



Valoración de proyectos en Ecuador: macroeconomía, riesgo soberano y el arte de fijar el costo de capital

Por Juan Carlos Alarcón

Profesor de Dirección Financiera del IDE Business School

La narrativa de crecimiento con prima que hoy sostiene el flujo de capital hacia mercados emergentes descansa sobre un delicado equilibrio entre expansión económica y percepción de riesgo. Si no hay rentabilidades que permitan tomar riesgos altos, no hay inversión. El *World Economic Outlook* de abril 2025 proyecta para nuestras economías un avance de 3,7 % en 2026, suficiente para atraer inversionistas que buscan retornos globales, pero también expone la fragilidad de los países donde el riesgo soberano aún pesa en exceso. Ecuador ejemplifica bien esa tensión: la

dolarización elimina la volatilidad cambiaria interna, pero la prima soberana se mantiene elevada debido a déficits fiscales crónicos y un historial institucional en transición permanente, desde y antes de la eliminación de volatilidad cambiaria por la dolarización.

La dinámica del producto interno —consumo, inversión, gasto público y exportaciones netas— explica por qué la inversión privada se ha vuelto la variable decisiva para el crecimiento futuro. Tras los apagones de 2024, la Asamblea aprobó una ley que autoriza a constructores levantar centrales de hasta



100 MW y a las industrias importar gas natural, creando un portafolio de proyectos renovables respaldado por contratos a veinte años. Sin embargo, cada megavatio que empuja ese *pipeline* entra en modelos financieros con un costo de capital inflado: Fitch mantiene a Ecuador en CCC+, y la tabla de Damodaran atribuye al país una prima soberana cercana a 800 puntos básicos sobre la tasa libre de riesgo. A pesar de la reciente baja del riesgo país, seguimos en uno de los peores escenarios a nivel regional en cuanto a riesgo soberano.

¿Por qué ese diferencial tan abultado? La teoría clásica sostiene que “a mayor riesgo sistemático, mayor retorno exigido”. Aparte de lo explicado arriba, Erb, Harvey y Viskanta demostraron hace casi tres décadas que los indicadores de riesgo político y financiero anticipan diferencias significativas en los rendimientos esperados de portafolios internacionales. La intuición se mantiene intacta, pero hoy sabemos que, además, la liquidez local amplifica —o modera— ese diferencial. Bekaert, Harvey y Lundblad, al estudiar la liberalización bursátil en 19 mercados emergentes, concluyeron que el *driver* de la rentabilidad esperada no es solo la apertura al capital extranjero, sino la **profundidad efectiva de cada mercado**. Ecuador todavía opera con volúmenes de negociación accionaria inferiores al 0,2 % del PIB;

hay una prima adicional: para compensar la iliquidez, el WACC requiere una sobreprima adicional que Damodaran etiqueta como “volatilidad relativa”.

Nuevos factores surgen en los mercados. Un estudio del FMI publicado en abril de 2025 revela que los países con peores métricas ESG pagan, en promedio, 60 pbs extra en sus *spreads* soberanos, aun controlando por deuda y PIB per cápita. Aunque Ecuador mejoró su gobernanza medioambiental tras el canje de deuda por conservación del Amazonas y Galápagos, su desempeño en indicadores de crimen y corrupción sigue lastrando su prima. Para analistas de proyectos de infraestructura, esto significa que un **pequeño pero sólido** avance institucional puede traducirse en varios puntos porcentuales menos en la tasa de descuento.

El mercado de bonos refleja un comportamiento similar. El paquete de reformas fiscales y la negociación para ampliar el programa con el FMI a 5 000 millones de dólares provocaron que el bono 2035 acumule un retorno de 41 % en lo que va de 2025, el *rally* más pronunciado desde la reestructuración de 2020. La compresión del *spread* —y la revalorización de los cupones— confirma que la curva riesgo-rentabilidad se inclina menos cuando los agentes confían en el ajuste fiscal.

El valor de un proyecto ecuatoriano no depende solo de sus flujos en dólares, sino de la velocidad con que el país reduzca su spread y amplíe la liquidez de sus activos

En marzo, el gobierno adjudicó (aunque luego no se cumplieron los plazos) el bloque petrolero Sacha a un consorcio Sinopec–New Stratus Energy por un pago inicial de 1500 millones y un compromiso de elevar la producción a 100 000 bpd en tres años. El contrato distribuía 82 % de los ingresos al Estado y trasladaba la carga exploratoria al privado, una fórmula diseñada para suavizar la prima exigida por el mercado. Un analista que valore el proyecto hoy integrará un WACC con prima soberana, multiplicador de volatilidad bursátil y un *haircut* de gobernanza sectorial.

Modelar esa realidad requiere herramientas más sofisticadas que el simple DCF. La ecuación de costo de capital ajustado para emergentes incorpora: tasa libre de riesgo en dólares, prima de mercado global, beta operativo, prima soberana y un *uplift* de liquidez. Erb, Harvey y Viskanta sugerían multiplicar el *spread* de deuda por la razón de volatilidad entre acciones y bonos. Damodaran popularizó la regla práctica de emplear 1,6 veces el *spread* para países con bolsas superficiales, ratio que se cumple casi quirúrgicamente en la bolsa de Quito. Un factor importante que debemos empezar a incorporar es la simulación Monte Carlo, la cual permite estresar ese WACC contra escenarios de precios de crudo, riesgos regulatorios y *shocks* climáticos —un punto crítico tras la sequía que vació las represas del país—, entregando una distribución de valor (y no un único VAN puntal) que los *private equity* exigen para aprobar inversiones. ¿Estamos aplicando esto en nuestras valoraciones?

Fuera de Ecuador, existen precedentes que avalan la utilidad de combinar disciplina macro y reformas sectoriales. Uruguay redujo su *spread* a 150 pbs y consiguió el grado de inversión de Moody's en 2024 tras establecer una regla fiscal anticíclica y reformar su sistema previsional, induciendo un círculo virtuoso de inversión y crecimiento. ¿Se puede hablar del seguro petrolero? Vietnam mostró un camino alternativo: profundizar la industrialización y atraer IED masiva; su recompensa fue el ascenso a BB+ por parte de Fitch en diciembre de 2023. ¿Puede Ecuador ser la Irlanda de América Latina? Ambos casos recuerdan que la prima soberana es maleable; cuando se comprime, la mayoría de los VAN se disparan aun sin mover una sola variable operativa, lo cual para el inversionista sofisticado es una gran oportunidad.

El valor de un proyecto ecuatoriano no depende solo de sus flujos en dólares, sino de la velocidad con que el país reduzca su *spread* y amplíe la liquidez de sus activos. Incorporar al modelo supuestos sobre avance regulatorio —por ejemplo, la creación de un mercado secundario de PPA o la inclusión de cláusulas ESG que mejoren el perfil de los bonos verdes— puede añadir de forma tangible, entre 100 y 200 pbs de reducción de tasa, cifra suficiente para inclinar la balanza en un comité de inversión global.

Bancos de desarrollo y fondos de infraestructura ya negocian paquetes híbridos que mezclan deuda concesional y garantías parciales. El gobierno ha anunciado que adoptará un sistema de presupuestación basado en resultados para



2026, alineado con las recomendaciones del FMI. Si la promesa se materializa y se refuerza con transparencia en la asignación de subsidios, el costo de capital promedio del país podría descender a un nivel competitivo frente a Colombia o Perú en un horizonte de tres a cinco años.

Valorar proyectos en Ecuador exige un enfoque multicapa: examinar la matriz del PIB para proyectar

demanda y precio, internalizar la prima soberana con todas sus facetas —política, financiera, ESG y de liquidez— y reconocer que cada reforma institucional altera la curva de riesgo-retorno. Quien domine esa lectura, ingrese primero al mercado y combine rigor técnico con sensibilidad a la coyuntura convertirá la volatilidad emergente en la fuente principal de su rentabilidad.

EL AUTOR

Juan Carlos Alarcón Galarza es Ph.D. (c) en Economía y Empresa por la Universidad de Navarra (España), máster en Economía y Finanzas, y economista por la misma Universidad de Navarra. Estudió Gestión de Activos en Wharton School (Universidad de Pensilvania) e Inversiones Alternativas en Harvard Business School. Fue viceministro de Economía y Finanzas de Ecuador y ha trabajado en el Banco Interamericano de Desarrollo y el BID Invest en Washington D.C. Ha sido miembro de varios Directorios en Ecuador. Actualmente es CEO de Consulting Gruval Limited y profesor de Dirección Financiera en IDE Business School.