

Ecuador
 Décimo Tercer Seguimiento

Primera Titularización de Flujos AZENDE

Calificación

Serie	Calificación Anterior	Calificación Actual	Último cambio
A	B+	AAA	octubre-2015

Descripción de la calificación:

“Corresponde al patrimonio autónomo que tiene capacidad de generar los flujos de fondos esperados o proyectados, y de responder por las obligaciones establecidas en los contratos de la emisión.”

El signo incorporado en la calificación indica una posición relativa dentro de la categoría asignada y no una tendencia.

Principales participantes:

- *Originador y Agente de Recaudo:* Corporación Azende Cía. Ltda.
- *Fiduciaria:* HOLDUNTRUST Administradora de Fondos y Fideicomisos
- *Estructurador Financiero:* Analytica Securities C.A. Casa de Valores
- *Estructurador Legal:* Profilegal Compañía Limitada
- *Punto de Equilibrio:* Un valor

Contactos:

Carlos Ordóñez, CFA
 (5932) 226 9767 ext. 105
cordonez@bwratings.com

MBA Guissela Salgado
 (5932) 226 9767 ext. 106
gsalgado@bwratings.com

Fundamento de la calificación

El Comité de Calificación decidió subir la calificación de la Serie A del Fideicomiso Primera Titularización de Flujos Azende, de “B+” a “AAA”, fundamentado en lo siguiente:

- La resolución de la Asamblea General de Inversionistas del presente Fideicomiso, que en sesión de 22 de septiembre de 2015 dispone el pago anticipado de las obligaciones producto de la titularización a favor de los inversionistas, y su posterior liquidación.
- El informe de Holduntrust Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A. que señala que el 22 de octubre de 2015, todos los inversionistas del fideicomiso han aprobado la propuesta de pago anticipado.
- La disponibilidad de recursos en la cuenta corriente, caja, e inversiones disponibles a agosto-2015, que permiten cubrir el valor adeudado a los inversionistas incluyendo intereses hasta la fecha de vencimiento, al margen de los flujos a recibir hasta su liquidación.
- El reporte de octubre 29 de 2015 de Holduntrust sobre el pago anticipado del 56.5% del capital e intereses del Fideicomiso, correspondiente a ocho de los once inversionistas.
- La confirmación de la disponibilidad de fondos por USD 247.4M a octubre 29 de 2015 de la Fiduciaria, para pagar el remanente del capital adeudado e intereses a sus inversionistas. Dichos fondos se encuentran invertidos en Produbanco, institución calificada por BWR en AAA-, y cuyo riesgo de corto plazo es consistente con la calificación asignada a la presente estructura.

Cobertura total de la deuda con la liquidez: En agosto-2015 los recursos líquidos del Fideicomiso podrían utilizarse para pagar a los inversionistas, cubriendo capital e intereses hasta el vencimiento de la serie A calificada. Estos recursos reciben los flujos comprometidos hasta la liquidación del Fideicomiso, y se usan en pagar la deuda total de ocho inversionistas. A fines de octubre las inversiones de corto plazo se han precancelado, por lo que se dispone en efectivo de los recursos requeridos para pagar a los inversionistas restantes del sector público, que efectúan trámites internos con los respectivos Comités de Inversión, previo a la ejecución de la precancelación aceptada previamente.

Capacidad de pago independizada del Originador: Sin bien el Originador es el generador y recaudador de los flujos titularizados, el riesgo de crédito de la titularización se vincula actualmente a los recursos líquidos que mantiene el Fideicomiso, independizándolo del riesgo de Corporación Azende, que es consistente con una calificación de “B+”.

Estructura Legal adecuada: Contamos con una opinión legal positiva de nuestros abogados en cuanto a la legalidad y forma de transferencia de los derechos de cobro titularizados.

Contrapartes de transacción evaluadas positivamente: Se han evaluado de forma satisfactoria las principales contrapartes de la transacción.

Calificación Local: La calificación emitida es una calificación en escala local, la cual indica el riesgo de crédito relativo dentro del mercado ecuatoriano y por lo tanto no incorpora el riesgo de convertibilidad y transferencia. La calificación sí incorpora los riesgos del entorno macroeconómico y de la industria, que podrían afectar positiva o negativamente el riesgo de crédito de la transacción.

Fecha Comité: 30 de octubre de 2015
Estados Financieros: 31 de agosto de 2015

Presentación de Cuentas

El presente análisis se fundamenta principalmente en los siguientes documentos e información:

- Estados financieros al 31 de diciembre de 2014 del **Fideicomiso Primera Titularización de Flujos -Azende** auditados por Moore Stephens, con opinión limpia sobre la razonable presentación bajo normas NIIF. En párrafo de énfasis señala que estos estados financieros auditados no incluyen el estado de resultados integrales, y se deben incorporar a los estados financieros consolidados del Constituyente del Fideicomiso.
- Estados financieros no auditados a agosto-2015 del **Fideicomiso Primera Titularización de Flujos -Azende**, elaborados bajo normas NIIF.
- Información complementaria del **Fideicomiso Primera Titularización de Flujos - Azende** a agosto-2015, sobre el activo subyacente, flujos de efectivo y demás datos considerados relevantes para el análisis de la capacidad de pago de la clase emitida en circulación.
- Informe de rendición de cuentas al Originador de **Holduntrust Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A.**, al 31 de agosto de 2015.

Análisis de la Titularización

Evolución de la Emisión

La Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros autoriza el proceso de emisión de la Primera Titularización de Flujos - Azende el 18 de enero de 2011. El 1 de febrero de 2011, la Bolsa de Valores aprueba la inscripción de la oferta pública de la emisión del Fideicomiso Primera Titularización de Flujos Futuros Azende, hasta por USD 6MM.

La colocación de los títulos inició el 8 de febrero de 2011, por lo que esa fecha se convirtió en la de emisión de las dos series. El proceso de colocación de los títulos concluyó en el mismo mes.

Hasta agosto-2015 Corporación Azende ha pagado en tiempo y forma dieciocho dividendos de la serie A, y mantiene por vencer dos dividendos trimestrales. La serie B se pagó en su totalidad en febrero-2014, de conformidad con la tabla de amortización.

Cobertura de la emisión con Fondos Disponibles e Inversiones

El Fideicomiso tiene efectivo y equivalentes en efectivo por USD 441.8M al 31 de agosto de 2015, de los cuales USD 208.6M están disponibles en caja, USD 232.7M se ha depositado en una cuenta corriente de Produbanco, distribuida en recaudación

de clientes por USD 222.7M y fondo rotativo por USD 10M. En adición mantiene un depósito de USD 432 en el Banco Central del Ecuador.

Por otra parte tiene una inversión de renta fija de corto plazo, consistente en un certificado de depósito por USD 31.3M de Banco Internacional, como provisión de los valores semanales para el pago del siguiente dividendo. Adicionalmente, mantiene un certificado de depósito por USD 208.5M en el Banco Solidario, destinado al Depósito de Garantía de la titularización, con vencimiento en noviembre-2015.

La escritura establece que el Fideicomiso debe mantener un Depósito de Garantía, que ascendía a USD 351M hasta noviembre-2014, y luego se reduce periódicamente hasta equivaler al 100% del próximo dividendo a cancelar. De no liquidar el Fideicomiso antes del vencimiento del próximo dividendo se restituirá USD 4.3M del Depósito de Garantía al Originador, ajustando su saldo a USD 204.2M, equivalente al siguiente dividendo pendiente de pago; mientras el prepago de ambos dividendos permitirá liquidar el Fideicomiso.

Considerando la resolución de precancelar y liquidar el Fideicomiso, antes del vencimiento final en febrero de 2016, el Depósito de Garantía se ha cobrado antes de su vencimiento, y en octubre 29 de 2015 la Fiduciaria dispone del efectivo para viabilizar el pago anticipado del Fideicomiso Primera Titularización de Flujos-Azende.

La sumatoria de la liquidez existente en agosto-2015 (USD 473.1M) permitiría pagar el próximo dividendo trimestral de USD 208.5M en noviembre-2015, así como el dividendo de USD 204.2M que vencería en febrero-2016, al margen que estas disponibilidades se siguen incrementando con las provisiones semanales hasta la presente fecha.

Los valores registrados como recursos líquidos (93%) e inversiones (7%) a agosto-2015, cubren 1.15 veces los dos dividendos trimestrales próximos de la serie "A", es decir 100% de la deuda total más los intereses a devengar hasta la fecha de su vencimiento contractual. La fluctuación en la cobertura de liquidez se vincula a la acumulación de efectivo y pago de dividendos, por la reducción del saldo insoluto de la serie A de la primera titularización de flujos y cancelación de la serie B.

Adicionalmente se indica que de acuerdo a la Fiduciaria hasta el 29 de octubre de este año se habría ya efectuado el pago anticipado del 56.5% del capital e intereses del Fideicomiso, correspondiente a ocho de los once inversionistas. A la misma fecha el Fideicomiso dispondría de recursos líquidos por USD 247.4M, monto suficiente

para pagar el remanente del capital adeudado e intereses a los inversionistas faltantes. Dichos fondos se encuentran invertidos en Produbanco, institución calificada por BWR en AAA-, y cuyo riesgo de corto plazo es consistente con la calificación asignada a la presente estructura.

ANÁLISIS DE ACTIVO SUBYACENTE

La primera fuente de pago de las obligaciones asumidas por el Fideicomiso con los inversionistas, es los flujos recaudados por el derecho de cobro futuro que se genere por las ventas de los productos en las rutas de los cantones de Cuenca y Azogues, excluidos lubricantes. No obstante, a la fecha de corte el pago se encuentra garantizado por la disponibilidad de recursos líquidos.

Evolución de los Flujos

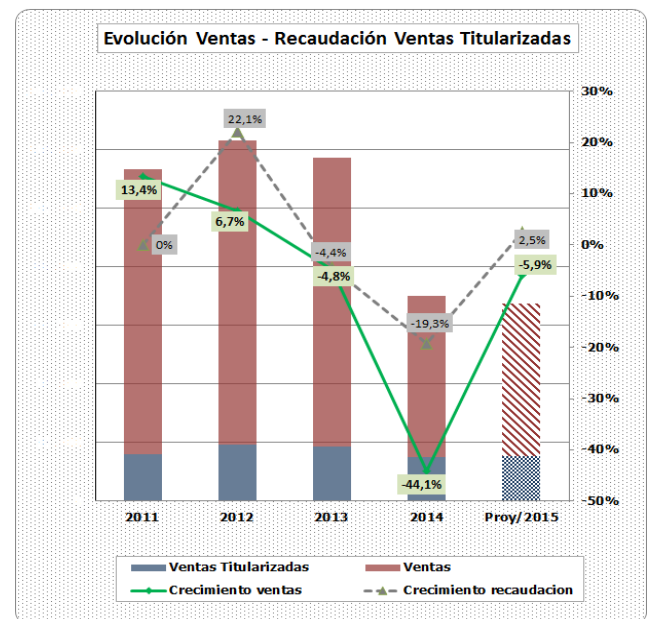
Corporación Azende participa en el mercado como empresa industrial que produce bebidas alcohólicas y no alcohólicas, y dispone de una cadena de distribución que permite la comercialización de productos de consumo masivo, a través de su subsidiaria Dacorclay. Ofrece productos de alta aceptación en el mercado, pero sus ventas se contraen desde 2013, por la terminación anticipada de la distribución de bebidas Gatorade, y pérdida de la distribución exclusiva de los lubricantes Shell y Pennzoil, líneas que tenían un peso significativo en la canasta de productos que la empresa distribuía.

La red de distribución tiene amplia cobertura, con 70.000 puntos de venta en Ecuador y dos empresas relacionadas en el exterior. La distribución se reparte en 300 rutas categorizadas como macrorutas, según el sector geográfico y el tipo de producto, y un canal independiente para la distribución a locales propios o relacionados. Los productos distribuidos por Azende son de consumo masivo, con fecha de caducidad, y requerimiento de distribución y comercialización intensiva.

Dacorclay, subsidiaria de Azende, se convierte en el principal distribuidor del grupo desde 2012. Azende factura a Dacorclay el inventario, y este lo distribuye a distintos puntos de venta. Para zonas específicas, Azende mantiene contratos con subdistribuidores, por medio de una figura similar al de una franquicia. En diciembre-2013, Azende separó las funciones de la gestión del negocio, respecto de Dacorclay Cía. Ltda.

Las ventas históricamente han sido volátiles, debido al ingreso y salida de clientes importantes a los que Azende ofrece la distribución de productos, fusiones empresariales y modificaciones en su logística de distribución. De 2009 a 2012 influyen las fusiones de Jucremo, Destilería Zhumir y Plasan, entre otros cambios empresariales.

Las ventas individuales de Azende desaceleran su crecimiento el 2012, por la reducción en precios de venta, debido al margen de distribución otorgado a Dacorclay, cuando asumió la distribución de sus líneas de consumo. En adición las ventas de las líneas de producción de Azende (principalmente licores), se contraen por las reformas tributarias que afectan a ese sector. Esto se cubre a través del crecimiento de las líneas de bebidas no alcohólicas, combustibles, e incorporación de nuevas líneas de consumo masivo (Nestea y Redbull), aunque con una reducción del margen bruto.



Nota 1: Por fusión Jucremo - Destilería Zhumir, desde 2010 el ICE no forma parte de las ventas ni del costo de ventas.

Nota 2: Desde 2012 las ventas de Azende y Dacorclay se consolidan.

Fuente: Estados financieros consolidados Azende y Dacorclay de 2014 no auditados, y proyecciones sensibilizadas por BWR para el 2015

Elaboración: Bankwatch Ratings

El 2013 las ventas consolidadas se reducen 4.8%, por la menor demanda de bebidas alcohólicas en los primeros meses del año, y por la suspensión de la distribución de la línea de bebidas Gatorade desde octubre-2013. Además Azende tuvo problemas de abastecimiento en lubricantes, y en diciembre-2013 se define el cambio de distribuidor de la línea Shell. Primax concede la subdistribución para el Austro de los lubricantes, con lo cual Azende retiene el 15% de la facturación anual que representaba esa línea en el 2013, frente a su expectativa de retener un 35%.

Azende recibió flujos de caja importantes el 2013 y 2014, que le permitieron compensar la cancelación anticipada del contrato de distribución de la línea de Gatorade. Su estimación inicial de contraer las ventas consolidadas en 16.9% para 2014, incluyendo la comercialización de nuevas líneas de negocio a inicios de año, resultó ser optimista, porque afrontó una contracción real en ventas de 44.1% anual.

Para 2015, Azende estima que las ventas decrezcan 5.9% anual. Azende espera crecer en las líneas de bebidas no alcohólicas, sin mejoras significativas en otras líneas que comercializa, ni la integración de nuevas líneas de negocio. En tres líneas de negocio se estima que decrecerá USD 2.073M, por la terminación del contrato de distribución.

El impacto en el flujo que ingresa al Fideicomiso por la recaudación del derecho de cobro titularizado ha sido históricamente menor del que Azende afronta, por la contracción de sus ventas totales por los eventos referidos en el presente análisis. En el Fideicomiso afecta la suspensión de la línea de Gatorade (octubre-2013 a agosto-2015), pero la recaudación del derecho de cobro titularizado no incluye el impacto en las ventas de la línea de lubricantes.

Análisis del derecho de cobro titularizado

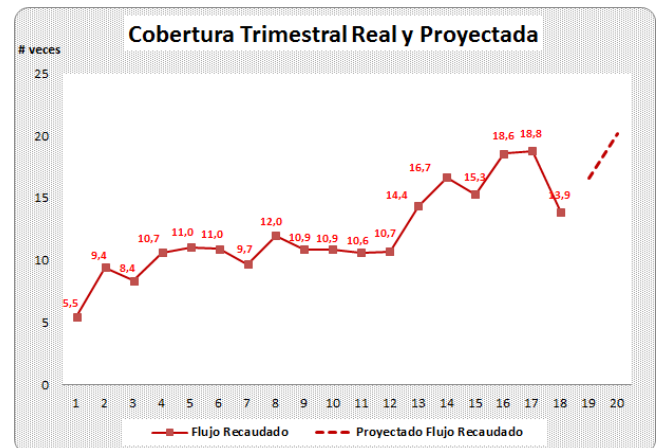
El derecho de cobro titularizado se genera cada vez que el Originador realiza una venta de productos de consumo a compradores de las rutas de distribución dentro de los cantones Cuenca y Azogues, excepto las ventas de lubricantes y grasas, y las que Azende realiza a través de sus propios locales.

Las rutas de Cuenca y Azogues son tradicionales para Azende (más de 20 años de atención en ambos casos), y se consideran parte del negocio central. El primer mecanismo de garantía constituye un exceso del flujo recaudado, por la venta de productos de consumo en la macrorruta Cuenca-Consumo y Azogues-Consumo, que tiene 31 rutas de distribución y da acceso a más de 8.000 clientes entre mayoristas y minoristas.

Dacorclay, de propiedad mayoritaria de Azende, está a cargo de la distribución en todas las rutas, excepto en la provincia del Cañar. Esa ruta es atendida por un codistribuidor desde 2003, y mantiene garantías reales que cubren su riesgo de crédito.

El comportamiento de las ventas en las rutas titularizadas es mejor que el usado como escenario base en la calificación inicial. Por otra parte, el servicio de la deuda disminuye, dada la cancelación total de la serie B y la amortización del 90% del saldo de la serie A hasta agosto-2015, lo que compensa esta situación.

Evolución de la cobertura



La entrega de los flujos provenientes del cobro del derecho de cobro titularizado al Fideicomiso, ha estado siempre en función de la voluntad del Originador, respecto a honrar sus obligaciones.

La relación entre el flujo recibido por el Fideicomiso y los dividendos pagados durante los 54 meses transcurridos desde la fecha de emisión, refleja la suficiencia de las ventas de consumo de Azende en las rutas titularizadas, para atender el compromiso asumido. La cobertura tuvo niveles holgados, mayores que las del escenario base utilizado en la calificación inicial.

La cobertura promedio del flujo recibido del Fideicomiso en los últimos 12 meses es de 16.7 veces. Cabe anotar que la línea Gatorade dentro de las rutas de Cuenca y Azogues, tuvo una participación más reducida que la existente a nivel nacional, por lo cual el efecto de su salida en el derecho de cobro titularizado ha sido menor.

A partir del décimo tercer trimestre la cobertura se incrementa en forma importante, a pesar de la contracción en las ventas. Esto se da porque el requerimiento trimestral de flujo para el pago a los inversionistas se reduce, luego de cancelar la serie B en febrero-2014.

El Fideicomiso cuenta además con una garantía subsidiaria otorgada por Azende, que podrá ejecutarse en caso que la Fiduciaria observe que el monto provisionado es inferior al 100% de la suma correspondiente al próximo dividendo trimestral, transcurrido el día 65, contado desde el inicio de un período trimestral determinado.

Evolución de Gastos del Fideicomiso

El Fideicomiso cuenta con un Fondo Rotativo de USD 10M, que sirve para pagar los gastos mensuales que se requieren. Dicho fondo es repuesto con cargo a los flujos que ingresan en la titularización. Si estos

no fueran suficientes, el Originador está obligado a reponerlo cuando la Fiduciaria lo solicite mediante carta. Los gastos mensuales del Fideicomiso no son materiales, frente al tamaño de la emisión y a los flujos que ingresan al mismo mensualmente.

Descripción de la Emisión y Estructura

CARACTERÍSTICAS TÍTULOS	
	Serie A
Monto autorizado	USD 4.000M
Monto emitido (USD)	USD 4.000M
Saldo Insoluto (USD)	USD 400M
Plazo total	1.800 días
Fecha Emisión	08-feb-2011
Fecha Vencimiento	08-feb-2016
Amortización Capital	Trimestral
Pago Interés	Trimestral
Tasa de interés	8,50%
Base cálculo interés	360 días
Resolución SIC No.	SC. IMV.2011.104
Fecha resolución SIC	10 de enero de 2011

El cuadro detalla las características de la serie A que está vigente, emitida en el Fideicomiso Primera Titularización de Flujos de Azende. BWR cuenta con una opinión legal favorable respecto a la validez legal y vigencia del patrimonio autónomo.

La estructura financiera del Fideicomiso otorga a los inversionistas de la Primera titularización de flujos de Corporación Azende, prelación sobre el derecho de cobro titularizado frente a los demás acreedores del Originador. Esta prelación se hace efectiva a través del agente de recaudo de la titularización, que es el propio Originador, por lo que su cumplimiento se ha encontrado vinculado directamente con el riesgo de crédito de la Empresa. Esto se modifica en la presente calificación, cuando el riesgo se vincula a la disponibilidad de recursos existentes en el Fideicomiso para el pago anticipado.

Azende es además garante subsidiario de la titularización, por lo que si en algún momento el

Fideicomiso no contara con los flujos suficientes para el pago de los pasivos con inversionistas, el Originador se compromete a transferir al Fideicomiso los recursos necesarios para este fin. Todos los valores emitidos en el mercado de valores en circulación, representan 3.11% de los pasivos y contingentes consolidados del Originador en agosto-2015.

En el informe de la calificación inicial y en el primer seguimiento de calificación, disponibles en www.bankwatchratings.com, se puede encontrar un resumen con las principales características de la presente estructura.

Posicionamiento de los valores en el mercado, presencia bursátil, liquidez de los valores

Corporación Azende incursiona en el mercado de valores local desde 2009. La Institución ha cumplido en tiempo y forma con los pagos de todas sus obligaciones en el mercado de valores. Además de la presente titularización, la Empresa mantiene la siguiente emisión vigente:

Emisión de Obligaciones			
Título Valor	Calificación	Calificadora	Fecha Calificación
Segunda Emisión (USD 5MM)	B+	Pacific Credit Rating	29-may-15

BWR no es responsable por las opiniones de otras calificadoras. La emisión ha sido colocada en su totalidad en el mercado primario, en los sectores privado e institucional, tanto en plazos cortos como medianos, y su cumplimiento se ha dado en tiempo y forma.

El mercado ecuatoriano aún no ha alcanzado la dinámica que amerite y que permita un análisis específico del posicionamiento del valor en el mercado, ni de su presencia bursátil; en todo caso, es la calificación de riesgo la que influye en la liquidez del papel en el mercado y no al contrario.

Ecuador

Entorno Económico y Riesgo Sistémico

Sector Real

USD Millones	2012	2013	2014
PIB Corriente en millones	87,623	94,473	100,543
PIB Constante en millones	64,106	67,081	69,632
Tasa de crecimiento anual			
PIB Corriente	10.53%	7.82%	6.43%
PIB Constante	5.22%	4.64%	3.80%

Comercio Exterior

USD Millones (FOB)	Ene/Jun 2014	Ene/Jun 2015
Exportaciones	13,427	9,826
Petroleras	7,241	3,824
No Petroleras	6,186	6,001
Importaciones	12,743	11,043
Balanza Comercial	684	(1,217)

Reserva y Deuda

USD Millones	2013	2014	2015 II *
RILD	4,361	3,949	4,739
Deuda Pública Interna	9,927	12,558	12,304
Deuda Pública Externa	12,920	17,582	20,038
Deuda Privada Externa	5,859	6,545	7,046
Deuda pública	22,847	30,140	32,342
Deuda pública como % PIB	24.18%	29.98%	0.00%

* Dato acumulado del año

Indicadores Monetarios

USD Millones	2013	2014	2015 I *
Inversión Extranjera Directa	732	766	171
Remesas	2,450	2,462	530

* Dato acumulado del año

Inflación

IPC	2013	2014	2015 I *	2015 II *
Tasa de Inflación Mensual	0.20%	0.11%	0.41%	0.41%
Tasa de Inflación Anual	2.70%	3.67%	3.76%	4.87%
Tasa de Inflación Acumulada	2.70%	3.67%	1.63%	3.08%

Mercado Laboral

	2013	2014	jun-15
Desempleo	4.86%	4.54%	5.60%
Subempleo	43.18%	43.78%	39.30%
Ocupados Plenos	51.67%	51.40%	55.10%

Fuente: BCE, Análisis Semanal

Elaboración: BWR

Contactos:

Patricia Pinto
(5932) 292 2426 ext.103
ppinto@bwratings.com

Sebastián Baus
(5932) 292 2426 ext.104
sbaus@bwratings.com

La economía ecuatoriana se caracteriza por tener una estructura concentrada en ingresos y poca flexibilidad de fondeo. La dependencia en pocos productos para el desarrollo de la economía y la falta de un fondo de estabilización para épocas de crisis, generan mayor incertidumbre en cuanto a la liquidez de la economía, la cual influye directamente en el desarrollo del sistema financiero, de la industria, y del comercio en general. Por otra parte, el bajo incentivo a la inversión extranjera directa (IED) y la estructura concentrada de la balanza comercial, representan un problema para un país dolarizado, limitando el crecimiento de la oferta monetaria y por ende de la economía.

La vulnerabilidad de la economía ecuatoriana se evidencia en el año 2015 que ha transcurrido y terminará con un entorno operativo económico de liquidez contraída y de alta incertidumbre económica, política y social, lo cual seguramente se extenderá al menos a la primera mitad del 2016, dependiendo del comportamiento del precio del petróleo y de la dirección de las decisiones del gobierno principalmente en cuanto a temas estructurales relacionados al gasto corriente, al comercio exterior, a las políticas que afecten a la industria local y a las inversiones en general. Mientras que la economía ecuatoriana mostró tasas de crecimiento importantes, aunque decrecientes, en los últimos 4 años (entre 7.87% y 3.80%) para el 2015 se espera que el PIB no crezca o inclusive que disminuya. Todavía no se ha expuesto cifras oficiales actualizadas ni proyecciones concretas de otras fuentes al respecto.

La pérdida de ingresos por la caída del precio del petróleo (55% entre junio-2014 y junio 2015), el cual sigue a la baja (USD45/b a septiembre 2015), no permitirá sostener el importante gasto corriente por parte del gobierno, lo cual ha sido el motor del crecimiento económico de los últimos años. Asimismo, será inevitable limitar los proyectos de inversión. Creemos que esta pérdida de ingresos y la menor actividad del Gobierno no podrán ser compensadas con inversión privada local y/o extranjera que promueva la producción y/o el comercio, ya que el discurso político, el endurecimiento desmedido de las leyes tributarias y la volatilidad del entorno legal no han propiciado ni propician un ambiente adecuado para el efecto. Por otro lado, la percepción actual en cuanto al Ecuador como riesgo de crédito también limita las alternativas de fondeo a través de nuevos créditos. Por último, los problemas económicos actuales de China (mayor prestamista del país en los últimos periodos) generan incertidumbre en cuanto a los compromisos financieros adquiridos con el Ecuador. De honrarse dichos compromisos, la brecha financiera del 2015 estaría cubierta pero se trasladarían los problemas para los siguientes años.

Frente a las crecientes necesidades de financiamiento el gobierno ha anunciado recortes de gastos lo cual no se evidencia de acuerdo a las cifras del primer semestre del año que muestran que el rol de pagos ha crecido de manera considerable (9.1% en un año). El déficit de las operaciones del Gobierno Central fue menor de lo que se esperaba gracias a mayores recaudaciones por la amnistía tributaria, la nueva reforma tributaria y los gravámenes a las importaciones. Se estima que la inversión pública sí se ha reducido pero en niveles menores al estimado por el Gobierno.

La industria ecuatoriana ha tenido y tendrá que enfrentar adicionalmente factores externos, como es la apreciación del dólar frente a las monedas de los países con los que comerciamos, lo cual reduce nuestra competitividad tanto en el mercado local como en el exterior. A esta pérdida de competitividad contribuye adicionalmente, el alto costo de producir en el Ecuador, afectado especialmente por los salarios. Por otro lado, los precios de los productos locales se incrementaron ya que la creciente demanda de la época de bonanza no estuvo acompañada con aumentos de productividad. Según Análisis Semanal del 8 de septiembre de 2015, "...A julio de 2015, en términos reales de capacidad de compra, Ecuador se ha vuelto en promedio un 9.4% más costoso en relación a los 22 países con quienes tiene mayor comercio".

Las exportaciones no petroleras también mantienen la tendencia a decrecer durante el 2015.

Para controlar la demanda de los productos importados el Gobierno implementó cupos, y un sistema de salvaguardia de balanza de pagos (marzo-2015) para encarecer dichos productos (del 5% al 45% a casi 3000 productos o 32% de los productos que importa el país). La salvaguardia, contemplada por la OMC y aceptada por el período de 15 meses, se aplicará a todos los productos que no se consideren indispensables es decir a casi todos los productos de consumo, a las materias primas y productos no terminados especialmente aquellos que compitan con los nacionales y a los bienes de capital cuya importación pueda ser pospuesta por un año. Según las normas internacionales de comercio las salvaguardias podrían extenderse y prorrogarse, por lo que legalmente podrían estar vigentes hasta por 10 años.

Durante el 2015 se observa un decrecimiento en las importaciones de bienes de consumo, de insumos y de bienes de capital. Habría que analizar puntualmente el impacto que estas medidas hayan tendido y tengan en cada industria y en cada empresa. Se conoce que las salvaguardias generaron incomodidad dentro de las negociaciones para el tratado de libre comercio con la Unión Europea, aunque en septiembre la Comisión Parlamentaria Europea resolvió favorablemente la adhesión de Ecuador al acuerdo comercial multipartes con la UE, Colombia y Perú, por lo cual se espera que el proceso siga adelante. Hasta el momento Colombia y Perú no se han pronunciado. Preocupa el poco interés de las autoridades para negociar con mercados como el de USA, que capta algo más que el 42% de nuestras exportaciones. En este punto el acceso a mercados internacionales es crítico para el desenvolvimiento del país.

No se espera que el precio del petróleo suba ni que el dólar se debilite en el mediano plazo, por lo que el equilibrio de las finanzas públicas y del comercio exterior seguirán siendo retos para el gobierno. Estos retos tendrían que enfrentarse con cambios estructurales, que difícilmente el gobierno estaría dispuesto a asumir. Dentro de este entorno operativo complicado, el desafío para la industria nacional es recuperar su competitividad. El ambiente operativo ecuatoriano se ha visto perturbado adicionalmente por el comportamiento del Cotopaxi y la expectativa de la Corriente de El Niño; el desenvolvimiento de estos fenómenos naturales es impredecible en tiempo e intensidad pero tendrán sus efectos en la economía ecuatoriana.

Marco Regulatorio y Riesgo Sistémico

Luego de un año de la aprobación del **Código Monetario Financiero**, se mantiene la expectativa en cuanto a modificaciones importantes que a mediano plazo deben concretarse en la estructura del sistema financiero ecuatoriano. En septiembre 2015 venció el plazo para que las entidades financieras que mantienen acciones en otras entidades financieras, como consecuencia de convenios de asociación, enajenen las acciones; hasta el momento no se ha producido ningún cambio en este sentido. En marzo 2016 vencería el plazo para la sustitución de certificados de autorización para las entidades del sistema financiero. Esto implica que diez Sociedades Financieras deban fusionarse, convertirse en banco o liquidarse; adicionalmente esta norma implica que los bancos tengan que ajustar su capital social a un mínimo de USD 11MM. La SB en acuerdo con la JPRMF podrá ampliar el plazo hasta por 18 meses por una sola vez, por razones debidamente justificadas. Creemos que la mayoría de entidades solicitará la prórroga de plazo y que a mediano plazo observaremos un sistema financiero con menor número de instituciones.

En general, una de las grandes preocupaciones que genera el Código es la **ambigüedad** de su redacción ya que no define con claridad el alcance de varios artículos. Inquietan las **amplias atribuciones** otorgadas a la Junta y la **discrecionalidad** con la que ésta puede regular, factores que limitan nuestra capacidad para determinar al momento, el impacto del Código en el sistema financiero. Los efectos que se observen en el comportamiento del sistema financiero dependerán en gran medida del enfoque de las decisiones de regulación, las mismas



que pueden darse en función de objetivos técnicos o bajo una visión política. Por otra parte, es incierto si el enfoque de control de la Junta será **vía punitiva o vía incentivos**.

A partir del segundo trimestre de 2015, el sistema financiero muestra una importante contracción de los depósitos, principal fuente de fondeo del sistema. Esto se debe en parte a la percepción de riesgo entre el público que en algunos casos prefiere mantener su dinero fuera del sistema financiero ecuatoriano y/o bajo su propio control; pero adicionalmente la reducción de los depósitos obedece a la contracción de la masa monetaria que se va ajustando a las nuevas condiciones del entorno macroeconómico descritas anteriormente. La reducción de los depósitos ha obligado a las instituciones financieras a desacelerar e incluso a disminuir las colocaciones en cartera privilegiando su posición de liquidez aun cuando los indicadores de rentabilidad se aprieten por menores volúmenes de crédito. Esta tendencia se mantendrá a mediano plazo. Adicionalmente, la rentabilidad se podría ver afectada por presiones en el margen financiero que provendrían del incremento en la tasa pasiva para competir por las captaciones del público.

La compleja situación del entorno macroeconómico podría afectar negativamente la calidad de la cartera de las instituciones financieras las mismas que al mismo tiempo, por la compresión de su rentabilidad tendrían menor capacidad para establecer provisiones y fortalecer su patrimonio.

La intención del Gobierno de participar en las decisiones del sistema financiero y en aquellas que deberían ser particulares de cada institución, se evidencia en las nuevas resoluciones emitidas por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera. Entre otros, los principales temas abordados en dichas resoluciones son: direccionamiento de crédito, programa de inversión de excedentes de liquidez, gestión del dinero electrónico, segmentación de la cartera de crédito. En general las nuevas normas limitan la capacidad de gestión técnica y estratégica particular de las instituciones del Sistema Financiero, lo cual aumenta su riesgo de liquidez, su riesgo de crédito, su capacidad de generación y por lo tanto su capacidad de fortalecerse patrimonialmente. Por otro lado, los frecuentes cambios en la normativa generan incertidumbre y desmotivan las estrategias y propuestas de crecimiento del negocio en el largo plazo.

Los efectos negativos del entorno operativo afectarán de manera distinta a cada una de las instituciones financieras dependiendo principalmente de la flexibilidad de su estructura de costos y de sus fortalezas patrimoniales. Consideramos que las instituciones con economías de escala eficientes y aquellas con patrimonios libres adecuados podrán afrontar de mejor manera esta coyuntura.

Una de las mayores amenazas de la industria sería una mayor contracción de depósitos, la cual podría verse mitigada por la atribución que tiene la JPRMF de ejercer mayor control al flujo de capitales frente a un desequilibrio mayor de la balanza de pagos.

Para mayor información sobre el entorno económico o de los diferentes sub-sistemas financieros por favor referirse a nuestra página web, www.bankwatchratings.com en la sección “Reportes Especiales”.



La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso escrito de BANKWATCH RATINGS. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS se basa en información que recibe de los emisores y de otras fuentes que BANKWATCH RATINGS considera confiables. BANKWATCH RATINGS lleva a cabo una investigación razonable de la información recibida sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida en que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión determinada. La forma en que BANKWATCH RATINGS lleve a cabo la investigación y el análisis de la información disponible varía dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y del emisor, al igual que los requisitos que se soliciten. Las prácticas en que se ofrece y se coloca la emisión, la naturaleza y calidad de la información pública relevante, los informes de auditoría, los acuerdos de procedimientos con terceros, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros no son responsabilidad de BWR. En última instancia, el emisor es el responsable de la exactitud de la información que proporciona a BANKWATCH RATINGS y al mercado en los documentos de oferta pública y otros informes. Al emitir sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS confía en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones por naturaleza son prospectivas, por lo que incorporan hipótesis y supuestos sobre acontecimientos futuros, que por su naturaleza no se pueden comprobar cómo hechos. Como resultado, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o confirmó una calificación.

Los informes contienen información presentada por el cliente y analizada por BANKWATCH RATINGS, sobre la cual la calificadora emite opiniones sin ninguna garantía de ningún tipo. Una calificación de BANKWATCH RATINGS es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión o emisor. Esta opinión se fundamenta en criterios establecidos y metodologías que BANKWATCH RATINGS evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de BANKWATCH RATINGS, y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados al riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. BANKWATCH RATINGS no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de BANKWATCH RATINGS son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de BANKWATCH RATINGS estuvieron involucrados en el proceso, pero no son individualmente responsables por las opiniones vertidas en él. Los nombres de los analistas se incluyen en el informe solamente como contactos, en caso de ser requeridos. Un informe con una calificación de BANKWATCH RATINGS no es un prospecto de emisión, ni un sustituto de la información requerida para el proceso de emisión. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón, a sola discreción de BANKWATCH RATINGS. BANKWATCH RATINGS no proporciona asesoramiento de inversión. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ninguna referencia en cuanto al precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal en relación a los títulos. La asignación, publicación o difusión de una calificación de BANKWATCH RATINGS no constituye el consentimiento de BANKWATCH RATINGS para usar su nombre sin su autorización. Todos los derechos reservados. ©® BankWatch Ratings 2015.