

Ecuador
Emisión Obligaciones

MARCIMEX S.A.

Calificación – Quinto Seguimiento

Tipo de Instrumento	Calif. Actual	Calif. Anterior	Último Cambio
Emisión de Obligaciones	AA-	AA-	N/A

Resumen Financiero

(Millones USD)	2008	2009*	2010*	Sep-11*
Activos	58.7	62.0	63.8	68.7
Ventas	105.4	106.7	135.7	101.5
Margen EBITDA (%)	7.4	9.7	11.8	11.4
ROA (%)	9.7	8.3	14.1	12.6
Deuda Fin / Capitalización (%)	43	43	30	50
Deuda Financiera Total /FFO (x)	3.5	3.1	1.2	2.6

*La información financiera 2009 y 2010 corresponde a información auditada bajo norma NIIF. La información interina a Sep-11 es bajo norma NIIF.

Características de la Emisión de Obligaciones	
Emisor:	Marcimex S.A.
Monto Emitido:	USD 5.000.000
Fecha Aprobación SIC:	30-mar-09
Fecha Colocación:	02-jul-09
Fecha Vencimiento:	jun-12 ; sep-12
Monto en Circulación:	USD 1.000.800
Plazo:	1.080 días (3 años)
Cupón de Interés:	Tasa Pasiva Referencial (BCE) más 2 puntos porcentuales, reajustables cada 90 días.
Pago de Interés:	Trimestral
Modalidad Cálculo Pago:	365 / 365
Amortización:	Pago de capital semestral
Garantía:	General
Destino de la Emisión:	Sustitución Pasivos

Actividad del Emisor:

Comercialización de productos de línea blanca y café producidos localmente e importados del exterior.

Contactos

Patricia Pinto, Ecuador
(593 2) 222 23 23
pintop@bankwatchratings.com

Lorena Oliva, Ecuador
(593 2) 222 23 23
l.oliva@bankwatchratings.com

FECHA COMITE: 28/Noviembre/ 2011

ESTADOS FINANCIEROS A: 30/Septiembre/2011

RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACIÓN

Con base en los estados financieros auditados 2009 y 2010 según Normas NIIF y estados financieros internos e información adicional con corte a septiembre 2011, de Marcimex S.A., el Comité de Calificación de BankWatch Ratings S.A. decidió mantener la calificación de “AA-” (**Doble A Menos**) a la Emisión de Obligaciones Generales que se analiza en este estudio.

De acuerdo a la descripción de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, la calificación de “AA corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual se estima no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenece y en la economía en general”.

La calificación otorgada 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 del emisor y /o de la transacción.

La calificación incorpora la capacidad del emisor de generar flujos, los mismos que sin embargo son vulnerables a los riesgos propios de la industria y del entorno en el que opera (restricción importaciones, control de tasas y/o precios, cambio de moneda, deterioro de la cartera). Las políticas del Grupo en relación a los costos y financiamiento de inventarios también influyen en el comportamiento de los flujos.

El riesgo del negocio medido a través de la volatilidad de los flujos, se ha mitigado históricamente por el perfil financiero de la empresa que genera márgenes importantes y que ha mantenido niveles de endeudamiento adecuados especialmente en relación a la generación (EBITDA), otorgándole una cierta flexibilidad financiera que le permitiría enfrentar circunstancias adversas.

A la fecha de análisis y durante este año, a pesar de un importante crecimiento del EBITDA, los indicadores de endeudamiento se ven presionados debido a un incremento de deuda. El nuevo financiamiento más los flujos internamente generados se utilizaron para cubrir una compra extraordinaria de inventarios y pagos imprevistos a proveedores, con el objeto de prevenir desabastecimientos e incremento de costos por nuevos impuestos a la salida de divisas respectivamente.

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.



Además, dichos fondos fueron necesarios para cubrir el pago de dividendos.

El incremento de la deuda que se contrató en su mayor parte a corto plazo ha presionado la liquidez de la empresa, precisando de un refinanciamiento total de la deuda de corto plazo en este año.

Aún cuando se espera que en el 2012, el aumento del EBITDA sea mucho menor que el de este año, se presume que una vez que se establezcan los requerimientos de capital de trabajo, y se limite el reparto de dividendos al 50% de las utilidades del 2011 como se ha determinado, tanto los indicadores de liquidez como aquellos de apalancamiento regresen a niveles más conservadores, establecidos por política interna de la compañía.

El riesgo de refinanciamiento que muestra el emisor está atenuado por su capacidad de acceder a fuentes de financiamiento en el Sistema Financiero y de acceder a recursos alternos como es el Mercado de Valores.

Se ha considerado en la calificación el respaldo del Grupo Empresarial que cuenta con una marca bien posicionada en el mercado. Además la empresa cuenta con los recursos necesarios para mantener su participación en un mercado con alta competencia.

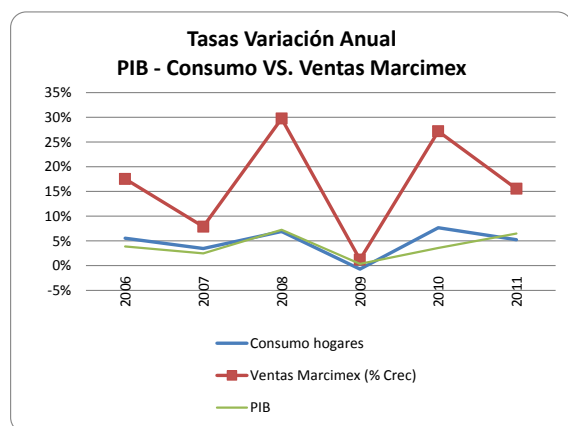
▪ HECHOS RELEVANTES Y SUBSECUENTES

No se han reportado hechos relevantes subsecuentes en relación al emisor a la fecha de corte de este informe.

▪ ENTORNO MACROECONÓMICO

Ver Anexo 2.

▪ RIESGO DE LA INDUSTRIA



El mercado de línea blanca en Ecuador es altamente competitivo y está compuesto por productos ensamblados localmente y por productos importados.

La oferta en el mercado ecuatoriano ha crecido desde que se instauró la dolarización existiendo una mayor base de consumidores que ahora tienen acceso al financiamiento de las casas comerciales.

Los riesgos son diferentes para la industria nacional y para las comercializadoras de productos importados. El mayor riesgo para el producto importado han sido las regulaciones provenientes del Gobierno mediante políticas de aranceles y licencias de importación, como medida de restricción para controlar el creciente déficit comercial del país. Mientras esta medida encarece al producto importado, la producción nacional se beneficia pues funciona como barrera de entrada.

Además, el Gobierno emprendió un programa durante el 2011 para incentivar la producción nacional de partes y piezas necesarios para el ensamblaje de artefactos de línea blanca. Esta industria se abastece en 50% con piezas y partes que se fabrican localmente y el restante 50% es comprado en el exterior. El Gobierno espera que el porcentaje importado baje a 20%, y mejore la competitividad de la industria que actualmente exporta a Colombia, Perú, Venezuela y algunos países de Centro América.

Se considera que para las casas comerciales importadoras existe un eventual riesgo de tipo de cambio y transferencia con los proveedores externos en el caso de que se produjera el cambio de la moneda en la economía ecuatoriana. No se observa un potencial riesgo de desdolarización de la economía en el corto plazo.

Además, en general se podría decir que existe una concentración de la industria de línea blanca en proveedores que provienen del Asia. Así como se demostró con el terremoto sucedido en Japón a inicios del 2011, un factor de esta naturaleza puede afectar a las empresas locales que tuvieron problemas para el abastecimiento con impactos en su capital de trabajo por las variaciones en los inventarios.

En cuanto al negocio financiero de las casas comerciales existe el riesgo potencial de que sea sometido a mayores regulaciones por parte del Gobierno, en especial el control de la tasa máxima que pudieran cobrar.

Por el lado de la demanda, ésta ha mostrado una tendencia creciente en los últimos años en el país sin embargo es vulnerable a cambios macroeconómicos que puedan afectar en general la capacidad de pago de los clientes.

El Consumo General de Hogares tuvo una tendencia creciente en el 2010 y aunque se espera que se desacelere en el 2011 el crecimiento esperado es importante (5.23%), siendo una de los componentes del PIB que mayor dinamismo da a la economía. La curva de las tasas de variación de las ventas de Marcimex es consistente con la curva del Consumo total de hogares.

No se observa un riesgo de desaceleración del consumo en el corto plazo por los niveles actuales de liquidez en la economía, sí existe un potencial riesgo sistémico y de eventuales nuevas limitaciones en las importaciones por parte del Gobierno por el alto déficit de la Balanza Comercial no petrolera, lo que encarecerá los productos importados.

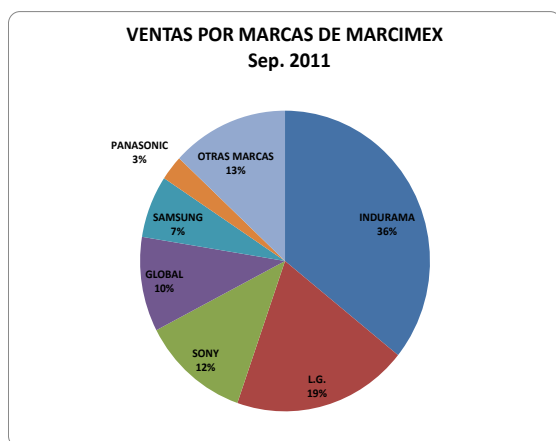
PERFIL DE LA COMPAÑÍA

La Compañía fue constituida en agosto de 1949 en Cuenca. Luego de varias fusiones y cambios de denominación, en julio de 1992 cambia su razón social por la de MARCIMEX S.A., nombre que se mantiene hasta ahora.

MARCIMEX S.A. es una empresa madura que se ha especializado en la importación, comercialización y venta a crédito de electrodomésticos de línea blanca y línea café (audio y video), tanto a clientes mayoristas como minoristas.

La compañía tiene registrado el nombre de MARCIMEX como marca de sus almacenes y el nombre comercial MERCANDINA para comercializar sus productos por el canal mayorista.

MARCIMEX S.A. es distribuidor exclusivo de la marca Indurama para el canal mayorista en el país y es importador directo y distribuidor de las marcas LG, Sony, Samsung, Black & Decker y Panasonic. Además, la empresa comercializa productos de la marca Global que son producidos por su mismo grupo empresarial.



Fuente: Marcimex Elaboración: BWR

Las ventas de MARCIMEX se distribuyen en 46% en el canal minorista, 54% en el canal mayorista. Si bien la Compañía ha procurado incrementar la participación de las ventas al detalle, aun la mayor parte de las ventas se las realiza por el canal mayorista el cual se distribuye a alrededor de 1.000 clientes.

El canal minorista actualmente está compuesto por 59 tiendas a nivel nacional de las cuales 3 son de propiedad de la compañía y el resto son arrendadas. Para la logística de distribución, MARCIMEX S.A., cuenta con una bodega central en Guayaquil y 10 bodegas regionales, las cuales todas son arrendadas.

MARCIMEX S.A. tiene una larga experiencia en la colocación de crédito para la adquisición de artículos de línea blanca, manejan una política establecida para otorgar crédito al detalle y al sector mayorista.

La empresa cuenta con 731 personas de contratación directa y 7 por tercerización de seguridad.

La empresa no tiene Comité de empresa e históricamente no han tenido problemas laborales. La provisión para jubilación patronal se encuentra al día, se la realiza con

base en un estudio actuarial, de acuerdo a lo mencionado en el informe de auditoría.

POSICIONAMIENTO DE LA EMPRESA

La empresa emisora distribuye aproximadamente la mitad de productos fabricados localmente y la mitad de productos importados. No realiza exportaciones.

El riesgo de concentración en proveedores externos que maneja Marcimex se mitiga con el soporte que tiene del Grupo Empresarial y por el posicionamiento de la marca local.

MARCIMEX es una empresa que se desenvuelve en un sector altamente competitivo dirigido a un segmento económico medio-bajo, el cual por sus características, es sensible a los cambios en su entorno macro.

Una importante ventaja comparativa de la empresa es que el 50% de sus ventas son de una marca producida localmente, que se beneficia de las políticas de impuestos y aranceles a los productos importados.

El mercado local de comercialización de artículos de línea blanca y café es bastante diversificado. De acuerdo a información de la Revista Ekos a diciembre 2010, las ventas del mercado de equipos eléctricos y electrónicos ascendieron a USD 1.423 MM de ingresos anuales de las principales empresas.

Los mayores competidores de MARCIMEX son: Almacenes Comandato, La Ganga, Mabe, Créditos Económicos, Importadora Jaher, Artefacta, con participaciones de mercado entre 13 y 9%. MARCIMEX tiene una participación de 10% en ventas y ocupó el cuarto lugar en función de ventas totales en el 2010.

Nombre Compañía	Ventas en MM USD	2008	2009	2010
Comandato	Comercio	169,8	180,9	191,4
La Ganga	Comercio	132,2	139,6	166,4
Indurama	Manufactura	135,8	135,2	161,4
Marcimex	Comercio	109,2	114,1	146,1
Mabe Ecuador	Manufactura	168,0	135,0	129,2
Artefacta	Comercio	86,8	89,4	115,4
Icesa	Manufactura	87,1	73,2	107,4
Créditos Económicos	Comercio	93,0	78,2	104,3
Electrónica Siglo XXI	Comercio	60,0	65,4	79,0
Cartimex	Comercio	58,3	64,4	75,8
Tecnomega	Servicios	63,2	63,1	74,9
Mercantil Dismayor	Comercio	67,9	57,5	71,9

Fuente: Revista Ekos Elaboración: BWR

MARCIMEX se maneja en dos segmentos principales: la venta al detalle para lo cual tiene sus propias oficinas o puntos de venta, y el segmento mayorista al que comercializa algunos productos para las cadenas de almacenes antes mencionadas. El segmento mayorista es aproximadamente el 30% de todo el mercado.

Entre las principales estrategias de la empresa está el afianzar la posición que tienen en el mercado al detalle y continuar creciendo y fortaleciendo este canal a nivel nacional. En cuanto a ventas por tipo de producto, la empresa mantiene una estructura similar a la del año



pasado, cuyo mayor producto por volumen de venta son los refrigeradores.

En el 2011 se mantuvo la misma estructura de clientes que es altamente diversificada en los dos canales de distribución, con participaciones individuales menores al 2% en el canal mayorista y 6% en el minorista.

▪ **ESTRUCTURA DEL GRUPO**

El Grupo tiene presencia tanto localmente como en otros países, con un fuerte posicionamiento de marca en la comercialización de líneas blanca y café. Localmente cuenta con cuatro empresas relacionadas a la producción y comercialización de líneas blanca y café, una empresa de servicios y una camaronera.

Internacionalmente cuenta con empresas en Colombia, Perú y Centroamérica.

Las acciones de Marcimex están divididas en dos empresas Girasol Group LLC y Consensocorp Cia. Ltda.

Girasol Group LLC es una sociedad extranjera con domicilio en Nevada, Estados Unidos, que es la principal accionista de las empresas del grupo y funciona como la Holding. Consensocorp Cía. Ltda. tiene domicilio local y maneja la tenencia de acciones de las empresas del Grupo conjuntamente con Girasol.

Las compañías relacionadas de mayor participación en el Grupo tienen operaciones sustentables, con políticas independientes, y financiamiento local. Las empresas comparten sinergias en transporte, publicidad, tecnología. Existe una empresa creada en el Grupo la cual brinda el servicio de transporte y logística.

Marcimex no tiene cuentas por cobrar o pagar, ni inversiones con compañías relacionadas que no sean de naturaleza comercial. Si bien en el Perú se abrieron tiendas con nombre Marcimex, éstas son de propiedad del Grupo Empresarial y no tienen ninguna relación financiera con Marcimex Ecuador.

ACCIONISTAS Y SOPORTE

La estructura accionarial de la empresa a la fecha, está conformada de la siguiente forma:

ACCIONISTA	Nacionalidad	Capital	Particip.
Girasol Group	EEUU	9,450,000	70%
Consensocorp Cia Ltda.	ECU	4,050,000	30%
TOTAL		13,500,000	100%

El soporte de los accionistas históricamente se ha reflejado en el incremento constante del Patrimonio por la retención de una parte de las utilidades acumuladas y en las continuas capitalizaciones. El capital social de la compañía se ha duplicado en relación al capital que tenía la empresa en el año 2005.

En los últimos años el reparto de dividendos ha sido más alto en función de la mayor generación de resultados de Marcimex y las necesidades del Grupo en crecer en otros

mercados y Marcimex no requiere de más inversión, pues puede crecer con la estructura actual.

▪ **ESTRATEGIAS DE ADMINISTRACIÓN Y GOBIERNO CORPORATIVO**

La estructura de gobierno corporativo de Marcimex como es frecuente en las empresas del Ecuador, responde a la visión de los directores, que representan al grupo familiar.

No existe un protocolo familiar escrito en el Grupo Empresarial en cuanto a la sucesión de mandos gerenciales, ocupación de posiciones estratégicas, de los miembros de la familia accionista. Tampoco existe una política escrita en relación a las transacciones con empresas relacionadas y/o con accionistas, pese a que actualmente no existen cuentas con empresas relacionadas a más de la cuentas como proveedor que tiene Induglob.

La Junta de Accionistas ha fijado una relación máxima de endeudamiento que es de 1.5:1, lo que limita también el capital de trabajo y establece un financiamiento máximo a clientes que la empresa puede otorgar.

En promedio la plana gerencial tiene más de 6 años en la Compañía, la Administración es independiente de los accionistas y se considera que tiene experiencia en el segmento en el que se maneja.

Como Grupo se encuentran en una etapa de crecimiento, mayor apertura al riesgo y mayores niveles de endeudamiento.

▪ **PERFIL FINANCIERO**

Presentación de Cuentas: Para el presente reporte se utilizaron los estados financieros auditados al 2009 y 2010 por la firma Acevedo y Asociados Auditores y Asesores, presentados bajo las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), e información interina a septiembre 2011 también bajo normas NIIF.

▪ **Gestión Operativa**

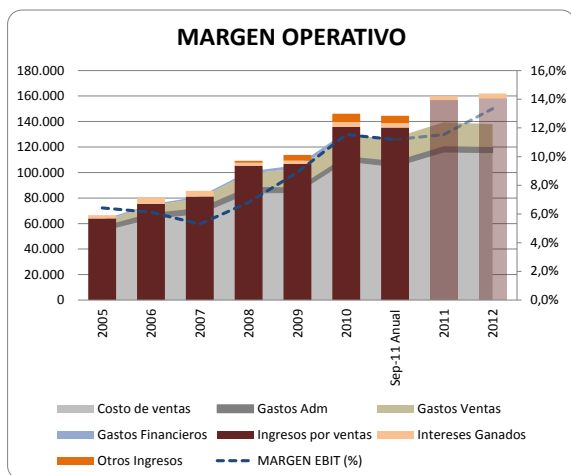
Las ventas netas de Marcimex a Sep-11 alcanzaron un monto de USD 101.5 MM, si se anualiza este monto sin considerar factores estacionales las ventas tendrían un decrecimiento anual de -0.26%. Sin embargo, la proyección analizada considera un crecimiento anual de 10.92% dado que el último trimestre del año es de mayores ventas. Para el año 2012 la proyección es más conservadora y se espera que las ventas se mantengan en el mismo nivel del 2011.

En general las ventas de Marcimex han tenido un comportamiento creciente desde que se instauró la dolarización, a excepción del año 2009, período en el que registró el menor crecimiento por una desaceleración general de la economía.

El costo de ventas ha absorbido en promedio histórico el 80% de las ventas. Se observa una tendencia creciente en el margen bruto desde el año 2008 en especial por la

mayor participación en las ventas de las marcas locales que manejan mejores márgenes. Llama la atención, la volatilidad del comportamiento del costo de ventas, cuyo crecimiento se traslada con la misma tendencia a las ventas. Se podría concluir que el crecimiento de las ventas en los últimos años se ha dado más por precios que por volúmenes.

El margen bruto comercial histórico es alto y creciente debido a que existe un alto componente de ventas a crédito, pues las ventas al contado tienen descuento.



En cuanto al margen operativo, éste ha sido en promedio el 8.22%, y con una tendencia creciente en los dos últimos años (dic.10 11.54%, sep.11 11.18%). El crecimiento del margen bruto permite absorber el aumento del gasto operativo que presenta un incremento de 17% anual a sep-11.

La empresa distribuye el gasto operativo por tipo de agencias (minoreo y mayoreo) y la oficina matriz. Se observa que el gasto operativo de la matriz crece en mayor porcentaje, especialmente en rubros administrativos y arriendos. El peso del gasto fijo aumenta en el 2011, y representa el 71% del gasto operativo total.

El esquema que mantiene Marcimex de alquiler de puntos de venta y bodegas le ha permitido crecer en ventas sin la necesidad de incrementar la inversión y bajo un esquema controlado de gastos. El gasto operativo de mayor crecimiento es el gasto de ventas (18.5% crecimiento anual a Sep-11), especialmente por los incentivos a los agentes de ventas cuya remuneración es variable en función del margen. Además, por descuentos, promociones y publicidad que debe hacer la empresa para mantenerse en un mercado competitivo.

La proyección hasta diciembre 2011 y al año 2012 estima que se mantendrán con un margen operativo similar al observado en el 2010 con una ligera tendencia a desacelerarse en el 2012.

Los ingresos de la empresa tienen también un componente importante de otros ingresos operativos donde se registra el ingreso financiero por el financiamiento directo de la cartera. A sep-11 el ingreso

financiero neto arrojó un resultado neto negativo de USD -655 M, el mismo que se compensa holgadamente con el margen bruto y los otros ingresos descritos más adelante.

El costo financiero para MARCIMEX es alto llegando casi al 25% anual (en relación a la deuda financiera) porque además incluye las pérdidas y descuentos de la venta de cartera. Sin embargo, el gasto financiero en relación a las ventas más otros ingresos financieros no llega al 3%. El financiamiento es un servicio necesario en este tipo de negocios para mantener el mercado.

La empresa registró en el 2010 un ingreso importante por USD 6.5MM por conceptos de devolución de gasto en publicidad de las marcas, y por descuentos por volúmenes vendidos que otorgan los principales proveedores. A sep-11 este ingreso fue de USD 4.3MM y se prevé que se mantenga en función de los convenios anuales firmados que ratifican que el emisor recibirá estos beneficios. Sin embargo, se estima que es un ingreso volátil y dependiente de las políticas de los proveedores, que puede mantenerse o no en el futuro a mediano plazo.



El gráfico de la curva del EBITDA OPERATIVO muestra el comportamiento volátil de los flujos influenciado por crecimientos variables de las ventas y los otros ingresos que no se registraban históricamente antes del 2008. En el 2010, el EBITDA creció en 55%, a sep-11 el monto anualizado muestra un decrecimiento de -3%.

Si bien la generación de flujos de Marcimex mostró un crecimiento importante en el 2010, el crecimiento hasta septiembre 2011 es bajo porque durante este año la empresa tuvo que afrontar dificultades en el abastecimiento de inventarios de las marcas importadas por los problemas en Japón. Se estima que hasta diciembre se regularizan los inventarios y los ingresos del último trimestre permitirán el crecimiento anual del EBITDA en 32%.

La empresa se encuentra bien posicionada tanto con productos propios como con los productos importados. De continuar las actuales condiciones macroeconómicas se estima que la empresa tiene la capacidad de continuar generando flujos al menos en niveles similares al promedio histórico, es decir con crecimientos de alrededor del 20%.

▪ **Estructura de Balance**

ACTIVOS

A sep-11, el monto de activos totales de Marcimex ascendió a USD 68.765M, registrando un crecimiento desde diciembre 2010 de 7.7%. De acuerdo a la naturaleza comercial del negocio, los principales activos son la cartera y el inventario. Antes de la adopción de las normas NIIF, los activos corrientes representan el 97% del balance pues toda la cartera de clientes se registraba como de corto plazo. Al mes de septiembre 2011 se observa un cambio en la composición del activo y el 63% es activo corriente. El 37% corresponde en su mayor parte a cartera colocada con plazos entre 15 y 18 meses.

Los inventarios representan el 25% del activo. Al mes de análisis existe un fuerte crecimiento del inventario (76%) en relación a los montos históricos. Este incremento respondió a una estrategia de aumentar el inventario de las marcas importadas desde el Japón por un posible desabastecimiento luego de los problemas que han tenido los fabricantes en ese país.

El inventario está clasificado entre artículos que tendrán reposición y aquellos que no, y artículos promocionales que sirven en la exhibición de las tiendas. Los productos son de consumo popular y la Administración considera que son de realización en el corto y mediano plazo. La rotación de inventarios promedio anual ha sido de 45 días en los dos últimos años, a sep-11 se incrementa a 60 días. La proyección analizada estima que la rotación volverá a niveles históricos al final del 2011 y en 2012.

El activo no corriente a septiembre-11 está conformado además de la cartera de largo plazo, por la Propiedad, Planta y Equipo que ascendió a USD 1.1 MM y corresponde al 2% del activo. Dentro del activo fijo constan principalmente de terrenos, edificios y equipos donde funcionan las oficinas de la matriz y tres agencias de venta.

Análisis de Cartera

La cartera total de Marcimex al mes de septiembre ascendió a USD 48.7 MM y representan el 72% del activo. De este monto USD 26.1MM es cartera de corto plazo, y USD 23.6 MM es cartera otorgada a usuarios con plazos mayores a 12 meses y hasta 18 meses.

La cartera está dividida en Comercial (ventas a Mayoristas) Usuarios (ventas al detalle) y Tarjeta de Crédito. De acuerdo a la información entregada a sep-11 la cartera de comerciantes tenía un 38.6% de participación en el total, usuarios 60.4% y tarjeta 1%.

La política establecida otorga 6 meses de crédito a los mayoristas y a los usuarios hasta 18 meses con una entrada del 20%. En algunos casos, si hubiera un análisis de crédito positivo con respaldo en el buró de crédito se otorga el crédito sin entrada.

Marcimex ha realizado dos tipos de operaciones de factoring de cartera. La primera con una empresa local

que se especializa en la compra de cartera vencida a descuento para realizar el cobro directo. Las operaciones de este tipo se realizaron entre el 2009 y 2010 y suman USD 4.6 MM de cartera vencida más de 180 días. La venta de cartera vencida más de 180 días fue de USD 3.8 MM al 85% de descuento, y cartera menor a 90 días vencida por USD 775 M con 15% de descuento, registrando una pérdida financiera de USD 1.2 MM en el 2009 y USD 2.2 MM en el 2010.

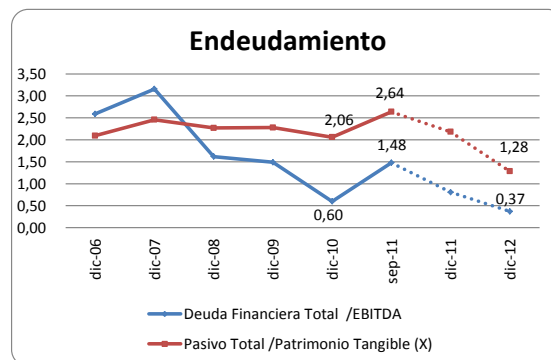
Desde el 2010 y durante el 2011 la empresa ha realizado también operaciones de factoring con cartera vigente vendida sin recurso a una entidad bancaria. Desde enero hasta septiembre 2011 las ventas de cartera ascendieron a USD 11.5MM, con un descuento del 16%. La cartera que se vende es aquella de usuarios de mayor plazo. La empresa sigue a cargo de la gestión de cobro de la cartera vendida.

La empresa realiza provisiones para cartera mala que equivalen actualmente según normas NIIF representan el 100% de la cartera vencida de más de 180 días. Las pérdidas adicionales se registran directamente en el P&G al momento de la venta o del castigo correspondiente. Hasta el momento, la generación del negocio ha permitido absorber dichas pérdidas.

Históricamente se ha observado que existe una pérdida de alrededor del 2% en promedio, de la cartera colocada que no se recupera. Sin embargo, al analizar la cartera total del balance calculando los créditos con cuotas vencidas más de 60 días y tomando en cuenta las cuotas restantes de aquellos créditos, la cartera en riesgo sobre la cartera total es el 10.21% al mes de septiembre 2011.

Esta cartera en riesgo asciende a USD 5.1 MM y cuenta con una provisión que representa el 21.6% de esa cartera y el 2.25% de la cartera total. La provisión establecida representa el mínimo requerido para la cartera con cuotas vencidas entre 46 y 70 días en cartera de consumo en las instituciones reguladas del sistema financiero. La empresa tiene provisiones acumuladas para respaldo de créditos incobrables por USD 1.1 MM.

ENDEUDAMIENTO



Al mes de septiembre 2011 el pasivo de Marcimex financia el 66% del activo, con lo cual se excede de la política establecida en un financiamiento externo máximo del 50% del activo. Esta situación se



▪ **ANÁLISIS DE LA GARANTÍA Y RESGUARDOS**

Las emisiones tienen garantía general, por tanto están garantizadas con los activos de la empresa. Los activos libres que se constituyen en garantía, de acuerdo a la regulación vigente, corresponden a los activos totales de la compañía, excluidos los activos diferidos, pignorados, en litigio, derechos fiduciarios y fondo de liquidez.

A sep-11 los activos totales de la empresa ascendieron a USD 68,765M. De este valor, USD 34,861M fueron activos pignorados; los intangibles y/o diferidos sumaron USD 336M. Así los activos libres que sirven para garantía general de la emisión de obligaciones vigente ascendieron a USD 37,177 M. La emisión fue de USD 5.000 M y el monto en circulación al mes de septiembre 2011 fue USD 1,001 M, con lo cual existiría una cobertura de 37.14 veces sobre el monto en circulación de la emisión.

ACTIVOS	Activos Sep-2011	Activos Pignorados	Activos Libres	Activos Diferidos o Intangibles	Activos Garantía General
Activos Líquidos	248		248		248
Cuentas por Cobrar	48,749	19,215	29,534		29,534
Inversiones Largo Plazo	8		8		8
Inventarios	17,467	15,646	1,821		1,821
Pagos Anticipados	353		353		353
Propiedades	1,184		1,184		1,184
Otras Cuentas por Cobrar	419		419		419
Activos Diferidos	336		336	336	0
ACTIVO TOTAL	68,765	34,861	33,912	336	37,177
Monto de la Emisión Colocado	5,000				
Monto Emisión en Circulación	1,001				
TOTAL OBLIGACIONES MERCADO	1,001				
Garantía General / Monto Emisión Oblig. en Circulación					37.14
Garantía General / Monto Emisión en Circulación más Titularización					37.14

Es importante señalar que aunque los activos cubran las emisiones vigentes de acuerdo a la regulación, no significa que la emisión de obligaciones tenga ninguna prelación frente al resto del pasivo. Por lo tanto, este análisis no es relevante para determinar el riesgo de crédito de una operación.

RESGUARDOS

De acuerdo a la escritura pública de la emisión de obligaciones, la compañía ha establecido para esta emisión los resguardos de ley. Adicionalmente, MARCIMEX estableció el siguiente resguardo:

1. **Resguardo:** Índice de endeudamiento neto máximo: **2.0 : 1**

Para el cálculo de este índice se considera en el numerador todos los pasivos más garantías solidarias otorgadas por MARCIMEX a terceros, y en el denominador el patrimonio, en el cual se incluirá la utilidad neta menos activos intangibles, diferidos, gastos pagados por anticipado y cuentas por cobrar a relacionadas que no sean comerciales.

Este compromiso, consta expresamente dentro de la escritura pública del Contrato de Emisión de Obligaciones, así como también en el Prospecto de

Oferta Pública. Al mes de septiembre-11 la empresa cumple con el resguardo establecido (2.0:1).

POSICIONAMIENTO DEL VALOR EN EL MERCADO, PRESENCIA BURSÁTIL, LIQUIDEZ DE LOS VALORES

La emisión de obligaciones objeto de esta calificación, es la primera experiencia de la empresa en el mercado de valores. La emisión de obligaciones fue colocada en su totalidad.

El mercado ecuatoriano aún no ha alcanzado la dinámica que amerite 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.

EMPRESA: MARCIMEX

(Miles de USD)	dic-07	dic-08	dic-09	dic-10	mar-11	sep-11
RESULTADOS						
Ventas	81.254	105.424	106.716	135.705	23.028	101.517
% crecimiento	7,9%	29,7%	1,2%	27,2%	-32,1%	-0,3%
Costos	-67.823	-84.020	-84.470	-108.928	-18.080	-78.529
% crecimiento	5,9%	23,9%	0,5%	29,0%	-33,6%	-3,9%
MARGEN BRUTO (%)	16,5%	20,3%	20,8%	19,7%	21,5%	22,6%
Otros Ingresos Operativos	4.365	3.751	7.079	10.432	1.381	6.820
% crecimiento	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	4.655	9.298	10.370	16.050	1.450	11.645
MARGEN EBITDA (%)	5,7%	8,8%	9,7%	11,8%	6,3%	11,5%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	4.655	9.298	10.370	16.050	1.450	11.645
MARGEN EBITDAR (%)	5,7%	8,8%	9,7%	11,8%	6,3%	11,5%
Cuota leasing del período	0	0	0	0	0	0
Depreciaciones , Amortizaciones, Provisiones (solamente las que están incluidas en los gastos operativos)	352	605	866	394	25	292
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	4.303	8.692	9.504	15.657	1.424	11.353
MARGEN EBIT (%)	5,3%	8,2%	8,9%	11,5%	6,2%	11,2%
Gasto Financiero del período	-1.398	-1.599	-2.767	-3.741	-1.053	-3.163
Gasto Financiero/ Ventas + Otros Ingresos Operativos	1,6%	1,5%	2,4%	2,6%	4,3%	2,9%
Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos financieros/no leasing)	9,4%	10,3%	16,9%	26,2%	44,5%	24,7%
Impuestos a la renta	-791	-1.907	-1.845	-2.820	-40	-1.860
Impuesto a la Renta Efectivo / Resultado de la Gestión Antes de Impuestos	27,0%	26,9%	26,9%	24,2%	10,9%	22,9%
Ingresos No Operativos/Resultados Antes de Impuestos y Participaciones	0,0%	0,0%	1,6%	0,0%	0,0%	0,0%
UTILIDAD NETA	2.133	5.186	5.019	8.850	331	6.255
Resultado neto de la Gestión/Ventas+ Otros Ingresos Operativos	2,5%	4,8%	4,4%	6,1%	1,4%	5,8%
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	13,3%	28,1%	23,1%	36,5%	5,4%	34,4%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	4,7%	9,7%	8,3%	14,1%	2,3%	12,6%
FLUJO DE CAJA A PARTIR DEL RESULTADO NETO (FLUJO UR)						
Resultado Neto de la Gestión Ajustado (Depreciación, Amortización; Provisiones)	2.485	5.791	5.884	9.244	356	6.548
Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capital de trabajo)	-2.460	-3.655	-5.293	2.209	4.073	-13.488
Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no operativos)	-420	1.471	830	11.322	4.391	-6.891
Inversión en Activos Fijos	-445	-657	352	-222	0	114
Otras Inversiones, Neto	0	-8	-114	92	-39	-65
Flujo de Caja Operativo después de Inversiones (incluye ingresos y egresos no operativos)	-420	1.471	830	11.322	4.391	-6.891
Variación Neta de Deuda Financiera	2.041	-804	2.501	-6.765	-2.823	12.327
Variación Neta de Capital o aportes para futuras capitalizaciones	0	0	0	0	0	0
Pago de Dividendos	-952	-1.900	-1.900	-7.000	-2.000	-8.100
Otros Financiamientos, Neto	-43	77	682	1.529	280	1.617
Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Período	626	-1.156	2.113	-914	-152	-1.047
Medidas del Flujo de Caja (cash flow measures) ajustadas según FTCH						
EBITDA OPERATIVO	4.655	9.298	10.370	16.050	1.450	11.645
(-) Gasto Financiero del período	-1.398	-1.599	-2.767	-3.741	-1.053	-3.163
(-) Impuesto a la renta del período	-791	-1.907	-1.845	-2.820	-40	-1.860
(+) Dividendos * preferentes* pagados en el período (ingreso manual diferenciando de total div pagados)	0	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	2.466	5.791	5.758	9.489	357	6.622
(-) Variación Capital de Trabajo	-2.460	-3.655	-5.293	2.209	4.073	-13.488
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	7	2.136	465	11.698	4.430	-6.866
(+) Ingresos no operativos que impliquen flujo	0	0	126	0	0	0
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	19	0	0	-246	-1	-74
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-952	-1.900	-1.900	-7.000	-2.000	-8.100
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-445	-657	352	-222	0	114
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-1.372	-429	-1.070	4.322	2.391	-14.991
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	2.041	-804	2.501	-6.765	-2.823	12.327
OTROS FINANCIAMIENTO NETO	-43	77	682	1.529	280	1.617
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	626	-1.156	2.113	-914	-152	-1.047
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	625	1.252	95	2.208	1.294	1.294
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL FIN DEL PERÍODO SEGÚN HOJA	1.252	96	2.208	1.294	1.142	247
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL FIN DEL PERÍODO SEGÚN BALANCE	1.252	95	2.208	1.294	1.143	248
COMPROBACION CAJA Y EQUIVALENTES DE CAJA	0	0	0	0	0	0
FFO MARGIN (FFO/ventas)(%)	2,88%	5,30%	5,06%	6,49%	1,46%	6,11%
(-) cuota leasing del período (ingreso manual - incluido en gastos administrativos)	0	0	0	0	0	0
EBITDAR OPERATIVO (EBITDA+ CUOTA LEASING DEL PERÍODO)	4.655	9.298	10.370	16.050	1.450	11.645
BALANCE						
Caja e Inversiones Corrientes	1.252	95	2.208	1.294	1.143	248
Activos Totales	48.217	58.674	62.026	63.864	50.802	68.765
Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye leasing)	15.944	15.140	14.807	9.707	6.885	22.034
Pasivo financiero Largo Plazo	0	0	2.834	1.168	1.168	1.168
Financiamiento Leasing	0	0	0	0	0	0
Contingentes que deban ser considerados como deuda financiera	0	0	0	0	0	0
Otros Ajustes al Patrimonio	2.958	2.446	3.894	5.134	5.134	5.090
Obligaciones Financieras Total (ajustada a leasing)	15.944	15.140	17.641	10.875	8.053	23.202
Pasivos con Proveedores	12.583	17.487	12.253	15.147	8.528	8.889
Otros Pasivos	3.020	5.837	8.804	12.664	10.712	13.341
Pasivos Totales	31.547	38.465	38.698	38.687	27.293	45.432
Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)	16.670	20.209	23.328	25.178	23.508	23.333
Patrimonio Tangible	12.841	16.951	16.974	18.775	15.531	17.231
Activos restados al Patrimonio para generar patrimonio tangible	3.829	5.704	10.248	11.537	13.111	11.192
Capitalización ****	32.614	35.349	40.969	36.053	31.561	46.535
Pasivos contingente	0	1.850	1.650	12.346	12.346	16.372
Pasivos fuera de Balance	643	439	422	0	0	0
GARANTÍA GENERAL						
Activos Pignorados	0	23.990	8.463	8.463	8.463	8.463
Activos diferidos	0	250	363	271	310	336
Inventarios perecibles	0	0	0	0	0	0
Otros activos que deban ser restados	0	0	0	0	0	0
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones	48.217	34.433	53.199	55.131	42.029	59.967
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones Ajustado	48.217	34.433	53.199	55.131	42.029	59.967
Emisión de Obligaciones en Circulación	0	0	4.500	2.834	2.501	1.668
Cobertura de Emisión de Obligaciones (x) regulación	0	0	12	19	17	36
Limite Legal para Emitir Obligaciones	38.574	27.547	42.560	44.104	33.623	47.973

EMPRESA: MARCIMEX

(Miles de USD)

	dic-07	dic-08	dic-09	dic-10	mar-11	sep-11
INDICADORES FINANCIEROS						
COBERTURA DEL GASTO FINANCIERO Y LEASING						
EBITDA / Gasto Financiero del periodo (x)	3,33	5,81	3,75	4,29	1,38	3,68
(EBITDA - Inver.en Act. Fijo) / Gasto Financiero del periodo (x)	3,01	5,40	3,87	4,23	1,38	3,72
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del periodo)(x)	3,33	5,81	3,75	4,29	1,38	3,68
FFO/intereses del periodo (FFO INTEREST COVER) flexibilidad financiera	2,76	4,62	3,08	3,54	1,34	3,09
CFO/intereses del periodo (CFO INTEREST COVER)	1,00	2,34	1,17	4,13	5,21	-1,17
FFO/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	2,76	4,62	3,08	3,54	1,34	3,09
CFO/cargos fijos	0,00	1,34	0,17	3,13	4,21	-2,17
APALANCAMIENTO						
Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	3,42	1,63	1,70	0,68	1,39	1,49
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera	3,16	1,62	1,49	0,60	1,19	1,48
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ FFO (x)	6,46	2,61	3,06	1,15	5,64	2,63
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	49%	43%	43%	30%	26%	50%
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	19,5%	26,0%	28,6%	32,9%	38,7%	13,5%
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ Pasivo Total (x)	0,51	0,39	0,46	0,28	0,30	0,51
Pasivo Total NO AJUSTADO/ Patrimonio Tangible (x)	2,46	2,27	2,28	2,06	1,76	2,64
Pasivo Total AJUSTADO/Patrimonio Tangible (X)	2,46	2,27	2,28	2,06	1,76	2,64
Deuda Financiera AJUSTADA/Patrimonio Tangible (X)	1,24	0,89	1,04	0,58	0,52	1,35
porcentaje dividendo pagado en el periodo/ut del año anterior	33%	89%	37%	139%	23%	92%
LIQUIDEZ						
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (Ajustada)	1,00	1,00	0,84	0,89	0,85	0,95
FFO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0,15	0,38	0,39	0,98	0,21	0,40
FFO/Porción Corriente LP (x) Anual	-	-	3,46	5,70	1,07	17,67
CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0,23	0,39	0,54	1,11	0,37	0,41
CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0,00	0,14	0,04	1,21	2,57	(0,42)
CFO/Porción Corriente LP (x) Anual	-	-	0,28	7,02	13,30	-18,32
CASH + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	(0,01)	(0,02)	0,08	0,58	1,55	(0,90)
CASH+ Flujo de Caja Libre / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anual	-	-	0,68	3,37	8,03	-39,50
OTROS INDICES						
Capital de trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	16.093	17.482	23.476	25.489	27.915	5.849
Liquidez Acida (x)	112%	109%	138%	147%	186%	69%
Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales)/ Pasivo Corriente (x)	109%	105%	129%	143%	172%	67%
Activo corriente / Pasivo Total (x)	150%	142%	146%	151%	180%	96%
Patrimonio / Activo Total (x)	35%	34%	38%	39%	46%	34%
Rotación cuentas por cobrar comerciales (x)	2	3	2	3	3	3
Días de cuentas por cobrar	150	142	153	135	142	133
Rotación de inventarios (x)	5	6	8	11	7	6
Días de inventarios	66	61	46	33	49	60
Rotación de cuentas por pagar (x)	5	5	7	7	8	12
Días de cuentas por pagar	67	75	52	50	42	31
Rotación Capital de Trabajo	4	5	4	4	3	18
Días de Capital de Trabajo	85	75	100	84	139	20
Días de Ciclo de Operación	(64)	(54)	(47)	(33)	(10)	(142)
Activo corriente / Pasivo corriente	152%	147%	171%	177%	232%	116%

(x) Índice expresado en número de veces

* EBITDA = Resultado de Operación incluyendo en gastos administrativos la participación empleados + Depreciación y Amortización

** Costo de Financiamiento Estimado= Intereses pagados/ Deuda Bancos+Mercado valores+comercial financiera+terceros, relacionados o accionistas Promedio (no ajustada a leasing)

**** Capitalización= Deuda Financiera total ajustada a leasing+ Patrimonio.

Ecuador

Entorno Macroeconómico

Las perspectivas hasta fines de año, siguen siendo positivas y se esperaría estabilidad en el entorno macroeconómico. A mediano plazo (2012-2013) surgen preocupaciones en función de las perspectivas de la economía global que pudiera contraer sus niveles de crecimiento. Adicionalmente, se mantiene la preocupación en cuanto a que la estabilidad del Ecuador depende del gasto público y que este a su vez está íntimamente ligado al precio del petróleo y a su capacidad de seguir consiguiendo nuevos créditos. El entorno para la inversión privada es cada vez más incierto y desfavorable, lo que impide aprovechar localmente el incremento de la demanda y la disponibilidad de crédito.

COMPORTAMIENTO HISTÓRICO

	2007	2008	2009	2010	interino 2011
PIB (USD Mill 2000)	22.410	24.032	24.19	24.983	26.292
Inc. PIB (Mill.2000)%	2.04	7.24	0.36	3.60	5.24
Inc.anual oferta y demanda global%	3.90	8.10	-3.60	7.40	4.13 prev.
Inflación Anual %	3.32	8.83	4.31	3.33	4.84**
Deuda total del Gobierno/PIB %	30.49	25.34	19.67	23.40	20.11***
Deuda externa del Gobierno/PIB %	23.90	19.19	14.39	15.22	13.3***
Deuda interna del Gobierno/PIB %	6.59	6.15	5.28	8.18	6.8***
Cuenta Corriente/PIB %	3.60	2.0	-0.35	-3.31	
Presupuesto General del Estado/PIB %	-0.10	-1.10	-5.07	-1.95	
Ingreso Sector Publico/PIB %	29.56	40.70	35.33	39.98	45.73****
Gasto Corriente Gobierno/PIB %	20.10	27.20	26.80	29.20	31.92****
Inversión del Gobierno /PIB %	7.49	12.91	12.84	12.45	12.96****
Precio del Petroleo/ barril USD (ref)	72.70	97.70	64.00	84.50	79.07****
*estimación BCE					
**inflación anual a agosto/2011					
***deuda a juli 2011/ PIB corriente proyectado de 65.145MM					
****actualizado con cifras hasta mayo 2011/PIB corriente proyectado					
*****sept 23/2011					

El primer trimestre del 2011 mostró un crecimiento del PIB de 8.6% en relación al primer trimestre del 2010 y del 1.8% en relación al cuarto trimestre del 2010. El comportamiento real fue mejor de lo esperado. Se expanden todas las actividades económicas.

El gasto público sigue siendo la influencia más importante en la expansión económica y contribuye también el crédito del BIESS. La construcción representa el sector de la economía que más aporta al crecimiento económico, seguido por el sector servicios.

Al comportamiento de la construcción ha contribuido el crédito del BIESS pero principalmente la construcción en el sector público de obras de infraestructura.

Algunos de los sectores que se han destacado en relación al primer trimestre del 2010, se muestran a continuación:

sectores	1T2010/1T2009	1T2011/1T2010
Refinación de Petróleo	-27.9%	43.2%
Electricidad y Agua	-15.2%	30.7%
Construcción	5.9%	17.5%
Comercio	3.8%	6.3%
Servicios	1.9%	11.7%
Intermediación Financiera	10.9%	13.4%
Agricultura/Ganadería	-1.5%	3.3%
Pesca	3.7%	7.6%

* la tabla anterior muestra el crecimiento del PIB en valores constantes por actividad económica con respecto al mismo trimestre del año anterior.

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 8.4% en el primer trimestre del 2011 con respecto al primer trimestre del 2010 cuando este crecimiento (de la oferta y demanda global) en el mismo trimestre del 2010 fue de 2.6%. Debemos destacar el extraordinario crecimiento de las importaciones y el modesto aumento de las exportaciones durante el 2010, mientras que en el primer trimestre 2011, tanto las importaciones como las exportaciones muestran un crecimiento importante en relación al primer trimestre del 2010:

Comercio Exterior	2010	1T2010	1T2011
Importaciones	16.3%	8.0%	8.0%
Exportaciones	2.3%	-3.1%	10.8%

Por el lado de la demanda, a más de las exportaciones, tenemos la demanda interna que se ha expandido significativamente como lo demuestra la tabla que sigue:

	1T2010/1T2009	1T2011/1T2010
Formación Bruta de Capital	2.7%	16.7%
Consumo de Hogares	3.4%	7.6%
Consumo de Administraciones Públicas	0.3%	2.7%

El crecimiento del gasto público en la formación de capital está impulsado por el alto precio del petróleo y el mayor endeudamiento público con la banca china, mientras que mayores impuestos financian el creciente gasto corriente.

Como consecuencia de la política económica, altamente dependiente del gasto público, resulta que las importaciones crezcan más que las exportaciones, que las tasas de crecimiento tanto de la formación bruta de capital como del consumo de los hogares sean más volátiles y muestren variaciones más pronunciadas y que el sector productivo sea el de menor crecimiento.



PERSPECTIVAS 2011 – 2012 -2013 en adelante

De acuerdo a la opinión de algunos economistas, las proyecciones de crecimiento de la economía por parte del BCE (5.24%) para el año 2011 podrían cumplirse o superarse considerando el comportamiento de lo que va del año. Así, por ejemplo, el FMI estima que el crecimiento económico del Ecuador para el 2011 sería de 5.8%.

Para el año 2012 sin embargo las proyecciones no son tan optimistas y se podría esperar una desaceleración ya que el crecimiento se fundamenta en inversión pública y ésta a su vez en el precio del petróleo y deuda. Se ha comprobado que el precio del petróleo puede ser altamente volátil y que los recursos de deuda para el Ecuador son limitados.

Podría esperarse que la línea de crédito de los bancos chinos vaya llegando a su tope aunque el secretario de la SENPLADES, piensa que el próximo año se podría recurrir nuevamente a esta fuente.

Los indicadores de deuda presentados por el BCE y que se incorporan en la primera tabla de este reporte, no incluyen las obligaciones cuyos vencimientos sean menores a 360 días, por lo tanto se estaría omitiendo el saldo por pagar de la facilidad petrolera con la China que tiene un año plazo pero que es revolvente. Incluyendo este rubro en la deuda externa ésta subiría a representar aproximadamente el 18% del PIB y no el 13.3%, según algunos analistas.

La deuda interna también ha venido creciendo de manera importante, entre el 2009 y 2010, según los datos del BCE, aumentó en 64% y entre julio 2010 y julio 2011 se incrementa en un 2.77%. La deuda interna también podría estar subestimada si existen créditos con vencimientos menores de un año, no registrados. En todo caso, la deuda del Gobierno estaría en alrededor del 26% del PIB según analistas, con lo cual se reduce su capacidad de endeudamiento frente al límite legal del 40%, establecido en el Código Orgánico de Planificación y Finanzas Públicas aprobado en octubre de 2010.

La ministra coordinadora de la Política Económica estima que el crecimiento económico del próximo año sería del 4%. En ese escenario se estima un precio del petróleo no más bajo de USD70 por barril y una inversión pública de USD4000 millones. El año 2012 es considerado como el año más vulnerable.

Para el año 2013, fuentes oficiales estiman que la producción petrolera incrementaría de 503mil barriles diarios en promedio a 567mil barriles diarios. Sin embargo, las metas estimadas se han incumplido con frecuencia por lo que esta fuente de ingresos no es necesariamente confiable.

La fuente de ingresos más sólida para el estado podría ser la minería en gran escala, sin embargo esta fuente de ingresos se concretaría dependiendo de cuando se firmen los nuevos contratos. Si los contratos se firman hasta

fin de este año se podría esperar ingresos por esta industria a partir del 2014. De ahí en adelante se esperaría que las exportaciones y la renta minera crezcan sustancialmente por algunos años.

A partir del 2015 se podrían esperar que las nuevas centrales hidroeléctricas, el aumento importante en la producción del gas del Golfo de Guayaquil y la Refinería del Pacífico, si se llega a construir, contribuyan con energía eléctrica más barata y combustibles de mejor calidad.

Dado que la expansión esperada al menos en el corto y mediano plazo no provendría del incremento de la producción privada, podría generarse un proceso inflacionario (ya se observa) como resultado de la insuficiencia de importaciones, limitadas por la imposición de restricciones, y de la mayor demanda de servicios.

SECTOR PRIVADO

Lamentablemente, el entorno para la inversión privada es cada vez más incierto y desfavorable (múltiples reformas tributarias, incrementos de salarios más altos que los incrementos en la producción, propuestas de leyes antimonopolios sin participación del sector privado, implementación de cupos y aranceles a las importaciones) lo que impide aprovechar localmente el incremento de la demanda y la disponibilidad de crédito. Las restricciones, incremento de costos laborales y deficiencias estructurales en los servicios limitan la capacidad de competir en los mercados internacionales impidiendo que se logre expandir los mercados.

Un hecho relevante actual y que confirma el interés del Gobierno de controlar el mercado para las empresas privadas es el proyecto de Ley de “Control de Poder de Mercado”.

Esta ley entrará en vigencia el 30 de septiembre próximo si la Asamblea Nacional no ha concluido su tratamiento. El texto de esta ley ha sido aprobado para primer debate sin tomar en cuenta los planteamientos realizados por el sector privado, sino en función de los intereses y aspiraciones del ejecutivo.

La ley como está diseñada va más allá de limitar prácticas monopólicas; propicia la creación de entes de control con amplios e indefinidos poderes sometidos a la discrecionalidad del ejecutivo. Parecería que las posibilidades de cambiar la ley para limitar esta interferencia en las empresas, gremios de la producción y empresariales y en el sector privado en general son escasas.

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

Fuentes: BCE, Ecuador Analysis, El Comercio; Elaboración BWR.

