

## Calificación

Serie	Calificación Actual	Calificación Anterior	Fecha de cambio
SERIE 1	C	C en Observación	31-jul-13
SERIE 2	AAA	C	31-jul-14

### DESCRIPCIÓN DE LA CALIFICACIÓN:

**Categoría C:** "Corresponde al patrimonio autónomo que tiene mínima capacidad de generar los flujos de fondos esperados o proyectados y de responder por las obligaciones establecidas en los contratos de emisión".

**Categoría AAA:** "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".

### Principales participantes:

- **Originador :** Fideicomiso Proyecto Multipropósito Baba
- **Originador de última instancia:** Corporación Eléctrica del Ecuador CELEC EP
- **Beneficiarios:** Originador e HIDROPACIFICO (o quién éste designe)
- **Fiduciaria:** Futurfid

### Contactos:

Carlos Ordóñez  
 (5932) 226 9767 ext. 105  
[cordonez@bwratings.com](mailto:cordonez@bwratings.com)

Sonia Rodas  
 (5932) 29 22 426 ext. 111  
[srodas@bwratings.com](mailto:srodas@bwratings.com)

## Fundamento de la calificación

**El Comité de Calificación de BankWatch Ratings S.A. decidió mantener la calificación de la Serie 1 de la Titarización de Flujos Futuros de la Central Hidroeléctrica Marcel Laniado de Wind en la categoría "C" y subir la calificación de la Serie 2 a "AAA".**

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

La calificación otorgada a la serie 1 obedece a que, si bien hasta el momento, se ha cumplido oportunamente con los pagos a los inversionistas a través de aportes desde CELEC EP matriz hacia el fideicomiso de titularización, no se han definido contractualmente las condiciones en las que se mantendrían estos flujos en el futuro, y no existe un compromiso directo legal de parte del Estado de que se proveerá de forma oportuna los recursos para cumplir con las obligaciones a los inversionistas, en tiempo y forma hasta el vencimiento del plazo de los títulos.

Si bien el soporte recibido, con pagos oportunos, refleja la disposición de CELEC EP de honrar la obligación con los inversionistas de esta titularización, no hay certidumbre sobre la alternativa real o el proceso que adoptará el Gobierno para el pago a los inversionistas. Aún no se ha realizado la reforma del Contrato del Fideicomiso para asegurar y actualizar las condiciones previstas inicialmente.

La calificación de la Serie 2 obedece a que a la fecha de este informe se ha realizado el pago a los inversionistas correspondiente al 4 de Julio del 2014, quedando ya una cuota final de capital de la Serie 2 por USD 1.563M que vence el 14 de octubre del 2014, cuyo pago, junto con la siguiente cuota de la Serie 1 por USD 632M, estaría cubierto con los recursos líquidos del fondo de reserva que a la fecha es de USD 6.2MM, depositados en el BCE. Por tanto, la liquidez inmediata del Fideicomiso le otorga el 100% de la capacidad de pago del saldo de la Serie 2. Este es el motivo por la cual el Comité de calificación ha decidido el incremento de la calificación de esta serie, a la categoría de "AAA".

Hasta el momento el proceso iniciado el año 2012 por la CELEC EP -Unidad de Negocio Hidronación, junto con otras instituciones pertinentes como la SENAGUA, MEER, CELEC EP matriz, para definir legalmente la situación de esta Titularización, ha avanzado lentamente, pero no se ha definido aún la modificación del contrato del fideicomiso.

Por lo tanto, una mejora de la calificación de la serie 1 estaría sujeta a que se definan contractualmente los mecanismos adecuados por los cuales el fideicomiso pueda obtener los recursos necesarios para el pago en tiempo y forma de sus obligaciones con los inversionistas.

Los cambios ocurridos en el marco legal vigente que rige el sector eléctrico han originado un deterioro de las condiciones iniciales del fideicomiso de titularización, han significado también la ruptura legal y operativa del esquema por el cual se traspasaba al Fideicomiso de Titularización el flujo recaudado, correspondiente al derecho de cobro, generado por la venta de energía de la Central Marcel Laniado.

CELEC EP realiza la recaudación directa de la facturación, organizándola de acuerdo a las unidades de gestión existentes, entre las que se cuenta a la Unidad de Negocios Hidronación. Los recursos obtenidos son administrados por CELEC para, entre otras cosas, cubrir los costos y gastos de operación y mantenimiento de la Central Marcel Laniado, pero el flujo ya no pasa por el Fideicomiso de titularización.



## Presentación de Cuentas

El presente análisis de calificación se realiza con base en la siguiente información:

Estados financieros directos del Fideicomiso de Titularización al 30 de Junio del 2014, bajo normas NIIF.

Información sobre la generación de flujos de facturación hasta may-2014.

Normativa legal vigente del sector eléctrico, que recoge los cambios ocurridos en el marco legal que rige al Sector Eléctrico.

Demás información relevante de la Titularización con corte jun-2014

Los estados financieros auditados del 2011 se entregaron, no obstante los auditores no expresan opinión ya que no pudieron verificar las cifras de cuentas por cobrar y por pagar a los constituyentes del Fideicomiso (USD 57.9MM y USD15MM respectivamente). Los estados financieros auditados del 2012 y 2013 aún no se presentan. Se informa que no pudieron verificar porque FPMB y CELEC no confirmaron saldos al auditor.

## Evolución de la Emisión

El Fideicomiso Mercantil Titularización de Flujos Central Marcel Laniado se constituyó el 25 de agosto del 2006. La titularización fue un mecanismo de fondeo para la construcción del Proyecto Multipropósito Baba que incluye la Central Hidroeléctrica Baba que ahora está ya en operación.

## DERECHO DE COBRO

El derecho de cobro está constituido por la totalidad de las cuentas por cobrar que se generan a favor de HIDRONACION frente a los COMPRADORES, como consecuencia de las ventas de energía eléctrica y potencia, así como la provisión de cualquier otro bien o servicio, correspondientes a GENERACION BASICA, generadas por la operación de la CENTRAL MLW, mientras se encuentre vigente el FIDEICOMISO DE TITULARIZACION.

Este derecho le fue transferido al originador en su constitución por la compañía HIDRONACION S.A., mediante escritura pública suscrita el 3 de Enero del 2005.

El Fideicomiso Proyecto Multipropósito Baba (FPMB) se constituyó mediante decreto ejecutivo 2171 del año 2004, que instruyó a CEDEGE, único accionista de HIDRONACION, su constitución y dispuso que el FPMB tenga como patrimonio autónomo toda la energía que se genere en la Central Marcel Laniado

de Wind, con el agua del Embalse Daule Peripa y la trasvasada desde el Embalse de Baba.

Luego de la aplicación del Mandato 15 emitido en el año 2008, el contrato con el que se estructuró la Titularización no contempla las condiciones actuales del Sector eléctrico y se han roto los vínculos que soportaban los flujos titularizados. Hasta el momento se ha cumplido los pagos a los inversionistas con las transferencias directas desde el Ministerio de Electricidad y luego de la CELEC EP, ya que no se está cumpliendo el flujo de fondos como había sido previsto en el contrato de titularización.

Las dos series de la titularización fueron emitidas el 4 de octubre del 2007, por un total de USD 75.020M, y hasta la fecha se ha cumplido oportunamente con los pagos de capital e intereses.

Al momento la titularización tiene las siguientes características:

DESCRIPCIÓN DE LA EMISIÓN	
<b>Monto Calificado:</b>	Serie 1: US\$ 40.000.000
	Serie 2: US\$ 40.000.000.
	(Total hasta US\$ 80'000.000)
<b>Saldo a la fecha: (31 de julio 2014)</b>	Serie 1: USD 26.472.000
	Serie 2: USD 1.563.713
	Total capital USD 28.035.713
<b>Moneda:</b>	Dólar de los Estados Unidos de América
<b>Intereses:</b>	Serie 1: Libor + 4.0% (Min 8.5%-Max 10.0%)
	Serie 2: Libor + 3.5% (Min 8.0%-Max 10.0%)
<b>Plazo:</b>	Serie 1: 10 años y medio
	Serie 2: 8 años
<b>Fecha de Emisión:</b>	Serie1: 04/10/2006
	Serie 2: 04/10/2006
<b>Fecha Vencimiento:</b>	Serie1: 04/04/2017
	Serie 2: 14/10/2014
<b>Forma de Pago:</b>	Intereses: Trimestrales
	Capital: Trimestral
<b>Garantía:</b>	Fondo de reserva, Fondo para riesgo hidrológico, y Garantía de CELEC EP
<b>Destino Emisión:</b>	Construcción de proyecto Baba
<b>Calificadora:</b>	BankWatch Ratings S.A.
<b>Resolucion Scías</b>	06-G-IMV-0006371 del 9-dic-2006

## Análisis de la Titularización

### Estructura Legal y prelación sobre los flujos titularizados.

Según su contrato de constitución, el Fideicomiso de Titularización (FT) debía recibir el flujo de efectivo resultante de la venta de energía generada por la Central Marcel Laniado de Wind (CMLW), y utilizarlo en el siguiente orden: a) transferir al Fideicomiso Baba los fondos necesarios para cubrir

sus costos, gastos e impuestos, b) los gastos de operación, mantenimiento y administrativos de la CMLW; c) la reposición del fondo rotativo, d) realizar la provisión para el servicio de la deuda, y e) transferir los flujos excedentes, luego del pago a los inversionistas, al Fideicomiso Baba.

El monto total de la titularización fue de USD 80MM, estructurados en dos series de USD 40MM.

El valor total de obligaciones colocadas fue de USD 75.02MM, y el saldo restante no se colocó.

Como hecho subsecuente se indica que el 4 de julio del 2014 se canceló un dividendo adicional de las dos series, luego de lo cual, queda un saldo total por amortizar de USD 28.03MM. La tabla de amortización en períodos anuales y el saldo por amortizar es el siguiente:

**FLUJO TOTAL DE AMORTIZACION DE LAS DOS SERIES**  
75.020.000

	CAPITAL	INTERESES	AMORTIZ.	SALDO CAPITAL
2007	4.242.151	6.704.625	10.946.776	70.777.849
2008	4.682.081	5.885.601	10.567.683	66.095.768
2009	5.168.560	5.320.210	10.488.770	60.927.207
2010	5.706.567	4.883.246	10.589.813	55.220.640
2011	6.299.431	4.400.786	10.700.216	48.921.210
2012	6.944.869	3.868.465	10.813.334	41.976.341
2013	7.670.625	3.281.085	10.951.710	34.305.716
2014	8.465.716	2.632.592	11.098.308	25.840.000
2015	10.220.000	1.875.100	12.095.100	15.620.000
2016	10.416.000	996.030	11.412.030	5.204.000
2017	5.204.000	165.750	5.369.750	0
<b>TOTAL</b>	<b>75.020.000</b>	<b>40.013.490</b>	<b>115.033.490</b>	

## Riesgo de Crédito y de Continuidad del Negocio del Originador

La Central Hidroeléctrica Marcel Laniado de Wind (CMLW) es la cuarta central hidroeléctrica del Ecuador en importancia por su volumen de producción neta, con una capacidad instalada de 213 MW y una represa con una capacidad de almacenamiento de agua de 6.000 millones de metros cúbicos. El embalse Daule Peripa le permite mantener una reserva suficiente para generar electricidad por 90 días. Con la finalización del Proyecto Baba y el trasvase hacia la CMLW se elevó su capacidad de generación en 80MW.

Luego del establecimiento del Mandato 15 se han producido cambios determinantes que han transformado la naturaleza de la empresa y la estructura del sector eléctrico. En enero del 2010 se constituyó la empresa pública Corporación Eléctrica del Ecuador CELEC EP, que absorbió a Hidronación, transformándola en una Unidad de Negocios de CELEC. El contrato con base en el cual se estructuró la titularización no contempla las

condiciones actuales del Sector Eléctrico, y no ha sido reformado aún.

Al momento el Originador es el Fideicomiso Multipropósito Baba y CELEC EP en última instancia dado que, de acuerdo con la legislación vigente, CELEC EP ha asumido los derechos y obligaciones de sus Unidades de negocio y actualmente de CEDEGE.

No obstante, la formalización contractual de esta obligación no se la ha realizado aún y se analizan varias opciones para el pago a los inversionistas.

## Riesgo de Continuidad del Derecho de cobro titularizado

En estos años los ingresos por recaudación ya no llegan al fideicomiso, y durante el año 2013 y en lo que va del 2014 tampoco se registra la facturación. La recaudación la recibe directamente CELEC EP, que es la dueña de la Unidad de negocios Hidronación. La facturación que se analiza en este informe para el año 2013 y 2014 corresponde a los registros de Hidronación.

La facturación y recaudación real y proyectada se describe en el cuadro siguiente. No se ha realizado la actualización de la proyección de los flujos de caja disponibles para el pago del monto vigente de la titularización, por lo que se presenta una comparación en base a las proyecciones de la calificación inicial.

(miles de dólares)

Fecha	Facturación		Flujo Transferido al Fideicom.		
	Proy.	Real	Proy	Real	% Cobro Real / Fact. Real
<b>2006 (5 meses)</b>	11,091	12,516	7,764	5,847	46.7%
<b>2,007</b>	31,837	24,347	22,286	23,939	98.3%
<b>2,008</b>	31,837	39,075	22,286	32,889	84.2%
<b>2,009</b>	31,837	26,483	22,286	17,550	66.3%
<b>2,010</b>	31,837	20,225	22,286	6,215	30.7%
<b>2,011</b>	31,837	23,239	22,286	9,255	39.8%
<b>2,012</b>	31,837	17,956	22,286	2,726	15.2%
<b>2,013</b>	31,837	16,120	22,286	7,263	45.1%
<b>Ene - Jun 2014</b>	16,407	8,453	11,485	5,622	66.5%
<b>Total</b>	<b>233,947</b>	<b>179,962</b>	<b>163,763</b>	<b>105,684</b>	<b>58.7%</b>

	Fact. Real / Fact. Proyectada	Flujo Recaud Fid / Ing. Proy
<b>2,007</b>	76.5%	107.4%
<b>2,008</b>	122.7%	147.6%
<b>2,009</b>	83.2%	78.7%
<b>2,010</b>	63.5%	27.9%
<b>2,011</b>	73.0%	41.5%
<b>2,012</b>	56.4%	12.2%
<b>2,013</b>	50.6%	32.6%
<b>Ene - Jun 2014</b>	51.5%	49.0%
<b>Total</b>	<b>76.9%</b>	<b>64.5%</b>

Fuente: Fiduciaria Futurfid e Hidronación EP



La evolución de la facturación se explica por varios factores, entre ellos la disminución de las tarifas derivada del cambio del modelo de fijación de precios marginales establecidos para el pago a las generadoras por un sistema de precios regulados, ya que el Mandato 15 establece que esta tarifa se definirá para cada empresa en función de sus costos de operación, sin considerar el componente de inversión, que debe ser cubierto directamente por el Estado.

De acuerdo con la información disponible directa de Hidronación la facturación del 2013 es únicamente el 50.6% de lo proyectado y entre ene-2014 y may-2014 llega a USD 16.4MM, monto que constituye únicamente el 51.5% de lo proyectado para el período.

La transformación de Hidronación a empresa hidroeléctrica pública implicó tener uno de los últimos grados de prelación para el pago de su facturación (séptimo y octavo entre 10 prioridades), dentro de los fideicomisos de pago de las distribuidoras.

La recaudación es recibida directamente por CELEC EP y a partir de enero-2013 ya no pasó al Fideicomiso. No obstante, la recaudación real de Hidronación, como parte de CELEC EP, es de alrededor del 45% de lo facturado durante el año 2013, y el 66% en lo que va del 2014.

Por los cambios en la legislación vigente del sector, mencionados anteriormente, el Fideicomiso ya no recibe los flujos correspondientes y por tanto no cubre los costos de mantenimiento de la CMLW ni las demás prelación. El Fideicomiso recibe únicamente los flujos necesarios para el pago a los inversionistas con unos días de anticipación.

Por esta razón el Fideicomiso acumula en el tiempo cuentas por pagar a terceros distintos de los inversionistas, por USD 5.77MM que corresponden a las prelación. Los costos de operación y mantenimiento han sido asumidos directamente por CELEC-EP, quien ha financiado obras mayores de mantenimiento. Existe un pasivo contabilizado en el Fideicomiso por USD 26MM que corresponde a los aportes realizados por Hidronación para cumplir el pago a los inversionistas.

La capacidad instalada de CELEC EP (matriz) y su posición en el mercado eléctrico se analiza en el anexo 1.

### Fondos Disponibles e Inversiones

A la fecha de corte el Fideicomiso de Titularización Central Marcel Laniado de Wind cuenta con recursos líquidos por USD 6.23MM, que constituye el

Fondo de Reserva para el pago del próximo dividendo de las dos series emitidas.

Estos recursos se encuentran colocados en la cuenta del Fideicomiso en el Banco Central del Ecuador.

### Derecho de cobro titularizado y cobertura de la emisión

	2010	2011	2012	2013	2014	Mayo
<b>Flujo del Fideicomiso</b>						
Caja Inicial	2,564,408	220,990	601,865	97	6,475	
<b>INGRESOS</b>						
Flujo proveniente recaudación	6,217,238	8,963,760	2,725,987	142,522	-	
Intereses Cta Cie.	-	-	-	-	-	
Intereses Fondo Rotat.	1,301	1,215	441	140	7	
Intereses Inversiones	115,488	166,739	-	-	25,468	
Otros Ingr. (Aportes. Min.Elect.)	13,221,861	4,506,274	-	80,620	90,266	
Aportes Patrimon. CELEC EP	-	6,253,790	10,813,338	11,034,668	5,513,645	
<b>Total Ingresos</b>	<b>19,555,887</b>	<b>19,891,779</b>	<b>13,539,766</b>	<b>11,257,949</b>	<b>5,629,387</b>	
<b>EGRESOS</b>						
Fideicomiso Baba	50,000	-	-	-	-	
Reposición Fondo Rotativo	95,802	-	-	-	-	
Otros Gastos	104,238	65,995	72,852	74,562	19,989	
Gastos de O&M y administrat.	5,943,965	8,580,030	3,255,346	225,297	643,669	
<b>Total Egresos</b>	<b>6,194,004</b>	<b>8,646,025</b>	<b>3,328,198</b>	<b>299,859</b>	<b>663,658</b>	
<b>Flujo Disponible pago inversionistas</b>	<b>13,361,883</b>	<b>11,245,754</b>	<b>10,211,568</b>	<b>10,958,089</b>	<b>4,965,729</b>	
<b>% Cobertura para el pago a los inversionistas</b>	<b>126%</b>	<b>105%</b>	<b>94%</b>	<b>100%</b>	<b>90%</b>	
Capital Pagado	5,706,567	6,299,426	6,951,436	7,670,624	4,128,427	
Intereses Pagados	4,883,245	4,400,784	3,861,901	3,281,087	1,401,385	
<b>Total Pago a Inversionistas</b>	<b>10,589,813</b>	<b>10,700,209</b>	<b>10,813,337</b>	<b>10,951,711</b>	<b>5,529,812</b>	
<b>Flujo después de inversionistas</b>	<b>2,772,070</b>	<b>545,544</b>	<b>-601,768</b>	<b>6,378</b>	<b>-564,082</b>	
Retornos al Originador	-	-	-	-	-	
Saldo Luego de restituciones	2,772,070	545,544	-601,768	6,378	-564,082	
Inversiones (compra)	18,875,335	15,841,784	-	-	3,429,318	
Vencimiento inversiones	13,759,847	15,677,115	-	-	10,249,315	
<b>Caja Final</b>	<b>220,990</b>	<b>601,865</b>	<b>97</b>	<b>6,475</b>	<b>6,262,390</b>	

Con cifras directas del mes de May-2014. Fuente: FTMLW

La caja final que se refleja en el flujo incluye el fondo de reserva para la titularización que fue transferido desde la cuenta de inversiones a un depósito en la cuenta del Fideicomiso en Banco Central del Ecuador, por lo que el saldo final de caja a mayo-2014 es de USD 6,262M. La transferencia de inversiones a depósitos en el BCE se revela en este cuadro en el movimiento neto de las líneas de inversiones.

En el cuadro anterior se refleja el flujo de ingresos del Fideicomiso en donde se observa que este no recibe recursos provenientes de la facturación de energía ni del cumplimiento de las prelación de pago establecidas en el contrato inicial.

Actualmente ya no existe un vínculo directo entre la recaudación de la facturación de energía (Flujo titularizado) y el pasivo con los inversionistas. La obligación ha sido asumida en los hechos por CELEC EP, de acuerdo con las disposiciones legales contenidas en el Mandato 15 y en la creación de la CELEC EP.



Esta empresa ha transferido los valores correspondientes para los pagos de capital e intereses a los inversionistas, siendo el último pago a la fecha de corte de este informe, el correspondiente al 4 de abril de 2014. Subsecuentemente se realizó el pago del siguiente dividendo de las dos series el 4 de julio del 2014. Adicionalmente, el 23 de mayo CELEC restituyó USD 2.7MM que fueron utilizados para el pago a los inversionistas en el mes de abril, por lo tanto a la fecha del informe el fondo de reserva está completo.

Si bien CELEC EP ha manifestado su voluntad de continuar sustentando al Fideicomiso para el pago a los inversionistas, no existe un compromiso directo, formalizado como una garantía legal y válida, que comprometa la transferencia oportuna de los recursos que permitan honrar el pago de los títulos emitidos hasta su vencimiento en tiempo y forma.

En estos meses se ha realizado algunas acciones, en cumplimiento de las regulaciones legales vigentes, que permitirían una mayor agilidad en el proceso de toma de decisiones encaminadas a corregir el problema estructural de la titularización. Se realizó la transferencia de derechos y obligaciones fiduciarias del Fideicomiso Multipropósito Baba desde CEDEGE (hoy SENAGUA) al Ministerio de Electricidad y Energía Renovable, luego de lo cual, este a su vez delegó a CELEC EP para que nombre a sus delegados a la Junta Administrativa del Fideicomiso, para que esta tome decisiones legales y contractuales pertinentes.

La Junta Administrativa está ya tomando decisiones encaminadas a realizar las reformas a los contratos de los fideicomisos creados para el financiamiento del Proyecto Multipropósito Baba con recursos de la Central Marcel Laniado.

Una de estas acciones es el registro contable y presupuestario de las obligaciones que justifican los pagos efectuados realizados CELEC EP en estos años y se espera avanzar en el proceso con mayor celeridad.

Los pagos de los dividendos del año 2014 están incorporados en su presupuesto anual.

#### Gastos proyectados del Fideicomiso

La estructura establece un fondo rotativo por un monto de USD 80,000, con el objeto de cubrir los gastos mensuales proyectados del Fideicomiso. No obstante, dado que ya no ingresa el flujo de facturación prevista al fideicomiso, es el originador el que hasta el momento ha cubierto estos gastos con transferencias a la cuenta del fideicomiso, exclusivamente para este objeto.

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

En cuanto a las garantías de la Titularización, existen dos constituidas en efectivo: la que corresponde al **Fondo de Reserva** de la Titularización (USD 6.174,7M), que está dentro del Fideicomiso de Titularización, y la **Garantía de Riesgo Hidrológico** (USD 7MM) que está en el Fideicomiso Multipropósito Baba.

La primera garantía ha sido utilizada en el mes de enero pero fue totalmente restituida en el mes de mayo, por lo que a la fecha de corte del informe se encuentra completa. De igual forma, para el pago a los inversionistas realizado el 4 de julio CELEC-HIDRONACION realizó la transferencia correspondiente completa, por lo que a la fecha del informe el Fondo de Reserva está completo, según reporta la Fiduciaria en su informe del 7 de julio del 2014.

El saldo de este fondo alcanzaría para cubrir 2.21 veces la cuota del mes de octubre (USD 2.78MM), que incluye la última cuota de la Serie 2 (USD 1.56MM). En el caso de la serie 1, quedaría aún tres años más para su vencimiento.

**La tercera garantía establece que CEDEGE** proveerá inmediatamente al fideicomiso Baba, a sola petición por escrito de Morgan & Morgan, Fiduciary & Trust Corporation S.A., Fiduciaria del Ecuador y de la Administradora de Fondos de Inversión Fideicomisos Futura, en recursos líquidos libres y disponibles, de las sumas necesarias para cubrir la suma anual de USD 12.5MM, comprometiéndose el Fideicomiso Multipropósito Baba a transferir inmediata e íntegramente esa cantidad al Fideicomiso de Titularización.

Luego de la fusión por absorción de CEDEGE a la SENAGUA, decretada el 23 de Septiembre del 2009, las obligaciones, contratos y convenios firmados por CEDEGE fueron asumidos por esta.

Sin embargo, si bien se realizó la solicitud de fondos por parte del Fideicomiso Baba en comunicaciones del 13 de Mayo del 2010, en la práctica la obligación fue asumida directamente por la matriz CELEC EP de la que ahora Hidronación es una de sus unidades de negocio.

Posteriormente, en el mes de enero del 2014 SENAGUA transfirió los derechos y obligaciones del FMFB que estaban a nombre de CEDEGE (hoy SENAGUA) al Ministerio de Electricidad y Energía Renovable, por lo que esta garantía estaría ya bajo la responsabilidad del Ministerio de Electricidad.



A la fecha las dos garantías monetarias establecidas están íntegras y cubren los eventos previstos de acuerdo con lo señalado en el contrato inicial.

Esta titularización no goza de una garantía general de sus originadores (Fideicomiso Multipropósito Baba y CELEC EP.), por lo que el análisis de la posición relativa de esta titularización dentro del pasivo total de los mismos no es aplicable.

#### Índice de Desviación:

Dentro del informe de estructuración financiera se proyectó un índice de desviación de USD 2.8MM o 17.27%, el cual estaba cubierto en 2.2 veces a través del establecimiento del fondo de reserva (USD 6.2MM).

Sin embargo, dado que los vínculos del fideicomiso han sido rotos y ya no es el flujo de ingresos el que determina la capacidad de pago, este indicador ya no cumple su función.

Puesto que los mecanismos de garantía no han cubierto desde el 2010 la desviación real del flujo recaudado, el pago a los inversionistas ha tenido que ser cubierto desde el 2010 con los aportes de CELEC EP.

#### ▪ FUTURFIT: ADMINISTRADORA FIDUCIARIA

La Administradora Fiduciaria es la Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos Futura - FUTURFID-S.A.

En cumplimiento de las disposiciones legales vigentes el Grupo Financiero del Banco de Guayaquil vendió las acciones a la empresa FARTUPSA que posee el 99.9995%, siendo sus accionistas el Ab. Francisco Vélez Arízaga y el Ing. Otón Meneses Gómez. El restante 0.0005% corresponde al Ing. Otón Meneses Gómez.

Los dos accionistas ejercen la administración principal de la Administradora como Gerente General y Presidente respectivamente, para lo cual cuentan con experiencia en el servicio de asesoría empresarial, financiera, consultoría jurídico financiera y corretaje de seguros.

La mayor parte de los ejecutivos de la administradora se mantienen en la empresa por lo que cuenta con un personal calificado y con experiencia en las áreas de su competencia.

Se mantiene una estructura operativa adecuada que refleja la naturaleza de sus negocios, y el área comercial del negocio fiduciario es independiente de las demás áreas de negocios, así como de las áreas de control y operaciones.

Cuenta también con infraestructura técnica y administrativa adecuada y con sistemas

tecnológicos adecuados que han sido implementados desde años atrás; el software que dispone le permite gestionar adecuadamente los requerimientos del negocio.

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

La emisión tuvo una buena aceptación en el mercado con la participación del Instituto de Seguridad Social y de Bancos de prestigio del país. Sin embargo, luego de los efectos suscitados por los cambios legales y sectoriales ocurridos posteriormente a la ejecución del Mandato 15, la baja de la calificación tiene un impacto negativo en los portafolios de los inversionistas, que han debido realizar provisiones por el mayor riesgo que representan. Al momento no conocemos si existe demanda de estos papeles en el mercado.

<b>EMPRESA: FIDEICOMISO CHML</b>	AUDITADO	AUDITADO	AUDITADO	AUDITADO	AUDITADO	Directo	Directo	Directo
<b>(\$ MILES)</b>	dic-07	dic-08	dic-09	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13	jun-14
<b>BALANCE GENERAL</b>								
<b>Total Activo Corriente</b>	<b>16,013</b>	<b>20,301</b>	<b>13,121</b>	<b>13,772</b>	<b>23,178</b>	<b>60,567</b>	<b>68,952</b>	<b>68,305</b>
Fondos Disponibles	1,068	2,569	3,755	6,599	602	0,097	6,47	2,10
Inversiones temporales	10,913	11,151	5,060	-	6,531	6,662	6,818	6,231
<b>Cuentas por Cobrar Comerciales netas</b>	<b>4,016</b>	<b>6,555</b>	<b>4,270</b>	<b>7,135</b>	<b>16,015</b>	<b>53,843</b>	<b>62,031</b>	<b>62,031</b>
Comerciales	4,016		4,270	7,135	16,015	53,754	62,031	62,031
Relacionadas						89		
(-) Provisión acumulada Cuentas Incobrables								
Otras cuentas por cobrar (sin costo)	-	-	6	6	14	-	81	40
Anticipos a Proveedores	-	-	-	-	-	-	-	-
Gastos pagados por anticipado	16	26	30	32	16	62	15	-
<b>Total Activo No Corriente</b>	<b>63,108</b>	<b>54,837</b>	<b>55,221</b>	<b>48,921</b>	<b>41,918</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
Otros activos no corrientes DERECHOS DE COBRO (afecta a	63,108	54,837	55,221	48,921	41,918	-	-	-
<b>ACTIVOS TOTALES</b>	<b>79,121</b>	<b>75,138</b>	<b>68,342</b>	<b>62,693</b>	<b>65,096</b>	<b>60,567</b>	<b>68,952</b>	<b>68,305</b>
<b>(\$ MILES)</b>	<b>dic-07</b>	<b>dic-08</b>	<b>dic-09</b>	<b>dic-10</b>	<b>dic-11</b>	<b>dic-12</b>	<b>dic-13</b>	<b>jun-14</b>
<b>Total Pasivo Corriente</b>	<b>6,785</b>	<b>8,053</b>	<b>13,041</b>	<b>13,692</b>	<b>16,789</b>	<b>20,023</b>	<b>36,890</b>	<b>36,876</b>
<b>Obligaciones Financieras corto plazo (A+B)</b>	<b>4,682</b>	<b>5,169</b>	<b>6,956</b>	<b>7,434</b>	<b>6,945</b>	<b>7,671</b>	<b>8,466</b>	<b>4,337</b>
Porción corriente deuda largo plazo con instituciones financieras	-	-	-	-	-	-	-	-
Porción corriente deuda largo plazo con mercado de valores	4,682	5,169	6,956	7,434	6,945	7,671	8,466	4,337
Porción corriente deuda comercial financiera de largo plazo	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Proveedores (no generan gasto financiero)</b>	<b>528</b>	<b>1,531</b>	<b>6,085</b>	<b>6,258</b>	<b>8,836</b>	<b>5,736</b>	<b>14,157</b>	<b>5,771</b>
Relacionadas Comerciales (Constit.: Baba, Hidronación y Fo	528	1,531	6,085	6,258	8,836	5,736	14,157	5,771
<b>Cuentas y Documentos por Pagar</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>5,662</b>	<b>13,469</b>	<b>26,059</b>
Relacionadas (sin costo)	-	-	-	-	-	-	-	-
Accionistas (sin costo) BENEFICIARIOS	-	-	-	-	-	5,662	13,469	31,830
<b>Anticipos de Clientes</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>84</b>	<b>84</b>	<b>84</b>
<b>Ingresos percibidos por adelantado</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>Gastos acumulados por Pagar</b>	<b>1,575</b>	<b>1,353</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>1,008</b>	<b>870</b>	<b>714</b>	<b>624</b>
Obligaciones tributarias	-	-	-	-	-	0,13	0,19	0,67
Intereses por Pagar	1,575	1,353	-	-	1,008	868	713	623
Otras	-	-	-	-	-	2	-	-
<b>Otros Pasivos Corrientes</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
<b>Pasivo de Largo Plazo</b>	<b>66,096</b>	<b>60,927</b>	<b>55,221</b>	<b>48,921</b>	<b>48,227</b>	<b>40,480</b>	<b>32,015</b>	<b>31,381</b>
<b>Provisión para titularización</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>6,251</b>	<b>6,175</b>	<b>6,175</b>	<b>5,541</b>
Saldo inicial	-	-	-	-	-	-	-	-
Provisión del año (Valor Positivo)	-	-	-	-	6,251	6,175	6,175	5,541
(-) Pagos a ex empleados	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Saldo Final</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>6,251</b>	<b>6,175</b>	<b>6,175</b>	<b>5,541</b>
<b>Deuda financiera de largo plazo</b>	<b>66,096</b>	<b>60,927</b>	<b>55,221</b>	<b>48,921</b>	<b>41,976</b>	<b>34,306</b>	<b>25,840</b>	<b>25,840</b>
Deuda Instituciones financieras largo plazo	-	-	-	-	-	-	-	-
Deuda Mercado de Valores largo plazo	66,096	60,927	55,221	48,921	41,976	34,306	25,840	25,840
Deuda comercial financiera largo plazo	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>PASIVOS TOTALES</b>	<b>72,881</b>	<b>68,980</b>	<b>68,262</b>	<b>62,613</b>	<b>65,016</b>	<b>60,503</b>	<b>68,905</b>	<b>68,257</b>
<b>Total Patrimonio Accionistas</b>	<b>6,239</b>	<b>6,159</b>	<b>80</b>	<b>80</b>	<b>80</b>	<b>63.7</b>	<b>47.8</b>	<b>47.8</b>
Aporte Inicial	80.0	80	80	80	-	80	80	80
Aportes para Futuras Capitalizaciones	-	-	-	-	-	-	-	-
Reserva Legal	-	-	-	-	-	(16)	(32)	(32)
Fondo de Reserva para el Servicio de la deuda	6,159	6,079	-	-	80	-	-	-
<b>TOTAL PASIVO + PATRIMONIO</b>	<b>79,121</b>	<b>75,139</b>	<b>68,342</b>	<b>62,693</b>	<b>65,096</b>	<b>60,567</b>	<b>68,953</b>	<b>68,305</b>
<b>SALDO TOTAL DE LA TITULARIZACION</b>	<b>70,778</b>	<b>66,096</b>	<b>62,177</b>	<b>56,355</b>	<b>48,921</b>	<b>41,976</b>	<b>34,306</b>	<b>30,177</b>

## Anexo 1

### Análisis del Sector Eléctrico

Desde el año 2008 se emprendió una reestructuración total del sector al amparo de la nueva constitución y del Mandato 15.

El modelo anterior planteó la división de las diferentes actividades del sector en empresas con régimen privado, pero con capital del sector público, con la finalidad hipotética de impulsar un proceso de privatización de las diferentes participantes del sector. Pretendía buscar nuevos capitales privados que estimularan las nuevas inversiones en el sector y alcanzaran el incremento de la generación, mejorando las condiciones deficitarias en la atención de la demanda creciente de energía e impulsando procesos de eficiencia y mejora tecnológica.

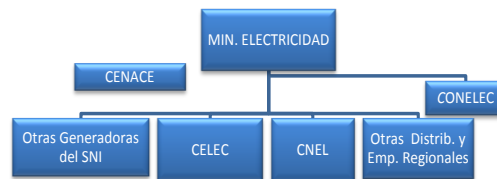
Sin embargo, la inestabilidad de los gobiernos y la crisis económica en que entró el país por la crisis financiera no permitieron cumplir los objetivos del proceso emprendido y empeoraron las condiciones del sector, generándose niveles muy altos de ineficiencia, corrupción, y un mayor déficit de generación. Las medidas adoptadas para dar la cobertura a la demanda fue la contratación de generación térmica y posteriormente la importación de energía especialmente desde Colombia.

La ineficiencia del sector, en la fase de distribución, llevó entre otras cosas a que se generen niveles de pérdidas de energía de aproximadamente el 32% en promedio nacional, y que en el caso de algunas empresas llegaron hasta el 40%. Para reducirlas, se han realizado importantes inversiones y una gestión de controles técnicos que han elevado los niveles de facturación y recaudación.

En el nuevo modelo previsto en el Mandato 15, se establecen lineamientos para una serie de cambios estructurales que pretenden mejorar el manejo del Sector Eléctrico. Se busca incrementar la generación con una planificación definida de inversiones en los próximos 10 años, que mantienen una importante dependencia de las disponibilidades fiscales, cuyas restricciones podrían limitar la ejecución de la planificación, si no se logra completar el financiamiento de los diferentes proyectos.

Hasta el momento avanzan varios proyectos, estando algunos en fases de estudio de pre inversión, y otros en proceso de construcción. Parte de los recursos provienen de instituciones financieras y empresas domiciliadas en China.

#### Estructura del Sector Eléctrico



La estructura del sector tiene al Ministerio de Electricidad, como la institución que dirige y controla la política del sector eléctrico y se encarga también de la gestión de proyectos.

El manejo administrador técnico y comercial del mercado mayorista lo realiza el CENACE (Centro Nacional de Control de Energía).

El CONELEC es el ente regulador del sector, que elabora su planificación, controla la ejecución de los planes previstos, y fija las tarifas de los diferentes participantes del mercado eléctrico de acuerdo con la legislación vigente.

CELEC: el 13 de enero de 2009 se fusionaron las empresas de generación: ELECTROGUAYAS S.A., HIDROAGOYAN S.A., HIDROPAUTE S.A., TERMOESMERALDAS S.A., TERMOPICHINCHA S.A. y una de transmisión, TRANSELECTRIC S.A., constituyéndose la CORPORACIÓN ELECTRICA DEL ECUADOR CELEC S.A. Las empresas absorbidas se convierten en Unidades de Negocio de la Corporación.

El 14 de Enero de 2010 mediante Decreto Ejecutivo N° 220 CELEC se transforma en Empresa Pública Estratégica bajo el nombre de Corporación Eléctrica del Ecuador CELEC EP a la vez que absorbe a Hidronación convirtiéndola también en Unidad de Negocio.

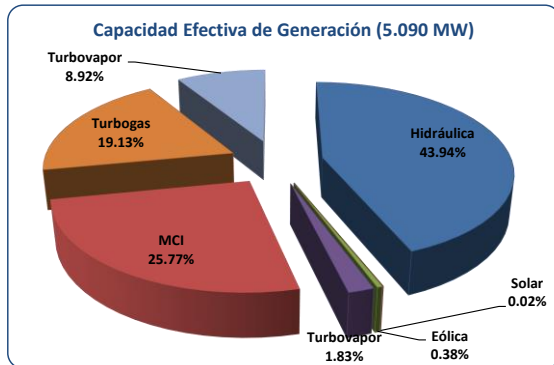
#### Evolución del Mercado Eléctrico

Las últimas cifras publicadas por CONELEC, las diferentes distribuidoras mantienen una cobertura del 95.41% del total de viviendas del país.

La demanda anual total de energía del país en el año 2012, según las cifras oficiales es de 16.174GWh, entre enero y noviembre del 2013 15.590GWh, con un crecimiento que promedio de 6.10% anual en los últimos cinco años.

Los principales segmentos, de consumidores, a nov-2013, son el sector residencial con el 34.5%, el sector Industrial el 29.5%, el comercial con el 20.4%, 5.6% corresponde a alumbrado público y un 10.1% está compuesto por otros. Los más dinámicos en los últimos cinco años son el sector Industrial (crecimiento de 8.2% promedio anual) y el Residencial (6% anual promedio).

Para cubrir la demanda el País dispone de una capacidad de generación instalada de 5.090MW, según las cifras oficiales del CONELEC a nov-2013, distribuidos de la siguiente forma:



Fuente: CONELEC

La principal fuente de energía es la hidroeléctrica que representa el 44% de la capacidad instalada total.

La producción de energía alcanzó a 24 mil GWh a dic-2013 que guarda relación directa con la capacidad instalada. La producción de energía hidroeléctrica constituyó el 47.62%, la energía térmica no renovable el 48.5%, y el 2.34% correspondió a la importación de energía de Perú y Colombia.

Las inversiones realizadas en los últimos años han generado el crecimiento de la potencia efectiva particularmente de la generación térmica de 240.5MW, cuya instalación es de corto plazo, las nuevas centrales hidroeléctricas están en construcción y se espera incorporarlas a partir del año 2016.

La producción total de energía creció en 4.61% promedio anual en los últimos cinco años, que se explica por la mejora de capacidad en centrales térmicas, particularmente MCI, y la recuperación de varias centrales hidroeléctricas.

Según el plan maestro de electrificación para los próximos años se ha planificado la expansión de la generación tanto hidroeléctrica como térmica y no convencional, a través de la incorporación de varios proyectos, algunos de los cuales se encuentran ya en proceso de construcción, en las diferentes unidades de negocio como Hidropaute, Termopichincha, Termoesmeraldas, Enerjubones, etc., con lo que se planifica a mediano plazo duplicar la producción de energía hidroeléctrica del país.

La inversión planificada en los primeros cinco proyectos prioritarios asciende a USD 1.559 millones que permitirá instalar una potencia de 1.010 MW, lo que representa una energía media

de 5.863 GWh/año, estos proyectos entrarían en operación en los años 2015 y 2016.

Potencia Instalada (MW)	Biomasa	Diesel	Fuel Oil	Gas	Hidroeléctrica	Total
NO CELEC	95	474	200	-	347	1,116
CELEC	-	238	875	254	1,942	3,309
<b>TOTAL TIPO ENERGIA</b>	<b>95</b>	<b>712</b>	<b>1,075</b>	<b>254</b>	<b>2,289</b>	<b>4,425</b>
Particip. %	2.1%	16.1%	24.3%	5.7%	51.7%	100%

Fuente: CELEC EP. 2012

Actualmente CELEC EP es la empresa pública líder del mercado, que en el año 2012 proveyó el 83.6% de la energía eléctrica total del país, constituyéndose en el eje vertical de la generación y transmisión de electricidad del país. A futuro se espera consolidar también la fase de distribución, cuando se concrete la fusión con CNEL S.A. y otras empresas de distribución.

A dic-2012 (últimos datos disponibles) el 58.69% de la capacidad instalada de CELEC EP corresponde a energía hidroeléctrica, las plantas de generación con Fuel Oil 26.44%, Diesel 7.19% de su capacidad instalada total y 7.68% corresponde a la generación con gas natural.

La comercialización en el mercado eléctrico mayorista ecuatoriano, luego del Mandato 15, se realiza en un 100% por medio de contratos regulados con las empresas distribuidoras en forma proporcional a su demanda mensual.

Los precios de la energía facturada a las distribuidoras son establecidos con base en una estimación de los costos de operación y mantenimiento de cada empresa. La facturación tiene un componente fijo determinado por el estudio de costos y uno variable por cada kWh producido. Debido al costo de los combustibles utilizados en la generación de energía térmica, los precios de la energía hidroeléctrica son sustancialmente menores.

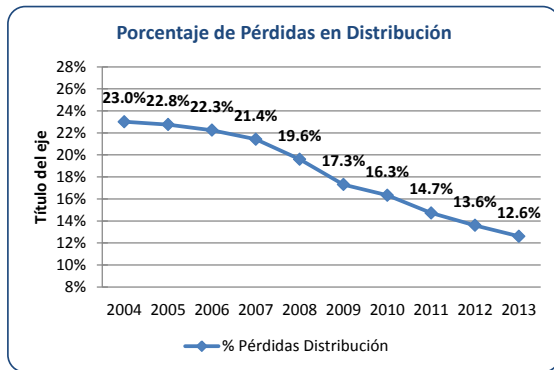
De las cifras disponibles para el año 2013 y hasta donde están disponibles las cifras y demás información del 2014, la posición de CELEC se mantiene fuerte en el mercado por su tamaño y capacidad de generación.

CELEC: Presupuesto ejecutado y proyección ingresos y egresos				
Millones de dólares	2,011	2,012	2,013	2014 Proy.
Ingresos Operacionales	456.20	540.70	675.25	767.82
Crecimiento		18.5%	24.9%	13.7%
Fin. De Inv. MEER				949.50
Otros: recuperac. y otros				288.48
<b>Total Ingresos</b>				<b>2,027.60</b>
Millones de dólares	2,011	2,012	2,013	2014 Proy.
Inversión		639.0	781.8	1,082.20
Operación		401.0	657.6	629.99
Titularización CMLW				8.46
Gastos Corrientes				117.77
Otros				218.92
<b>Total Egresos</b>		<b>1,092.0</b>	<b>1,587.8</b>	<b>2,057.39</b>

Fuente: CELEC EP: Informe anuales y presupuesto  
Elaboración: BWR



El principal riesgo del sector se mantiene aún en la etapa de distribución, ya que a pesar de la disminución fuerte de los niveles de pérdidas aún se mantienen bajos niveles de recaudación que pone en riesgo el financiamiento de todo el sistema eléctrico y por tanto la sostenibilidad de la generación y la transmisión.



Las principales ineficiencias de las distribuidoras se encuentran en la función de registro de facturación de la energía, Las pérdidas en distribución a nov-2013 alcanzaron al 12.6% de la energía disponible, porcentaje que se ha reducido paulatinamente en los últimos años (23% en el 2005), según la cifras oficiales. El nivel de recaudación estaría al alrededor del 95.13% a dic-2013, que ha mejorado también paulatinamente, a medida que se han implementado varias inversiones y programas de mejoras en eficiencia en las empresas distribuidoras.

Estas ineficiencias originan fallas en el pago a los demás agentes del mercado eléctrico. Frente a este problema grave hace algunos años se establecieron fideicomisos de las empresas distribuidoras con la finalidad de ordenar los pagos a los diferentes agentes, y evitar que estas circunstancias hicieran insostenible la situación de la generación y la transmisión. Para superar estas ineficiencias se necesitará mantener el programa de inversiones previsto cuyo financiamiento debe venir del presupuesto del Estado ya que la mayor parte de las empresas no tienen recursos propios suficientes para realizarlas. Adicionalmente, la tarifa promedio vigente contiene un componente importante de subsidio para sectores sociales de bajos ingresos, lo que genera también menores ingresos que

desequilibran los presupuestos de las empresas del sector y no ha podido ser cubierto aún por el Estado como fue proyectado.

Las perspectivas del sector en general son positivas si se superan estas ineficiencias, de lo contrario podría mantenerse el deterioro financiero de buena parte de las empresas del sector, la mayor dependencia del presupuesto fiscal y un alto riesgo financiero para el sistema en general.

En los últimos tres años se ha establecido un plan integral de estabilización y mejoras del sector eléctrico, con medidas de corto y largo plazo, que buscan en primer lugar la estabilización financiera del sector con la entrega de recursos que garanticen el abastecimiento y la continuidad del servicio eléctrico, partiendo del reconocimiento de los costos totales, incluyendo subsidios y en general el déficit de operación en la distribución, las pérdidas totales y niveles de recaudación reales.

En segundo lugar el Gobierno espera mantener un proceso de mejora continua de la gestión operativa, administrativa y comercial de las empresas públicas del sector en cada uno de sus segmentos de negocio, y en especial de las distribuidoras, realizando una evaluación continua de índices de mejora en varias áreas (reducción de costos, gestión en mantenimiento, servicio, etc.). Con esto se busca alcanzar niveles de eficiencia aceptados internacionalmente. Este plan, que se encuentra ya en operación los últimos tres años, está siendo apoyado por inversiones desde el Estado.

El plan establecido se ha desarrollado gradualmente, con el desarrollo de varios proyectos tanto en el área de generación como en la de transmisión, y distribución. La evaluación del mejoramiento del sector indica avances en algunas áreas como disminución de pérdidas y mejoras de los niveles de recaudación.

En el caso de la recuperación de las generadoras la situación es diferente, ya que los precios de venta de energía al público son definidos políticamente, y generan un déficit tarifario en la distribución, que si bien ha disminuido se mantiene aún en niveles importantes.

**Anexo 2**

**Análisis Macroeconómico**

**DATOS GENERALES**

	2012	2013
Inc. PIB (Año base 2007) %	5,01	3,60
PIB CORRIENTE ( Mill USD)*	87.495	93.577
Inc. PIB CORRIENTE%	8,80%	6,66%
Inflación Anual %	4,16	2,70%
Total Ingresos Efectivos**	19.855	20.488
Total Gastos **	21.111	25.138
Deficit / Superavit	(1.256)	(4.650)
Deuda Gobierno *	18.652	22.847
Deuda Interna *	7.781	9.927
Deuda externa *	10.913	12.920
Deuda total del Gobierno / PIB%*	21,3%	24,40
Deuda externa del Gobierno / PIB%*	12,4%	13,80
Deuda interna del Gobierno / PIB%*	8,9%	10,60
Precio del Petroleo / barril USD (ref)	94,20	97,30
Precio Programado Petroleo	79,3	86,5
Gasto Corriente Gobierno / PIB%	21,3%	26,9%
Fuentes: Ministerio de Finanzas		
** Observatorio Política Fiscal		
* Ministerio de Finanzas		

**NOTA ACLARATORIA**

A la presentación de este reporte, las fuentes de información varían en las fechas de corte, en vista de no contar con cifras oficiales o que aún no han sido procesadas.

**SECTOR REAL**

**Producto Interno Bruto (PIB) USD 93.577mm:**

Cifras preliminares indican que el PIB 2013, estaría alrededor del 3.5%, menor al proyectado por el Gobierno (4.05%) y se esperaría llegar en el 2014 y 2015 a 4.5% y 5.1%, respectivamente.

A nuestro criterio vemos que, dadas las condiciones económicas actuales se esperaría resultados muy similares al año 2013.

Algunos estimados de Organizaciones Multinacionales son menos alentadores, así el Banco Mundial y la CEPAL proyectan que la economía crecería en 3.8%; un crecimiento similar al de 2013, 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.

El segmento de manufacturas, contrario a las expectativas del gobierno, se ha desacelerado, a pesar de las medidas tomadas para incentivar su crecimiento. El crecimiento obtenido para el 2013 llegaría al 4.25%, diferente al esperado de 5.8%.

Este comportamiento se explicaría, en que las empresas no realizan las inversiones nuevas para su crecimiento, dedicándose a cubrir la demanda interna utilizando su capacidad ociosa.

Las medidas dictadas últimamente de restricción de importaciones, podría afectar el desarrollo de algunas empresas.

Sobre la construcción, aún no se tiene datos concretos del crecimiento de este sector, que ha sido uno de los más dinámicos de la Economía, pero se siente una desaceleración, que estaría mayormente influenciada más por el comportamiento de la inversión pública que por la privada.

La información respecto al crecimiento del crédito de vivienda, tanto público como privado, nos da una dirección de un crecimiento importante en el 2013.

Datos de la Superintendencia de Bancos y Seguros (SBS), indican que el crédito hipotecario creció de dic 2012 a nov 2013 en 32.4%, llegando a USD 5.3 billones.

Para el 2014, conforme al escenario económico que se proyecta más lento, sería de esperarse una mayor desaceleración de este segmento.

El petróleo y la refinación, el precio promedio del crudo de oriente hasta noviembre 2013 terminó en USD 97.93 el barril, registrando una baja pequeña respecto de diciembre 2012.

Las condiciones del mercado hacen prever que el precio del petróleo no tendrá mayores variaciones y que mantendrá un promedio similar o ligeramente inferior para el 2014, 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 producción petrolera a noviembre 2013 registra una variación positiva de 504 a 545 barriles diarios, incremento que se da en la producción de empresas públicas, ya que las privadas siguen contrayéndose, sin que se avizore nuevas participaciones privadas.

La inflación se convierte en el mayor logro del este gobierno al tener en diciembre 2013 un comportamiento a la baja, llegando a un 2.70% anual, siendo una de las más bajas de la región,



superado por Colombia con 1.94% y menor que Perú y Chile.

Esta baja proviene especialmente del grupo de alimentos, que constituye una tercera parte de la canasta familiar del IPC y representa un 25% de la ponderación del índice, que experimentó una variación mensual de 0.31% y anual de 1.92%.

**El Mercado Laboral:** el índice de desempleo relacionado con diciembre 2013 baja en 3.5%, situándose en 4.86%.

El subempleo sube en el mismo periodo, (dic12-dic13), 39.83% a 43.35%.

La Ocupación Plena, se reduce de 52.07% a 51.51%.

**El salario básico:** para el 2014 se eleva a USD 340.00, con un incremento de 6.9%, bastante superior a la inflación registrada en el 2013, superando en 9% a la canasta familiar básica de bienes y servicios. Con este aumento el gobierno excede el salario digno que se impuso como meta, superando a varios países latinoamericanos.

**Las tasas de interés** referenciales no han registrado cambios, conservándose estables desde el 2011 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 registran pequeñas variaciones negativas del año anterior al 2013, así vemos que la tasa corporativa se reduce de 8.37% a 7.81%; Productiva Empresarial de 9.56% a 9.41%; Productiva Pymes 11.24% a 11.14%; Vivienda de 10.93% a 10.87%. Consumo es la única que registra un leve incremento de 15.94% a 16.0%. En el caso de la tasas de Microcrédito (Acumulado ampliada, acumulado simple y minorista), registran bajas de -0.28%, -0.31% y -0.33%, respectivamente.

## SECTOR EXTERNO

La brecha externa se presenta como uno de los principales problemas que debe afrontar el gobierno, por lo cual se han tomado ciertas medidas de control y se esperarían otras adicionales.

**La balanza comercial** a noviembre 2013, presenta un saldo negativo de USD -1.352mm FOB, mayor al obtenido a noviembre 2012, que fue de USD -507 millones. Esta diferencia se debe a un mayor incremento de las importaciones petroleras que crecen en mayor proporción que las exportaciones. El cierre parcial de la Refinería de Esmeraldas influyó en el aumento de importación de combustibles.

Una política de restricción de subsidios a la gasolina y afines es una prioridad para el gobierno.

## EXPORTACIONES USD 22.765mm (nov 2013).

Las exportaciones anuales (Nov12-Nov13) aumentan en 4.8%.

Las **Exportaciones petroleras** suman USD 12.923 mm y representan el 56.7% del total, tuvieron un crecimiento de del 1.8%.

**Exportaciones no petroleras** suman USD 9.842 mm, creciendo en 9.2%

## IMPORTACIONES USD 24,117mm (nov 2013).

Las importaciones totales (nov12 a nov13), crecen 8.5%

**Importaciones FOB Petroleras** llegan a USD 5.623mm incrementándose en 12.9% en términos monetarios

**Importaciones FOB no Petroleras** fueron USD 18.194mm, registrando un incremento de 7.3%.

La importación de bienes de consumo registra un incremento de 4.7%; las materias primas de 9.1% y los bienes de capital 6.4%

## SECTOR PÚBLICO

**El Presupuesto General del Estado (PGE)** proyectado a diciembre 2014 registra un crecimiento menor al realizado en periodos anteriores y llega a USD 34.000mm.

Entre diciembre 2012 y 2013 los ingresos crecen 3.2% y los gastos aumentan 19.1% dando como resultado una situación no compatible. 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 refinería de Esmeraldas, entre otros factores, tendría incidencia negativa en los ingresos petroleros del País.

El déficit que muestra el Presupuesto General del Estado (PGE), aprobado para el 2014, superará los USD 6.000 millones, el mayor monto reportado en la era del actual gobierno. Las fuentes para el financiamiento aún no están claras, pero de la información otorgada por las autoridades, se buscará financiamiento con "gobiernos amigos" y la posibilidad de renovar contratos de venta anticipada de petróleo con la China. Sin embargo, otra de las posibilidades que ha mencionado el Gobierno es salir a los mercados internacionales

con la emisión de deuda por un monto estimado de USD 500 a 1.000 millones. (Fuente: Economía y Entorno Político. Multienlace).

## INGRESOS

	2012	2013	Variación 2012/2013
<b>TOTAL INGRESOS EFECTIVOS</b>	<b>19.855</b>	<b>20.488</b>	<b>3,2%</b>
TRIBUTARIOS	11.958	13.599	13,7%
PETROLEROS	5.407	4.533	-16,2%
NO TRIBUTARIOS Y OTROS	2.490	2.356	-5,4%

Fuente: Ministerio de Finanzas

elaborado por: Observa política Fiscal

**Tributación: a diciembre 2013 USD 13.599mm**

La recaudación tributaria mantiene un crecimiento continuo, reportando 13.7% respecto al 2012 y la tendencia ha sido constante durante los últimos seis años.

El impuesto al Valor Agregado IVA, que de alguna manera mide la actividad económica, ha tenido un incremento del 11.8%, el ICE 8.8%, ISD 5.6% el IR 16.1% y otros

## EGRESOS

	2012	2013	Variación 2012/2013
<b>TOTAL GASTOS DEVENGADOS</b>	<b>21.111</b>	<b>25.138</b>	<b>19,1%</b>
Gasto Corriente	12.472	13.471	8,0%
- Sueldos	7.353	7.892	7,3%
- Bienes y servicios	1.658	2.011	21,3%
- Transferencias y otros gastos.	2.413	2.237	-7,3%
Financieros	934	1.183	26,7%
Gasto de Capital	8.639	11.667	35,1%

Fuente: Ministerio de Finanzas

elaborado por: Observa política Fiscal

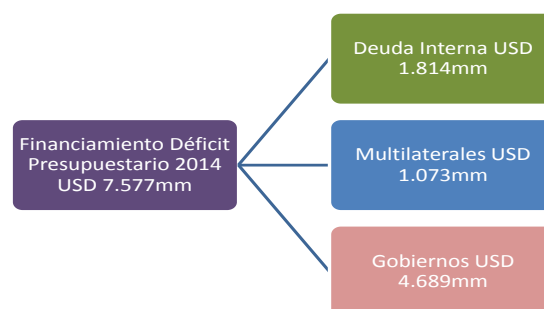
El cambio ajustado a precios constantes del 2007 da como resultado que el peso de las cuentas nacionales en la economía sea menor, lo que da mayor holgura al gasto público para seguir creciendo.

El comportamiento expansivo del gasto es cada vez mayor, disminuyendo la flexibilidad de la economía ecuatoriana, en especial porque un alto porcentaje se concentra en gastos corrientes (53.6%), sin que se sienta un re direccionamiento de la política del Gobierno, en este aspecto.

Según datos publicados por el Banco Central del Ecuador (BC), la Inversión Extranjera Directa (IED) durante el periodo Enero-Septiembre 2013 llegó a \$495,28 millones con un incremento interanual del 31.47% ya que a septiembre del 2012 el ingreso de capital fue de USD 376,74 millones. La IED durante el año 2013 se concentró en 3 sectores; explotación de minas y canteras, servicios prestados a las empresas e industria manufacturera, presentando incrementos significativos del 8.94% y el 191.05% respectivamente. De acuerdo a este informe (BC) se conoce que los países con mayores aportes de capital fueron los europeos, que en este periodo

invertieron USD 148,45 millones, presentando un incremento interanual del 61.52%, en comparación de los USD 91,91 millones registrados en el 2012. Los créditos recibidos, tanto del exterior como internos, empiezan a amortizarse, incidiendo en el flujo de los gastos; a diciembre 2013 la deuda total suma USD 22.846 millones, distribuida en: deuda interna de USD 9.927 millones y deuda externa de USD 12.920 millones. El porcentaje de la deuda PIB, es de 24.4% a dic 2013 y de 21.3% en dic 2012.

## FINANCIAMIENTO DEL DEFICIT FISCAL



Fuente: Presupuesto 2014

Elaboración: BWR

## SECTOR MONETARIO Y FINANCIERO

Las regulaciones y leyes emitidas en el 2012 han impactado 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 (diciembre 2013) está conformado por 24 instituciones, dos menos que el 2012, y registra **activos más contingentes por USD 35.389 millones**, con un crecimiento anual de 8,4%; en el lado de los pasivos **USD 23.544 millones**, con un crecimiento de 11.9% anual.

**La cartera neta** registra un monto de **USD 16.174 millones**, con un incremento de 9.8% anual.

El Sistema continúa su crecimiento, pero la tendencia no tiene el mismo impulso de años anteriores.

**Calidad de Activos** (Cartera vencida / Total cartera + Contingentes) muestra una tendencia a la baja en el sistema (1.12%).

**Resultados USD 268 millones.**

El Sistema Bancos Privados tiene una caída anual de USD 46,3 millones de utilidad equivalente a un decrecimiento de -14.6%.

## PERSPECTIVAS 2014

Las proyecciones del gobierno para mediano y largo plazo están apalancadas en el cambio de matriz productiva, a la cual le ha dado énfasis y esta se sostiene en una reorientación hacia la exportación.

Si bien el tener un direccionamiento planificado para el desarrollo de la economía es importante, este tiene que ir de la mano del apoyo del gobierno, generando el ambiente adecuado de confianza y cubriendo las necesidades que faciliten el desarrollo de las empresas privadas grandes y pequeñas.

Los cambios en la matriz productiva deberían empezar creando un mejor clima de negocios y adecuando los tiempos de los trámites burocráticos acordes a un rápido desarrollo esperado.

El modelo económico de cambio en la matriz productiva requiere escoger sectores con mayor probabilidad de éxito y una participación cercana del gobierno con las empresas, tanto nuevas como las ya existentes, apoyándolas con créditos a tasas subsidiadas a largo plazo para que puedan incrementar su capacidad productiva.

Los sectores potenciales a ser promovidos y que tiene relación con resultados a corto plazo, que es lo que se busca, están los alimentos frescos y procesados, así como productos metálicos procesados, la fabricación de piezas y partes para incorporar a productos de ensamblaje nacional.

La Vicepresidencia de la Republica ha recibido amplios poderes del Ejecutivo, para poner en ejecución las actividades productivas del País y a criterio de la Vicepresidencia hay tres pilares donde debe apoyarse este cambio:

- 1.- Desarrollo de las industrias básicas,
- 2.- Fomento del talento humano de calidad, y
- 3.- Apoyo a la empresa privada mediante el sistema de compras públicas.

Para cumplir con este proyecto se proponen un ambicioso plan de inversión en infraestructura que soporte el modelo:

**Plan estratégico de Movilidad (PEM)**, que se desarrollará progresivamente, en el que se contarían con inversiones a largo plazo por USD 118 billones hasta el 2037.

**Plan Energético**, con énfasis en la inversión de proyectos hidroeléctricos, para sustituir la energía térmica y de gas, solucionando en parte el alto subsidio de combustibles.

**Plan de Telecomunicaciones**, que considera tener un cable submarino para obtener servicios de internet de primera calidad.

**Proyectos Estratégicos:** La Refinería del Pacifico es el principal proyecto macro, se calcula una inversión de USD 10.000 millones para un proceso de 200M bpd. La segunda etapa será la construcción de una planta petroquímica y luego una planta de urea. Se planifica el traslado de las instalaciones siderúrgicas a un nuevo sitio, no identificado aún.

**Talento Humano:** el objetivo del gobierno es fortalecer los niveles de educación y conseguir un mayor número de ciudadanos con postgrados, para lo cual incentiva con programas locales y créditos masivos para estudios en el exterior.

La Ciudad del Conocimiento Yachay, se construye en Imbabura. El presupuesto para este programa es de USD 662 millones.

**Compras Públicas:** este es el tercer pilar en el que se sustenta el plan de gobierno y el objetivo radica en fomentar la producción nacional, otorgando mayor prioridad a aquellas empresas que vendan sus productos utilizando componentes nacionales.

El presupuesto proyectado para el 2014 refleja una desaceleración de la economía, continúa 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.

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 2014.

La paralización de la refinería de Esmeraldas, que se dio parcialmente en 2012 y en 2013, afecta al presupuesto del Estado pero por otra parte es necesaria para mantener activa y en buenas condiciones a la refinería, la paralización explica en parte la desaceleración esperada de la Economía y reduciría los ingresos para el Estado.

**Fuentes:** BCE, Análisis Semanal, Revista Cordes, Observatorio de la Política fiscal, ABPE y Multienlace.

**Elaboración:** BWR, febrero 2014.

La reproducción o distribución total o parcial de este documento está prohibida, salvo permiso escrito. Todos los derechos reservados. La asignación y mantenimiento de las calificaciones de BANKWATCH RATINGS se realizan con base en información confiable que recibe de los emisores y de otras fuentes que BANKWATCH RATINGS considera creíbles. BANKWATCH RATINGS lleva a cabo una investigación razonable de la información sobre la que fundamenta su análisis de acuerdo con sus metodologías de calificación. Obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes en la medida en que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión determinada. La forma en que BANKWATCH RATINGS lleve a cabo la investigación y el análisis de la información disponible varía dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y del emisor al igual que los requisitos que se soliciten. Las prácticas en que se ofrece y se coloca la emisión, la naturaleza y calidad de la información pública relevante, los informes de auditoría, los acuerdos de procedimientos con terceros, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes realizados por terceros no son de responsabilidad de BWR. En última instancia, el emisor es el responsable de la exactitud de la información que proporciona a BANKWATCH RATINGS y al mercado en los documentos de oferta pública y otros informes. Al emitir sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS confía en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones por naturaleza son prospectivas por lo que incorporan hipótesis y supuestos sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar cómo hechos. Como resultado, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o confirmó una calificación. Los informes contienen información presentada por el cliente y analizada por BANKWATCH RATINGS, sobre la cual la calificadora emite opiniones sin ninguna garantía de ningún tipo. Una calificación de BANKWATCH RATINGS es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión o emisor. Esta opinión se fundamenta en criterios establecidos y metodologías que BANKWATCH RATINGS evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de BANKWATCH RATINGS y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados al riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. BANKWATCH RATINGS no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de BANKWATCH RATINGS son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de BANKWATCH RATINGS estuvieron involucrados en el proceso, pero no son individualmente responsables por las opiniones vertidas en él. Los nombres de los analistas se incluyen en el informe solamente como contactos en caso de ser requeridos. Un informe con una calificación de BANKWATCH RATINGS no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la documentación requerida para el proceso de emisión. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de BANKWATCH RATINGS. BANKWATCH RATINGS no proporciona asesoramiento de inversión. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ninguna referencia en cuanto al precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversionista en particular, o la naturaleza impositiva o fiscal en relación a los títulos. La asignación, publicación o difusión de una calificación de BANKWATCH RATINGS no constituye el consentimiento de BANKWATCH RATINGS para usar su nombre sin su autorización. Todos los derechos reservados. © BankWatch Ratings 2014.