



Universidad del CEMA

Lic. en Economía

Ecuador: The Special Case

Default, dolarización y recuperación: lecciones de una trayectoria atípica

Trabajo Práctico Economía Monetaria Internacional

Profesor: Mariano Fernández, Augusto Mamone y Mateo Weinstabl

Garrido Bautista, Miller Melina y Vieites Santiago

21 de agosto de 2026

Resumen

El presente trabajo analiza la evolución de la sostenibilidad de la deuda pública ecuatoriana durante el período 2008-2025, poniendo especial énfasis en la interacción entre los episodios de default soberano, el desempeño macroeconómico y las restricciones estructurales derivadas del régimen de dolarización oficial. Para ello, se estudian las principales variables asociadas a la capacidad de repago del Estado, incluyendo el crecimiento del PBI, el resultado fiscal, la cuenta corriente, las reservas internacionales, el riesgo país y la evolución del precio internacional del petróleo. Asimismo, se examinan los dos principales episodios recientes de estrés financiero: el default soberano de 2008 y la reestructuración de deuda de 2020 en el contexto de la pandemia de COVID-19. A través del análisis histórico, la metodología de control sintético y un modelo de sostenibilidad de deuda (DSA), se evalúan tanto las fortalezas como las vulnerabilidades estructurales de la economía ecuatoriana. Los resultados muestran que, si bien Ecuador logró mejorar su posición financiera de corto plazo mediante la acumulación de reservas, la mejora de las cuentas externas y una reducción del riesgo soberano, persisten importantes fragilidades estructurales. La elevada dependencia del sector petrolero, la persistencia de déficits fiscales, la ausencia de instrumentos monetarios propios y la necesidad recurrente de financiamiento externo continúan representando factores de riesgo relevantes. El caso ecuatoriano muestra que un default soberano no necesariamente genera costos reales inmediatos significativos, pero sí puede producir costos financieros y reputacionales persistentes que condicionan el acceso futuro al financiamiento internacional y la estabilidad macroeconómica de largo plazo.

1. Introducción.

Los episodios de default soberano suelen ser el resultado de procesos que se desarrollan a lo largo del tiempo y que reflejan desequilibrios acumulados en la economía. Si bien el incumplimiento de una obligación financiera se materializa en un momento específico, generalmente está precedido por cambios en las condiciones fiscales, financieras y macroeconómicas que deterioran la capacidad de repago del sector público. Por este motivo, el análisis de la sostenibilidad de la deuda requiere estudiar no sólo el momento en que ocurre el default, sino también la evolución de las variables económicas que lo anteceden y sus consecuencias posteriores.

Ecuador constituye un caso particularmente interesante para este tipo de análisis. Desde el año 2000, el país adoptó oficialmente el dólar estadounidense como moneda de curso legal, eliminando la posibilidad de utilizar instrumentos como la emisión monetaria o la devaluación para enfrentar desequilibrios macroeconómicos. Como consecuencia, la capacidad del Estado para cumplir con sus compromisos financieros depende en mayor medida del crecimiento económico, de la generación de ingresos fiscales y del acceso al financiamiento externo.

Además, Ecuador atravesó dos episodios recientes de default soberano. El primero ocurrió en 2008, cuando el gobierno suspendió el pago de una parte de su deuda externa, argumentando la ilegitimidad de determinados compromisos financieros. Este episodio modificó temporalmente las condiciones de acceso al financiamiento internacional y alteró la percepción de riesgo asociada a la deuda soberana ecuatoriana. El segundo tuvo lugar en 2020, en un contexto marcado por la pandemia de COVID-19, la caída de la actividad económica y las crecientes dificultades para afrontar los compromisos financieros. La existencia de ambos eventos ofrece una oportunidad para analizar cómo evolucionaron las condiciones económicas antes y después de cada episodio, y cuáles fueron los factores que contribuyeron a su ocurrencia.

El caso ecuatoriano presenta además una particularidad relevante dentro del estudio de crisis soberanas. A diferencia de numerosos antecedentes históricos en economías emergentes, el default declarado en 2008 no estuvo acompañado por una contracción persistente del producto ni por un deterioro macroeconómico prolongado durante los años posteriores. La evidencia observada sugiere que, lejos de generar una crisis económica profunda, la economía ecuatoriana logró mantener una trayectoria de crecimiento relativamente favorable luego del episodio de cesación de pagos.

El objetivo de este trabajo es analizar la evolución de la economía ecuatoriana en torno a estos episodios de default, evaluando tanto la sostenibilidad de la deuda pública como el comportamiento de las principales variables macroeconómicas. Para ello, se examinarán las principales variables ligadas al perfil externo de la economía ecuatoriana (stock de deuda pública, cuenta corriente, el riesgo país, etc.).

A lo largo del trabajo se pondrá énfasis a la dinámica fiscal y financiera que precedió a los defaults. En este sentido, indicadores como la relación deuda-PIB, la evolución de los resultados fiscales y las condiciones de acceso al crédito permitirán evaluar la capacidad de repago del Estado ecuatoriano y la sostenibilidad de su trayectoria de endeudamiento.

A partir de este análisis, el trabajo aplicará las herramientas teóricas desarrolladas en la cursada para evaluar la sostenibilidad de la deuda ecuatoriana y examinar la interacción entre endeudamiento, crecimiento económico y situación fiscal. De esta manera, se buscará identificar los factores que contribuyeron a los episodios de default y comprender los desafíos que enfrenta una economía dolarizada para sostener una trayectoria estable de

crecimiento y financiamiento en el largo plazo.

2. Evolución de la Actividad Económica.

2.1. PBI a Precios Constantes.

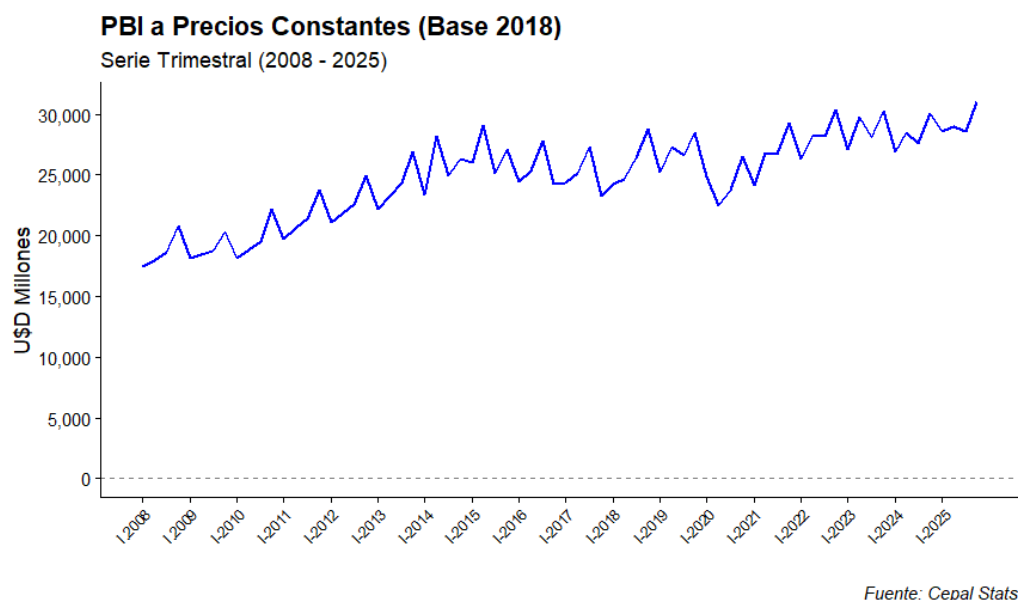


Figura 1: Producto Interno Bruto de Ecuador a precios constantes (base 2018).

La Figura 1 muestra la evolución trimestral del Producto Interno Bruto de Ecuador a precios constantes de 2018 entre 2008 y 2025. La serie presenta una tendencia positiva de largo plazo, aunque con episodios de volatilidad asociados tanto a shocks externos como a perturbaciones domésticas.

Luego del default de 2008, la economía ecuatoriana continuó expandiéndose durante varios años. Este comportamiento puede explicarse, en gran medida, por el contexto internacional favorable que caracterizó a gran parte del período 2009-2014. Los elevados precios del petróleo permitieron sostener un fuerte crecimiento de las exportaciones, mayores ingresos fiscales y una expansión significativa del gasto público. A diferencia de otros episodios históricos de default, la cesación de pagos no fue seguida por una profunda contracción económica, debido a que el shock financiero coincidió con un ciclo extraordinariamente favorable para las materias primas.

Sin embargo, la evolución posterior evidencia algunas de las vulnerabilidades estructurales de la economía ecuatoriana. La desaceleración observada entre 2015 y 2016 coincide con el colapso de los precios internacionales del petróleo. Dado que una parte significativa de las exportaciones, de los ingresos fiscales y de la generación de divisas depende del sector petrolero, la caída de los precios de exportación tuvo efectos negativos sobre la actividad económica y sobre la capacidad de financiamiento del sector público.

La contracción registrada durante 2020 constituye el episodio más severo de toda la muestra. La pandemia de COVID-19 provocó simultáneamente una caída de la producción, una reducción de la demanda externa y un deterioro de las condiciones financieras internacionales. Para una economía dolarizada como Ecuador, estos shocks resultan par-

tualmentemente costosos, ya que la ausencia de política monetaria propia limita las herramientas disponibles para amortiguar las fluctuaciones del ciclo económico.

No obstante, la recuperación observada a partir de 2021 fue relativamente rápida. Hacia el final de la muestra, el PBI real supera ampliamente los niveles previos a la pandemia, sugiriendo que la economía logró recomponer su capacidad productiva. Desde la perspectiva de la sostenibilidad de deuda, esta dinámica resulta favorable debido a que el crecimiento económico constituye uno de los principales mecanismos para estabilizar el ratio deuda/PIB. Cuando la tasa de crecimiento de la economía supera el costo efectivo del endeudamiento, la carga relativa de la deuda tiende a disminuir incluso en ausencia de ajustes fiscales significativos.

Sin embargo, la evidencia también muestra que una parte importante del crecimiento ecuatoriano continúa dependiendo de factores externos, particularmente de la evolución del mercado petrolero. Esto implica que la mejora observada en los indicadores de solvencia podría revertirse rápidamente ante un deterioro de los precios de exportación o una reducción de la demanda internacional.

2.2. Variación Anual del PBI Real

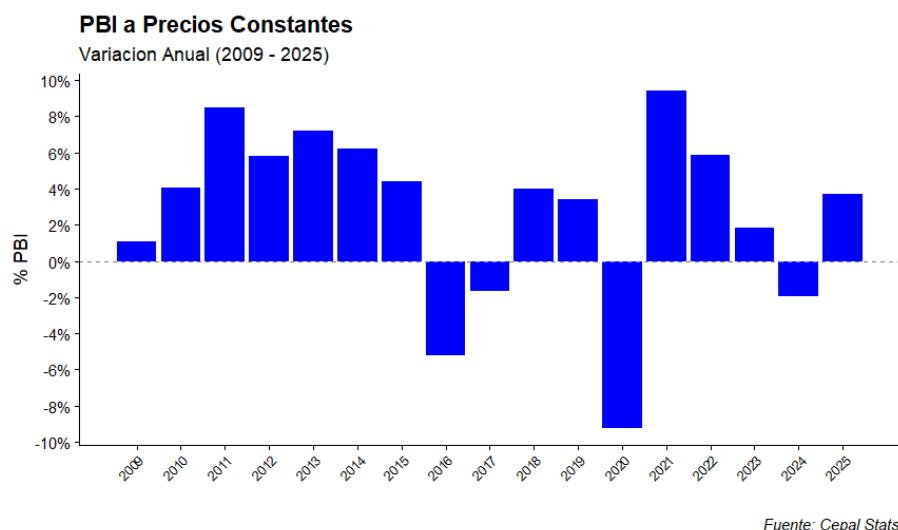


Figura 2: Variación anual del PBI real de Ecuador.

La Figura 2 complementa el análisis del PBI a precios constantes al mostrar la evolución de la tasa de crecimiento anual de la economía ecuatoriana entre 2009 y 2025. Mientras que el gráfico anterior permite observar la trayectoria trimestral de largo plazo del producto, la variación anual permite identificar con mayor claridad los distintos ciclos de expansión y contracción que caracterizaron a la economía ecuatoriana durante el período analizado.

Tras el default de 2008, Ecuador atravesó una etapa de fuerte crecimiento económico. Entre 2010 y 2014, el PBI real registró tasas de expansión elevadas, alcanzando valores cercanos al 8 % anual. Este desempeño estuvo estrechamente asociado al favorable contexto internacional de la época, caracterizado por elevados precios del petróleo, abundante liquidez global y una creciente demanda de materias primas. Dado el importante peso del sector petrolero en la economía ecuatoriana, estos factores contribuyeron significativamente al crecimiento del producto y a la mejora de las cuentas fiscales y externas.

Sin embargo, a partir de 2015 se observa una desaceleración del crecimiento. La caída de los precios internacionales del petróleo redujo los ingresos por exportaciones y afectó el dinamismo de la actividad económica. Como consecuencia, el PBI experimentó contracciones durante 2016 y 2017, evidenciando la sensibilidad de la economía ecuatoriana frente a shocks externos.

La caída más pronunciada se registra en 2020, cuando el PBI se contrajo aproximadamente un 9 %, reflejando el impacto de la pandemia de COVID-19 sobre la actividad económica global y doméstica. Esta recesión constituye el episodio de mayor contracción observado en toda la muestra y puso de manifiesto las vulnerabilidades estructurales de la economía frente a perturbaciones externas.

No obstante, la recuperación posterior fue particularmente rápida. En 2021 el PBI registró un crecimiento cercano al 10 %, recuperando gran parte de la caída sufrida durante la pandemia. Aunque las tasas de crecimiento posteriores son más moderadas, la economía mantiene una trayectoria expansiva hacia el final del período analizado, permitiendo que el PBI alcance niveles históricamente elevados.

Desde la perspectiva de la sostenibilidad de la deuda, la evolución del PBI constituye un elemento fundamental. Un mayor crecimiento económico incrementa la recaudación tributaria, fortalece la capacidad de generación de ingresos del sector público y reduce la carga relativa de la deuda medida como porcentaje del PBI. En este sentido, la recuperación observada durante los últimos años contribuye favorablemente a la solvencia financiera del país. Sin embargo, la volatilidad de la serie también sugiere que la sostenibilidad de largo plazo continúa condicionada por factores externos, especialmente la evolución de los precios internacionales del petróleo y la capacidad de generar divisas de manera sostenida.

2.3. PBI a Precios Corrientes.

La Figura 3 presenta la evolución del Producto Interno Bruto medido a precios corrientes entre 2008 y 2025. A diferencia del PIB real, esta variable incorpora tanto las variaciones en las cantidades producidas como los cambios en los precios de la economía.

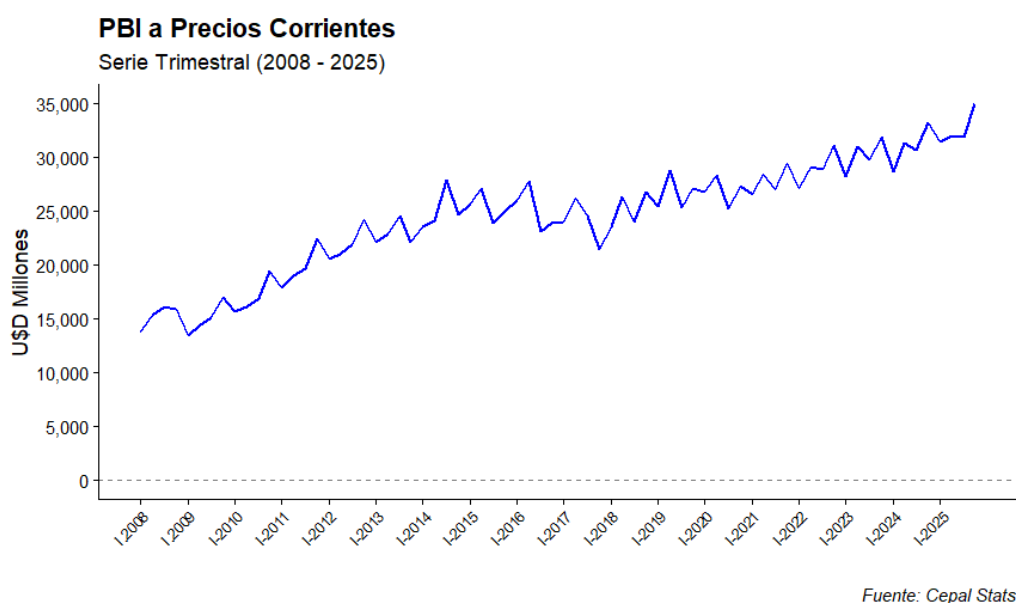


Figura 3: Producto Interno Bruto de Ecuador a precios corrientes.

La trayectoria observada es claramente creciente, pasando de aproximadamente USD 14.000 millones trimestrales a más de USD 35.000 millones hacia el final del período. El crecimiento se acelera particularmente después de 2021, coincidiendo con la recuperación económica posterior a la pandemia y con la mejora de los precios internacionales de diversas materias primas.

Esta variable resulta especialmente relevante para el análisis de sostenibilidad de deuda debido a que los ingresos tributarios y la capacidad de pago del sector público suelen medirse en términos nominales. En consecuencia, el crecimiento del PIB corriente contribuye a mejorar la capacidad potencial del gobierno para afrontar el pago de intereses y amortizaciones.

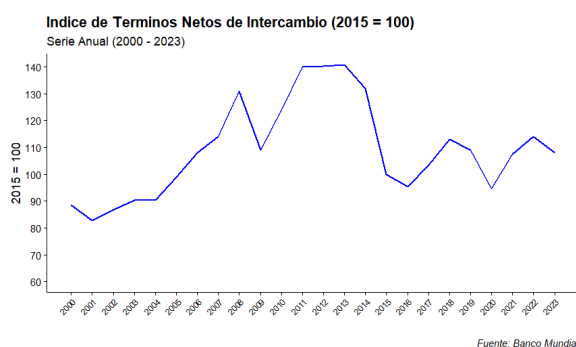
La dolarización oficial de la economía ecuatoriana refuerza aún más la importancia de esta variable. Debido a que gran parte de la deuda pública se encuentra denominada en dólares estadounidenses, el crecimiento del producto expresado en la misma moneda mejora directamente los indicadores de solvencia utilizados por los mercados internacionales.

No obstante, es importante destacar que una parte de la expansión observada responde al comportamiento de los precios y no necesariamente a incrementos permanentes de la productividad o de la capacidad productiva. Por este motivo, la mejora observada en el PIB nominal debe complementarse con el análisis del PIB real y de la inversión para evaluar si el crecimiento resulta sostenible en el largo plazo.

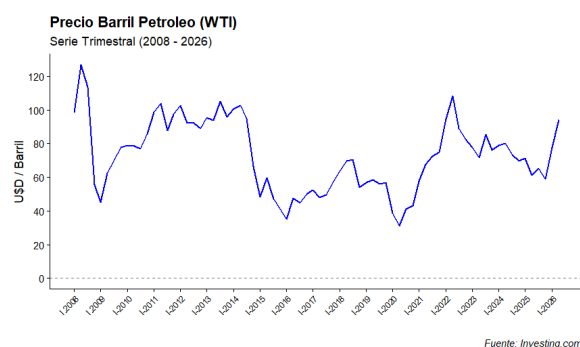
3. Sector externo y capacidad de generación de divisas.

3.1. Términos Netos de Intercambio & WTI

Dos de los factores más importantes para comprender la evolución de la economía ecuatoriana es el comportamiento del mercado petrolero internacional (Figura 4b) y los términos de intercambio (Figura 4a).



(a) Términos Netos de Intercambio.



(b) Precio del Barril de Petróleo (WTI).

La serie correspondiente al WTI se caracteriza por una elevada volatilidad y refleja algunos de los principales shocks externos que afectaron a la economía mundial durante las últimas dos décadas. Por otro lado, los términos de intercambio reflejan el impacto del precio del petróleo en los precios de exportación de Ecuador.

Luego de alcanzar niveles superiores a USD 120 por barril en 2008, el precio experimentó una fuerte caída durante la crisis financiera internacional. Posteriormente se recuperó y permaneció relativamente elevado entre 2011 y 2014, período que coincidió con una etapa de expansión económica y fortalecimiento de las cuentas fiscales ecuatorianas.

La caída observada entre 2014 y 2016 tuvo consecuencias significativas para la economía. La reducción de los ingresos provenientes de exportaciones petroleras deterioró simultáneamente la cuenta corriente, la recaudación fiscal y la disponibilidad de divisas, aumentando las necesidades de financiamiento del sector público.

Un fenómeno similar ocurrió durante la pandemia de COVID-19, cuando el colapso de la demanda mundial provocó una nueva caída abrupta del precio del crudo. Este episodio puso nuevamente en evidencia la elevada dependencia de Ecuador respecto de la evolución de los mercados internacionales de energía.

Desde la perspectiva de la sostenibilidad de la deuda, estas variables resultan críticas. Una proporción significativa de los ingresos públicos depende directa o indirectamente del desempeño del sector petrolero. En consecuencia, períodos prolongados de bajos precios internacionales reducen la capacidad de generación de recursos fiscales y aumentan el riesgo de dificultades financieras futuras.

3.2. Exportaciones Totales

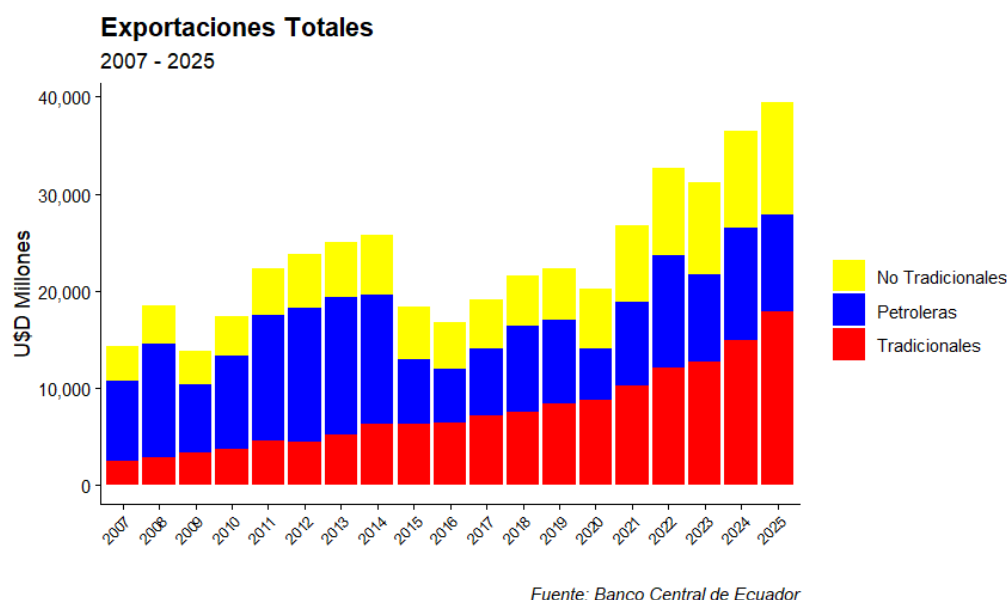


Figura 5: Composición de las exportaciones ecuatorianas.

La Figura 5 presenta la evolución de las exportaciones ecuatorianas desagregadas en exportaciones tradicionales, petroleras y no tradicionales entre 2007 y 2025.

La serie evidencia un crecimiento significativo del valor exportado a lo largo del período. Sin embargo, la composición de las exportaciones revela elementos importantes para comprender la estructura económica del país. Durante gran parte de la muestra, las exportaciones petroleras son la principal fuente de ingresos externos, confirmando la elevada dependencia de Ecuador respecto de los mercados energéticos internacionales.

No obstante, también puede observarse una expansión sostenida de las exportaciones tradicionales y no tradicionales. Particularmente durante los últimos años, las exportaciones no petroleras adquieren una participación creciente dentro del total exportado, sugiriendo un proceso gradual de diversificación de la estructura exportadora.

Esta evolución resulta especialmente relevante desde el punto de vista de la sostenibilidad externa. Una economía excesivamente dependiente de un único producto de expor-

tación se encuentra más expuesta a shocks internacionales y a variaciones de precios que escapen al control de las autoridades económicas. En cambio, una mayor diversificación exportadora reduce la vulnerabilidad frente a fluctuaciones específicas de determinados mercados.

En consecuencia, si bien el petróleo continúa desempeñando un papel central en la generación de divisas, el crecimiento de las exportaciones no petroleras constituye una señal positiva para la estabilidad macroeconómica de largo plazo y para la capacidad futura de repago de la deuda externa.

3.3. Balanza Comercial

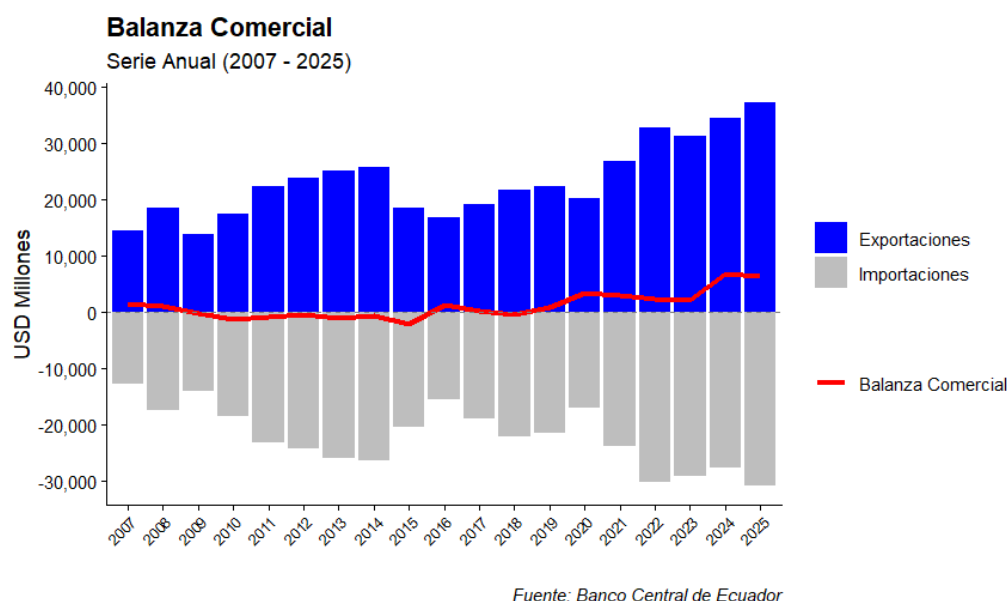


Figura 6: Exportaciones, importaciones y saldo de la balanza comercial de Ecuador.

La Figura 6 presenta la evolución de las exportaciones, las importaciones y el saldo de la balanza comercial ecuatoriana entre 2007 y 2025. A lo largo del período puede observarse una tendencia creciente tanto de las ventas externas como de las compras al resto del mundo, reflejando una mayor integración de la economía ecuatoriana al comercio internacional.

Un aspecto relevante es que, pese al crecimiento de las importaciones, la balanza comercial mantiene saldos positivos durante la mayor parte de la muestra. Si bien se observan episodios de deterioro entre 2009 y 2016, asociados principalmente a la caída de los precios internacionales del petróleo -como vimos anteriormente- y al menor dinamismo de la economía mundial, el país logra recuperar rápidamente su posición externa durante los años posteriores.

A partir de 2020 se registra una mejora particularmente significativa del saldo comercial. El fuerte crecimiento de las exportaciones, acompañado por una expansión más moderada de las importaciones, permite alcanzar superávits históricos hacia el final de la muestra. Este resultado coincide con la recuperación de los precios de las materias primas y con una expansión de las exportaciones no tradicionales.

Desde la perspectiva de la sostenibilidad de la deuda, el comportamiento de la balanza comercial resulta fundamental. Los superávits comerciales constituyen una fuente genuina

de generación de divisas, permitiendo financiar pagos de deuda externa sin necesidad de recurrir permanentemente a nuevo endeudamiento. Para una economía dolarizada como Ecuador, esta capacidad de generar dólares mediante exportaciones adquiere una importancia aún mayor debido a la imposibilidad de recurrir a mecanismos de financiamiento monetario.

En consecuencia, la mejora observada en la balanza comercial durante los últimos años constituye uno de los principales factores que fortalecen la capacidad de pago externa del país y contribuyen a reducir la probabilidad de episodios futuros de estrés financiero.

3.4. Cuenta Corriente.

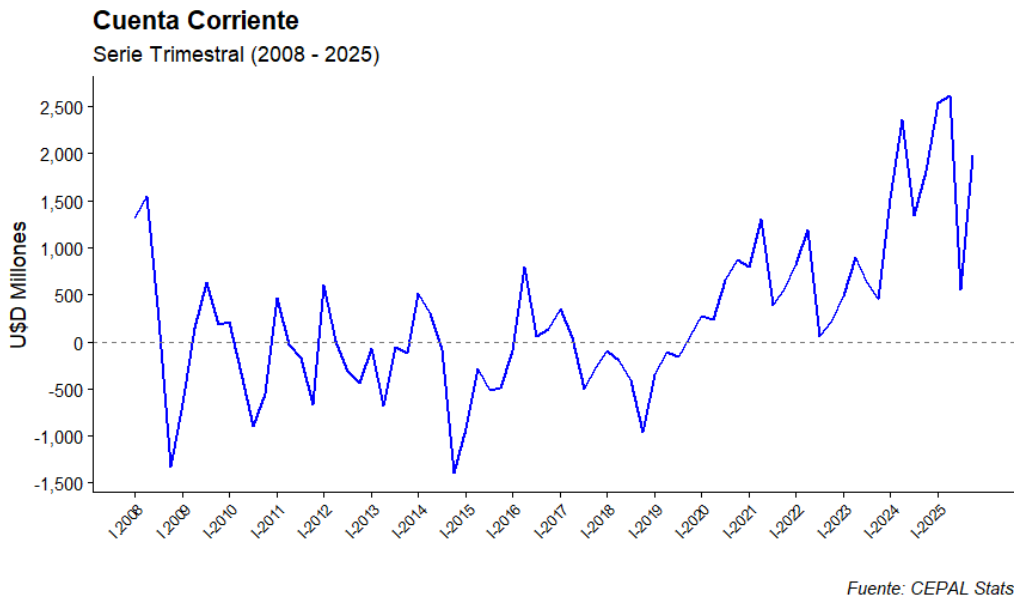


Figura 7: Evolución Trimestral de la Cuenta Corriente (en millones de USD).

El análisis de la Figura 7 permite identificar la dinámica de la restricción externa bajo dolarización oficial. Se evidencian déficits estructurales pronunciados en dos momentos críticos: la crisis subprime (2008-2009) y el colapso del precio del crudo (2015), alcanzando niveles cercanos a los USD -1,400 millones por trimestre. Sin embargo, el período post-pandemia (2021-2025) exhibe un cambio de régimen inédito con superávits comerciales recurrentes que superan los USD 2,500 millones trimestrales, actuando como el principal motor de inyección de liquidez exógena para sostener el sistema monetario.

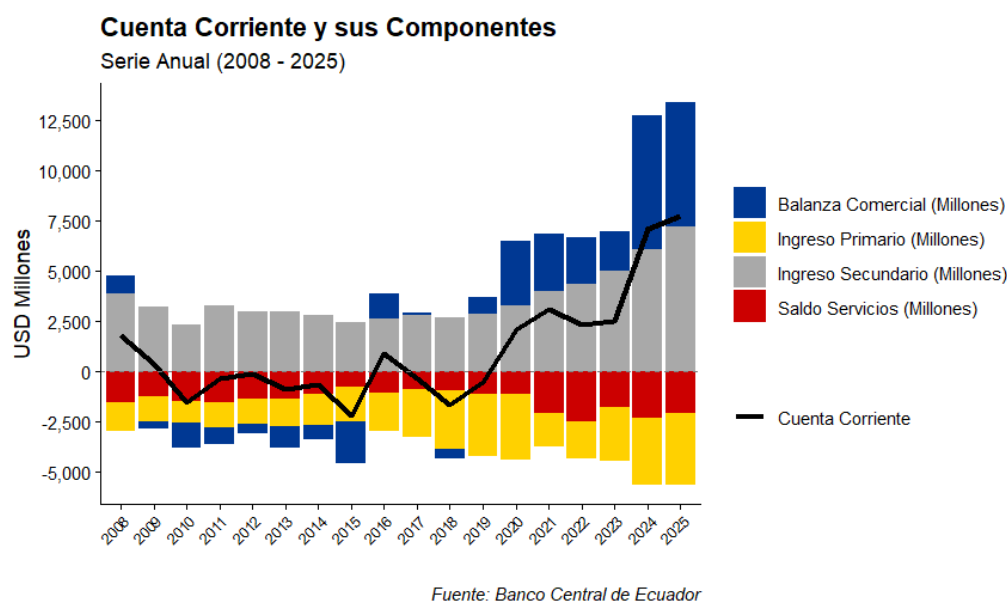


Figura 8: Componentes de la Cuenta Corriente.

La Figura 8 muestra la evolución de la cuenta corriente ecuatoriana y la contribución de sus principales componentes entre 2008 y 2025. La cuenta corriente resume las transacciones corrientes de la economía con el resto del mundo y constituye uno de los indicadores más relevantes para evaluar la sostenibilidad externa de un país.

Durante la primera parte del período analizado, la cuenta corriente presenta una elevada volatilidad, alternando entre superávits y déficits moderados. Sin embargo, a partir de 2020 se observa una mejora sustancial que lleva al saldo corriente a niveles históricamente elevados hacia el final de la muestra.

El principal motor de esta mejora es el fortalecimiento de la balanza comercial, que pasa a generar excedentes crecientes de divisas. Asimismo, los ingresos secundarios, dentro de los cuales se destacan las remesas enviadas por ecuatorianos residentes en el exterior (mas detalles a continuación), muestran una contribución positiva y relativamente estable a lo largo de todo el período.

Por el contrario, los ingresos primarios presentan un saldo persistentemente negativo, reflejando principalmente pagos de intereses de deuda externa, utilidades remitidas al exterior y otras rentas asociadas a inversiones extranjeras. Este comportamiento evidencia que una parte de los recursos generados internamente debe destinarse al pago de obligaciones con acreedores externos.

Desde la perspectiva de la sostenibilidad de la deuda, la mejora observada en la cuenta corriente representa un factor altamente favorable. Un país que genera superávits externos de manera sistemática acumula capacidad para afrontar compromisos financieros sin depender exclusivamente de nuevo endeudamiento. En el caso ecuatoriano, este aspecto adquiere especial importancia debido a la dolarización y a la necesidad permanente de obtener divisas para sostener el funcionamiento de la economía.

3.5. Componente a destacar: Las Remesas

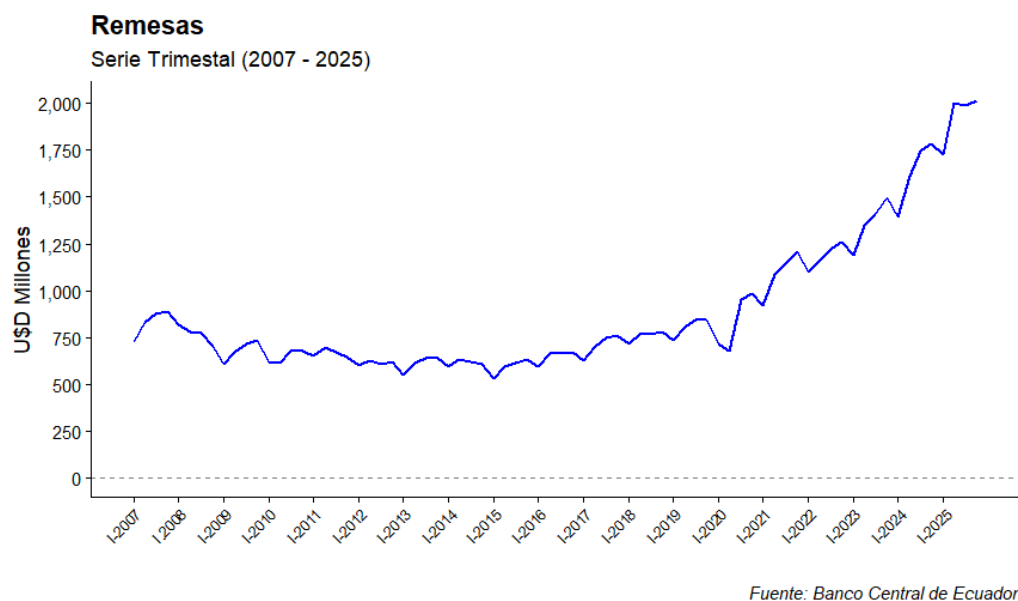


Figura 9: Evolución de las Remesas de Migrantes en Ecuador (Serie Trimestral).

El comportamiento de las remesas expuesto en la figura 9 devela el rol contracíclico y estabilizador de los flujos migratorios en una economía dolarizada que merece ser destacado para comprender la dinámica externa de un país, cuyo gran número de emigrantes (comúnmente desde España y Estados Unidos) contribuyen a su sustentabilidad. Durante el período 2007-2019, las remesas mantuvieron una notable estabilidad horizontal, oscilando en un piso promedio de entre USD 600 y USD 800 millones trimestrales. No obstante, a partir del shock pandémico de 2020 se desata un cambio de tendencia de carácter exponencial: el flujo de divisas se duplica, quebrando la barrera de los USD 2,000 millones por trimestre hacia 2025. Este fenómeno representa un canal fundamental de inyección exógena de circulante, mitigando las tensiones de liquidez del sistema bancario local de manera independiente a la cuenta de capitales.

3.6. Reservas Internacionales.

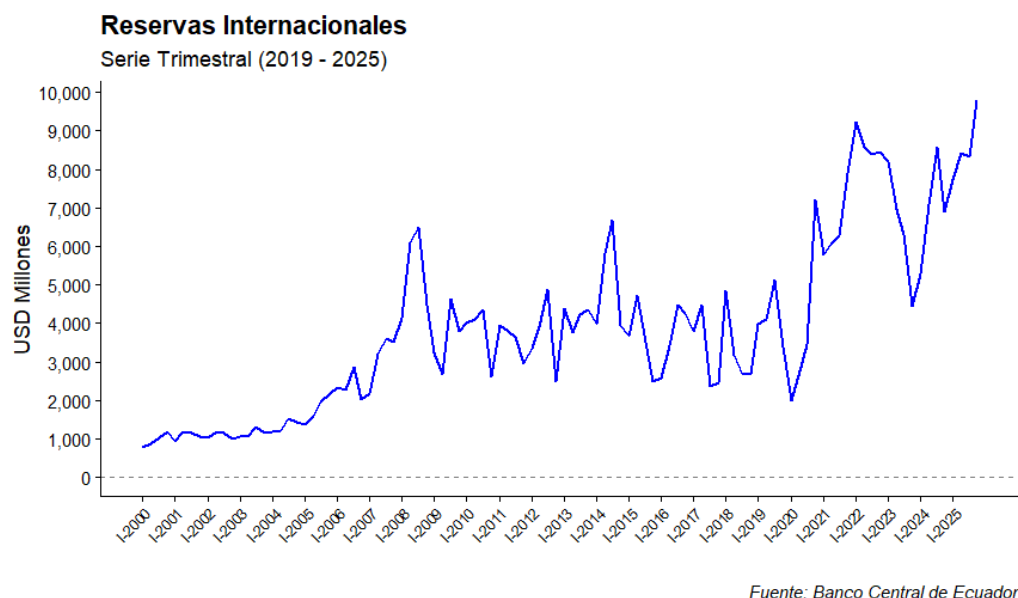


Figura 10: Evolución de las reservas internacionales de Ecuador.

La Figura 10 muestra la evolución de las reservas internacionales de Ecuador entre 2000 y 2025. La serie presenta una tendencia creciente durante gran parte del período analizado, pasando de niveles cercanos a USD 2.000 millones a aproximadamente USD 10.000 millones hacia finales de la muestra.

La acumulación de reservas observada resulta particularmente relevante en el caso ecuatoriano debido a la estructura institucional de la economía. Desde la adopción del dólar estadounidense como moneda oficial en el año 2000, Ecuador carece de política monetaria propia y no posee la capacidad de emitir moneda para enfrentar episodios de tensión financiera o restricciones de liquidez. En este contexto, las reservas internacionales constituyen uno de los principales activos estratégicos disponibles para afrontar shocks externos y garantizar el normal funcionamiento del sistema financiero.

La fuerte recuperación observada a partir de 2020 coincide con una mejora gradual de las cuentas externas, mayores desembolsos provenientes de organismos multilaterales y una política orientada a fortalecer la posición financiera del sector público. Este proceso permitió incrementar significativamente el colchón de liquidez disponible para hacer frente a obligaciones externas y vencimientos de deuda soberana.

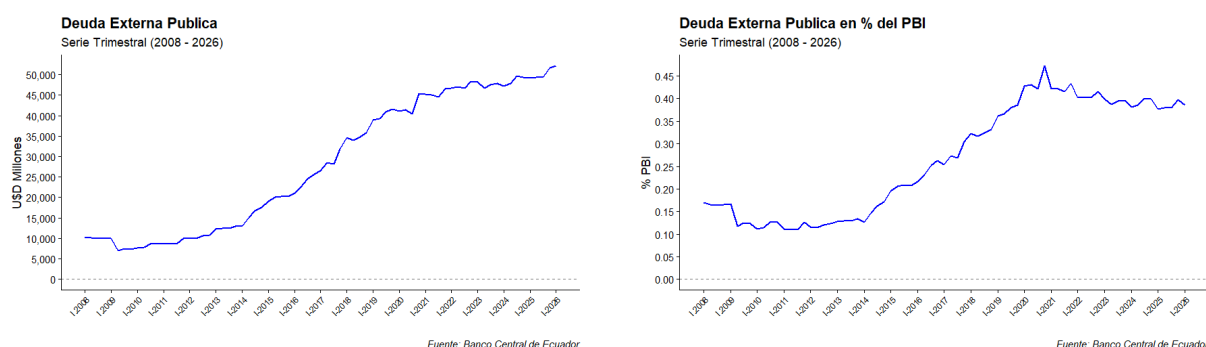
Desde la perspectiva de la sostenibilidad de la deuda, las reservas internacionales cumplen un doble rol. En primer lugar, aumentan la capacidad inmediata de pago del país, reduciendo el riesgo de incumplimiento por problemas de liquidez de corto plazo. En segundo lugar, constituyen una señal positiva para los mercados financieros internacionales, ya que reflejan una mayor capacidad para enfrentar escenarios adversos sin recurrir a procesos de reestructuración o default.

No obstante, si bien el incremento de reservas observado durante los últimos años constituye una señal favorable, su sostenibilidad dependerá de la capacidad de la economía para generar divisas de manera permanente a través de exportaciones, inversión extranjera y acceso a financiamiento externo. Una eventual caída de los precios del petróleo o un deterioro de las condiciones financieras internacionales podría revertir parcialmente la mejora observada.

En términos de probabilidad de default, el fortalecimiento de las reservas internacionales reduce significativamente los riesgos de una crisis de liquidez en el corto plazo. Sin embargo, no elimina las vulnerabilidades estructurales asociadas a la dependencia petrolera, al elevado endeudamiento externo y a la ausencia de instrumentos monetarios propios para absorber shocks externos.

4. Endeudamiento y sostenibilidad fiscal.

4.1. Deuda Pública vs. Privada (Nominal y % PBI)

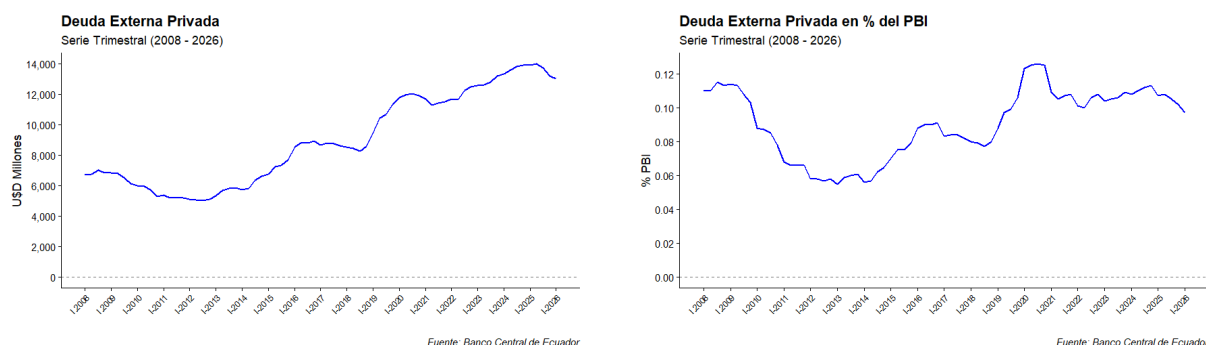


(a) Stock Nominal de la Deuda Pública.

(b) Deuda Pública en porcentaje del PBI.

Figura 11: Trayectoria de la Deuda Externa Pública de Ecuador.

Como se observa en la figura 11, el sector público es el principal vector de vulnerabilidad financiera. Tras el default selectivo de 2008, el ratio cae a un piso histórico del 11 % del PBI. A partir del quiebre de los términos de intercambio en 2014, el stock experimenta una aceleración exponencial en forma de “J” invertida, escalando desde los USD 13,000 millones hasta superar los USD 41,000 millones a inicios de 2020 (alcanzando un techo del 45 % del PBI previo a la reestructuración).

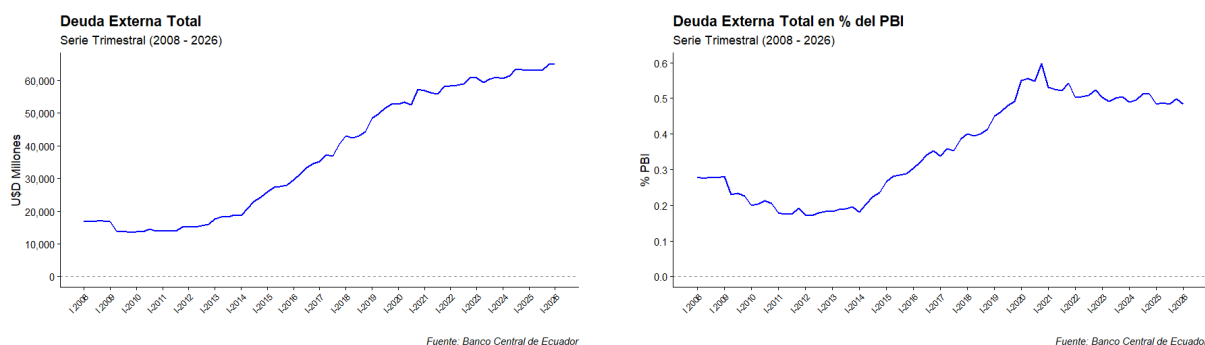


(a) Stock Nominal de la Deuda Privada.

(b) Deuda Privada en porcentaje del PBI.

Figura 12: Trayectoria de la Deuda Externa Privada de Ecuador.

En contraste con el sector público, la figura 12 refleja que el endeudamiento externo privado es estructuralmente bajo (oscilando siempre por debajo del 13 % del PBI). Su comportamiento es pro-cíclico y acotado por las severas restricciones de acceso al crédito internacional que sufre el sector corporativo no financiero ecuatoriano.



(a) Stock Nominal de la Deuda Total. (b) Deuda Total en porcentaje del PBI.

Figura 13: Evolución Agregada de la Deuda Externa Total.

4.2. Resultado fiscal.

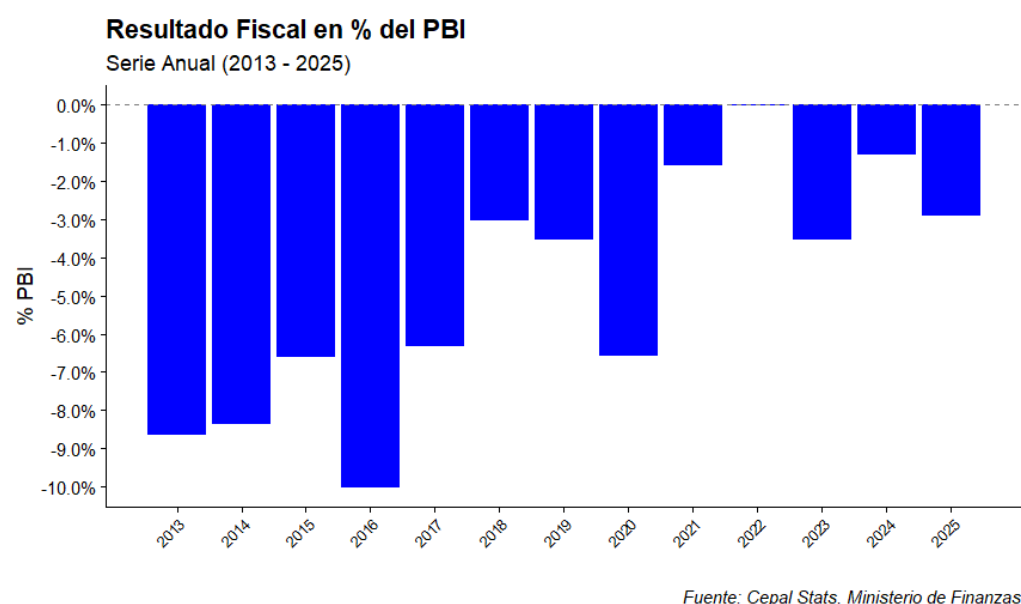


Figura 14: Resultado Fiscal Anual del Sector Público No Financiero (en porcentaje del PBI).

El comportamiento del resultado fiscal ilustrado en la figura 14 expone la vulnerabilidad y la rigidez estructural de las finanzas públicas ecuatorianas bajo el esquema de dolarización oficial. A lo largo del horizonte temporal analizado (2013-2025), la economía exhibe una persistencia crónica de saldos deficitarios. Entre 2013 y 2014, coincidiendo con el final del ciclo bullish de las materias primas y un elevado nivel de gasto público en infraestructura, el déficit fiscal alcanzó niveles críticos que rondaron el -8.5 % y llegaron a rozar el -10.0 % del PBI.

La caída de los precios internacionales del petróleo a partir de 2014 forzó un proceso de consolidación fiscal que logró reducir transitoriamente el desequilibrio hacia niveles cercanos al -1.5 % del PBI en 2015. Sin embargo, la ausencia de amortiguadores macroeconómicos y la rigidez del gasto corriente impidieron sostener dicha convergencia, provocando una recaída deficitaria que superó el -6.5 % del PBI al año siguiente. Hacia el final de la serie (período post-pandemia), si bien se observa una moderación de las

necesidades de financiamiento con déficits en torno al -1.5 % y -3.0 % del producto, la incapacidad de generar superávits fiscales primarios consistentes consolida al sector público como el principal vector de riesgo macro-financiero, forzando al Estado a depender de un endeudamiento externo agresivo para sostener la liquidez interna del sistema monetario.

4.3. Riesgo País y Percepción de los Mercados

La Figura 15 muestra la evolución del riesgo país ecuatoriano medido a través del índice EMBI+ para el período 2008-2026.

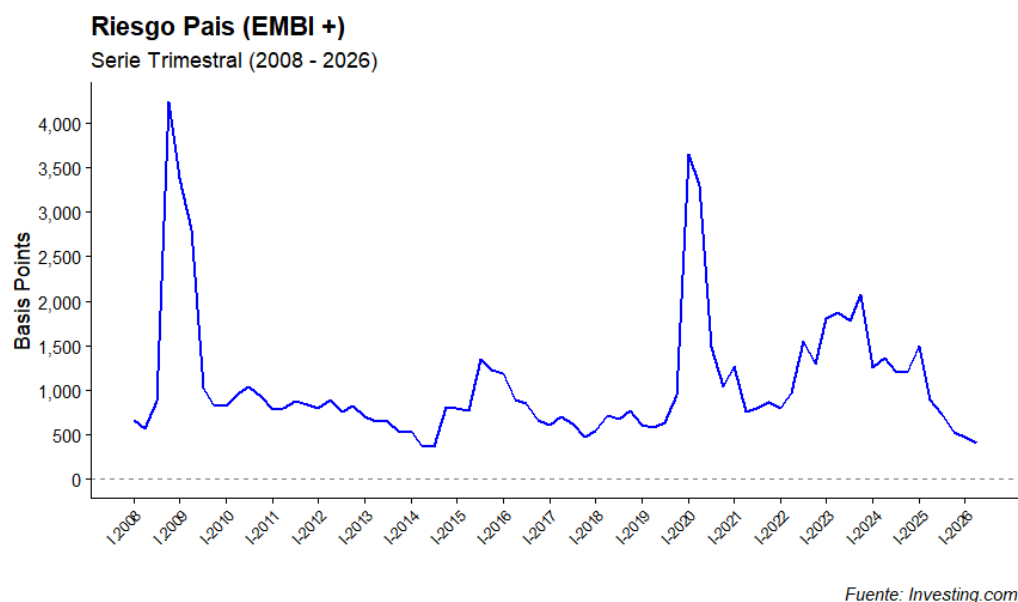


Figura 15: Evolución del riesgo país (EMBI+) de Ecuador.

Este indicador refleja el diferencial de rendimiento exigido por los inversores para mantener deuda soberana ecuatoriana respecto de los bonos del Tesoro de los Estados Unidos y constituye una de las medidas más utilizadas para evaluar la percepción de riesgo crediticio de un país.

La serie muestra elevados niveles de volatilidad y permite identificar claramente los principales episodios de tensión financiera que atravesó Ecuador durante las últimas dos décadas. El primer pico significativo se observa durante la crisis financiera internacional de 2008 y coincide con el default selectivo declarado por el gobierno ecuatoriano. En ese período, el EMBI+ superó los 4.000 puntos básicos, reflejando una percepción extremadamente negativa por parte de los mercados internacionales acerca de la capacidad y voluntad de pago del país.

Si bien el indicador se redujo de manera gradual durante los años posteriores, permaneció sistemáticamente por encima de los niveles observados en otras economías latinoamericanas comparables. Esto sugiere que el historial de incumplimientos continuó afectando la credibilidad financiera del país incluso después de la normalización parcial de las condiciones macroeconómicas.

Un segundo episodio de fuerte incremento se registra durante la pandemia de COVID-19. La caída de la actividad económica, la reducción de los ingresos fiscales y el deterioro de las condiciones financieras globales incrementaron nuevamente la percepción de riesgo soberano. Este comportamiento pone de manifiesto la sensibilidad de Ecuador frente

a shocks externos y la estrecha relación entre la sostenibilidad fiscal y las condiciones internacionales de financiamiento.

A partir de 2024 se observa una reducción significativa del EMBI+, acercándose a niveles considerablemente inferiores a los registrados durante los años de mayor tensión financiera. Esta evolución coincide con la acumulación de reservas internacionales, una mejora relativa de las cuentas externas y una percepción más favorable sobre la capacidad de pago de la deuda pública.

Desde la perspectiva de sostenibilidad de deuda, el riesgo país constituye una variable crítica porque determina el costo efectivo del financiamiento soberano. Cuanto mayor es el EMBI+, mayores son las tasas de interés que el gobierno debe pagar para refinanciar vencimientos o emitir nueva deuda. En consecuencia, niveles persistentemente elevados pueden generar una dinámica de endeudamiento insostenible, especialmente cuando el crecimiento económico resulta insuficiente para compensar el aumento del costo financiero.

Sin embargo, la experiencia histórica muestra que la percepción de riesgo sobre Ecuador continúa siendo altamente sensible a cambios en las condiciones externas. La dependencia de las exportaciones petroleras, la dolarización y el historial de defaults siguen siendo factores que los mercados incorporan en la valoración del riesgo soberano. Por este motivo, si bien la probabilidad de default parece haberse reducido respecto de los momentos de mayor estrés financiero, la vulnerabilidad estructural de la economía ecuatoriana continúa siendo superior a la observada en otros países de la región.

5. Contexto histórico de la deuda ecuatoriana.

5.1. El Default más rentable de la historia.

Corría el año 2007, donde el recientemente presidente electo, Rafael Correa, asumía con una propuesta un tanto peculiar sobre el endeudamiento que había tomado el país en los últimos años. Ecuador tiene una larga historia de defaults y restructuraciones, ganándose la reputación de ser uno de los peores deudores soberanos desde la década de 1980. Llegado el año 2000, la macroeconomía del país sudamericano cambiaría para siempre. En uno de los momentos con mayores dificultades sociales y económicas, el gobierno de aquel entonces, opta por eliminar el sucre como moneda nacional y decide dolarizar por completo la economía, dejando así de lado la capacidad de hacer política monetaria y perder la posibilidad de tener un rescatista de última instancia en situaciones adversas.

En los primeros años del siglo XXI, Ecuador, al igual que la mayoría de economías emergentes en Latinoamérica, se benefició de los excelentes términos de intercambio que enfrentaban los productos que exportaba. Además, las bajas tasas de interés en Estados Unidos motivaban a los capitales a buscar mejores rendimientos en otros mercados, llevando así a que países como Ecuador reciban flujos inmensos de dólares. Este crecimiento que parecía no tener fin, colaboró a que Ecuador gozara de superávits primarios, globales y comerciales hasta ni bien llegada la crisis subprime a finales del 2008.

A pesar de este contexto, el presidente Correa consideraba que había un porcentaje significativo de la deuda que fue tomado ilegítimamente y en contra del bienestar de los habitantes ecuatorianos. Rafael Correa sostenía 3 puntos por los cuales dejar de pagar esta deuda era justo:

1. La deuda fue tomada ilegítimamente por gobiernos pasados para beneficio de una elite reducida.
2. Los términos del endeudamiento eran injustos para el gobierno ecuatoriano.
3. Se podía usar el dinero que se iban a ahorrar de intereses para hacer obra pública, políticas de bienestar social, entre otras.

Para eso, se crea una comisión de auditoría que iba a ser la responsable de estudiar todas las deudas contraídas por el gobierno ecuatoriano entre 1976 y 2006 para determinar cual deuda fue justamente tomada y cual podía dejar de pagarse, es decir, defaultear. En 2008 llegan a la conclusión de que tenían que dejar de pagarse los "Global Bonds" 2012 y 2030. El default de estos bonos se dio a las pocas semanas de la quiebra del banco Lehman Brothers dando por iniciada la mayor crisis financiera mundial desde el crack del 29.

El default redujo la deuda externa en poco más de 3 mil millones de dólares. El pánico mundial más el default soberano hundieron el piso de estos bonos a menos de 30 centavos por dólar. Parecía el inicio de un ciclo nuevamente defaulteador y costoso para Ecuador, la historia se repetía sin cesar. Sin embargo, después de incurrir en el default, el gobierno, a través de intermediarios financieros, fue comprando estos bonos baratos hasta el punto que en abril del 2009, el gobierno anuncia que va a realizar una subasta de estos bonos con un piso de 30 centavos. La subasta fue un éxito, el 91 % de los bonistas accede a vender sus posiciones por dos razones puntuales; primero, la crisis internacional los dejaba muy cortos de liquidez, por lo que decidir entre vender sus bonos o iniciar un litigio

contra un gobierno nacional que, muy probablemente iba a implicar un juicio eterno, fue una decisión sencilla. Segundo, el gobierno amenazaba con activar exit consents, es decir, votar para degradar las condiciones de los bonos que quedaran afuera para incentivar a que los bonistas accedieran a vender sus posiciones al gobierno. De esta forma, el gobierno ecuatoriano consiguió reestructurar 3,200 millones de dólares.

Esto nos lleva a preguntarnos ¿fue realmente costoso el default? Tras esta decisión Ecuador quedó fuera de los mercados hasta 2014, y entendemos, a priori, que un default conlleva pérdidas importantes de ingreso en una economía. Para nuestra sorpresa, y como bien lo dice el título, Ecuador es un caso especial...

Respecto a los mercados, no encontró un problema, el país pudo recibir financiamiento de forma bilateral con acreedores como Rusia o China, que le supieron ofrecer una forma de endeudamiento distinta a la que uno está acostumbrado con los bonos que posteriormente se operan en el resto del mundo. Pero para analizar con profundidad si hubo o no costos, tuvimos que incurrir en métodos econométricos para tener una respuesta más certera.

Para estimar el costo de default, decidimos construir un control sintético por el cual comparamos la economía ecuatoriana con un conjunto de países de la región, para así tener un escenario que nos muestre que hubiera pasado con el ingreso per cápita del país si no hubiera sido por el default. La proyección llega hasta el año 2014 que es cuando el país vuelve a los mercados internacionales. Los países que elegimos como parte del pool son: Colombia, Perú, Bolivia, Paraguay, Costa Rica, Guatemala, República Dominicana, Honduras, El Salvador, Panamá, México, Brasil y Uruguay. Vamos a aclarar previamente que este método no es infalible y hay una gran variedad de cuestiones que pueden interferir en su precisión. La más importante es que, simultáneamente al default de Ecuador, el mundo entero pasaba por una crisis mundial que afectó, de una forma distinta a Ecuador debido a su esquema monetario (dolarización) y a su alta dependencia en los ingresos petroleros, que se vieron significativamente deteriorados tras la caída del WTI durante este período. De todas formas, consideramos que es un ejercicio interesante para mostrar por qué el default de Ecuador en 2008 fue muy distinto al resto de defaults que podemos encontrar en la historia.

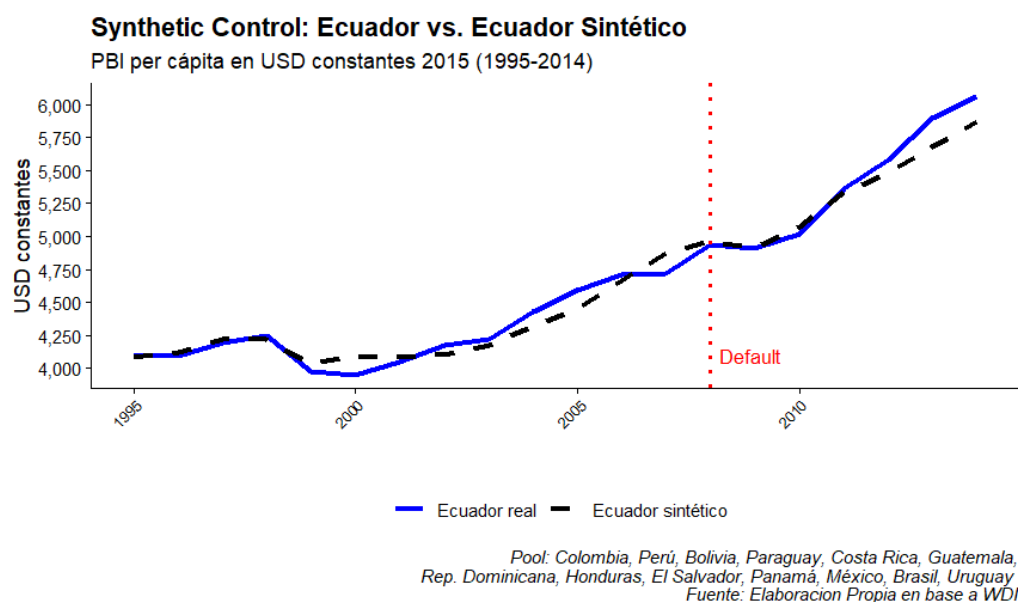


Figura 16: Evaluación del Impacto Real del Default de 2008 mediante la Metodología de Control Sintético.

Como podemos observar en el control sintético, parece ser que Ecuador no tuvo ningún costo en términos de ingreso per cápita, hasta el punto que el ingreso terminó siendo más alto que el del sintético en los últimos años. ¿Cuál es la intuición detrás de este suceso?

El timing fue lo más importante, si no hubiera sido por la crisis subprime, Ecuador no hubiera podido recomprar sus bonos y reestructurar su deuda de una forma tan barata. Los bonistas aceptaron vender sus posiciones a 35 centavos ya que era mejor opción que quedarse sin liquidez. A su vez, no hubo un costo reputacional grave debido que todo el mercado global estaba en pánico, por lo que no sabríamos que hubiera pasado de no haber sucedido la crisis financiera. Un dato muy importante, es que Ecuador había acumulado una serie muy importante de reservas internacionales durante los mejores años previos a la crisis. Este stock le permitió comprar los bonos defaulteados sin incurrir en un costo fiscal.

Por estas razones es que concluimos en la excepcionalidad del caso ecuatoriano, donde defaultear una parte de la deuda, pareció traer más beneficios que castigos.

En el Anexo estarán las salidas correspondiente al ejercicio del control sintético.

5.2. La reestructuración market-friendly del 2020.

El programa Extended Fund Facility (EFF) que el FMI aprobó para Ecuador en septiembre de 2020 nació en un contexto excepcionalmente complejo: la cancelación del programa previo de 2019 por problemas con los datos fiscales, el estallido de la pandemia y un desplome simultáneo del precio del petróleo, todo sobre una economía dolarizada con debilidades estructurales como bajo crecimiento, alto endeudamiento, reservas escasas y pérdida de competitividad. El programa se planteó dos horizontes: en el corto plazo, financiar directamente el presupuesto para sostener el gasto sanitario y expandir las transferencias sociales; en el mediano plazo, funcionar como ancla de política económica para asegurar la

sostenibilidad fiscal, reformar la gobernanza pública y blindar la dolarización prohibiendo al Banco Central financiar al gobierno.

El pilar central fue la reestructuración de la deuda externa: Ecuador ejecutó en agosto de 2020 un canje voluntario de bonos globales con participación prácticamente total gracias al uso por primera vez de Cláusulas de Acción Colectiva mejoradas, lo que extendió vencimientos, redujo cupones a aproximadamente la mitad y pospuso los pagos de capital, generando un alivio inmediato de varios miles de millones de dólares. Sumado a renegociaciones con bancos estatales chinos, esto permitió que la evaluación de la deuda pasara de “sostenibilidad al límite” a “alta probabilidad de sostenibilidad”, aunque el acceso a mercados privados siguió esquivo y el riesgo país se disparó luego por el deterioro fiscal y la incertidumbre política.

En el sector externo, los resultados superaron las proyecciones conservadoras del FMI: en lugar del déficit de cuenta corriente proyectado se registró un superávit sostenido por la resiliencia de las exportaciones no petroleras y las remesas, ampliado luego por el repunte del crudo. Esta holgura sirvió de colchón frente a un déficit en la cuenta financiera causado por menores desembolsos oficiales, caída de inversión privada y falta de acceso a mercados. En el frente fiscal, el cumplimiento cuantitativo fue aparente pero la calidad del ajuste resultó frágil: el balance del SPNF se acercó a la meta gracias al ahorro de ingresos petroleros extraordinarios más que a un ajuste estructural genuino. Aislando el petróleo, el balance primario no petrolero se desvió por el encarecimiento de combustibles importados y la suspensión de la reforma de subsidios tras las protestas sociales. La estrategia original también se modificó: se descartó el aumento del IVA por restricciones políticas y el ajuste recayó casi enteramente sobre la contracción del gasto corriente y la inversión pública.

En términos de crecimiento, la contracción de 2020 fue menos grave que la proyectada y el rebote de 2021 superó las expectativas gracias al consumo privado, las exportaciones agrícolas y acuícolas, y la vacunación. Sin embargo, la recuperación de mediano plazo fue más lenta que la de los pares regionales, revelando problemas estructurales: al estar dolarizada, Ecuador no pudo compensar pérdidas frente a vecinos que depreciaron sus monedas, y a esto se sumaron rigideces laborales, informalidad y aumentos discrecionales del salario mínimo desvinculados de la productividad.

La intuición central es que el EFF 2020 cumplió sus objetivos de estabilización inmediata, evitar una crisis de liquidez, reestructurar la deuda y sostener el gasto social, pero falló en consolidar el ajuste estructural de mediano plazo. La mejora de los indicadores agregados se explicó más por factores transitorios como el boom petrolero y el efecto del deflactor sobre el PIB nominal que por reformas duraderas, dejando al país vulnerable cuando esos vientos de cola se revirtieron.

6. Evaluación de sostenibilidad.

6.1. Modelo DSA.

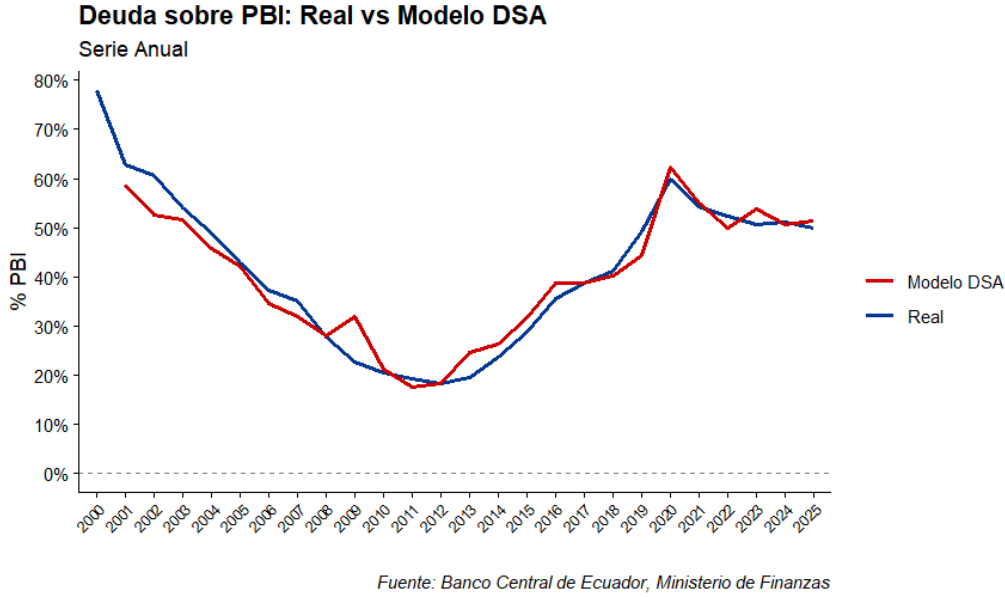


Figura 17: Validación de Ajuste del Modelo de Sostenibilidad de la Deuda (DSA): Deuda Total como porcentaje del PBI vs. Serie Real (2000 - 2025).

Para validar la robustez predictiva y la consistencia interna del Análisis de Sostenibilidad de la Deuda (DSA) implementado, la figura 17 contrasta la trayectoria simulada por el modelo (curva roja) frente a la evolución observada en la serie real (curva azul) para el período 2000-2025. El coeficiente de ajuste de la simulación devela una capacidad notable para capturar los tres regímenes macroeconómicos clave de las últimas décadas en Ecuador.

El modelo consiste en esta simple cuenta:

$$d_t = \frac{1+r}{1+g} \cdot d_{t-1} - s_t \quad (1)$$

Donde d_t es la deuda sobre PBI del período, r es la tasa de interés que se paga sobre la deuda, g es el crecimiento del PBI y s_t es el resultado primario del sector público no financiero expresado como porcentaje del PBI.

En primer lugar, el modelo replica con fidelidad la fase de desendeudamiento sostenido post-crisis de dolarización (2000-2012), donde el ratio deuda/PBI se contrajo desde niveles asfixiantes cercanos al 78 % hasta un mínimo histórico del 18 %, impulsado por el crecimiento del producto y los elevados ingresos petroleros. En segundo lugar, captura de manera precisa el cambio de régimen estructural a partir de 2013, caracterizado por un reajuste agresivo hacia el apalancamiento público que empujó el ratio hasta un pico crítico del 62 % durante el shock pandémico de 2020. Finalmente, las sutiles divergencias observadas en puntos de quiebre específicos (como el período 2008-2009 o 2022) responden a ajustes contables exógenos o reestructuraciones de pasivos que escapan a la endogeneidad paramétrica de la ecuación de la deuda, validando que el modelo DSA es un predictor

altamente fiable y calibrado para proyectar las finanzas públicas del país.

Utilizando las proyecciones financieras provenientes del informe de programación fiscal 2026-2029 del ministerio de finanzas, proyectamos como se vería el ratio de deuda/PBI de Ecuador para los próximos años en base a los tres escenarios que construyó el ministerio.

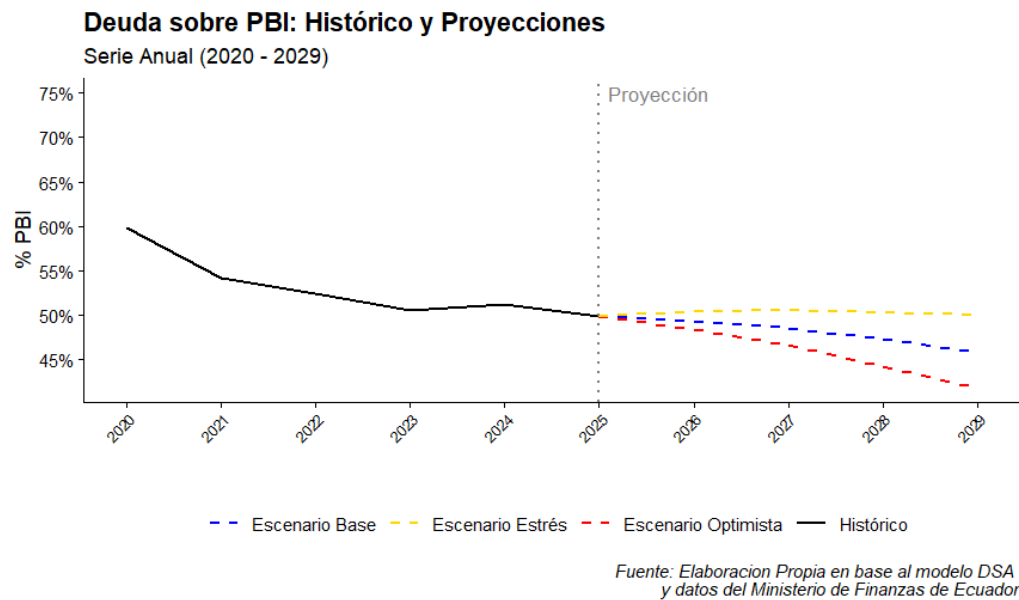


Figura 18: Proyecciones del Ratio Deuda/PBI bajo Escenarios de Estrés, Base y Optimista (2025 - 2029).

- **Escenario Base (Línea segmentada azul):** Bajo un sendero de continuidad macroeconómica, convergencia fiscal moderada y crecimiento inercial, la deuda sobre el PBI describe una trayectoria descendente paulatina pero constante, logrando perforar el umbral del 50 % para estabilizarse en torno al 46 % en 2029. Esto sugiere que las condiciones financieras actuales guardan una naturaleza sostenible si se evitan shocks exógenos de magnitud.

ESCENARIO BASE					
Supuestos	2025	2026	2027	2028	2029
Crecimiento económico	3.80 %	1.80 %	2.30 %	2.00 %	2.00 %
Tasa de interés real	3.91 %	2.04 %	3.65 %	3.91 %	4.01 %
Resultado primario/PIB	-0.15 %	0.60 %	1.44 %	2.24 %	2.37 %
Fuente: MEF					

- **Escenario de Estrés (Línea segmentada amarilla):** Este vector simula un entorno adverso caracterizado por una combinación de estancamiento del PBI real, depreciación cambiaria indirecta y un deterioro del saldo primario derivado de una caída drástica en los precios del petróleo. Bajo esta perturbación, las fuerzas endógenas del diferencial entre la tasa de interés real y el crecimiento ($r - g$) neutralizan los esfuerzos de consolidación, forzando al ratio deuda/PBI a una rigidez al alza que presiona la frontera del 51 %, cronificando la vulnerabilidad fiscal.

ESCENARIO PESIMISTA (ESTRES)					
Supuestos	2025	2026	2027	2028	2029
Crecimiento económico	3.33 %	1.33 %	1.83 %	1.53 %	1.53 %
Tasa de interés real	4.41 %	2.54 %	4.15 %	4.41 %	4.51 %
Resultado primario/PIB	-0.67 %	0.08 %	0.92 %	1.71 %	1.85 %
<i>Fuente:</i> MEF					

- **Escenario Optimista (Línea segmentada roja):** Condicionado a un choque positivo de términos de intercambio, reformas estructurales procrecimiento y una compresión del riesgo país que abarate el costo del nuevo financiamiento, el modelo proyecta una aceleración de la convergencia. En este escenario, el ratio experimenta una trayectoria marcadamente virtuosa, cayendo a una tasa geométrica que reduce la carga del endeudamiento agregada hacia un saludable 42 % del PBI al cierre del horizonte evaluado.

ESCENARIO OPTIMISTA					
Supuestos	2025	2026	2027	2028	2029
Crecimiento económico	4.27 %	2.27 %	2.77 %	2.47 %	2.47 %
Tasa de interés real	3.41 %	1.54 %	3.15 %	3.41 %	3.51 %
Resultado primario/PIB	0.37 %	1.12 %	1.96 %	2.75 %	2.89 %
<i>Fuente:</i> MEF					

6.2. Shocks Determinísticos

Como Ecuador es una economía dolarizada, todas las respuestas por parte del gobierno a los shocks tienen que venir del lado fiscal, pero como el gobierno no puede emitir para financiar gasto, se ve obligado a endeudarse para responder a los diversos estados de la naturaleza en el tiempo.

Consideramos importante aclarar ciertos supuestos antes de la presentación de los shocks. Partimos del ratio deuda/PBI de diciembre del 2025 que fue del 49.85 %. A su vez, tomamos los targets de deuda/PBI que definió Ecuador en la reestructuración del 2020 que partiendo de un ratio del 59 %, estimaban llegar a un 55 % y 45 % en 2025 y 2030 respectivamente. Como se puede ver, se alcanzó exitosamente el ratio para 2025 y las proyecciones del gobierno estiman cumplir con el target del 2030 en su escenario base. Para ver la sensibilidad de la deuda, vamos a aplicarle shocks transitorios y permanentes al modelo de DSA para analizar como se llega al 2029 y que tan sensible es la deuda/PBI a diversas variables. Asumimos un umbral de insostenibilidad del 57 % de la deuda/PBI en base a la proyección inicial que tenían del 2025, bajo el argumento que estar por encima de ese nivel en 2029 es haber tenido un programa fallido e insostenible.

Los shocks que vamos a aplicar son los mismos (tanto para el caso permanente como el transitorio) la diferencia es que el primero perdura hasta el 2029 mientras el otro sucede durante el 2026.

Otro punto a aclarar, los shocks que analizamos son de carácter negativo hacía el ratio deuda/PBI. Consideramos que no tiene sentido analizar shocks positivos ya que lo que queremos estudiar es la sostenibilidad cuando los estados de la naturaleza no juegan a favor.

Los shocks son:

- Caída de 10 USD del WTI
- Caída de 20 USD del WTI
- Caída de 1.5 % del PBI
- Caída de 2.5 % del PBI
- Aumento de la tasa de interés en 1 %
- Aumento de la tasa de interés en 2 %
- Reducción del resultado fiscal en 2 %
- Reducción del resultado fiscal en 3 %

Los shocks de PBI reducen la tasa de crecimiento proyectada en esa magnitud, no es que proyectan caer a esas tasas de forma permanente. En el caso transitorio, afecta solo la tasa de crecimiento de dicho año. La misma lógica aplica para la tasa de interés y el resultado fiscal. El shock sobre el WTI parte del valor promedio del último trimestre del 2025, que fue de aproximadamente 62.5 USD.

Antes de pasar a los resultados, vamos a demostrar el mecanismo de transmisión que tiene el precio del WTI con el resultado fiscal. Es importante esta estimación porque el precio del WTI ha tenido implicancias muy significativas en la economía ecuatoriana.

El Cuadro 1 muestra el mecanismo de transmisión entre el precio del petróleo y el resultado primario del SPNF de Ecuador, estimada en dos eslabones. Las columnas (1) y (2) son regresiones trimestrales con dummies estacionales y las columnas (3) y (4) utilizan la metodología TTM (Trailing Twelve Months), que anualiza los flujos sumando los últimos cuatro trimestres eliminando así la estacionalidad fiscal estructural del Q4 (que suele ser siempre el mes, con muchísima diferencia, más deficitario). El primer eslabón, columnas (1) y (3), estima el efecto del WTI sobre los ingresos petroleros del SPNF. En la especificación trimestral, un incremento de USD 1 por barril se asocia con un aumento de USD 33.4 millones en los ingresos petroleros trimestrales, resultado significativo al 1 %. En la versión anualizada el efecto asciende a USD 142.5 millones anuales, lo que refleja que el impacto sostenido de los precios del crudo es aproximadamente cuatro veces mayor que el contemporáneo. Ambas especificaciones presentan R^2 ajustados superiores a 0.69, confirmando la fuerte relación entre el precio del barril y los ingresos fiscales del país. El segundo eslabón, columnas (2) y (4), estima el pass-through de los ingresos petroleros al resultado primario. El coeficiente es de 0.72 en la especificación trimestral y de 0.75 en la TTM, ambos significativos al 1 % y estables entre especificaciones. Esto implica que aproximadamente tres cuartas partes de cada dólar adicional de ingreso petrolero se trasladan al resultado primario, mientras que el resto es absorbido por el gasto. Las dummies estacionales en las columnas (1) y (2) capturan la estacionalidad del gasto público. El coeficiente de Q4 en la regresión del resultado primario es de USD 3,914 millones negativo, significativo al 1 %, lo que confirma que el cuarto trimestre es sistemáticamente más deficitario respecto al Q1 independientemente del nivel de ingresos petroleros.

Cuadro 1: Canal de Transmisión WTI → Resultado Primario — Ecuador

	<i>Variable dependiente:</i>			
	Ing. Petrol. (M USD)	Res. Primario (M USD)	Ing. Petrol. TTM (M USD)	Primario TTM (M USD)
	(1)	(2)	(3)	(4)
WTI (USD/bbl)	33.420*** (5.248)		142.505*** (23.256)	
Ing. Petroleros		0.723*** (0.179)		0.745*** (0.195)
Q2	24.876 (123.084)	-442.053*** (161.290)		
Q3	204.692 (136.978)	-1,153.144*** (229.463)		
Q4	413.385*** (107.887)	-3,914.284*** (232.066)		
Constante	664.865* (352.713)	-1,527.626*** (471.770)	2,747.884* (1,503.937)	-11,831.430*** (2,097.821)
Dummies estacionales	Sí	Sí	No	No
Especificación	Trim.	Trim.	TTM	TTM
Observaciones	53	53	50	50
R ²	0.716	0.799	0.791	0.409
R ² ajustado	0.692	0.782	0.787	0.397

*Nota: Errores Newey-West (4 lags) entre paréntesis. * $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$.
Dummies Q2/Q3/Q4 con Q1 como base.*

Una vez entendida la transmisión del precio del WTI hacia el resultado fiscal, procedemos a mostrar los resultados de ambos tipos de shocks.

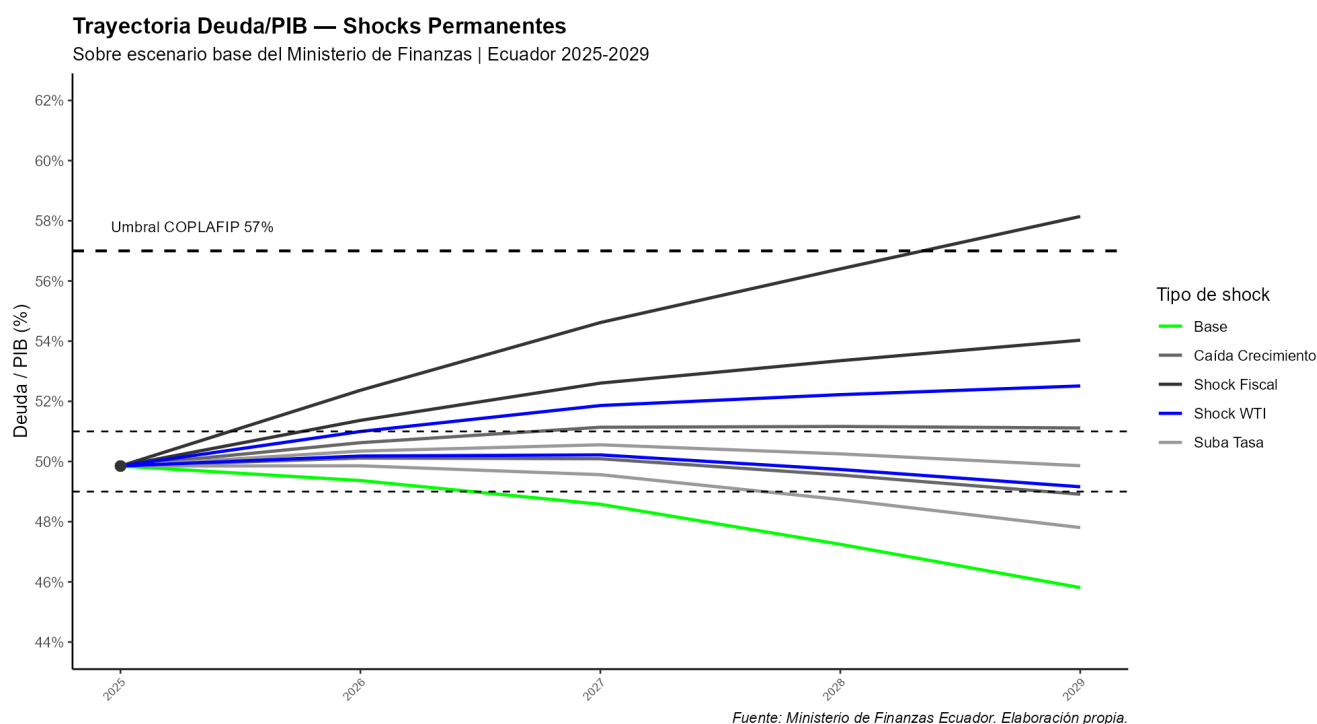


Figura 19: Shocks Permanentes sobre la deuda/PIB .

Partiendo del ratio deuda/PIB del 2025 de 49.85 %, vemos el efecto de aplicarse diversos shocks de forma permanente. Se ven los dos shocks por variable, siempre la línea que está más arriba es la que muestra la tendencia sobre un shock más significativo. Además, el gráfico tiene 3 líneas punteadas que muestran ciertos umbrales que consideramos relevantes destacar. La línea punteada más elevada, indica el umbral de 57 % del COPLAFIP al cual definimos como el punto donde la deuda pasa a una situación de insostenibilidad. Las otras dos líneas punteadas marcan el umbral del 49 % y 51 % donde el ratio deuda/PIB prácticamente no varió, podemos interpretar como que esos shocks fueron lo suficientemente fuertes para romper con la tendencia decreciente de la deuda/PIB pero no tuvieron el impacto necesario para dar vuelta la misma tendencia.

Nuestro modelaje de los shocks nos muestra que solo 3 tuvieron un impacto negativo significativo. El shock más impactante es agravar el resultado fiscal del SPNF. Volviendo al DSA y los escenarios proyectados por el gobierno ecuatoriano, podemos observar como proyectan tener superávits primarios crecientes. Esta característica es la más sensible y la más significativa a la hora de evaluar la estabilidad de la deuda. Recordemos que Ecuador al ser una economía dolarizada, cualquier política del gobierno solo puede ser resuelta del lado fiscal, y si no tienen ahorro para afrontarla deben proceder a endeudarse.

Después del lado fiscal, los shocks más importantes son los relacionados a la caída en el WTI y en crecimiento del PIB. El shock sobre el WTI refleja la fuerte dependencia que tiene la economía ecuatoriana en los ingresos petroleros y reforzando el pass-through que estimamos previamente. Por cada dólar que cae el barril de petróleo, asumiendo la misma cantidad de barriles vendidos, el gobierno ecuatoriano pierde 0.75 dólares de resultado primario.

El shock sobre la tasa de interés es el menos significativo de todos, principalmente porque después de la reestructuración del 2020, Ecuador logró reducir gran parte de sus pagos de intereses como porcentaje del PIB, por lo que el aumento de la tasa de interés parte de un punto más bajo y con menor capacidad de deteriorar el ratio deuda/PIB.

Una vez analizados los shocks permanentes, vamos a mostrar las mismas estimaciones pero para shocks que suceden solo en el año 2026. De esta forma podemos ver que tan sensible es la sostenibilidad de la deuda a shocks que impactan una sola vez y después se sigue con las estimaciones del gobierno en su escenario base.

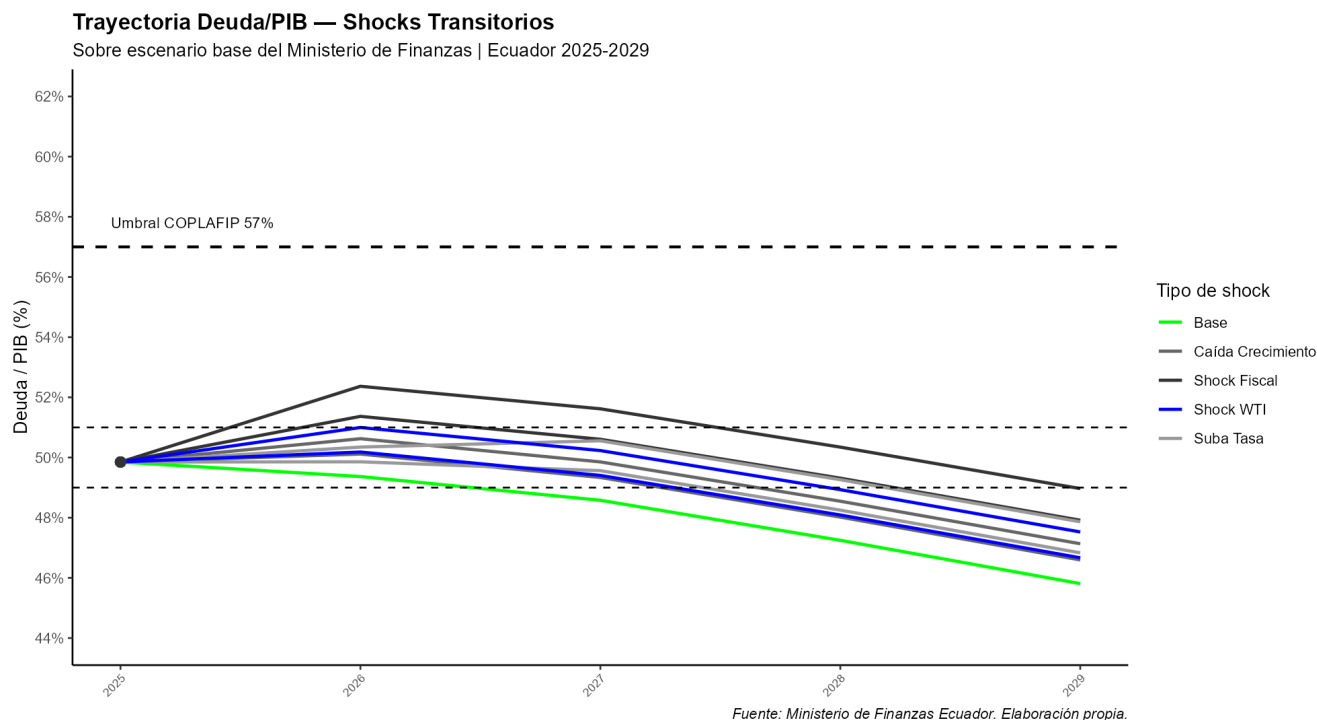


Figura 20: Shocks Transitorios sobre la deuda/PIB .

La estructura del gráfico es idéntica al anterior, solo que ahora los shocks son de carácter transitorio.

La magnitud de los shocks tiene el mismo orden que en el caso anterior, el shock más perjudicial es el del resultado fiscal, pero el resto de los shocks no muestran tener resultados muy distintos sobre la deuda/PIB. Ninguno de los últimos 3 rompen el umbral del 51 % de deuda/PIB y aunque no llegan a igualar la proyección del gobierno, logran terminar en valores cercanos al target del ministerio de finanzas. Esto nos muestra la fuerte dependencia que tiene el gobierno respecto a su resultado fiscal primario para reducir su deuda/PIB.

6.3. Simulaciones de Monte Carlo.

Además de los shocks arbitrarios que decidimos modelar, decidimos estimar también cuales son las probabilidades de que el ratio deuda/PIB llegue a ciertos umbrales dada la correlación entre el crecimiento económico, la tasa de interés y el resultado primario. Para realizar esta estimación, hicimos 10,000 simulaciones para ver como se distribuye esta probabilidad. Excluimos los valores del 2020 y 2021 debido a la alta volatilidad afrontada en esos años producto de la crisis del COVID-19 ya que distorsionaban las correlaciones y desvíos.

Cuadro 2: Matriz de Correlaciones Históricas — Ecuador Q4-2013 a Q4-2025 (excl. 2020-2021)

	<i>g</i>	<i>s</i>	<i>r</i>
<i>g</i>	1.000	-0.010	-0.258
<i>s</i>	-0.010	1.000	-0.261
<i>r</i>	-0.258	-0.261	1.000

Los resultados muestran tres patrones relevantes para la calibración del Monte Carlo. Primero, la correlación entre crecimiento y resultado primario $\rho_{gs} = -0,01$ es prácticamente nula, lo que indica que en Ecuador la posición fiscal está desacoplada del ciclo económico general y responde principalmente al ciclo petrolero más que a la actividad doméstica. Segundo, la correlación entre crecimiento y tasa implícita $\rho_{gr} = -0,258$ es negativa y moderada, capturando el canal por el cual una desaceleración económica encarece el financiamiento soberano vía deterioro del EMBI y del spread. Tercero, la correlación entre resultado primario y tasa implícita $\rho_{sr} = -0,261$ también es negativa, consistente con el mecanismo por el cual un deterioro fiscal eleva la percepción de riesgo y por ende el costo de la deuda. Estas correlaciones fueron incorporadas en la matriz de varianzas y covarianzas del modelo de simulación, permitiendo que los shocks estocásticos sobre *g*, *s* y *r* no sean independientes entre sí sino que reflejen la estructura de dependencia histórica observada en Ecuador.

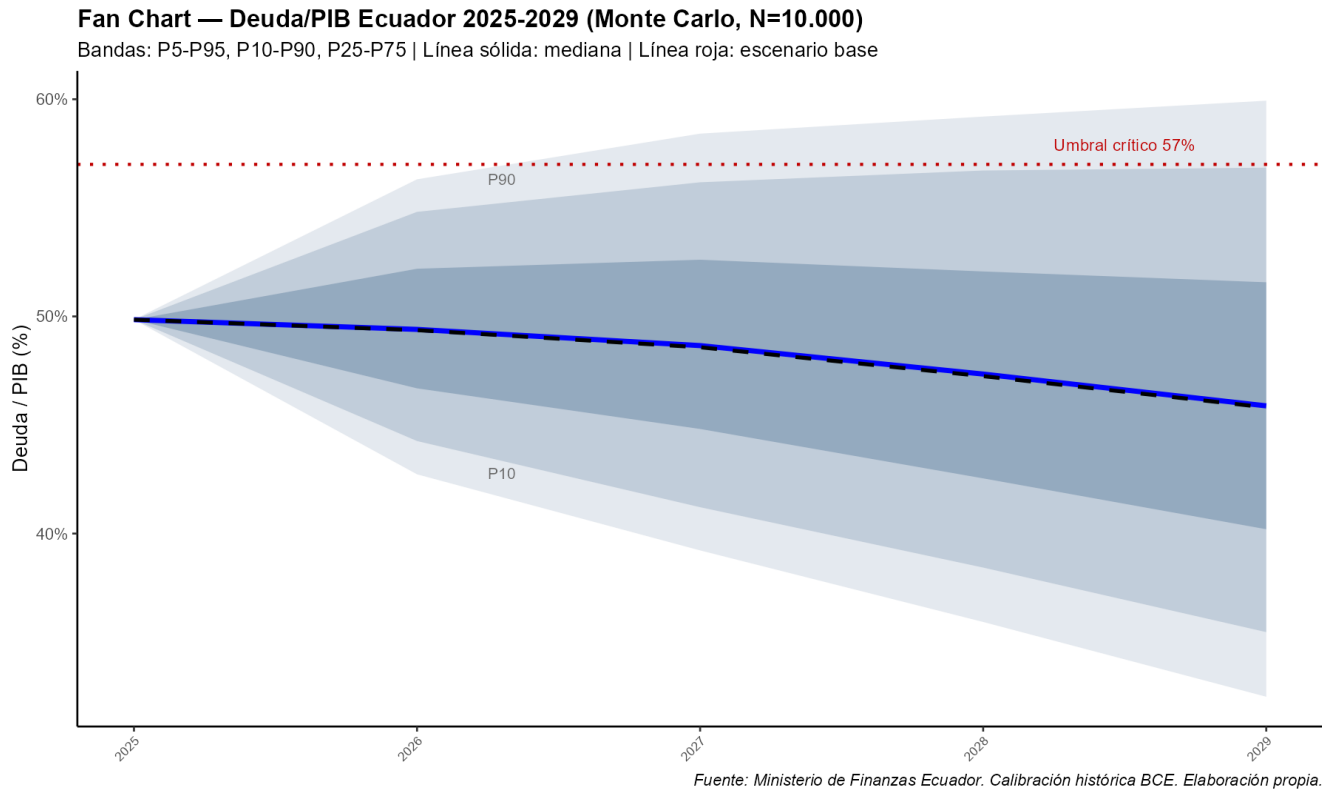


Figura 21: Simulación de Monte Carlo .

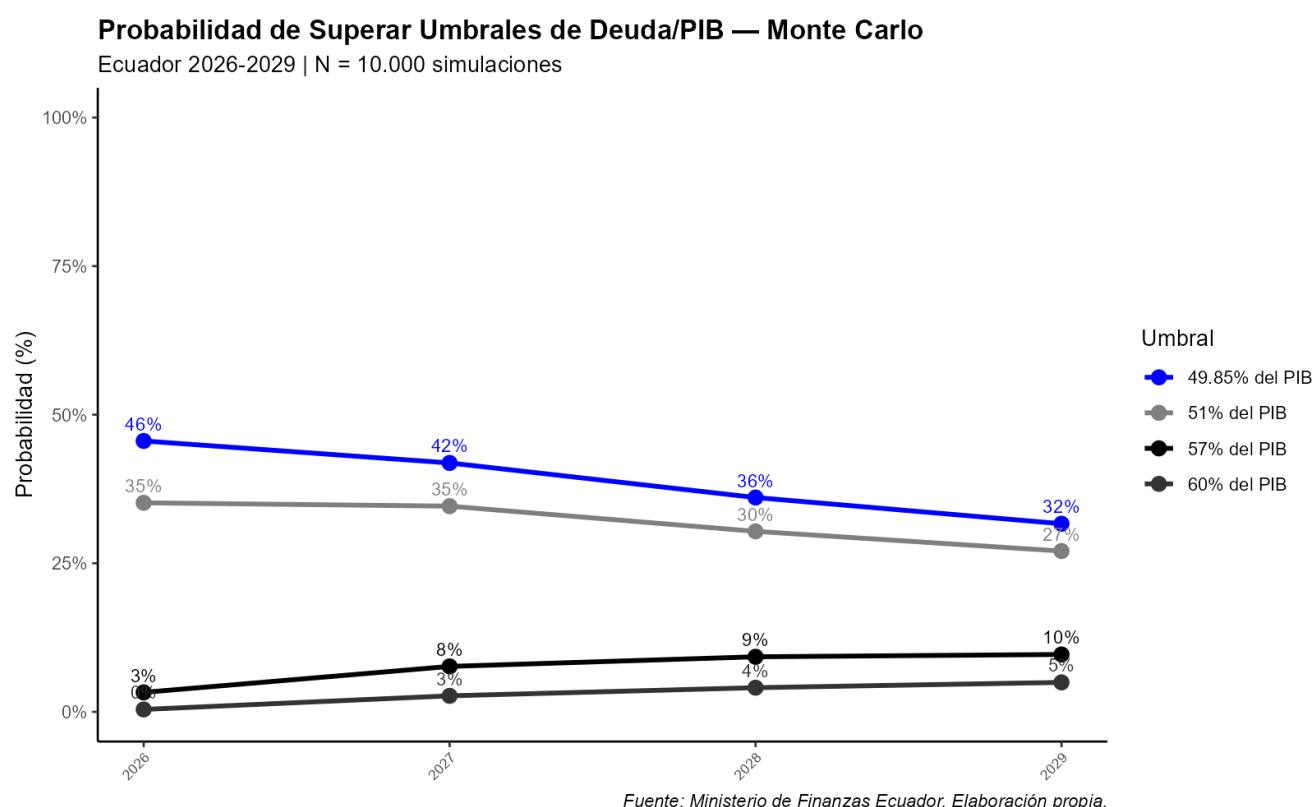


Figura 22: Umbrales y probabilidad de superarlos según Monte Carlo .

El primer gráfico presenta los resultados de la simulación de Monte Carlo con 10.000 trayectorias sobre el modelo DSA, calibrada con el escenario base del Ministerio de Finanzas y shocks estocásticos correlacionados. Las bandas representan los percentiles P5-P95, P10-P90 y P25-P75, mientras que la línea sólida corresponde a la mediana de las simulaciones y la línea punteada al escenario base del ministerio de finanzas. La mediana de las simulaciones converge con el escenario base del gobierno, lo que confirma que el Monte Carlo está correctamente centrado en los supuestos oficiales. Sin embargo, la apertura progresiva del fan chart hacia 2029 refleja la acumulación de incertidumbre a lo largo del horizonte de proyección, producto de la elevada volatilidad histórica del resultado primario ecuatoriano ($\sigma_s = 3,52$ pp del PBI) y del crecimiento real ($\sigma_g = 3,26$ pp del PBI) . En el percentil 90 la deuda alcanza aproximadamente 57 % del PIB en 2029, tocando el umbral establecido por el COPLAFIP, mientras que en el percentil 10 desciende hasta el entorno del 35 %, ilustrando la asimetría del espacio fiscal disponible según el estado de la naturaleza que se termine dando.

El segundo gráfico complementa el fan chart reportando, para cada año del horizonte, la probabilidad de que la deuda/PIB supere cuatro umbrales de referencia: el nivel de arranque de 2025 (49,85 %), el umbral de alerta nuestro (51 %), el techo del COPLAFIP (57 %) y un umbral aún más elevado del 60 %. Los resultados muestran que bajo el escenario base con shocks estocásticos calibrados históricamente, la probabilidad de superar el nivel de 2025 desciende progresivamente desde 46 % en 2026 hasta 32 % en 2029, consistente con la trayectoria descendente proyectada por el gobierno. La probabilidad de alcanzar el umbral del COPLAFIP de 57 % se mantiene acotada en torno al 10 % hacia 2029, mientras que la de superar el 60 % no supera el 7 %. Estos resultados sugieren que bajo condiciones de volatilidad histórica normal, la deuda ecuatoriana tiene una trayectoria

sostenible con probabilidad elevada, aunque con cierta vulnerabilidad a ser revertida en malos escenarios. Esa vulnerabilidad es precisamente la que los escenarios determinísticos de stress buscan cuantificar.

7. Fortalezas y vulnerabilidades estructurales.

A diferencia de otras economías latinoamericanas con regímenes monetarios flexibles, Ecuador enfrenta restricciones adicionales derivadas de la dolarización oficial, lo que vuelve particularmente más costosos los procesos de ajuste frente a shocks externos y limita significativamente el margen de maniobra de política económica. El análisis realizado permite identificar un conjunto de fortalezas que contribuyen a sostener la capacidad de pago externa de Ecuador.

En primer lugar, la economía ha mostrado una notable recuperación luego de la pandemia, acompañada por una mejora significativa de la cuenta corriente y de la balanza comercial. Los superávits externos registrados durante los últimos años han permitido incrementar la disponibilidad de divisas y fortalecer la posición financiera del país.

Asimismo, el crecimiento sostenido de las remesas y la expansión de las exportaciones no petroleras constituyen señales favorables de diversificación en las fuentes de generación de dólares. Este aspecto resulta especialmente relevante en una economía dolarizada, donde la disponibilidad de divisas determina tanto la estabilidad macroeconómica como la capacidad de afrontar compromisos financieros externos.

La acumulación de reservas internacionales representa otra fortaleza importante. Al no contar con la posibilidad de emitir moneda propia, las reservas constituyen el principal mecanismo de protección frente a episodios de volatilidad financiera o restricciones de financiamiento internacional. Del mismo modo, la reducción observada en el riesgo país durante los últimos años refleja una mejora en la percepción de solvencia por parte de los mercados.

No obstante, persisten importantes vulnerabilidades estructurales. La principal es la elevada dependencia de la economía respecto del sector petrolero. A pesar de los avances en diversificación exportadora, una parte significativa de las exportaciones, de los ingresos fiscales y de la generación de divisas continúa vinculada al comportamiento de los precios internacionales del petróleo.

Por otra parte, la dolarización limita la capacidad de respuesta frente a shocks externos. La ausencia de política monetaria y cambiaria propia obliga a que los ajustes recaigan sobre la actividad económica, el empleo, los salarios y las cuentas fiscales, reduciendo el margen de maniobra de las autoridades económicas.

Finalmente, la persistencia de déficits fiscales y el historial de defaults continúan representando factores de vulnerabilidad. La necesidad recurrente de financiamiento externo expone al país a cambios en las condiciones internacionales de crédito y mantiene una sensibilidad elevada frente a episodios de incertidumbre financiera global.

8. Conclusión.

El análisis de la economía ecuatoriana entre 2008 y 2025 permite comprender las restricciones particulares que enfrenta una economía dolarizada al momento de sostener el crecimiento económico y garantizar la sostenibilidad de su deuda pública. A diferencia de otras economías emergentes, Ecuador carece de instrumentos monetarios y cambiarios propios para absorber shocks externos, por lo que su capacidad de ajuste depende fundamentalmente de la generación sostenida de divisas, la disciplina fiscal y el acceso al financiamiento internacional. Los resultados obtenidos muestran que los dos principales episodios de estrés financiero del período (el default soberano de 2008 y la reestructuración de deuda de 2020) respondieron a contextos diferentes, aunque en ambos casos quedaron expuestas vulnerabilidades estructurales persistentes que continúan condicionando la estabilidad macroeconómica del país.

Uno de los resultados más relevantes del trabajo es que el default de 2008 no generó una caída persistente del producto comparable a la observada en otros episodios históricos de incumplimiento soberano. Tanto la metodología de control sintético como la evolución posterior de las principales variables macroeconómicas sugieren que la economía ecuatoriana logró sostener una trayectoria relativamente favorable durante los años posteriores a la cesación de pagos. Sin embargo, interpretar este desempeño como evidencia de que el default fue un evento de bajo costo constituiría una conclusión errónea. La recuperación estuvo fuertemente condicionada por un contexto internacional extraordinariamente favorable, caracterizado por elevados precios del petróleo, abundante liquidez global y una fuerte demanda internacional por materias primas, factores externos que permitieron amortiguar gran parte de los efectos negativos que normalmente acompañan a un episodio de default soberano.

La evidencia analizada permite observar que los costos asociados a una cesación de pagos no necesariamente se manifiestan a través de una recesión profunda o de una caída permanente del nivel de actividad. En el caso ecuatoriano, los principales costos fueron de carácter financiero e institucional. El fuerte incremento del riesgo país posterior al default, la pérdida temporal de acceso a los mercados internacionales de crédito, el deterioro de la credibilidad soberana y el encarecimiento del financiamiento externo limitaron durante varios años la capacidad del Estado para obtener financiamiento en condiciones favorables. En este sentido, la experiencia ecuatoriana sugiere que el costo de un default puede persistir incluso cuando sus efectos reales inmediatos resultan relativamente moderados.

Por otra parte, el análisis de la evolución macroeconómica reciente muestra una mejora significativa en diversos indicadores relevantes para evaluar la sostenibilidad de deuda. La recuperación sostenida del PBI luego de la pandemia, la mejora observada en la cuenta corriente, los superávits comerciales acumulados en los últimos años, el crecimiento de las exportaciones no petroleras y el fuerte aumento de las remesas han permitido fortalecer la capacidad de generación de divisas. Asimismo, la acumulación de reservas internacionales constituye un factor especialmente relevante dentro de una economía dolarizada, ya que representa uno de los principales mecanismos disponibles para enfrentar episodios de estrés financiero y garantizar el cumplimiento de obligaciones externas.

Sin embargo, el trabajo también permite identificar vulnerabilidades estructurales que continúan limitando la sostenibilidad de largo plazo. La principal de ellas sigue siendo la elevada dependencia del petróleo como fuente central de exportaciones, ingresos fiscales y generación de dólares. A pesar del avance observado en la diversificación exportadora, una parte importante de la capacidad financiera del país continúa atada a la evolución

de variables externas que escapan al control de las autoridades económicas. A ello se suma la persistencia de déficits fiscales recurrentes, que obligan al sector público a depender sistemáticamente del endeudamiento externo como mecanismo de financiamiento, consolidando al Estado como el principal foco de vulnerabilidad macrofinanciera.

Los resultados obtenidos mediante el modelo de análisis de sostenibilidad de deuda (DSA) muestran que la trayectoria actual del endeudamiento ecuatoriano resulta compatible con un escenario de sostenibilidad moderada. Bajo el escenario base, el ratio deuda/P-BI mantiene una trayectoria descendente gradual durante los próximos años, mientras que el escenario optimista muestra una convergencia más acelerada. Incluso bajo escenarios de estrés, si bien la dinámica se vuelve menos favorable, no se observa una trayectoria explosiva inmediata, lo que refleja una mejora sustancial respecto de los períodos de mayor vulnerabilidad observados en el pasado.

En síntesis, la evidencia analizada permite sostener que Ecuador constituye un caso atípico dentro de la literatura sobre defaults soberanos. A diferencia de numerosos antecedentes históricos y de las predicciones tradicionales de la teoría económica, el default de 2008 no estuvo acompañado por una recesión prolongada, una caída persistente del producto ni un deterioro macroeconómico estructural significativo. Tanto la evolución posterior de las principales variables macroeconómicas como el análisis de control sintético sugieren que la economía logró mantener una trayectoria de crecimiento favorable durante los años posteriores al incumplimiento.

Si bien existieron ciertos costos financieros asociados al aumento transitorio del riesgo país y a restricciones temporales en el acceso al financiamiento externo, la evidencia sugiere que dichos efectos fueron considerablemente menores a los habitualmente asociados a episodios de cesación de pagos soberanos. En este sentido, la experiencia ecuatoriana desafía la visión tradicional según la cual un default constituye necesariamente un evento altamente costoso para una economía emergente.

El caso de Ecuador demuestra que, bajo determinadas condiciones externas favorables y en presencia de fuentes sostenidas de generación de divisas, un default soberano puede no traducirse en costos macroeconómicos severos ni en una pérdida persistente de capacidad de crecimiento. Más aún, su experiencia plantea la necesidad de repensar ciertos supuestos de la literatura tradicional sobre sostenibilidad de deuda y sobre las consecuencias económicas inevitables asociadas a episodios de incumplimiento soberano.

9. Anexo

9.1. Contról Sintético

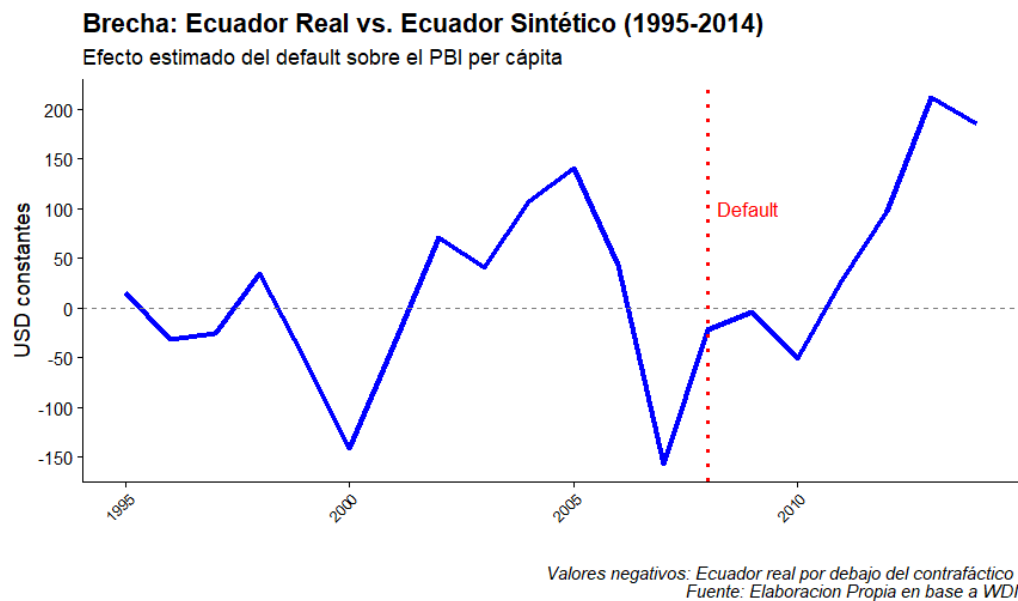


Figura 23: Brecha entre Ecuador Real y el Ecuador Sintético

Cuadro 3: Balance Pre-Tratamiento (1995–2007)

Variable	Ecuador Real	Ecuador Sintético	Media Pool
PBI per cápita 1995–1998 (USD)	4159.86	4161.47	4888.81
PBI per cápita 1999–2002 (USD)	4039.12	4079.04	5147.63
PBI per cápita 2003–2005 (USD)	4413.26	4317.26	5363.34
PBI per cápita 2006–2007 (USD)	4711.14	4767.93	5985.38
Inversión (% PBI)	15.03	18.60	19.21
Apertura comercial (% PBI)	43.30	30.88	50.10
Renta petrolera (% PBI)	10.51	3.63	1.06
Inflación (%)	25.46	10.10	9.12
Balanza comercial (% PBI)	1.14	-3.37	-3.87

Note:

Fuente: World Development Indicators (Banco Mundial). Elaboración propia.

Cuadro 4: Composición del Ecuador Sintético

	País	Peso
3	Colombia	0.765
1	Bolivia	0.162
10	Mexico	0.073

Note:

Países con peso = 0 omitidos. Suma de pesos = 1.

Cuadro 5: Efecto Estimado del Default (2008–2014)

Año	Ecuador Real	Ecuador Sintético	Brecha (USD)	Brecha (%)
2008	4939.9	4962.2	-22.2	-0.45
2009	4909.3	4912.8	-3.4	-0.07
2010	5022.2	5073.1	-50.9	-1.00
2011	5359.5	5332.5	26.9	0.51
2012	5579.9	5483.3	96.6	1.76
2013	5893.3	5682.1	211.2	3.72
2014	6055.0	5869.9	185.1	3.15

Note:

Brecha = Ecuador Real – Ecuador Sintético. PBI per cápita en USD constantes 2015.

Cuadro 6: Placebo Test — Ratio MSPE Post/Pre (p-value ≈ 0.857)

	#	País	MSPE Pre	MSPE Post	Ratio Post/Pre
Mexico	1	Mexico	135234.57	9139425.81	67.58
Panama	2	Panama	99561.91	5911221.04	59.37
El Salvador	3	El Salvador	375.25	14124.57	37.64
Colombia	4	Colombia	2666.76	87690.42	32.88
Peru	5	Peru	6497.14	160190.58	24.66
Guatemala	6	Guatemala	898.36	16473.31	18.34
Dominican Republic	7	Dominican Republic	5735.79	72221.04	12.59
Uruguay	8	Uruguay	3112635.27	33386131.84	10.73
Costa Rica	9	Costa Rica	30443.77	151241.34	4.97
Paraguay	10	Paraguay	47696.59	140148.30	2.94
Brazil	11	Brazil	19664.02	37111.41	1.89
Ecuador	12	★ Ecuador	7034.57	13147.50	1.87
Honduras	13	Honduras	168201.60	214120.28	1.27
Bolivia	14	Bolivia	27010.77	10290.08	0.38

Note:

P-value = rango de Ecuador / total países. H0: el default no tuvo efecto sobre el PBI per cápita.

10. Bibliografía:

Banco Central del Ecuador. (2025). Portal Estadístico BCE. Recuperado de <https://contenido.bce.fin.ec>

Feibelman, A. (2010). Ecuador’s sovereign default: A pyrrhic victory for odious debt? *University of Pennsylvania Journal of International Law*. SSRN 1560722.

Feibelman, A. (2017). *Ecuador’s 2008–09 debt restructuring: A special case?* Tulane Public Law Research Paper No. 17-5. SSRN 2960650.

Fondo Monetario Internacional. (2020). *Ecuador: Request for an Extended Arrangement Under the EFF* (Country Report No. 20/286). FMI.

Fondo Monetario Internacional. (2023). *Ecuador: Ex-Post Evaluation of Exceptional Access under the 2020 EFF*. FMI eLibrary.

Ministerio de Finanzas del Ecuador. (2025). Recuperado de <https://www.finanzas.gob.ec>

Banco Mundial. (2025). *World Development Indicators*. Base de datos en línea. Recuperado de <https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators>

Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL). (2025). *CEPALSTAT: Base de Datos y Publicaciones Estadísticas*. Recuperado de <https://statistics.cepal.org>

Investing.com. (2025). Recuperado de <https://www.investing.com>

Banco Mundial. (2025). Recuperado de <https://www.bancomundial.org>