


**VALORES VTC-PRIMERA-  
AZENDE**

Primer Seguimiento

**PRIMERA TITULARIZACIÓN  
DE FLUJOS-AZENDE**
**Calificación**

Serie	Calif. Anterior	Calif. Actual	Ultimo Cambio
A	AA+	AA+	--
B	AA+	AA+	--

**Características de la Emisión**

CARACTERÍSTICAS TÍTULOS		
	Serie A	Serie B
Monto autorizado	USD 4 MM	USD 2 MM
Monto emitido (USD)	USD 4 MM	USD 2 MM
Saldo Insoluto (USD)	USD 4 MM	USD 2 MM
Plazo total	1800 días	1080 días
Fecha Emisión	08-feb-2011	08-feb-2011
Fecha Vencimiento	08-feb-2016	08-feb-2014
Amortización Capital	Trimestral	Trimestral
Pago Interés	Trimestral	Trimestral
Tasa de interés	8.50%	7.75%
Base cálculo interés	360 días	360 días

**Contrapartes Relevantes**
**Originador:** Corporación Azende Cia. Ltda.

**Fiduciaria:** Unifida S.A.

**Estructurador Financiero:** Analytica Securities C.A.

**Estructurador Legal:** Profilegal Cía. Ltda.

**Contactos**

 Carlos Ordóñez, CFA  
 carlosordonez@bankwatchratings.com

(593)-2-254-8393 (593)-2-222-323

 Lorena Oliva  
 l.oliva@bankwatchratings.com

(593)-2-254-8393 (593)-2-222-323

**FECHA COMITE: Mayo 13, 2011**
**FECHA INFORMACIÓN: Febrero, 2011**
**RAZONAMIENTO DE LA  
CALIFICACIÓN**

El comité de calificación de BankWatch Ratings ha decidido mantener la calificación de las **Serie A y B** que emitió el Fideicomiso Mercantil Irrevocable “Primera Titularización de Flujos – Azende”, en “AA+” que de acuerdo con la Ley de Mercado de Valores, “**corresponde al patrimonio autónomo que tiene muy buena capacidad de generar los flujos de fondos esperados o proyectados y de responder por las obligaciones establecidas en los contratos de emisión.**”

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.

En vista de que la generación de los flujos del fideicomiso para el pago a los inversionistas depende del Originador y su comportamiento, esta calificación se fundamenta en el análisis realizado por Bankwatch Ratings a Corporación Azende en relación a su capacidad de pago y desempeño como negocio en marcha, así como en la estabilidad y cobertura de las series a emitirse con los flujos a los que tendrá derecho el Fideicomiso.

El Comité de Calificación le otorgó a la titularización una calificación igual a la calificación de riesgo de crédito de largo plazo del Originador, la cual se ubica en AA+.

Si bien la estructura planteada otorga a los inversionistas de esta titularización prelación sobre el derecho de cobro titularizado frente a los demás acreedores del Originador, la calificación considera el hecho de que el mecanismo de recaudación de los flujos mitiga pero no elimina totalmente el riesgo de desvío de flujos, dado que el agente de recaudo es el propio Originador.

Se realizó el análisis de la cobertura de los dividendos trimestrales a pagarse con los flujos que

Las calificaciones de riesgo que realiza BankWatch-Ratings se fundamentan en la información que obtiene de los emisores y sus estados financieros auditados. En el caso de Grupos Financieros, el análisis se realiza sobre los estados financieros consolidados de la institución y sus subsidiarias. Contribuyen al proceso, la información pública disponible, información obtenida en las reuniones y conversaciones sostenidas con los ejecutivos de la institución, así como de otras fuentes que BankWatch-Ratings considera que son confiables. BankWatch-Ratings no audita ni verifica la información proporcionada. Las calificaciones de riesgo pueden modificarse, o dejarse sin efecto, como resultado de ausencia de información, cambios en la situación de la entidad u otros motivos. La calificación de riesgo no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener algún tipo de valores. Las Calificaciones de riesgo no constituyen un comentario respecto de la suficiencia del precio de mercado, la conveniencia para un inversionista en particular o la naturaleza de una posible exención tributaria, o de imposiciones tributarias que afecten al instrumento calificado. La información de este reporte es propiedad de BankWatch Ratings y podrá ser reproducida únicamente con indicación de la fuente.



ingresen al Fideicomiso, concluyendo que la cobertura existente es holgada.

Hemos recibido una opinión legal favorable respecto a la validez legal y vigencia del patrimonio autónomo.

### **PRESENTACIÓN DE CUENTAS**

Para la realización del presente reporte se analizó la siguiente documentación:

- Estados financieros del Fideicomiso a diciembre-2010, auditados por la empresa Audicomex Cía. Ltda., quien otorgó una opinión favorable sin salvedades sobre la razonabilidad de su presentación con base en las normas NIIF.
- Estados financieros no auditados del Fideicomiso a febrero-2011, e información adicional solicitada con este corte, principalmente en relación al activo titularizado y a las contrapartes relevantes.
- Estados financieros de Corporación Azende a diciembre-2010, auditados por la empresa PKF & Co., quien otorgó una opinión favorable sin salvedades sobre la razonabilidad de su presentación con base en las normas NIIF.
- Estados financieros no auditados de la Empresa a febrero-2011, junto con la demás información solicitada con el mismo corte en relación a la situación financiera del Originador.

### **CORPORACIÓN AZENDE (Originador)**

La metodología de calificación de titularizaciones de flujos futuros requiere de un análisis profundo de la continuidad del Originador como negocio en marcha, puesto que los flujos futuros que pagarán las obligaciones del Fideicomiso dependen del mismo. Partiendo de ese análisis se realiza una valoración del riesgo de la Titularización, considerando además la fortaleza que le brinda la estructura frente a las obligaciones generales del Originador.

La calificación de continuidad del negocio considera el posicionamiento de las marcas que posee Corporación Azende, con énfasis en su línea Zhumir. El posicionamiento del producto en el mercado aporta para que en un escenario de estrés elevado, el valor de la empresa como negocio en marcha supere al valor de realización de sus activos fijos, generando incentivos para que los acreedores reestructuren la deuda aún luego de incumplir en algunas de sus obligaciones financieras.

La calificación de la titularización está limitada a la misma calificación de riesgo de largo plazo del Originador, por el mecanismo de recolección de los

flujos titularizados, que si bien mitiga en parte el riesgo de desvío de flujos no lo elimina. Por ese motivo, la calificación de esta estructura coincide con la calificación de riesgo de largo plazo del Corporación Azende, como emisor, la cual en el seguimiento realizado en mayo-2011 se incrementó de AA a AA+.

La calificación incorpora la alta capacidad de la empresa para generar flujos y retornos, con productos y servicios bien posicionados e importantes barreras de entrada.

La empresa está administrada por profesionales con experiencia y conocimiento del mercado. Los accionistas participan de la dirección y mantienen políticas consistentes con la realidad de la empresa y la experiencia de 45 años de trayectoria.

Corporación Azende se encuentra bien posicionada en las dos líneas principales de negocio que maneja, por una parte la producción de bebidas alcohólicas y no alcohólicas, cuya participación de mercado ha crecido significativamente en los últimos años. Por otro lado, la capacidad desarrollada como una eficiente cadena de distribución de productos de consumo masivo, que es considerada como su principal fortaleza.

El reciente reemplazo del total de la deuda financiera por deuda de largo plazo en mercado de valores ha mejorado la posición de liquidez de la Corporación cubriendo la totalidad de la deuda de corto plazo con los flujos generados.

Se considera que la empresa está en capacidad de continuar generando al menos el nivel de flujos actuales, los cuales cubren de manera holgada el endeudamiento registrado. La empresa mantiene actualmente una adecuada estructura de apalancamiento que le permite continuar creciendo y respalda los potenciales riesgos del negocio.

Se espera que tanto la liquidez como el endeudamiento mantengan su tendencia holgada y positiva ya que no se prevé endeudamiento adicional a mediano plazo. Tanto el capital de trabajo como las inversiones en CAPEX estarán cubiertos con el flujo propio de la empresa.

Uno de los principales riesgos observados es la concentración en dos proveedores de productos importados. Dado el actual esquema de dolarización que mantiene el país y frente a un eventual cambio de moneda podría existir un riesgo de tipo de cambio, en el caso de la desdolarización de la economía, para lo cual la concentración de proveedores externos es un factor desfavorable.

El riesgo de concentración y los riesgos propios de la industria, especialmente en relación a intervenciones del Gobierno para limitar importaciones, se mitigan por la alta flexibilidad



del negocio y de la cadena de distribución que ha demostrado puede reemplazar los productos distribuidos con relativa facilidad. Además, los altos márgenes que maneja actualmente el negocio podrían soportar eventuales cambios en los costos de los productos importados en relación al riesgo de tipo de cambio.

Corporación Azende es la empresa resultante de la fusión de dos empresas de un mismo grupo familiar, Destilería Zhumir y Distribuidora de Productos Jucremo. Destilería Zhumir se fundó en el año 1966 en la ciudad de Cuenca, la cual comenzó produciendo licor destilado de caña de forma artesanal. La aceptación del producto permitió que la empresa crezca hasta convertirse en la actualidad en una compañía con procesos totalmente industrializados y líder del mercado en el segmento de licores del mismo tipo, con una participación de mercado de 44%.

La compañía Distribuidora de Productos JUCREMO JCC Cía. Ltda., (JUCREMO) se constituyó en Cuenca en 1999. Inició como un distribuidor de los productos Zhumir, sin embargo el rápido crecimiento y conocimiento del mercado le permitió ganar un prestigio nacional con su cadena de distribución y así empresas nacionales y extranjeras optaron por distribuir sus productos a través de JUCREMO, en muchos casos con contratos de exclusividad.

A partir de la aprobación de la fusión por absorción de las dos compañías en diciembre 2009 y con el cambio de nombre aprobado en abril 2010, la nueva compañía Corporación Azende funciona como una empresa industrial pero con un importante componente comercial que continúa manejando la distribución de varios productos de consumo masivo.

## **EVOLUCIÓN DE LA TITULARIZACIÓN**

### **Títulos Emitidos**

El 8 de febrero de 2011 se inició la colocación de las series calificadas, por lo que esta fecha se convierte en su fecha de emisión. De acuerdo a la tabla de amortización de los valores, el primer dividendo de capital e interés se pagará en mayo-2011.

### **Fondos Disponibles e Inversiones**

A la fecha de corte, el Fideicomiso mantiene fondos disponibles e inversiones con plazo de 60 días por USD 269M y USD 499M, respectivamente.

La mayor parte de estos recursos se encuentra destinada al Depósito de Garantía (USD 351M), y a la provisión mensual para el pago del próximo

dividendo trimestral de las dos series emitidas (USD 163M).

## **ANÁLISIS DE ACTIVO SUBYACENTE**

La primera fuente de pago de las obligaciones asumidas por el Fideicomiso con los inversionistas son los flujos recaudados por el derecho de cobro futuro que se genere por las ventas futuras de productos (excluidos lubricantes) en las rutas del Cantón Cuenca y Azogues.

Los flujos titularizados empezaron a ingresar al Fideicomiso desde mediados de diciembre-2010, mes en el que la Fiduciaria apertura la cuenta respectiva en Produbanco. El monto recaudado de las rutas seleccionadas en febrero-2011 fue de USD 1.1MM, monto dentro de lo esperado.

Cabe indicar que, por problemas iniciales de coordinación entre el Originador y la Fiduciaria, flujo que ha ingresando al fideicomiso es inferior a la totalidad de los flujos recaudados (en febrero-2011 USD 788M, frente a una recaudación de USD 1.1MM.) No obstante, este inconveniente se encuentra identificado actualmente, por lo cual la regularización se reflejará a partir de mayo de este año. No se advierte ningún efecto negativo en la capacidad de pago de la titularización por este incidente, dadas las correcciones realizadas por las partes correspondientes.

El análisis de cobertura de la presente titularización se centra principalmente en las ventas históricas de Corporación Azende (AZ), y en su capacidad de generar en el futuro suficientes flujos para el pago de los valores que emitirá la presente titularización.

De acuerdo a la Fiduciaria y el Originador, se ha completado la notificación a los clientes de las rutas titularizadas para que, de realizar el pago en cheque, lo giren a nombre del Fideicomiso.

### **Evolución de las Ventas**

Corporación Azende (AZ) se dedica a la distribución de productos tanto propios como de terceros. Su capacidad instalada le permite tener cobertura a nivel nacional de alrededor de 65,000 puntos de venta, a los que realiza visitas de una a dos veces por semana.

La distribución se encuentra repartida en más de 200 rutas a nivel nacional, categorizadas dentro de 19 macrorutas, según el sector geográfico y el tipo de producto (consumo o lubricantes). Adicionalmente, utilizan un canal independiente para la distribución a locales propios o relacionados.

La principal línea propia de AZ es Zhumir, que compete dentro del sector de bebidas alcohólicas, y representa aproximadamente el 32% de las ventas



totales de la empresa. De acuerdo a AZ, la marca tendría una participación de 23% dentro del segmento de bebidas alcohólicas, y de 47% si se consideran solamente los licores de caña con precios económicos. A esta se suma la producción de Vivant, línea que compite dentro del segmento de bebidas no alcohólicas, y que representa alrededor de 9% de las ventas de AZ.

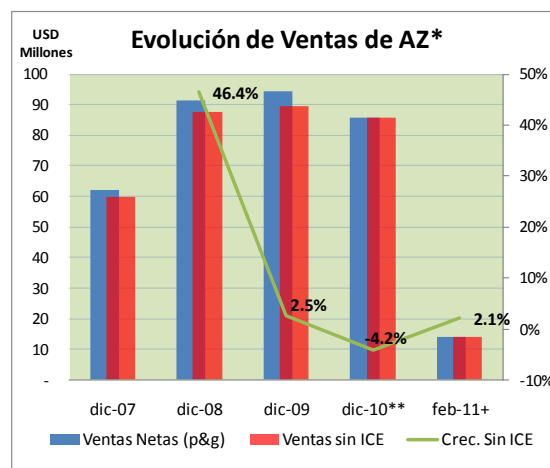
Con respecto a la distribución de productos de terceros, la empresa ha decidido enfocarse en contratos de distribución que le otorguen un margen de ventas atractivo y exclusividad a nivel nacional. De estos, el más importante es Gatorade, que representa un poco más del 30% de las ventas de AZ, producto que distribuye desde el año 2001 y que se respalda en un contrato con vencimiento en el año 2016.

Adicionalmente, la Empresa maneja la distribución a nivel nacional de los lubricantes Shell, con camiones y rutas propias de ese mercado. Esta línea representa en promedio un 18% de las ventas totales de AZ.

Como se puede observar, existe concentración de las ventas de AZ en pocos productos de terceros. No obstante, este riesgo se encuentra mitigado por el tiempo de relación con los clientes más importantes, la existencia de contratos formales de distribución de mediano y largo plazo; la importancia de los productos propios en el total de ventas de AZ; y la capacidad de la Empresa de conseguir otros productos para distribuir, dada las fortalezas en cuanto a cobertura geográfica, eficiencia y generación de información estadística útil para la gestión comercial de sus clientes.

Uno de los efectos contables de la fusión de Destilería Zhumir y Jucremo en diciembre-09, consiste en que tanto el costo de ventas como las ventas de AZ dejan de incluir el impuesto a los Consumos Especiales (ICE), para ser registrados en una cuenta por pagar al Servicio de Rentas Internas. Por este motivo el crecimiento de las ventas brutas de ICE refleja mejor la tendencia de de las ventas de la Corporación.

En el gráfico siguiente se puede apreciar el crecimiento histórico de las ventas (brutas de ICE) de AZ. Cabe indicar que el crecimiento atípico existente en el año 2008 se debió principalmente a la incorporación de la distribución de la línea Shell.



\* Ventas brutas de ICE, sin IVA. Las ventas de los años 2007 a 2009 corresponden a las realizadas por la compañía Jucremo

\*\* A partir de la fusión de Jucremo y Destilería Zhumir, el Impuesto a los Consumos Especiales (ICE) no forma parte de las ventas ni del costo de ventas.

+ Crecimiento respecto a febrero-2010

Fuente: Corporación Azende y Unifida

Elaboración: Bankwatch Ratings

Las ventas (brutas de ICE) de AZ crecen modestamente en el 2009, mientras que en el 2010 se reducen en 4.2% respecto al mismo período del año anterior. La contracción de las ventas se explica por la cancelación de la distribución de varios productos de menor importancia, que no manejaban contratos de exclusividad y/o cuya rentabilidad no era atractiva para AZ. Para el 2011 la empresa espera conseguir un crecimiento de alrededor de 7%, lo que parecería alcanzable. Si bien en los primeros dos meses de este año se aprecia un crecimiento lento respecto al mismo período del año anterior esto responde a un tema coyuntural. Como hecho subsecuente se indica que hasta marzo-2011 la empresa ha logrado igualar su presupuesto.

Con respecto a la cobranza, la política de AZ establece plazos de pago que van entre 7 y 28 días, dependiendo principalmente del volumen de ventas y tipo de local. La morosidad es muy baja puesto que las ventas se encuentran repartidas en gran cantidad de clientes y a que los productos distribuidos tienen una alta rotación.

#### Gastos Proyectados del Fideicomiso

El nivel proyectado de gastos del Fideicomiso es inferior a los USD 10,000 mensuales, valor no material en relación con la emisión y el volumen proyectado de recaudación de los flujos generados por el derecho de cobro titularizado.

#### Análisis del Derecho de Cobro Titularizado

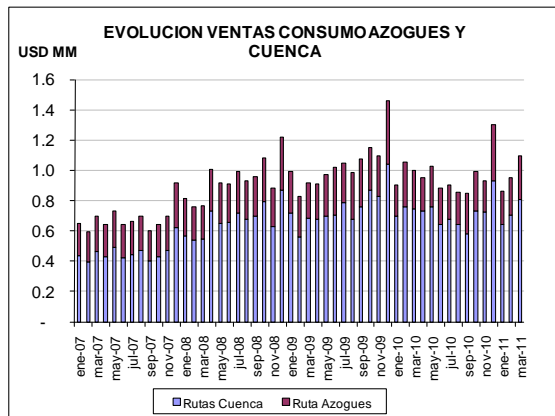
El derecho de cobro titularizado se genera cada vez que el Originador realiza una operación de venta de

productos de consumo (excluidos lubricantes) a compradores de las rutas de distribución establecidas dentro de los cantones Cuenca y Azogues. Estos sectores geográficos son tradicionales para AZ (más de 20 años de atención en ambos casos) y se consideran parte del negocio central de la Empresa. En conjunto, las ventas a estas dos zonas representan aproximadamente el 18% de las ventas totales de la empresa.

La macrorruta Cuenca incluye aproximadamente 30 rutas dentro del Cantón Cuenca, para distribuir a más de 8000 clientes entre mayoristas y minoristas, repartidos en 35 parroquias.

Por su parte, el Cantón Azogues es atendido a través de un codistribuidor, quien compra la mercadería a AZ y se encarga de la entrega y cobranza del producto vendido. No obstante, la fuerza de ventas de esta zona pertenece a AZ. La Empresa trabaja con este codistribuidor desde el año 2003 y mantiene garantías reales que cubren la mayor parte de su riesgo de crédito. Se considera que aún si esta relación comercial finalizara, AZ estaría en capacidad de continuar con la distribución a este cantón.

A continuación se puede observar la evolución de las ventas a través de las rutas del cantón Cuenca y Azogues (excluido lubricantes y brutas de ICE).



Nota: Ventas son brutas de ICE y no incluyen ventas de lubricantes ni ventas que realiza la AZ a través de sus propios locales.

Fuente: Corporación Azende

Elaboración: Bankwatch Ratings

Las ventas de consumo a estos dos cantones tienen un comportamiento similar al de las ventas totales, aunque con menor volatilidad. En el 2008 estas ventas se incrementaron en 37.75% debido tanto a un mayor volumen de ventas como a incrementos en el precio de la línea Zhumir. En el 2009 las mismas logran crecer en 10.8%, porcentaje mayor al crecimiento de las ventas totales en el mismo período. Por último, en el año 2010 se aprecia una caída de 6.5% en las ventas brutas de ICE, lo que responde al enfoque en contratos de distribución con exclusividad a nivel nacional. En los

siguientes años, se esperaría que la participación de estas rutas en las ventas totales de AZ se mantenga al menos en niveles similares.

### Cobertura Projectada de los Flujos Futuros

Para el cálculo de la cobertura trimestral que brindarían los flujos titularizados frente a los dividendos que deberá pagar el Fideicomiso, se optó por utilizar un escenario conservador, en el cual AZ vendería anualmente un valor similar al del año 2010, a lo largo de la vida del Fideicomiso. Adicionalmente se ha considerado una morosidad de 1% del derecho de cobro.

Con este supuesto, y considerando la estacionalidad propia de sus ventas, la cobertura trimestral promedio sería de 9.1 y 6.4 veces para la serie A y B, respectivamente, lo cual se considera holgado. La cobertura se incrementa considerablemente luego del vencimiento total de la serie B en el trimestre 12.

Por otro lado, es importante indicar que aproximadamente el 50% de los flujos son recaudados por el Originador en efectivo, mientras que el 50% restante es pagado en cheque y será girado por los compradores a nombre del Fideicomiso. En el primer caso existe un riesgo de desvío de flujos antes de su ingreso al Fideicomiso, mientras que en el caso de los cheques, este riesgo estaría mitigado.

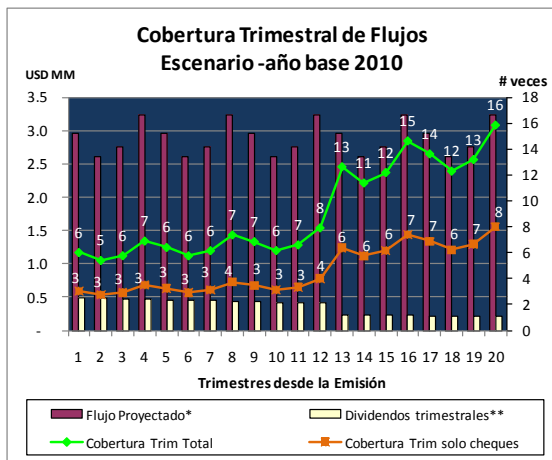
Para poder reconocer la prelación de los flujos que tiene el Fideicomiso consideramos necesario evaluar la cobertura que tendría la emisión solamente con la recaudación en cheques. A pesar de que, de acuerdo al Originador, el codistribuidor de Azogues realiza la totalidad del pago en cheque a nombre del Fideicomiso, se utiliza el mismo supuesto de recaudación en cheque que en las demás rutas del Originador (50.6%), considerando un escenario en que AZ se dedique en el futuro a la distribución directa en esta ruta.

Bajo las consideraciones antes indicadas, y utilizando un escenario de ventas similares a las del 2010 durante todo el plazo de la emisión, la cobertura trimestral promedio de las series A y B sería de 4.6 y 3.3 veces, respectivamente.

ANÁLISIS DE COBERTURA TRIMESTRAL*		
	Serie A	Serie B
Plazo	51 meses	36 meses
Cobertura mínima	2.7	2.7
Cobertura máxima	8.0	4.0
Cobertura Promedio	4.6	3.3

\* Incluye únicamente flujos a ser cobrados en cheque (50.6% del flujo total)

A continuación se puede visualizar la evolución de la cobertura trimestral bajo los supuestos explicados:



\* Considera el flujo proyectado generado por ventas de rutas de los cantones Cuenca y Azogues, tomando un escenario de 0% de crecimiento en ventas respecto a 2010 en todos los períodos futuros. Se supone que el 50.6% de los pagos son en cheque.  
 \*\* Supone la colocación total del monto autorizado de las series A y B.

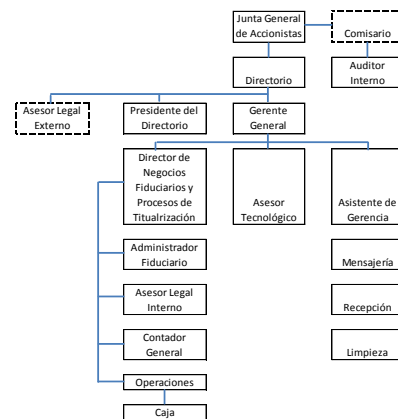
Otro cálculo a mirar dentro de la metodología de la calificadora es la relación existente entre el menor flujo histórico anual analizado (año 2007) y el flujo anual más alto a pagar de las dos series en conjunto (primer año desde emisión). Ajustando el flujo por el efecto del ICE y considerando solamente la recepción en cheques, este cálculo arrojaría una cobertura anual de 2.13 veces.

Posteriormente se analizó un último escenario de estrés, considerando que parte de las ventas se encuentran concentradas en pocos productos de terceros. Suponiendo una caída de 40.1% en ventas, y únicamente considerando el flujo recaudado en cheque, el Fideicomiso aún podría cumplir con sus obligaciones, mostrando una cobertura mínima trimestral de 1.6 veces.

Por último, en el informe de estructuración financiera se indica la metodología y el resultado del cálculo del índice de desviación de los flujos proyectados, el cual se encuentra cubierto ampliamente por el exceso de flujos, de acuerdo a la norma legal vigente.

▪ **Unifida S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos (Agente de Manejo)**

Unifida S.A, La Administradora de Fondos y Fideicomisos, actuará como Agente de Manejo de la presente titularización.



Esta institución se constituyó mediante escritura pública otorgada ante el Notario Trigésimo Cuarto del Cantón Quito, el 17 de junio de 2008, y luego fue reformada en julio de 2008.

Si bien la Fiduciaria tiene pocos años en el mercado, los principales funcionarios de la institución tienen capacitación técnica y experiencia en el sistema financiero y otros sectores económicos. El gerente general tiene experiencia laboral en una empresa con canales de distribución importantes a nivel nacional.

Actualmente la Fiduciaria se encuentra administrando dos procesos de titularización, uno de los cuales es de flujos futuros.

Unifida S.A. administra la información fiduciaria en el sistema especializado Gestor Inc., con sus respectivos niveles de acceso y seguridad a los diferentes módulos del sistema. La información importante es respaldada a diario en medios ópticos y cintas magnéticas, y semanalmente son almacenadas en el casillero de seguridad de un Banco local.

En nuestro criterio, Unifida S.A. posee la capacidad técnica y administrativa necesaria para actuar como Fiduciaria del presente proceso de titularización.

▪ **ESTRUCTURA DE LA TITULARIZACIÓN**

Hemos recibido una opinión legal favorable respecto a la validez legal y vigencia del patrimonio autónomo.

En el informe de calificación inicial disponible en [www.bankwatchratings.com](http://www.bankwatchratings.com) se puede encontrar un resumen de la presente estructura.

## Ecuador

## Entorno Macroeconómico

Las perspectivas de corto plazo siguen siendo positivas y se esperaría estabilidad en el entorno macroeconómico. A mediano plazo surgen preocupaciones más bien en relación a temas ideológicos y políticos que pudieran desestabilizar la economía.

Al respecto vale la pena mencionar la reciente aparición de la Unidad de Intercambio Solidario (UDIS) como instrumento financiero en algunas comunidades del sur del País. Es incierto el propósito del Gobierno al avalar una moneda sin respaldo que supuestamente tiene el mismo valor que el USD. Unos días después de su aparición, la Superintendencia de Compañías prohibió el uso de otras monedas que no sea el USD.

## COMPORTAMIENTO HISTÓRICO

	2006	2007	2008	2009	2010
PIB (USDMill 2000)	21,962	22,410	24,032	24,119	24,983
Inc. PIB (Mill.2000)%	4.75	2.04	7.24	0.36	3.60
Inc. oferta y demanda global%		3.90	8.10	(3.60)	7.40
Inflación Anual%	2.87	3.32	8.83	4.31	3.33
Deuda del Gobierno/PIB%	32.30	30.20	25.20	19.20	15.30
Cuenta Corriente /PIB%	3.90	3.60	2.00	(0.60)	prov3.71
Presupuesto General Estado/PIB	(0.20)	(0.10)	(1.10)	(4.80)	1.50
Precio Petróleo/barril USD (ref)	65.40	72.70	97.70	64.00	84.50

El 4to trimestre del 2010 mostró un crecimiento anual del PIB muy importante del 7%. Se expanden todas las actividades sin excepción. El crecimiento del PIB en el año 2010 terminó en 3.60%, cercano a las estimaciones del Gobierno. Solamente la agricultura y la ganadería cerraron el 2010 con pequeños decrecimientos. La refinación de petróleo cayó de manera importante por el cierre de la refinería de Esmeraldas. Debe destacarse el crecimiento del PIB en las siguientes actividades económicas especialmente en relación al 2009:

Sectores	2009	2010
Intermediación Financiera	1.70%	17.30%
Industria Manufacturera	-1.50%	6.70%
Comercio	-2.30%	6.30%
Construcción	5.40%	6.70%

Si al PIB añadimos el comportamiento del comercio exterior, vemos que el crecimiento económico del País, es decir de su oferta y demanda global fue del 7.4% en el 2010, mientras que en el 2009, se reduce en 3.6%. Debemos destacar el extraordinario crecimiento de las importaciones y el modesto aumento de las exportaciones:

Comercio Exterior	2009	2010
Importaciones	-11.60%	16.30%
Exportaciones	-5.90%	2.30%

El consumo de los hogares se ha recuperado a partir del segundo trimestre del 2010 y es lo que fomenta el gran incremento de las importaciones. El consumo de los hogares en el 2010, crece en 7.7%, más que en el 2008 (6.9%). En parte, este comportamiento compensa el decrecimiento en el 2009, cuando los hogares consumieron un 0.7% menos que el año anterior.

Durante el 2010 se observa que la formación de capital fijo se eleva en 10.2% cuando en el 2009 se contrae en 4.3%. La expansión del 2010 no iguala la tasa del 2008 que fue del

16.1%, y se fundamenta en el enorme crecimiento de la inversión pública.

## PERSPECTIVAS 2011

Proyecciones de Crecimiento	BCE	*FITC	CEPAL	OTROS
2011	>5.06%	2.80%	3.50%	3.60%

\*Estimaciones FITC realizadas en Nov-2010

INFLACIÓN ANUAL	marzo de 2011
IPC	3.57%

Para el 2011, el gobierno prevé una expansión del sector no petrolero en 5.6% y del petrolero en 1.6%, lo que se resume en un incremento del PIB total de 5.06%. Esta proyección se fundamenta en la inversión pública (empresas mineras principalmente) y en el gasto corriente del gobierno, lo cual alimenta el consumo de los hogares.

Dado que la expansión esperada no provendría del incremento de la producción privada, podría generarse un proceso inflacionario como resultado de la insuficiencia de importaciones, limitadas por la imposición de restricciones, y de la mayor demanda de servicios.

Lamentablemente, el entorno para la inversión privada es aún incierto y desfavorable, lo que impide aprovechar localmente el incremento de la demanda y la disponibilidad de crédito.

Preocupa principalmente la dirección que tomarán las decisiones de los juzgados en cuanto a las demandas por las prácticas de tercerización laboral, lo cual constituye una amenaza para el sector real de la economía.

Constituye también un límite para las inversiones la situación diplomática con nuestro mayor socio comercial y una amenaza para nuestras exportaciones la culminación de la firma del TLC entre USA y Colombia.

De lo dicho se desprende que la proyección del Gobierno para el crecimiento del PIB pudiera resultar optimista a menos que se retome la inversión en el sector privado. Esto a pesar de que se estima que el consumo de los hogares crecerá en la misma proporción que en el 2010, pero que se considera será satisfecho por productos importados. Parte de la expansión en el 2010, tanto de la construcción como de las manufacturas obedeció a una compensación del comportamiento negativo del 2009, por lo que pudiera esperarse que el crecimiento de estos segmentos en el 2011 se desacelere.

Se espera que en el 2011, el crecimiento de la economía se de en el mercado local. Las exportaciones mantendrían un crecimiento lento y las importaciones seguirán expandiéndose mientras lo permitan el precio del petróleo (precio actual por barril del crudo ecuatoriano sobre los USD100,00) y los desembolsos de los créditos externos.

Fuentes: BCE, SBS y Ecuador Analysis  
FitchRatings-Rating Report Ecuador  
Elaboración: BWR