



Ecuador  
VALORES VTC-NESTLE  
Undécimo seguimiento

## FIDEICOMISO DE TITULARIZACIÓN DE FLUJOS - NESTLÉ ECUADOR

### Calificación

Serie	Calif. Inicial	Calif. Actual	Último cambio
A	Cancelada noviembre-2010		
B	Cancelada noviembre-2012		
C	AAA	AAA	--

### Características de la Emisión

CARACTERÍSTICAS TÍTULOS VIGENTES	
	Serie C
Monto Emitido (US Dólares)	40,000,000
Saldo Insoluto (US Dólares)	2,000,000
Fecha de Emisión	28-nov-08
Plazo (años)	5
Fecha de Vencimiento	28-nov-13
Periodicidad pago interés y capital	Trimestral
Tasa de interés	8.50%

### Contrapartes Relevantes

**Originador y Agente de Recaudo:** Nestlé Ecuador S.A.

**Fiduciaria y Agente de Manejo:** Administradora de Fondos del Pichincha S.A.

**Agente Pagador:** Banco del Pichincha C.A.

**Estructurador Financiero:** Casa de Valores del Pichincha Picaval S.A.

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

**Punto de Equilibrio:** Un valor

### Contactos

Patricia Pinto  
(593 2) 2922-426 ext. 103  
[ppinto@bwratings.com](mailto:ppinto@bwratings.com)

Carlos Ordóñez, CFA  
(593 2) 2922-426 ext. 105  
[cordonez@bwratings.com](mailto:cordonez@bwratings.com)

Sonia Rodas  
(593 2) 2922-426 ext. 111  
[srodas@bwratings.com](mailto:srodas@bwratings.com)

### RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACIÓN

El comité de calificación de BankWatch Ratings ha decidido mantener la calificación de la **Serie C** de la emisión del **Fideicomiso de Titularización de Flujos Nestlé Ecuador**, en "AAA" que, de acuerdo con la Ley de Mercado de Valores:

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

La calificación otorgada pertenece a una escala local, que 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.

Esta calificación se fundamenta en el análisis del riesgo de crédito de Nestlé Ecuador, que actúa como Originador del proceso de titularización; en la holgada cobertura de los flujos recaudados, frente a las obligaciones con los inversionistas; y en la estructura de la titularización, que a nuestro criterio protege al inversionista con la prelación sobre el derecho de cobro titularizado. A la fecha de corte, el Fideicomiso mantiene fondos disponibles e inversiones que cubren completamente el pago a realizarse, por lo que su capacidad de pago se encuentra asegurada.

En cuanto al riesgo de crédito de Nestlé Ecuador, la calificación se fundamenta en el soporte de su Casa Matriz, Nestlé S.A (Suiza), que tiene una calificación de largo plazo en escala internacional de AA+, con perspectiva estable, otorgada por Fitch Ratings. Cabe indicar que Casa Matriz manifestó expresamente su compromiso de apoyar a Nestlé Ecuador, si es que lo requiere, para que el Fideicomiso cumpla su propósito.

**FECHA COMITE:** noviembre 29, 2013

**CORTE DE INFORMACIÓN:** septiembre, 2013

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.



El exceso de flujos recibidos en relación a los flujos requeridos para el pago de las series emitidas protege al inversionista de algunos factores, principalmente de la fluctuación del volumen de los flujos y de la calidad crediticia de los *clientes seleccionados*, cuyo derecho de cobro se encuentra transferido a este fideicomiso.

Hemos recibido una opinión legal favorable respecto a la legalidad y forma de transferencia de los activos al patrimonio autónomo. La cesión irrevocable de los derechos de cobro de Nestlé Ecuador al Fideicomiso está realizada y definida en la escritura del Fideicomiso. La cesión de los derechos de cobro se hace efectiva cada vez que se producen cuentas por cobrar a los *clientes seleccionados*, mientras el Fideicomiso se encuentre vigente.

Los participantes relevantes en esta transacción han sido evaluados satisfactoriamente.

#### ▪ PRESENTACIÓN DE CUENTAS

El análisis del presente seguimiento se realizó con base en la siguiente información:

- Estados Financieros del Fideicomiso Mercantil de Titularización de Flujos Nestlé Ecuador a diciembre-2012, auditados por la empresa Acevedo & Asociados, quien emite una opinión limpia sobre la razonable presentación de la situación financiera y flujos de efectivo por el año terminado a esa fecha, preparados bajo Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF).
- Estados Financieros mensuales no auditados del Fideicomiso de Titularización de Flujos Nestlé Ecuador, desde su constitución hasta septiembre-2013. Información relevante sobre el patrimonio autónomo, activo subyacente y otros, solicitados con corte a esa fecha.
- Estados Financieros de Nestlé Ecuador a diciembre-2012, auditados por KPMG, que emite opinión limpia respecto a la razonabilidad de la situación financiera, resultados de operación y flujos de efectivo por el año terminado en esa fecha, bajo NIIF's.
- Estados Financieros consolidados no auditados de Nestlé Ecuador y Surindu, e información adicional sobre el Originador a diciembre-2012 y septiembre-2013.

#### ▪ HECHOS RELEVANTES Y SUBSECUENTES

##### Reformas a la escritura pública del Fideicomiso de Titularización de Flujos Nestlé Ecuador

El 31 de agosto de 2012 se registró la reforma al contrato de constitución del Fideicomiso de Titularización de Flujos – Nestlé Ecuador, a través de la cual se disponen los siguientes cambios:

- Se agrega como mecanismo de garantía la fianza mercantil solidaria de Nestlé Ecuador, quien se obliga a proveer los recursos, en caso que el Fideicomiso no cuente con el ingreso de los flujos necesarios, para atender sus obligaciones en tiempo y forma.
- Se retira el aporte del derecho de cobro sobre las ventas de Nestlé a los *clientes adicionales* y algunos *clientes seleccionados*. Los flujos que se entregarán al Fideicomiso corresponderán exclusivamente a las ventas a Corporación Favorita y El Rosado (Mi Comisariato).
- Se elimina la opción de que ingresen otros clientes como parte del derecho de cobro titularizado si la cobertura del flujo que ingrese al Fideicomiso disminuye a 2.5 veces la provisión mensual requerida para pagar el próximo dividendo de los valores de todas las series en que se divida la emisión, durante 3 meses consecutivos.

Dicha reforma fue autorizada por la Superintendencia de Compañías el día 29 de enero de 2013.

Hasta febrero-2013 Nestlé Ecuador continuó transfiriendo el derecho de cobro de los cinco clientes seleccionados al Fideicomiso. Desde marzo se ajusta efectivamente el derecho de cobro en función de lo que dispone la reforma antes mencionada, aunque por la política de crédito de Nestlé, hasta mediados de junio-2013 el Fideicomiso recibió los últimos flujos por recaudaciones de facturas de los clientes seleccionados salientes.

#### ▪ ENTORNO MACROECONÓMICO

El análisis del entorno macroeconómico se encuentra en el Anexo 1

#### ▪ RIESGO SECTORIAL

El análisis del riesgo sectorial del Originador se encuentra en el Anexo 2.



## ANÁLISIS DE LA TITULARIZACIÓN

### Evolución de la Emisión

La primera colocación de valores se realizó el 28 de noviembre del 2008 por lo que, de acuerdo a lo definido en la escritura del Fideicomiso, esta se convirtió en la fecha de emisión de todos los valores colocados. El Fideicomiso colocó la totalidad de los valores de las tres series autorizadas.

En noviembre-2010 se completó el pago de la serie A, emitida por USD 10 millones y en noviembre-2012 se canceló la serie B. Se han pagado 19 dividendos trimestrales de la serie C, y quedan por vencer un dividendo trimestral más el 28 de noviembre de 2013.

Con la cancelación total de la serie C, el Fideicomiso habría cumplido con todos los pasivos con los inversionistas.

### Fondos Disponibles e Inversiones Temporales

La administración de la liquidez se enmarca en las políticas de inversión establecidas en la escritura del Fideicomiso.

A la fecha de corte, el Fideicomiso mantiene recursos líquidos por USD 2.3 MM, los cuales se han acumulado como parte del mecanismo de provisión del próximo dividendo trimestral de la serie C, y del requerimiento de mantener un depósito de garantía por USD 510M (25% del próximo dividendo).

Del monto antes indicado, USD 1.26MM se ha colocado en certificados de depósito en Banco Internacional, con vencimiento en noviembre-2013. La diferencia se encuentra en una cuenta a la vista en Banco Pichincha.

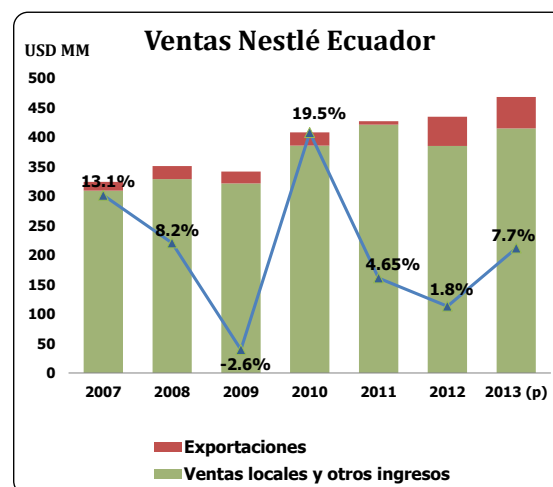
Los recursos líquidos acumulados a la fecha cubren completamente el pago del último dividendo de la serie C, por lo que la capacidad de pago del Fideicomiso se encuentra asegurada.

### Ventas y Flujos Históricos

Nestlé opera en el Ecuador más de 60 años, como empresa productora y comercializadora de una diversidad de productos identificados con la marca Nestlé, y se destaca como líder de mercado en la mayoría de los segmentos en los que participa. La producción se clasifica en líneas de negocio, como lácteos, cafés solubles, bebidas, productos culinarios, chocolates, galletas, pastelería, nutrición y balanceados, entre otras.

Las ventas de la Empresa se realizan en su mayoría en el mercado local. Las exportaciones son poco representativas y volátiles, ya que son realizadas a otras subsidiarias Nestlé en otros países, y sus

pedidos varían de acuerdo a la coyuntura internacional; generalmente corresponden a venta de cacao y de productos terminados.



Nota: Ventas consolidadas de Nestlé Ecuador y Surinido.  
Fuente: Nestlé Ecuador. Elaboración: BWR.

Históricamente las ventas de Nestlé Ecuador marcan crecimientos importantes, aunque con menor impulso en los últimos años. En el 2009 se presenta una caída coyuntural de las ventas, debido a un entorno local menos favorable. La gestión de publicidad, innovación, renovación de marcas, mejoramiento de la producción local, e inversiones adicionales de capital, contribuyeron al repunte del 2010. El crecimiento de las ventas en el 2011 se impacta de cambios contables, y menores exportaciones.

En el 2012 el crecimiento en ventas es positivo pero bajo, influenciado por una optimización de la red de distribución que la Empresa espera le reporte mayores beneficios a partir del año 2013. Adicionalmente, las inundaciones en la Costa dificultaron las ventas en el primer semestre de ese año. Si bien la facturación local disminuye en 5.7%, las exportaciones que la empresa realizó compensaron dicha caída, consiguiendo un crecimiento total de 1.8%.

Para el 2013, las proyecciones de inicio de año de la Empresa indicaban un crecimiento de 7.7%, sustentado en una red mejorada de distribución y ventas, y mayor promoción de su marca. Es probable que este porcentaje sea superado, considerando el comportamiento de las ventas hasta septiembre-2013 y la estacionalidad histórica de las ventas del último trimestre del año.

Respecto a las cuentas por cobrar comerciales, Nestlé tiene una política de crédito de 30 a 45 días. La cartera es sana, gracias a la relación que mantiene con sus clientes y a sus políticas de crédito, que de acuerdo al caso, requieren de garantías que mejoran la voluntad de pago.



### Evolución del derecho de cobro y de la cobertura

La estructura original de la presente titularización establecía la transferencia al Fideicomiso del derecho de cobro futuro sobre las ventas de Nestlé Ecuador a cinco *clientes seleccionados*, que en su conjunto representan alrededor del 40% de las ventas locales de la Empresa.

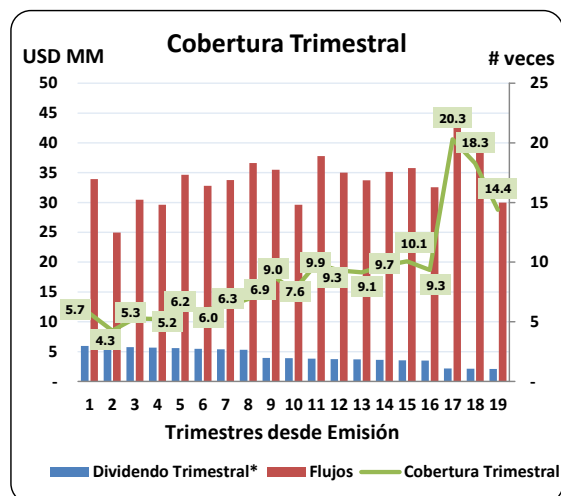
Como se indica en la sección Hechos Relevantes de este informe, a partir de marzo-2013 únicamente se encuentra transferido al Fideicomiso el derecho de cobro generado por las ventas a Supermercados La Favorita y El Rosado, los cuales en su conjunto representan aproximadamente 26% de las ventas totales.

Estos dos autoservicios son participantes importantes dentro de los segmentos en los que se desenvuelven y mantienen relaciones comerciales estables con Nestlé que superan los 50 años. La política de días de cobro con estos clientes oscila de 30 a 45 días.

Las ventas a estos dos clientes generalmente han seguido el comportamiento de las ventas agregadas de la empresa. A septiembre-2013, el crecimiento de estas ventas respecto al mismo período del año anterior es de 11.5%, porcentaje superior al 7.7% proyectado para el total.

El riesgo de concentración en los clientes seleccionados se mitiga por su franquicia, y por el hecho de que, a partir de la nombrada reforma, la titularización de flujos está cubierta por la fianza solidaria del Originador.

La cobertura de los dividendos a pagar, con los flujos del derecho de cobro titularizado, es holgada frente a su variabilidad histórica, lo cual es consistente con la calificación otorgada.



Nota: Dividendo calculado suponiendo colocación total de los valores en todos los períodos.  
Fuente: Fondospichincha. Elaboración: BWR.

La tendencia creciente de la cobertura trimestral de los flujos recaudados respecto de los dividendos trimestrales por pagar, es producto del crecimiento de los flujos recibidos (con la estacionalidad propia de las ventas), así como de la reducción del dividendo trimestral (conforme se amortizan los títulos).

Luego de cancelar la serie A en noviembre-2010 (trimestre 8), la cobertura trimestral aumenta en forma importante. En noviembre-2012 se realiza la cancelación total de la serie B, por lo que la cobertura se incrementa nuevamente de forma importante.

Luego del cambio del derecho de cobro titularizado a partir de marzo-2013, se aprecia una disminución de la cobertura, pero a niveles aún muy holgados respecto a lo requerido para completar las provisiones requeridas.

Considerando el último dividendo por vencer de la serie C, y la recaudación trimestral de los mismos tres meses del año anterior, correspondientes a la recaudación de ventas a La Favorita y El Rosado, el exceso de flujos cubriría en 4.4 veces el índice de desviación calculado por el estructurador financiero de 20.52%, por lo que cumpliría ampliamente el requerimiento mínimo legal.

### Evolución de Gastos del Fideicomiso

Los gastos operacionales del Fideicomiso son pagados con cargo a un fondo rotativo de USD 10,000 que debe ser repuesto con los flujos recaudados.

Los gastos asumidos por el Fideicomiso no son significativos frente al monto emitido, y al volumen de flujos generados y esperados.

### Posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del Originador, en el caso de quiebra o liquidación

Prelación	Descripción	Pasivo + conting. tributarios (USD M)
1	Pasivos tributarios*, empleados e IESS.	26,610
2	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	0
3	Deuda sin garantía específica de balance	162,580
<b>Total</b>		<b>189,190</b>

\* Incluye contingencias tributarias

En el cuadro anterior se detalla la prelación existente de las dos titularizaciones vigentes originadas por Nestlé Ecuador, respecto a los activos del Originador, en un escenario de liquidación de la empresa. A la fecha, Nestlé Ecuador no mantiene ningún activo pignorado ni registra activos diferidos.



En un escenario de liquidación de la Empresa, los inversionistas de ambas titularizaciones se encontrarían en el mismo nivel de prelación que los demás pasivos sin garantía específica de la Empresa.

Cabe indicar que la calificación otorgada se fundamenta en el análisis del Originador como negocio en marcha, el cual se describe a lo largo de este informe, por lo que el análisis de la capacidad de liquidación de los activos no es relevante para esta calificación.

Por último, el saldo insoluto de las dos titularizaciones de flujos representa 20.9% del activo libre de gravamen de Nestlé Ecuador, por lo que se encontraría dentro del 80% establecido como límite legal.

#### ▪ **NESTLÉ ECUADOR (ORIGINADOR)**

Nestlé Ecuador S.A. es 100% propiedad de Nestlé S.A. (Suiza), una de las compañías más grandes en el mundo, dedicada a la producción de alimentos con valor agregado.

Nestlé Ecuador comercializa varias líneas de alimentos no básicos para el consumo humano, y una línea de alimentos para mascotas. Parte de los productos son elaborados localmente por Nestlé Ecuador y su subsidiaria Industrial Surindu S.A. Igualmente comercializa productos elaborados por empresas relacionadas ubicadas dentro y fuera del país.

Luego de analizar los estados financieros y demás información combinada de Nestlé Ecuador S.A. e Industrial Surindu S.A., de septiembre 2013, se concluye que la calificación de riesgo de crédito de Nestlé Ecuador es consistente con la calificación otorgada a la presente titularización.

Dicha calificación se fundamenta en el soporte de su Casa Matriz, Nestlé S.A (Suiza), con la que existe integración operacional, financiera y estratégica. Nestlé S.A. mantiene una calificación de largo plazo en escala internacional de AA+, con perspectiva estable, ratificada por Fitch Ratings en julio 2013.

El soporte del accionista se ha materializado en distintas ocasiones a través de préstamos directos que al momento no existen. El soporte de la Casa Matriz y la capacidad de la compañía local de generar flujos compensan el pequeño patrimonio del balance local de esta.

Los productos de Nestlé Ecuador S.A. continúan con un buen posicionamiento como marca y empresa en el mercado ecuatoriano, aunque enfrentan una fuerte competencia que presiona su posición, por lo que la empresa se ha enfocado en el mejoramiento la eficiencia de sus procesos,

innovación tecnológica y diversificación constante de sus productos.

Entre las ventajas competitivas de la Empresa está la diversificación de líneas y de productos. La Compañía cuenta con líneas importadas que tienen baja o moderada competencia local lo que le permite mayor flexibilidad en el manejo del precio.

Las estrategias de comercialización y distribución le han permitido alcanzar el crecimiento de ventas planificado, tomando en cuenta que, por la estacionalidad de las ventas, el último trimestre es de un fuerte crecimiento.

A pesar de la estructura pesada de operación, en este período se recupera el margen EBIT como resultado de las diversas estrategias de manejo para el control de costos y de gastos de operación.

La empresa mantiene márgenes operativos suficientes para respaldar la operación de la empresa, cubrir los costos del endeudamiento financiero, que requiere para mantener sus inversiones en CAPEX, y para el pago de impuestos que representan el 39% de los resultados antes de impuestos, y que contienen tanto el pago del impuesto a la renta como el del impuesto a la salida de divisas por el pago de regalías.

Las perspectivas para el próximo año son mantener las estrategias actuales, alcanzar un crecimiento en ventas menor pero mejorar el margen EBITDA por la mayor eficiencia en la operación. Para lograrlo se continúa con la planificación de inversiones en tecnología que permiten mejorar y renovar la capacidad de producción.

Estas metas de crecimiento en ventas son alcanzables para la empresa tomando en cuenta los resultados positivos de las estrategias ejecutadas durante este año y el posicionamiento de sus productos.

El alto endeudamiento muestra una tendencia decreciente desde 2012 que se mantiene hasta la fecha. La Empresa redujo de forma importante las obligaciones financieras en el 2012 y alrededor de USD 14MM durante este año.

La Compañía mantiene un CFO positivo suficiente para atender los requerimientos operativos y de CAPEX, no obstante, presenta una baja cobertura de liquidez debido a la política de pago de dividendos al 100%. La liquidez mejora en el período pero aun así continúa apretada por el alto endeudamiento y el descalce de plazos en la estructura del balance, ya que el 61% de la deuda financiera es de corto plazo.

Para fin de año se espera llegar a un monto de inversión en activo fijo menor al proyectado, lo que junto con la tendencia positiva de la generación



operativa permitirían alcanzar una mejor cobertura de liquidez para la deuda de corto plazo, de acuerdo con lo presupuestado. Al final año la empresa necesitará refinanciar el 51% de la deuda de corto plazo.

Consideramos que el riesgo de refinanciamiento de la deuda de corto plazo se mitiga por el posicionamiento de la compañía en los mercados financieros y el soporte de su Casa Matriz.

La administración de Nestlé Ecuador S.A., está conducida por profesionales con trayectoria técnica y comercial que ha implementado estrategias de negocio con resultados positivos. Cuenta con el apoyo y se manejan bajo las políticas y objetivos de su casa matriz.

#### ▪ **FONDOSPICHINCHA S.A. (FIDUCIARIA)**

La Administradora de Fondos del Pichincha (Fondospichincha S.A.) actúa como agente de manejo de la presente titularización.

Esta institución presta servicios de administración de fondos de inversión, fondos colectivos, fideicomisos y procesos de titularización. La Fiduciaria opera con cobertura geográfica a nivel nacional, a través de sus propias oficinas en Quito, Guayaquil y Cuenca.

Fondospichincha fue autorizada en febrero de 1994 como la primera administradora de fondos y fideicomisos en el Ecuador. En julio-2012 dejó de ser parte del Grupo Financiero Pichincha, y pasó a un grupo de accionistas de la administradora FIDEVAL, en cumplimiento de la Ley de Regulación del Control y Poder del Mercado.

Al margen del cambio de su paquete accionario, mantiene el personal técnico y una administración con experiencia. La estructura administrativa de la Fiduciaria, infraestructura tecnológica especializada, procesos y controles se mantienen bien definidos y se consideran adecuados.

Consideramos que Fondospichincha S.A. posee la capacidad técnica, experiencia e infraestructura tecnológica necesaria para desempeñar en forma adecuada la función de Administradora del Fideicomiso.

El 12 de abril de 2013, se suscribió un contrato de Fusión por Absorción en el cual la Compañía

Fideival S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos absorbe a la Compañía Administradora de Fondos del Pichincha Fondospichincha S.A., y aprobados por la Intendencia de Mercado de Valores mediante resolución No Q.IMV.2013.4543 del 09 de septiembre del 2013. Se indica como hecho subsecuente que el 18 de noviembre de 2013 se completó dicha fusión por absorción.

#### ▪ **ESTRUCTURA DE LA TITULARIZACIÓN**

Hemos recibido una opinión legal favorable respecto a la legalidad y forma de transferencia de los activos al patrimonio autónomo. La cesión irrevocable de los derechos de cobro de Nestlé Ecuador al Fideicomiso está realizada y definida en la escritura del Fideicomiso. La cesión de los derechos de cobro se hace efectiva cada vez que se producen las cuentas por cobrar a los *clientes seleccionados*, mientras el Fideicomiso esté vigente.

El saldo insoluto agregado de las dos titularizaciones de flujos vigentes de Nestlé Ecuador S.A., representa a septiembre-2013, el 19.9% del pasivo consolidado de Nestlé Ecuador y Surindu (su relacionada local por accionariado).

La fianza solidaria otorgada por Nestlé Ecuador a los valores emitidos por este fideicomiso, protege a la estructura en caso que los flujos recaudados no sean suficientes para el pago de los pasivos con inversionistas.

Las principales características de la estructura de la titularización se resumen en el informe de la calificación inicial de la titularización, disponible en [www.bankwatchratings.com](http://www.bankwatchratings.com). En los Hechos Relevantes de este informe se incluye además un resumen de la reforma realizada en agosto-2012 a la estructura inicial.

#### ▪ **PRESENCIA BURSÁTIL DEL VALOR**

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 Macroeconómico

**DATOS GENERALES**

	2011	2012	2013 prev. *
Inc. PIB (Año base 2007) %	7.50	5.01	4.05
PIB CORRIENTE ( Mill USD)	77,832	84,682	90,326
Inc. PIB CORRIENTE%	14.78%	8.80%	6.66%
Inflación Anual %	5.41	4.16	3.93%
Total Ingresos	18,600	20,405	25,454
Total Gastos	22,342	24,642	30,515
Deficit / Superavit	(3,742)	(4,237)	(5,061)
Deuda Gobierno **	14,552	18,694	20,197
Deuda Interna **	4,506	7,781	7,866
Deuda externa **	10,046	10,913	12,331
Deuda total del Gobierno / PIB%	18.6%	25.0%	22.36
Deuda externa del Gobierno / PIB%	12.8%	14.9%	13.65
Deuda interna del Gobierno / PIB%	5.8%	11.0%	8.71
Precio del Petroleo / barril USD (ref)	99.75	91.82	96.39
Precio Programado Petroleo		79.3	84.9
Gasto Corriente Gobierno / PIB%	23.5%	20.6%	21.4%
Fuentes: Analisis Semanal			
Fuente Banco Central			
Debe tomarse en cuenta que la deuda menor a 360 dias el Gobierno no la contabiliza como tal			
** Datos a marzo 2013			
* Presupuestp del Estado para 2013			

**ANTECEDENTE**

A la fecha de este reporte, la Asamblea Nacional aprobó la proforma presupuestaria para el 2013, la que fuera enviada por el Ejecutivo con carácter de urgente el 5 de julio 2013.

Conforme dicta la Constitución de la Republica, en año de elecciones, es el nuevo gobierno el que debe efectuar el presupuesto, explicando por qué se presentó, transcurrido ya el primer semestre del año 2013. Se espera que en los próximos meses se anuncie la proforma para el 2014.

**SECTOR REAL**

**Producto Interno Bruto (PIB):** Las proyecciones para el 2013, de acuerdo a la proforma, indican un crecimiento del 4.05%, porcentaje inferior al alcanzado en el 2012 que fue 5.1%. La desaceleración, a pesar del incremento del presupuesto en 24%, obedece a que gran parte del monto de gastos es corriente y una reducción en el crecimiento de la construcción.

Los estimados de algunas organizaciones multilaterales son menos alentadores, así el Banco Mundial proyecta que la economía crecería en 3.8%; la CEPAL menciona una desaceleración de 1.2%, para llegar a 3.5%; en todos los casos, las proyecciones apuntan a una desaceleración de la Economía.

Factores externos como el estancamiento o caída del precio del petróleo, una revalorización del dólar frente a las monedas de los países vecinos, la

desaceleración de la economía China, nuestro principal proveedor de fondos, incidiría en limitar el crecimiento planificado del País.

**Las manufacturas** ofrecen un importante aporte al crecimiento (5.8%) para el 2013, siendo uno de los mayores aumentos de los últimos años, con un aporte del 12.6% del PIB.

Se estima que **La construcción** crecerá el 6%, porcentaje bastante inferior al alcanzado en el 2011 de 21.6% y 2012 de 14%, sin embargo, mantiene un aporte significativo de 11.1% del PIB.

**El petróleo y la refinación**, tendrán un componente de 11.3%, del PIB. En el primer semestre del 2013 el precio de crudo del oriente terminó en USD 97.45 el barril, registrando un alza respecto de diciembre 2012 de USD 5.63.

Se considera que el precio del petróleo no tendrá mayores variaciones y que mantendrá un promedio similar o ligeramente inferior para el 2013, lo cual generaría mayores retos al Gobierno, por la dependencia que tiene la economía en el petróleo y el hecho de que los gastos continúan aumentando en mayor proporción a los ingresos.

**La inflación** a mayo del 2013, mantiene un comportamiento a la baja, es así, que llega a 3.01%, inferior a la registrada en mayo 2012, que fue de 4.85%. En el presupuesto para el 2013, se proyecta la inflación en 3.9%, que no se presenta difícil de alcanzar, de continuar la actual trayectoria.

**El Mercado Laboral:** La tasa de desempleo, respecto a diciembre 2012, disminuyó en 0.14%, tanto a nivel urbano como rural, situándose a junio 2013 en 4.9%.

**El salario básico** unificado para el 2013 es de USD 318.00, con un incremento del 8.9%, (USD 292.00 a junio 2012).

**Las tasas de interés** referenciales no han registrado cambios, conservándose estables y no se esperarían variaciones en el corto, plazo. La tasa pasiva referencial se mantiene en 4.53% y la tasa activa referencial en 8.17%. Las tasas de interés de los segmentos crediticios tampoco registran variaciones en el último trimestre.

**SECTOR EXTERNO**

**La balanza comercial** a mayo 2013, presenta un déficit acumulado de USD 287 millones FOB, mayor al obtenido a mayo 2012, que fue positivo

en (USD 581 millones). Esta diferencia se da debido a una mayor exportación gracias a los altos precios del petróleo en el 2012, (USD 101.68 a mayo 2012; USD 96.39 a mayo 2013), en volumen se mantuvieron casi iguales, con una diferencia menor para este periodo 2013 de 207m barriles.

### **EXPORTACIONES USD 10,173mm (mayo 2013).**

Las exportaciones anuales disminuyeron en -1.43%. Las petroleras suman USD 6,385.2 mm disminuyendo en -11.64% (incluidos los derivados). Las exportaciones petroleras representan el 55.46% del total.

Las exportaciones no petroleras suman USD 4,530.62mm; en valores monetarios se incrementan en 15.12%. Las exportaciones no tradicionales incrementan su participación frente a las tradicionales, aunque los productos con mayor participación, del total exportado, siguen siendo el banano (10.37%), el camarón (6.2%), los productos de mar (5.9%) y las flores (3.7%).

### **IMPORTACIONES USD 10,435.84 mm. (mayo 2013).**

A mayo 2013 las importaciones se incrementan en 7.17% en términos monetarios, sin que se registren crecimientos significativos en los diferentes rubros importados excepto en los bienes de consumo que disminuyen en monto (-4.59%). Los otros rubros conservan una participación del total general similar al año anterior, así tenemos materias primas (31.36%), bienes de capital (27%) y los combustibles y lubricantes, que crecen en 13.92% y su participación sube a 23% de las importaciones.

### **SECTOR PÚBLICO**

El Presupuesto General del Estado (PGE) proyectado a diciembre 2013 registra un crecimiento de 24.7% con un déficit de USD 5,061 millones. El crecimiento del gasto público se mantiene mayor al de los ingresos. Se espera que el precio del petróleo, el cual alimenta el presupuesto, se mantenga estable o con ligera tendencia a la baja. La disminución en el crecimiento de China, la situación reprimida de Europa, la paralización de la refinera de Esmeraldas, entre otros factores, tendría incidencia negativa en los ingresos petroleros del País.

## **PRESUPUESTO GENERAL DEL ESTADO**

### **INGRESOS**

	2011	2012	2013 pres	Variación 2012/2013
<b>TOTAL INGRESOS</b>	<b>18,600</b>	<b>20,405</b>	<b>25,454</b>	<b>24.7%</b>
<b>TRIBUTARIOS</b>	<b>9,426</b>	<b>10,362</b>	<b>12,793</b>	<b>23.5%</b>
<b>PETROLEROS</b>	<b>7,341</b>	<b>8,401</b>	<b>8,690</b>	<b>3.4%</b>
<b>NO TRIBUTARIOS</b>	<b>1,234</b>	<b>1,130</b>	<b>2,946</b>	<b>160.7%</b>
<b>Transf Corrientes</b>	<b>422</b>	<b>89</b>	<b>1,025</b>	<b>1051.0%</b>
<b>Otros, autogestion.</b>	<b>177</b>	<b>423</b>	<b>-</b>	

Fuente: Análisis Semanal  
Elaboración BWR

### **EGRESOS**

	2011	2012	2013 presp	Variación 2012/2013
<b>TOTAL EGRESOS</b>	<b>22,342</b>	<b>24,642</b>	<b>30,515</b>	<b>23.8%</b>
<b>Gasto Corriente</b>	<b>14,966</b>	<b>16,699</b>	<b>19,347</b>	<b>15.9%</b>
- Sueldos	6,519	7,547	7,884	4.5%
- Bienes y servicios	5,396	5,996	8,138	35.7%
- Transferencias y otros gastos	2,312	2,352	2,678	13.9%
<b>Financieros</b>	<b>740</b>	<b>804</b>	<b>647</b>	<b>-19.5%</b>
<b>Gasto de Capital</b>	<b>7,376</b>	<b>7,943</b>	<b>11,168</b>	<b>40.6%</b>

Fuente: Análisis Semanal  
Elaboración BWR

### **Tributación:**

La recaudación de impuestos ha mantenido un crecimiento continuo, a mayo se reporta un 13.8% respecto al 2012 y la tendencia ha sido persistente durante los últimos seis años.

El impuesto al Valor Agregado IVA, que de alguna manera mide la actividad económica, ha tenido un incremento del 15.6%, de acuerdo a lo planificado con el SRI.

El ISD o impuesto a la salida de divisas ha tenido un incremento importante, debido al aumento de la tasa de recaudación de 2 al 5%, convirtiéndose en el tercer impuesto en importancia.

### **Gastos:**

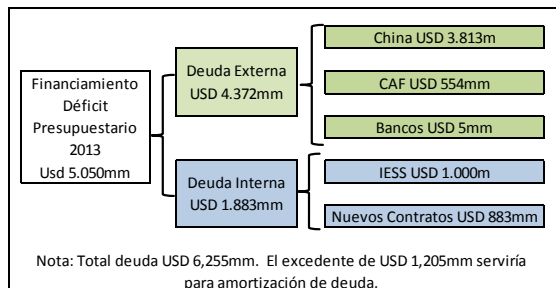
El cambio ajustado a precios constantes del 2007, da como resultado que el peso de las cuentas nacionales en la economía sea menor, lo que da mayor holgura al gasto público, para seguir creciendo.

El comportamiento expansivo del gasto es cada vez mayor, disminuyendo la flexibilidad de la economía ecuatoriana, en especial porque un alto porcentaje está en gastos corrientes (63.4%), sin que se sienta un re direccionamiento de la política del Gobierno, en este aspecto.

Los créditos recibidos tanto del exterior como internos, empiezan a amortizarse, incidiendo en el flujo de los gastos; a marzo 2013 la deuda total suma USD 20,197 millones, distribuida en: deuda interna de USD 7,866 millones y deuda externa de USD 12,331 millones registrando un incremento de diciembre 2012 a marzo 2013 del 12.36%. El porcentaje de la deuda PIB, por efectos del cambio en la matriz del presupuesto,

bajaría de 25% en dic 2012 a 22.4% proyectada a dic 2013.

### FINANCIAMIENTO DEL DEFICIT FISCAL



Fuente: Presupuesto 2013

Elaboración: BWR

### SECTOR MONETARIO Y FINANCIERO

Las regulaciones y leyes emitidas en el 2012, han empezado a influir en los resultados del Sistema Financiero, especialmente en cuanto a las tendencias y modalidades de crédito y a la obtención de utilidades, las mismas que de acuerdo a las expectativas, se han reducido substancialmente.

El sistema financiero Bancos (junio 2013), registra **activos brutos por USD 29,410 millones**, con un crecimiento anual de 9.2% y en el lado de los pasivos **USD 25,286 millones**, con un crecimiento de 9.2%.

Las **captaciones del público** llegaron a **USD 22,529 millones**, con un crecimiento anual de 9.3%; la cartera a junio 2013 registra un valor de **USD 16,618 millones**, con un incremento de 10.5% frente a junio 2012.

El Sistema continúa creciendo de forma importante, pero la tendencia no tiene el mismo impulso de años anteriores debiendo tomar en cuenta el crecimiento de la **cartera en riesgo (cartera vencida más la que no devenga intereses)**, que en este periodo fue de 15.2%.

**La morosidad** muestra una tendencia creciente en el sistema (3.07%), en parte explicada por crecimientos agresivos en los últimos años, especialmente en el segmento de consumo.

**La cobertura de provisiones a total cartera**, en este semestre, comparado con el año anterior, vemos que se ha fortalecido subiendo de 5.98% a 6.54%, debido a un mayor gasto de provisión en el periodo.

La oferta monetaria continúa creciendo, pero en menor intensidad que la habitual.

#### Cartera de Crédito

El sistema financiero bancos continúa el crecimiento de su cartera en USD 1,582mm, respecto a junio 2012.

Se mantiene como principal rubro la cartera comercial 47%, seguida por cartera de consumo 35%; cartera de vivienda 8.3%; cartera micro empresarial 7.7%. La cartera de crédito educativo es aún muy pequeña.

#### Resultados USD 125 millones.

A junio del 2013, el Sistema Bancos Privados tiene una caída anual de USD 63.6 millones de utilidad equivalente a un decrecimiento de 33.8%. El sistema de Cooperativas tiene un pequeño incremento del 1.7%, las financieras un decrecimiento del 34.2% sin tomar en cuenta Diners Club; no sucede igual con los bancos Públicos que tienen un incremento del 38% (en parte influenciado por utilidades generadas por Banco Pacífico a la CFN).

### SECTOR PRIVADO

Se espera que el 2013 sea un complejo año fiscal, por las mismas palabras del Presidente Correa, lo cual ha dado paso a que el gobierno de ciertas manifestaciones de apertura y acercamiento a la empresa privada. Un gesto importante fue la actitud con los empresarios en su viaje a Alemania, incluyéndoles a estos como parte de su agenda, sin embargo, existen mensajes contradictorios con la renuncia al ATPDEA, manteniendo el entorno para la inversión privada más incierto y desfavorable.

Varias leyes que serán tramitadas en este año, mantienen la incertidumbre en los empresarios, tomando en cuenta que este gobierno se ha declarado de rasgo socialista, hace prever que las reformas tendrán el mismo alcance, limitando y reduciendo los resultados de las empresas y la confianza de estas para nuevas inversiones.

Actualmente están en carpeta de la Asamblea Nacional el trámite del Código del Trabajo; Ley de Aguas; Ley de Tierras; reformas tributarias, además de la aplicación de la Ley del Control del Poder del Mercado. Esta 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.

Las restricciones antes anotadas, el incremento de costos laborales y las deficiencias estructurales en los servicios limitan la capacidad de competir en los mercados internacionales, lo cual limita el crecimiento potencial de las exportaciones.

### PERSPECTIVAS 2013

Se esperarí que continúe la política de endeudamiento público y aumento del gasto en mayor proporción que el crecimiento económico.

La política de subsidios con el nuevo presupuesto se mantiene y en lo internacional se complican las



relaciones comerciales con nuestros principales socios. Se anuncia una nueva reforma tributaria con mayores cargas impositivas.

Las expectativas de incentivar o conseguir mayor inversión extranjera no son muy prometedoras.

Se espera que la estrategia de crecimiento económico mediante gasto público, soportado por el alto precio del petróleo y el crédito externo, se mantenga durante el 2013, no así en los siguientes años.

La paralización de la refinería de Esmeraldas, que no se dio en el 2012, se haría en 2013, lo cual explicaría en parte la desaceleración esperada de la economía y reduciría los ingresos para el Estado.

Las actividades que se dirigen a los mercados externos tendrán que enfrentar los mayores

riesgos, no solo por las perspectivas económicas de dichos mercados sino por el deterioro del entorno operativo interno para las exportaciones, por factores que afectan el sector como son: el crecimiento de los costos internos, el impuesto del 5% a la salida de divisas y a los fondos que los exportadores mantienen en el exterior y la actitud de las autoridades frente a los principales mercados del Ecuador.

**Fuentes:** Banco Central del Ecuador, Análisis Semanal, Revista Cordes, El Comercio, diario HOY, Revista Lideres.

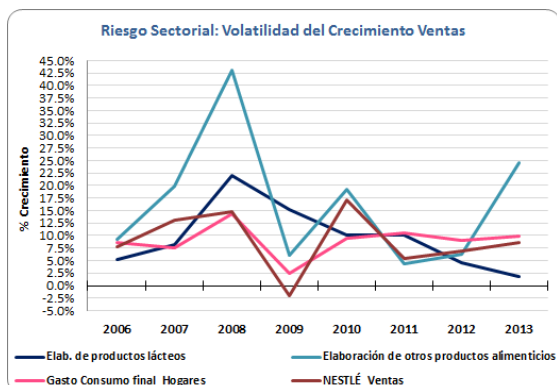
**Elaboración:** BWR, julio, 2013.

**Corte de información:** marzo - junio 2013, proyección a diciembre 2013.



Nestlé Ecuador

**Riesgo Sectorial**



Fuente: BCE, Nestlé Ecuador S.A. e Industrial Surindu S.A.  
Elaboración: BWR

Nestlé produce y comercializa varios productos alimenticios. Lo principales pertenecen a los sectores de elaboración de productos lácteos, galletería, jugos, chocolate y otros alimentos.

La producción nacional de estos sectores de productos mejoró desde el 2008 hasta el 2012 (crece en 15% anual), por el aumento del número de compañías manufactureras locales e inversiones productivas de empresas existentes, en respuesta a medidas gubernamentales de protección a la producción nacional, lo cual ha llevado a una competencia importante dentro del segmento. En los dos últimos años la disminución del crecimiento del PIB desaceleró también el crecimiento de estos sectores, no obstante muestran tasas de crecimiento de 4.8% y 9.1% en los años 2012 y 2013 respectivamente.

Debido a la diversificación de sus productos las ventas de Nestlé están directamente relacionadas con la tendencia del consumo de hogares.

Las perspectivas para el fin del año indican un crecimiento de 8.7% en el consumo final de los hogares, similar al crecimiento esperado de las ventas de Nestlé.

En los sub sectores identificados el manejo de los precios es crítico, debido a que la demanda incorpora alimentos no básicos, cuya flexibilidad al precio es elástica. Por lo tanto Nestlé tiene como estrategia no elevar sus precios sino buscar mayor eficiencia en las diferentes etapas de la producción y comercialización.

La variedad e innovación de productos y presentaciones, así como la diversificación de mercados objetivos, son diferenciadores fundamentales para mitigar el riesgo de competencia y de sensibilidad al costo, por la variación del precio de las materias primas.

La perspectiva de los precios en el corto plazo de las principales materias primas que usa Nestlé como son azúcar, cacao y harina, es estable y más bien registran una ligera tendencia de disminución. El precio de la leche es controlado por el gobierno y tuvo un ajuste durante el año que no se repetiría en el corto plazo.

Entre los mecanismos que el sector utiliza para mitigar el riesgo de abastecimiento de materias primas y los efectos de sus precios en el desempeño de su gestión están entre otros, mantener relaciones estables con proveedores locales e internacionales, lo que les permite proveerse de insumos en las condiciones más favorables dependiendo de las circunstancias en un momento dado. Adicionalmente utilizan instrumentos financieros para reducir la volatilidad de los precios.