para reestructurar 17.375 mill.\$ de deuda pública externa⁽²³⁾, que incluyó una quita de 1.500 mill.\$ y una reducción de la tasa de interés promedio de 9,2% al 5,3%. Además, se duplicó el plazo de vencimiento desde 6,1 años a 12,7 en promedio y se consensuó un periodo de gracia de cinco años para el capital y de dos para los intereses.



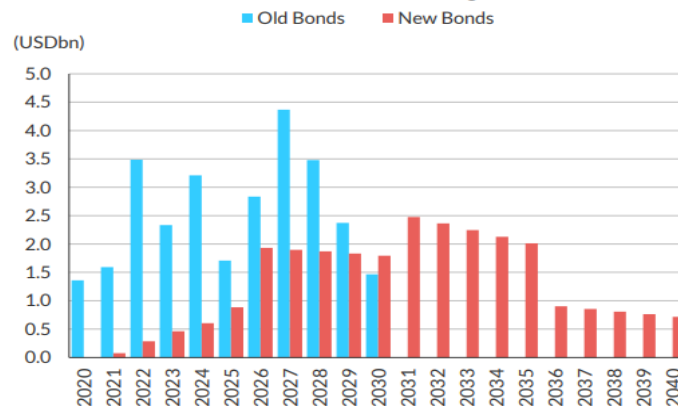
Fuente: JP Morgan⁽²⁴⁾

Así pues, esta renegociación permitió mejorar el perfil de la deuda, redujo los tipos y alargó los vencimientos, y resultó vital para aliviar la presión sobre el calendario de pagos. También se han acordado sendas reprogramaciones de los pagos con el Eximbank de China y con el China Development Bank. No obstante, la posición fiscal del país aún es muy frágil y el calendario de amortizaciones exigente.

(23) Correspondiente a los bonos Global y a los bonos 2024. La aceptación de los bonistas fue superior al 95% en ambos casos.

(24) El EMBI es la diferencia (*spread*) entre las tasas de interés que pagan los bonos denominados en dólares, emitidos por países subdesarrollados, y los Bonos del Tesoro de Estados Unidos, considerados "libres" de riesgo.

Payment Relief from Bond Restructuring



Fuente: Fitch Ratings based on national sources

Como ya hemos comentado, en agosto de este año el nuevo Gobierno alcanzó un entendimiento con el FMI que permite dar continuidad al programa firmado por la anterior Administración. El FMI ha destacado tras la revisión de septiembre que, por el momento, la mayoría de las metas en el frente fiscal se han cumplido de acuerdo al calendario⁽²⁵⁾. Las previsiones más optimistas acerca del precio del petróleo a corto plazo y un resultado fiscal mejor de lo esperado el año pasado han permitido acordar un ajuste más gradual del déficit que el que se negoció con la anterior Administración, si bien todavía es muy ambicioso. Para este ejercicio el objetivo es reducir el déficit público en casi cuatro puntos porcentuales, hasta el 2,3%, y en 2022 finalizar el año con las cuentas equilibradas⁽²⁶⁾. Bajo este nuevo escenario se mantiene el objetivo de reducir la deuda pública al 57% del PIB para 2025 y de alcanzar un superávit primario en el saldo de la balanza fiscal no petrolera en el medio plazo. Además, a corto plazo se permite un aumento del gasto mayor que en el acuerdo anterior para atender las necesidades más urgentes derivadas de la crisis sanitaria, como la vacunación y los gastos sociales para apoyar a los sectores más afectados. En el medio plazo se ha negociado que el ajuste se concentre en la reducción de gastos y no tanto en el aumento de ingresos, en línea con la ideología más liberal de Lasso. La parte menos realista del plan de gobierno es contar con un aumento de los ingresos derivados de los hidrocarburos a través de una mayor producción petrolera, tanto por las dificultades técnicas y materiales que conlleva el ambicioso propósito de duplicar la producción del crudo como por la volatilidad de los precios.

El 24 de septiembre se ha presentado a la Asamblea Nacional la Ley de Creación de Oportunidades, que es la herramienta fundamental para articular la consolidación presupuestaria y contiene, entre otros aspectos, las reformas tributarias. Consta de tres pilares. En primer lugar, la simplificación del sistema tributario y la eliminación de impuestos que suponen un mayor esfuerzo fiscal a las clases populares. Por tanto, el Ejecutivo ya ha adelantado que no se subirá

(25) Se han cumplido todas las metas salvo la acumulación de depósitos del Sector Público No Financiero, pero el incumplimiento ha sido por un margen muy pequeño.

(26) En el primer acuerdo el ajuste era casi el doble: una reducción del déficit de siete puntos porcentuales este año y de 3,5 puntos para el 2022.

el IVA ni el precio del gas de uso doméstico, y que se eliminará el IVA para hospedaje y el impuesto de sucesiones para hijos y cónyuge, entre otros. El segundo pilar pretende que quienes más tienen realicen un esfuerzo fiscal mayor para contribuir a salir de la crisis; para ello, se propone un ajuste en las deducciones del impuesto a la renta para quienes ganan por encima de los 24.000 dólares anuales. Se pedirá también una contribución especial y temporal a las personas con patrimonios mayores a los 500.000 dólares (durante dos años), y a las empresas con un patrimonio mayor al millón de dólares y que durante el 2020 generaron mayores ventas que en 2019 (solo durante un año). Por último, el tercer pilar se centra en la atracción de inversiones a través de un nuevo marco normativo y tributario sencillo y que brinde garantías.

La capacidad del gobierno para aplicar las citadas medidas se verá limitada por el débil apoyo con el que cuenta en la Asamblea Nacional y las tensiones sociales que algunas de ellas pueden generar. No obstante, muchas de las medidas anunciadas van encaminadas precisamente a evitar una excesiva carga fiscal en las clases más vulnerables.

Las agencias de rating calificaron la deuda de Ecuador como default selectivo entre abril y septiembre del año pasado, a raíz del aplazamiento de los pagos y mientras duraron las complejas negociaciones de reestructuración de la deuda. Actualmente, la calificación de Ecuador se encuentra dentro de la categoría “muy especulativo”, a seis peldaños del nivel de inversión. Todas las agencias han valorado positivamente la continuidad del acuerdo con el FMI, manteniendo la perspectiva del país como estable.

	Moody's	S&P	Fitch
ECUADOR	Caa3	B-	B-
Brasil	Ba2	BB-	BB-
Colombia	Baa2	BB+	BB+
Perú	Baa1	BBB+	BBB+

Se considera grado de inversión a partir de **Baa3** (Moody's) y **BBB-** (S&P y Fitch)

ANÁLISIS DE SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA

La última revisión de la sostenibilidad de la deuda ecuatoriana por parte del FMI tuvo lugar en septiembre de este año. El FMI considera, que la deuda pública de Ecuador es sostenible gracias al éxito de la reciente reestructuración de parte de la deuda y al compromiso del Ejecutivo con el plan de consolidación fiscal. Se prevé que la deuda se reduzca de forma moderada desde el pico de 2020 hasta un 49,6% del PIB a finales de 2026, y que para ese año se alcance un superavit

fiscal del 3%. Este es el escenario base que asume que el gobierno consigue aplicar las medidas necesarias para cumplir con los hitos del programa del FMI.

No obstante, el Fondo reconoce que la trayectoria de la deuda es vulnerable a varios factores entre los que destaca una caída del crecimiento y el elevado porcentaje de deuda pública en manos de no residentes. (73% del total). No obstante, este último factor de riesgo se mitiga por el hecho de que la mitad de los acreedores de la deuda externa sean oficiales con deudas a largo plazo y a tipos de interés relativamente bajos.

4. SECTOR EXTERIOR

- ➔ Elevada exposición de la balanza comercial al comportamiento del crudo y, en menor medida, a las oscilaciones del dólar por su importancia en la competitividad de las empresas ecuatorianas.
- ➔ El país ha registrado tradicionalmente moderados déficits por cuenta corriente. En cambio, en 2020 el saldo ha sido superavitario gracias a un saldo comercial positivo por el desplome de las importaciones.
- ➔ La escasa atracción del país de inversión extranjera implica que los moderados déficits se financian con endeudamiento.
- ➔ La crisis del covid ha disparado las necesidades de financiación exterior en 2020 que se han cubierto con préstamos bilaterales oficiales y de organismos multilaterales.
- ➔ Al ser una economía dolarizada las reservas actúan, principalmente, como un colchón de liquidez. Actualmente equivalen a tres meses de importaciones, el nivel más alto en 20 años.

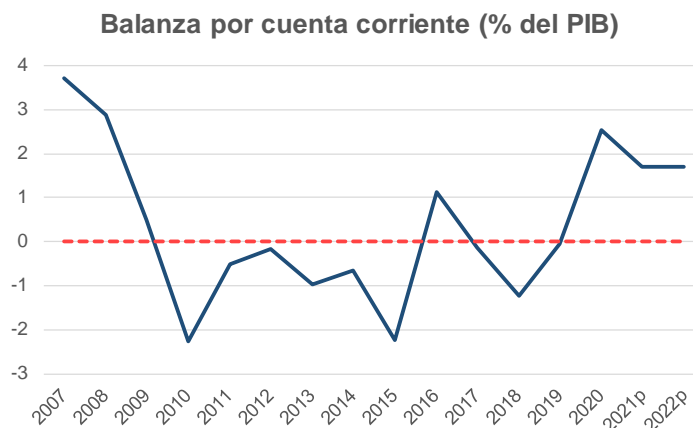
Al igual que con las cuentas públicas, las exportaciones dependen, en buena medida, de los hidrocarburos. A pesar del abaratamiento de los últimos años, el crudo continúa siendo, con diferencia, la principal partida de exportación, con el 32% del total. En consecuencia, los ingresos por exportación fluctúan con intensidad en función de los precios del petróleo; cayeron más de un 30% entre 2013 y 2016 y un 40% el año pasado. Además del sector energético, destacan las exportaciones de metales, bananos, pescado y flor cortada. En 2020 las exportaciones ascendieron a 20.460 mill.\$, una caída del 10% respecto a 2019. Las importaciones, entre las que destacan los bienes industriales y de consumo duradero, cayeron un 21% hasta 17.130 mill.\$, lo que arrojó un saldo comercial positivo muy superior al del año 2019.

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 mantenido relativamente estable; sin embargo, el déficit en la balanza de rentas se ha agravado en los últimos años. El desequilibrio de ambas ascendió en 2020 a 3.850 mill.\$ con una especial incidencia del turismo, que se desplomó un 50,6% respecto a 2019. Por el contrario, la balanza de transferencias es, habitualmente,

superavitaria, gracias a los flujos de remesas procedentes, principalmente, de España y de Estados Unidos. En 2020 cerró con un saldo superavitario de cerca de 3.000 mill.\$ sin que las remesas se vieran apenas penalizadas por la crisis, lo que obedece a que muchos de los ecuatorianos que trabajan en el exterior lo hacen en servicios esenciales y, por tanto, han podido mantener los envíos de dinero a Ecuador.

En consecuencia, la balanza por cuenta corriente registró el pasado año un saldo superavitario de 2.469 mill.\$, equivalente al 2,5% del PIB. Se trata de una excepción en la serie histórica, ya que en los últimos 10 años Ecuador ha presentado de forma recurrente déficit exterior (con la excepción de 2016 y este año) si bien se ha tratado siempre de un desequilibrio moderado.

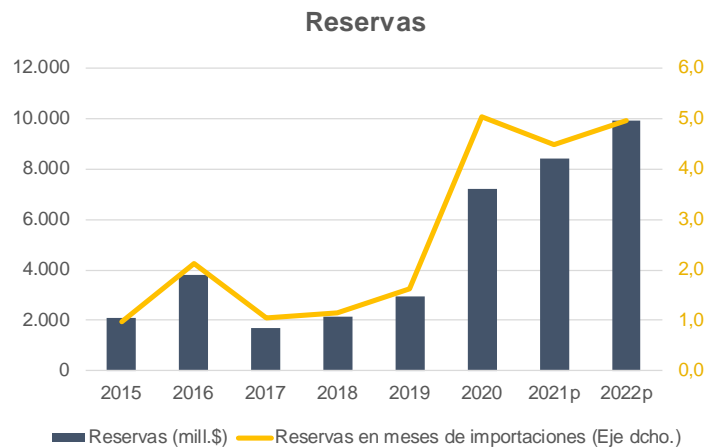
El problema radica en la escasa capacidad de atracción del país de inversión extranjera para financiar este moderado déficit. El desfavorable clima inversor, al que se ha hecho referencia, explica que la IED recibida se sitúe muy por debajo de otros países comparables, más aun teniendo en cuenta el potencial de los sectores minero y de hidrocarburos. En consecuencia, el desequilibrio en la balanza por cuenta corriente se financia, habitualmente, mediante endeudamiento.



Fuente: FMI

Otra particularidad de la dolarización es la pérdida de importancia de las reservas, dado que Ecuador no necesita mantener un colchón para respaldar la política cambiaria. Ahora bien, sí resultan muy relevantes como red de seguridad frente a problemas de liquidez y/o de solvencia de las entidades bancarias, o para hacer frente a un shock exógeno (como es el caso del covid) que puede disparar las necesidades de financiación. Este tema fue totalmente ignorado por el correísmo, que redujo las reservas a mínimos como ya hemos comentado⁽²⁷⁾. A diciembre de 2019, apenas superaban los 2.300 mill.\$, lo equivalente a 1 mes de importaciones.

(27) Para ellos, las reservas solo favorecían la especulación financiera, pues no tiene sentido poner el dinero en un banco para luego pedir créditos a esos mismos bancos, pagando tasas de interés más altas que lo recibido por los ahorros. En su lógica, un país con déficit de infraestructura y servicios no puede permitirse dejar parte de su ahorro como fondos de reserva.



El país se ha enfrentado el año pasado a unas elevadísimas necesidades de financiación (por encima de 12.500 mill.\$; equivalentes al 12,6% del PIB), de las cuales en torno a 6.500 mill.\$ corresponden a amortizaciones de deuda y el resto al déficit fiscal. Estas necesidades se han cubierto, en primer lugar, gracias a préstamos bilaterales oficiales (donde destaca China) y a la financiación por parte de organismos multilaterales. Entre esta última destacan los desembolsos del FMI a través del instrumento de Financiación Rápido⁽²⁸⁾ (aprobado en mayo de 2020 por un importe de 643 mill.\$) y el ya mencionado acuerdo por 6.500 mill.\$ del Servicio Ampliado, del que el año pasado se recibieron 4.000 mill.\$. Además, se ha logrado el mencionado alivio derivado de la reestructuración de la deuda externa pública. Todo ello ha permitido que las reservas aumentaran el año pasado hasta alcanzar el pico de 7.200 mill.\$, el nivel más alto desde que la economía se dolarizó, hace 20 años.

Las necesidades de financiación para este año se calcula que ascenderán a 7.300 mill.\$, de los cuales 2.400 millones corresponderán al déficit fiscal. Las autoridades esperan financiar parte de esta brecha a través de los 950 mill.\$ en DEG ya recibidos como parte de la iniciativa del FMI de entregar recursos gratuitos a los países miembros⁽²⁹⁾ y de otros fondos provenientes de organismos multilaterales como el FMI, BID o CAF, que se estima que alcanzarán alrededor de 4.500 mill.\$, y que irán llegando en lo que reste de este año y 2022. De hecho, al día siguiente de anunciarse el nuevo desembolso del FMI este mes de septiembre, CAF anunció un crédito de libre disponibilidad por valor de 250 mill.\$ para apoyar el programa económico del Gobierno. En diciembre de este año, como ya hemos comentado, se llevará a cabo la cuarta revisión del acuerdo con el FMI; si el cumplimiento es correcto, Ecuador accedería a un nuevo desembolso de 700 mill.\$. No obstante, todo apunta a que con ello no será suficiente para cubrir todas las

(28) El IFR proporciona asistencia financiera rápida y de acceso limitado a países miembros que enfrentan una necesidad urgente de balanza de pagos, sin necesidad de que exista un programa propiamente dicho.

(29) El pasado 2 de agosto, la Junta de Gobernadores del FMI aprobó la entrega de 456 000 millones en derechos especiales de giro (DEG), equivalentes a USD 650 000 millones, a todos sus países miembros.

necesidades de financiación y no se descarta que Ecuador emita nuevamente deuda en los mercados internacionales a finales de este año. Si fuera así, sería con plazos superiores a 2040, para no coincidir con los vencimientos correspondientes a la renegociación de deuda con los bonistas que se acordó en 2020.

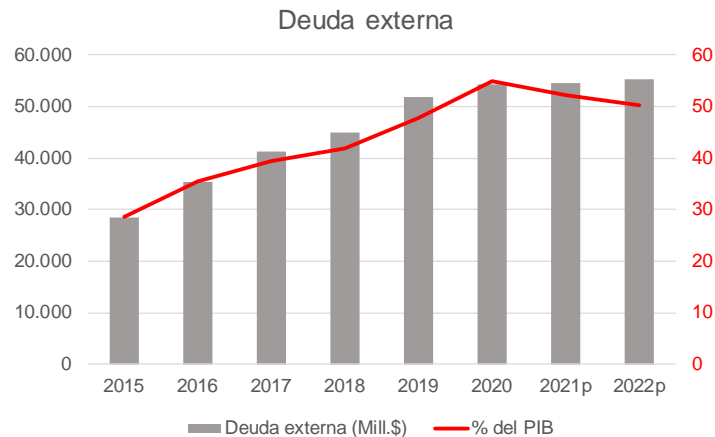
5. DEUDA EXTERNA

- El historial de pagos ha sido bastante desfavorable.
- Importante aumento de la deuda externa en los últimos años, con predominio de la contraída por el sector público. Aunque continúa en niveles manejables, resulta preocupante la actual tendencia, por lo que, de continuar así, podría alcanzar niveles insostenibles a medio plazo.

Ecuador no se ha distinguido por su buen 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, ya comentada con anterioridad.

La deuda externa ha aumentado notablemente los últimos cinco años (más de 25 puntos porcentuales), si bien todavía tiene proporciones manejables, ya que el país partía de unos niveles muy reducidos al haber estado fuera de los mercados durante la etapa de Correa. A finales de 2020 la deuda externa total ascendió a 54.290 mill.\$, equivalente al 54.9% del PIB. Del total, alrededor del 75% está contraída por el sector público. En cuanto a la composición por acreedores, los privados suponen un 65,5% del total y el resto se divide entre multilaterales (20,9%) y bilaterales (13,6%) destacando entre estos últimos China. La previsión del FMI es que la deuda externa a partir de este año se estabilice en torno a los 55.000 mill.\$ hasta 2024 cuando empezaría a bajar a ritmo muy moderado.

En cambio, el servicio de la deuda ha aumentado de manera muy preocupante, y alcanza ya niveles difícilmente sostenibles. En 2020 alcanzó 12.735 mill.\$, equivalente a un enorme 57% de los ingresos externos. Como se ha comentado anteriormente, para aliviar esa enorme carga Ecuador llevó a cabo en 2020 una refinanciación parcial de su deuda con los bonistas.



Fuente: IIF

6. CONCLUSIONES

- Los resultados de las elecciones presidenciales y legislativas arrojan la paradoja de que un conservador gobernará un país con un parlamento dominado por la izquierda. La victoria de Guillermo Lasso en la segunda vuelta de los comicios es un claro castigo al correísmo y no tanto una apuesta por su programa neoliberal. Esta situación de frágil gobernabilidad dificultará el avance de su agenda reformista.
- Ecuador está sufriendo el impacto de la crisis sanitaria de manera particularmente intensa a causa de problemas estructurales crónicos que lo hacen muy vulnerable a turbulencias externas. Además, la covid-19 estalló en un momento de gran debilidad de la economía ecuatoriana, sin margen fiscal y con problemas de liquidez para hacer frente al calendario de amortizaciones de la deuda, lo que obligó a reestructurarla.
- Lasso, al igual que su predecesor, aspira a corregir los elevados desequilibrios heredados de una década de correísmo. De partida, su posición podría parecer más compleja que la que enfrentó Lenin Moreno, puesto que la coyuntura económica y política, a priori, es menos favorable. No obstante, el arranque del nuevo Gobierno puede valorarse, por el momento y con mucha cautela, de exitoso. En primer lugar, ha cumplido con la meta de la vacunación masiva, paso previo para la reactivación económica. Además, ha conseguido dar continuidad al acuerdo con el FMI, lo que es vital de cara a dotar de confianza a los inversores sobre la sostenibilidad de la deuda y como llave de acceso a fondos de otras instituciones financieras multilaterales. Además, ha negociado un ajuste fiscal más gradual que el que se exigió a Moreno, un gran logro de cara a no menoscabar la recuperación económica y evitar la aprobación de medidas de austeridad excesivamente duras que provoquen masivas revueltas sociales, como ocurrió en la anterior legislatura. Por último,

el acuerdo de refinanciación configura un calendario de pagos más asumible para el país que ha permitido evitar un nuevo aislamiento de los mercados internacionales.

- La agenda reformista de Lasso va en la dirección correcta. La apuesta por un mayor protagonismo de la inversión privada, por favorecer una mayor atracción de capitales extranjeros e impulsar una mayor integración regional, entre otras medidas, han sido muy bien recibidas por los mercados y las agencias de rating. No obstante, su puesta en práctica no será fácil para un Gobierno en minoría en el Legislativo, en un contexto de fuerte recesión económica y elevadísimo niveles de contestación social.
- La defensa de la dolarización y de la independencia del Banco Central son pilares que anclan la confianza de los inversores, al tiempo que el uso pleno del dólar ha demostrado inmunizar a Ecuador de crisis cambiarias, un riesgo que se ha materializado con intensidad en buena parte de los países emergentes ante turbulencias económicas como la crisis financiera internacional o la del covid.
- En definitiva, los retos a los que se enfrenta Ecuador son mayúsculos, pero por el momento las decisiones van en la dirección adecuada. Las previsiones de crecimiento vendrán condicionadas por la evolución de la crisis sanitaria, del precio del petróleo y, muy especialmente, de la capacidad del gobierno de cumplir con las reformas necesarias en línea con el acuerdo con el FMI, lo que le permitirá continuar contando con fondos exteriores, de vital importancia dadas las elevadas necesidades de financiación.

© CESCE, S.A. Todos los derechos reservados. Queda prohibida la reproducción total o parcial, la distribución o comunicación pública de este documento, así como la edición de todo o parte de su contenido a través de cualquier proceso reprográfico, electrónico u otros sin autorización previa y expresa de su titular. La información contenida en este documento refleja exclusivamente comentarios y apreciaciones propias de esta Compañía, por lo que CESCE declina cualquier tipo y grado de responsabilidad por el uso incorrecto o indebido de dicha información.