

Ecuador
 Titularización de Flujos Futuros
 Noveno Seguimiento

**Segunda Titularización – Pacificard /
 MasterCard – Flujos del Exterior**

Calificación

Tipo Instrumento	Calif. Anterior	Calif. Actual	Ultimo Cambio
Serie A	Cancelada en diciembre-2010		
Serie B	AAA	AAA	--

Descripción de la Estructura

	Serie B
Monto emisión autoriz.	Hasta 33 millones
Monto emitido	USD 33 MM
Saldo insoluto capital	USD 8.25 MM
Fecha Emisión	21-dic-2007
Plazo	1800 días
Fecha Vencimiento	21-dic-2012
Amort. Capital	Trimestral, en cuotas iguales de capital
Pago Interés	Trimestral
Tasa de interés (reajuste trimestral)	Pasiva Refer. + 3.00%
Cálculo interés	360 días

Originador: Pacificard

Activo Subyacente: Flujos futuros generados por el derecho de cobro a MasterCard International sobre consumos de extranjeros en Ecuador.

Administración Fiduciaria: Morgan & Morgan, Fiduciary & Trust Corporation S.A., Fiduciaria del Ecuador.

Agente Pagador: Banco del Pacífico

Contactos

Patricia Pinto
 (593 2) 2922-426 ext. 103
pintop@bwratings.com

Guissela Salgado
 (593 2) 2922-426 ext. 106
gsalgado@bwratings.com

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

RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACIÓN

El Comité de Calificación de Bankwatch Ratings decidió mantener la calificación de la **serie B** de la presente titularización en **AAA**, categoría que de acuerdo a 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 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 decisión se fundamenta en la alta cobertura y positiva evolución de los flujos provenientes del derecho de cobro titularizado, así como en el análisis del riesgo de continuidad de la línea de negocios generadora de los flujos, el cual consideramos es menor al riesgo de crédito del Originador y es consistente con la calificación otorgada.

La estructura del Fideicomiso protege al inversionista, dándole prelación frente al resto de los acreedores del Originador, en relación a los flujos titularizados. Los flujos generados por el derecho de cobro están separados de los de Pacificard gracias a que estos son acreditados directamente por MasterCard International en la cuenta del Fideicomiso.

Las cláusulas de retención de flujos y redención anticipada, le dan al Agente de Manejo una mayor proactividad frente a riesgos relacionados con menores flujos recaudados y deterioro en la calidad crediticia del Originador.

La cobertura mensual de los flujos recaudados frente a la provisión mensual requerida para el

FECHA COMITE: Mayo 31, 2012

ESTADOS FINANCIEROS A: Marzo, 2012

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.

pago de los títulos emitidos se encuentra en niveles holgados y con tendencia a incrementarse. A la fecha de corte de este informe el Fideicomiso ha realizado el pago de 17 dividendos de capital e interés.

El análisis de la continuidad de la línea generadora de los flujos considera tanto la pertenencia del Originador al Grupo Pacífico, que tiene como accionista mayoritario a la Corporación Financiera Nacional; como a la posición de Pacificard en el mercado de emisión de tarjetas VISA y MasterCard, su importancia dentro de los ingresos del Grupo, y el hecho de que la línea de negocio generadora de los flujos futuros es parte natural del negocio de adquisición de tarjetas de crédito internacionales.

PRESENTACIÓN DE CUENTAS

El presente análisis se ha realizado con base en la siguiente documentación:

- Estados financieros de Pacificard a diciembre-2011 auditados por la empresa Ernst & Young, con opinión limpia sobre su razonabilidad. Estados financieros interinos de Pacificard a marzo-2012. Información relevante de Pacificard a diciembre y marzo -2012.
- Estados financieros directos del Fideicomiso e información relevante del mismo a marzo-2012. Cabe indicar que la Intendencia de Mercado de Valores ha autorizado una prórroga en la entrega de estados financieros auditados para todos los fideicomisos que administra Morgan & Morgan, hasta el 5 de junio de 2012.

HECHOS RELEVANTES

Venta de Acciones del Grupo Pacífico a la Corporación Financiera Nacional

El decreto ejecutivo 941 del 18 de noviembre de 2011 dispuso la transferencia a título gratuito de las acciones de Banco del Pacífico de las que el Banco Central era titular, hacia la Corporación Financiera Nacional (CFN). Dicha disposición se ejecutó legalmente en enero-2012.

De acuerdo a la administración de Pacificard, dicho traspaso no ha generado ningún impacto en la dicha empresa. De forma similar, el presidente de la CFN indicó a través de la prensa local que el traspaso de las acciones no le quitará independencia a Banco Pacífico y solo busca

viabilizar de mejor forma los recursos de la sociedad.

Nueva Titularización de Flujos de Pacificard

El 18 de octubre de 2011 la Superintendencia de Compañías aprueba un nuevo proceso de titularización de flujos futuros de Pacificard, por hasta USD 60 millones. Los derechos de cobro que se transfieren al Fideicomiso de titularización corresponden a parte de la recaudación de la facturación futura de las tarjetas de crédito locales emitidas por Pacificard, el cual es independiente del derecho de cobro que pertenece a esta titularización.

Las dos titularizaciones en conjunto representarían menos del 11% del pasivo de Pacificard (considerando el contingente sobre cartera MasterCard fundada por Banco Pacífico), lo que permite a la calificadora reconocer en la calificación de la presente titularización la prelación sobre el derecho de cobro titularizado que tienen los títulos emitidos respecto a las obligaciones generales del Originador.

Instituciones del sistema financiero privado deberán enajenar empresas no financieras

A través de la resolución JB-2011-1973, emitida el 29 de julio de 2011, la Junta Bancaria dispuso que las instituciones del sistema financiero privado, sus directores principales y suplentes, así como sus principales accionistas, deberán enajenar obligatoriamente, hasta el 12 de julio de 2012, las acciones y participaciones que mantuvieron en compañías o sociedades mercantiles ajenas al sector financiero, con presencia o actividad en el mercado ecuatoriano.

ENTORNO MACRO

Ver anexo 1

ENTORNO SISTEMA FINANCIERO PRIVADO

Ve anexo 2.

PACIFICARD (originador)

Es importante notar que la generación del derecho de cobro titularizado depende de la existencia de Pacificard como empresa emisora en marcha.

La calificadora considera que la calificación de la continuidad del negocio de la línea titularizada es consistente con la calificación otorgada a la estructura. La decisión se fundamenta en la

importante participación de mercado de Pacificard, el hecho de que la línea de negocio titularizada forma parte natural del negocio, la importancia de la operación de Pacificard para el Grupo Pacífico, la importancia del Grupo dentro del sistema financiero ecuatoriano y el hecho de que el gobierno ecuatoriano es el accionista del Grupo.

Considerando la nueva titularización de flujos locales originada por Pacificard, con un monto autorizado de emisión de hasta USD 60 millones, las dos titularizaciones existentes representarían menos del 11% del pasivo de Pacificard (considerando el contingente sobre cartera MasterCard fondeada por Banco Pacífico), lo que permite reconocer en su calificación la prelación sobre el derecho de cobro titularizado que tienen los títulos emitidos respecto a las obligaciones generales del Originador.

Pacificard pertenece al Grupo Pacífico, cuya cabeza es el Banco del Pacífico. A enero del 2012, el Grupo Pacífico, liderado por el Banco del Pacífico ocupa el segundo puesto de la banca ecuatoriana, medido por su volumen de activos y cartera. El Grupo está formado además por las siguientes instituciones activas: Pacific National Bank (Subsidiaria en Miami), Banco del Pacífico Panamá, ValPacífico (Casa de Valores), Fiduciaria Adpacífico, Seguros Sucre y la Almacenera Almagro. Adicionalmente, dentro del Grupo se encuentran otras instituciones inactivas o en procesos de liquidación.

El negocio de tarjeta de crédito es el principal generador de la rentabilidad del Banco Pacífico. Sus ingresos se reflejan tanto en la contabilidad de Pacificard, como en la del Banco, que fondea parte de la operación de MasterCard Pacificard y toda la cartera de Visa Pacificard.

La Corporación Financiera Nacional se convierte en la única accionista de Grupo Financiero Pacífico desde nov.2011, por transferencia gratuita de las acciones del Banco Central del Ecuador, quien fungió de accionista post crisis bancaria en el 2001. La Corporación Financiera Nacional en calidad de accionista es la responsable de cuidar los niveles de solvencia y liquidez del Banco del Pacífico, sus subsidiarias y afiliadas, sujeta a las políticas del Gobierno. En mar.12 la CFN y el Banco del Pacífico suscriben un acuerdo comercial para optimizar los recursos financieros, técnicos, operativos y tecnológicos. El Banco del Pacífico, que hace de cabeza de grupo, conforme a la ley y convenio, debe responder de las pérdidas patrimoniales de las integrantes del grupo

financiero, hasta por el valor de sus propios activos.

De acuerdo a la experiencia internacional, las instituciones financieras dan soporte a sus operaciones de tarjeta de crédito aún en épocas de estrés, donde no pueden pagar en tiempo y forma sus obligaciones generales. En Ecuador, luego de la crisis económica y financiera del año 2000, varios bancos fueron liquidados o fusionados. No obstante, el pago en tiempo y forma a los establecimientos afiliados por parte de las tarjetas de crédito nunca se vio comprometido.

Pacificard es una compañía emisora y administradora de tarjetas de crédito constituida en 1980 con el nombre de Unicredit S.A. En 1994 cambia su nombre a MasterCard Ecuador S.A., y en el año 2003 cambia nuevamente su nombre a Pacificard S.A, luego de la fusión entre esta y la División CASH del Banco del Pacífico. En sus inicios la Compañía se dedicó a la emisión de la tarjeta MasterCard y a partir del 2003 diversifica su negocio con la emisión de las tarjetas Visa.

Pacificard logra mantener su participación de mercado, ubicada en el segundo lugar con 18.7% a dic.11, en una industria que cierra con 2'314,600 tarjetas. La atención personalizada llegó a 547,800 personas en sus agencias y puntos de atención, y más de 978,073 mediante el Contact Center.

A través del Convenio de Licencia suscrito en Agosto 23 de 1979 entre MasterCard International (antes denominada Interbank Card Association) y Pacificard (antes denominada United Credit Systems Unicredit S.A.), este último obtuvo la licencia y el derecho a usar las marcas relacionadas con la tarjeta de crédito MasterCard, así como también se sometió a los patrones establecidos, de tiempo en tiempo, por MasterCard International, incluyendo sus políticas a nivel mundial en cuanto a la emisión, administración, aceptación y procesamiento de la tarjeta de crédito MasterCard, entre otros, en lo relativo a cargos por compras de bienes, servicios u otras cosas de valor realizadas por tarjetahabientes, y a adelantos en efectivo a los tarjetahabientes.

El plazo del Convenio de Licencia es a perpetuidad y ha sufrido varias modificaciones a través del tiempo, mediante adendums debidamente suscritos entre el originador y MasterCard International.

FINANCIAMIENTO ESTRUCTURADO

▪ **EVOLUCIÓN DE LA
TITULARIZACIÓN**

Valores Emitidos

La serie A fue pagada en su totalidad en diciembre-2010, conforme lo establecía su tabla de amortización.

A la fecha de corte, se han pagado en tiempo y forma 17 dividendos de capital e interés de la serie B, quedando aún tres dividendos trimestrales por vencer.

La tasa pasiva referencial aplicable para el pago que se realizará en junio-2012 es de 4.53% por lo cual el próximo dividendo de la serie B incorporará una tasa anual de 7.53%.

El Turismo hacia Ecuador: Comportamiento y Perspectivas

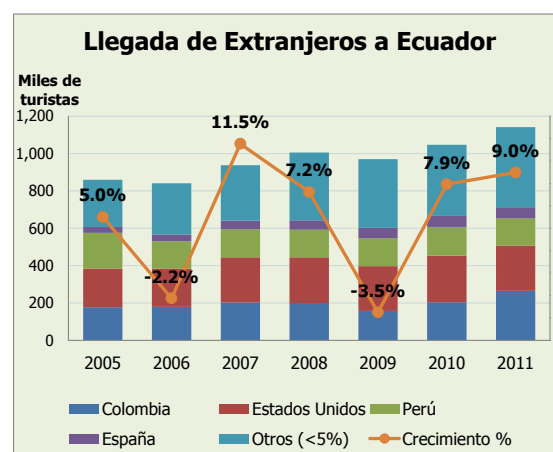
Puesto que el flujo que ingresa al Fideicomiso se encuentra directamente relacionado con la cantidad de tarjetahabientes MasterCard del exterior que realicen consumos o avances en Ecuador, se considera importante analizar el comportamiento y perspectivas del turismo a nivel global y local.

El turismo es uno de los sectores económicos con mayor dinamismo a escala mundial, mostrando un crecimiento casi permanente en las últimas seis décadas. De acuerdo al a Organización Mundial de Turismo (OMT), en el 2009 el sector se redujo en 3.8% como consecuencia de la recesión económica mundial, pero en el año 2010 este se recuperó de forma importante (6.6%).

En el 2011, el tráfico de turistas a nivel mundial se incrementó en 4.4%, llegando a 980 millones. Esto pese a la crisis económica en varios países de la zona euro, la lenta recuperación de Estados Unidos, sucesos trágicos como los de Japón e inestabilidad política en países del medio oriente, Para el 2012, la OMT espera niveles de crecimiento en el rango de 3% y 4%.

En general, la participación de las zonas emergentes en la recepción de turistas se ha ido incrementando tendencialmente a lo largo de los años. América del Sur es una de las regiones que se destaca frente a otras, mostrando en 2011 un incremento en la afluencia de 10.1% respecto al año anterior, de forma similar al porcentaje alcanzado en el 2010. Esta región recibe aproximadamente el 2.6% de los turistas a nivel mundial.

En Ecuador este sector mantiene también una perspectiva favorable. De acuerdo a la Asociación Nacional de Operadores de Turismo Receptivo del Ecuador, OPTUR, la afluencia se incrementó en 2010 en 7.9%, y en 2011 en 9%, recuperándose de la reducción de turistas en 2009 (-3.5%), de forma consistente con la estadística global.



Si bien históricamente el turismo desde Estados Unidos ha sido el de mayor importancia, en 2011 este queda en segundo lugar frente a Colombia, cuyo flujo de turistas hacia Ecuador se incrementa en 30% frente al 2010. Por su parte los arribos desde Estados Unidos disminuyen en 3%.

Los ingresos de divisas por viajes y transporte, muestra, de acuerdo a datos del Banco Central del Ecuador un crecimiento anual de 5.7% en el 3T11, frente a los tres primeros trimestres del 2010. El porcentaje es inferior al crecimiento del volumen de turistas, lo que probablemente se debe a una menor propensión al gasto, propia de una economía mundial en recuperación.

En el 2012 la tendencia del sector en el País es positiva. De acuerdo al OPTUR en el primer trimestre del 2012 ingresaron un 15.8% más de turistas desde los 10 principales mercados, frente al 1T11.

Consumos de tarjetahabientes MasterCard en Ecuador

Los tarjetahabientes del Exterior pueden utilizar su tarjeta como medio de pago, o realizar avances en efectivo, sea en oficinas de los bancos emisores o en cajeros automáticos).

En el caso del derecho de cobro titularizado, los avances en efectivo en cajeros automáticos de la red Cirrus Banco Pacífico representan aproximadamente el 77%, seguido por los consumos en establecimientos (21%) y en una

proporción pequeña los avances en oficinas del Banco Pacífico a nivel nacional (2%).

Los consumos que realizan los tarjetahabientes extranjeros en el Ecuador en los establecimientos comerciales son canalizados hacia las compañías emisoras dependiendo de la utilización de los distintos terminales de captura electrónica (P.O.S) que transmiten electrónicamente la solicitud de consumo a las empresas emisoras.

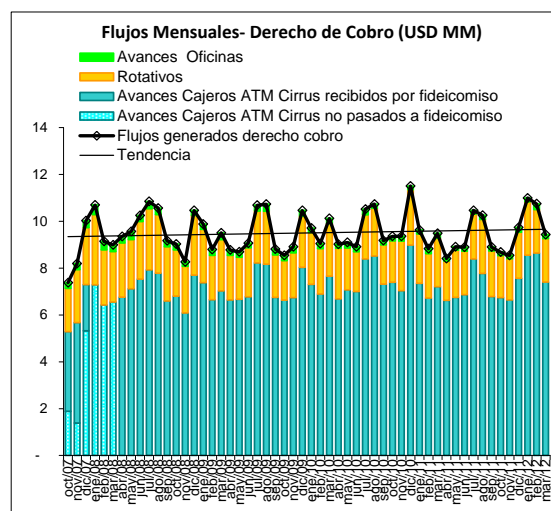
El mercado de terminales de captura electrónica está compuesto principalmente por tres actores: Datafast, Medianet y Red Apoyo. Datafast fue la empresa pionera de este servicio y en consecuencia la de mayor participación en este mercado, manejando a la fecha de la calificación inicial aproximadamente el 70% del volumen transaccional.

Datafast pertenece a Banco Pacífico, Banco Pichincha y Banco de Guayaquil. El primero, a través de Pacificard, toma a cargo las transacciones de la marca MasterCard, y los otros dos se encargan de procesar aquellas de las marcas Visa y American Express, respectivamente. De acuerdo a su página web, Datafast tiene presencia en más de 30,000 comercios a nivel nacional.

La información correspondiente al derecho de cobro generado es comunicada a MasterCard International a través de aplicativos en línea. El sistema de compensación de MasterCard International calcula y genera diariamente las órdenes de transferencia de fondos. El proceso completo de ingreso de información y liquidación toma un día.

Comportamiento de los Flujos generados por el Derecho de Cobro

El volumen de generación del derecho de cobro titularizado está directamente relacionado a la cantidad de extranjeros que ingresan a Ecuador, a su capacidad adquisitiva y a sus hábitos de consumo, así como a la utilización de la red de cajeros automáticos y/o oficinas del Grupo Pacífico en el caso de avances de efectivo; y de los P.O.S. de Datafast en el caso de consumos en establecimientos. A continuación se puede observar el comportamiento del mismo desde el inicio de la titularización.



Fuente: Morgan & Morgan
 Elaboración: Bankwatch Ratings

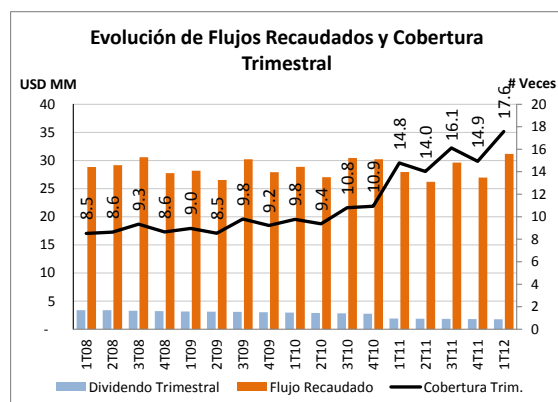
La generación del derecho de cobro titularizado, muestra un comportamiento variable desde el inicio de la titularización. En el año 2009, la recaudación se redujo en 3%, como resultado de la crisis internacional y su efecto en el turismo global. Si bien en el 2010, el flujo recaudado se recupera en 3.3%, en 2011 se aprecia nuevamente una reducción de 5% frente al año anterior. En el 1T12 el flujo recaudado se incrementa nuevamente frente al mismo trimestre del año anterior, apoyado principalmente por mayores avances de efectivo en cajeros de la red Cirrus Banco Pacífico.

El comportamiento de los consumos y avances de los tarjetahabientes MasterCard del exterior en 2011 contrasta con el crecimiento del turismo y de los ingresos de divisas existentes en ese año, así como con la tendencia mundial hacia la utilización de medios de pago electrónicos. Si bien no hemos recibido por parte del Originador una explicación concreta del motivo de la contracción del derecho de cobro, este podría deberse a un menor uso de la red de cajeros de la red Cirrus – Banco Pacífico por parte de los tarjetahabientes MasterCard del exterior, frente a otros competidores locales.

Esta disminución se mitiga totalmente con las holgadas coberturas existentes respecto a los dividendos trimestrales por pagar, la cual sigue incrementándose por la tendencia a decrecer de los pagos trimestrales del Fideicomiso y el vencimiento de la serie A en diciembre-2010.

A continuación se muestra el comportamiento de la cobertura de los dividendos trimestrales de las series emitidas con los flujos generados por el

derecho de cobro desde la fecha de constitución del Fideicomiso:

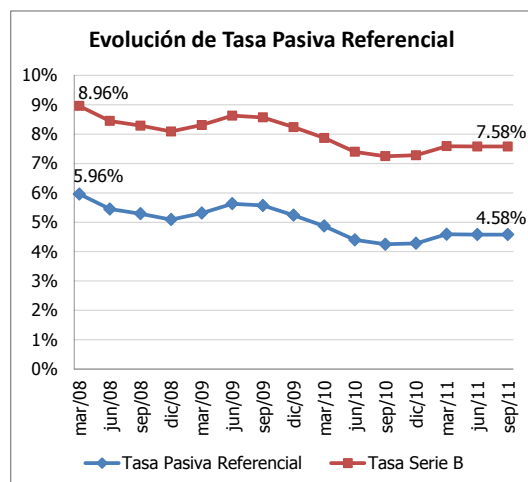


Nota: Supone la colocación total de la emisión en todos los trimestres.
Fuente: Morgan & Morgan
Elaboración: Bankwatch Ratings

Considerando el flujo de los últimos cuatro trimestres, el exceso de flujo de fondos promedio estaría cubriendo en más de 230 veces el índice de desviación calculado por el estructurador financiero (7.04%), cumpliendo así con la regulación pertinente.

El Fideicomiso se ha beneficiado de una tendencia a decrecer de la tasa pasiva referencial, que se ha profundizado en el 2010, dado el alto nivel de liquidez que mantiene el sistema financiero y las limitaciones legales a las tasas activas. De todas formas cabe indicar que el nivel de cobertura es poco sensible a variaciones moderadas de la tasa de interés.

El siguiente gráfico muestra la evolución de la tasa pasiva referencial.



Fondos disponibles e Inversiones.

A marzo-2012 el Fideicomiso mantiene fondos disponibles e inversiones por USD 490M y USD 4.4MM, respectivamente. Los primeros se encuentran en una cuenta corriente de una institución financiera de bajo riesgo y en un fondo de inversión de disponibilidad inmediata; mientras que las inversiones corresponden principalmente a Bonos del Gobierno Americano con plazos por vencer que oscilan entre cuatro y nueve meses. Estos papeles gozan de la más alta liquidez y calificación de riesgo crediticio.

Estos recursos corresponden principalmente al fondo de reserva y a la reinversión de sus flujos (USD 4.3MM), a la provisión para el próximo dividendo por pagar (USD 285M), y al excedente devuelto al Originador luego del corte de este informe (USD 272M).

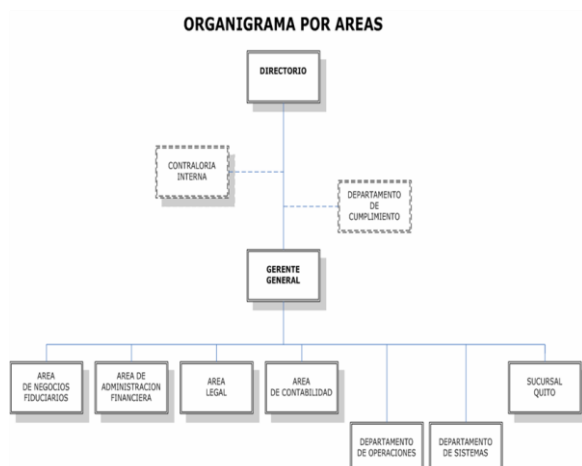
Gastos del Fideicomiso

El Originador es responsable de pagar los honorarios mensuales de la Fiduciaria. Los demás gastos operacionales del Fideicomiso son pagados con cargo a un fondo rotativo de USD 10,000 que debe ser repuesto diariamente con los flujos recaudados.

Al ser gastos relacionados principalmente con la operación local, los recursos correspondientes al fondo rotativo se mantienen en una cuenta del Fideicomiso en Banco del Pacífico.

Los gastos mensuales que ha asumido el Fideicomiso se encuentran dentro del nivel planificado inicialmente y no se consideran materiales frente al volumen de flujos generados y proyectados. Adicionalmente, el Fideicomiso establece que en caso de que el fondo rotativo resulte insuficiente, tales pasivos deberán ser asumidos por el Originador.

MORGAN & MORGAN (Fiduciaria)



Elaboración: Morgan & Morgan

Morgan & Morgan, Fiduciary & Trust Corporation S.A. “Fiduciaria del Ecuador” fue constituida en Guayaquil, el 26 de febrero del 2003. La Fiduciaria forma parte del Grupo Morgan y Morgan, cuyos orígenes se remontan a 1923, y que está integrado por empresas de servicios, que abarcan las actividades bancarias, de mercado de valores, de administración de fondos mutuos, de servicios fiduciarios, de consultoría, y de servicios jurídicos.

En nuestra opinión, el Administrador Fiduciario se encuentra manejando adecuadamente el patrimonio autónomo, de acuerdo a las instrucciones impartidas en la escritura del Fideicomiso.

▪ **ESTRUCTURA DE TITULARIZACIÓN**

Hemos recibido una opinión legal favorable respecto de la transferencia del derecho de cobro titularizado al patrimonio autónomo. Al ser un derecho de cobro futuro, dicha transferencia se

realiza, en la medida en que se vayan produciendo las cuentas por cobrar correspondientes, lo que de acuerdo a la escritura del Fideicomiso se da en el momento mismo en que el Originador, por cuenta de MasterCard International, realiza (i) los pagos a los establecimientos comerciales en los cuales los Tarjetahabientes MasterCard del exterior hayan realizado consumos en general (en Ecuador); los avances en efectivo en oficina (del Originador y de Banco Pacífico) otorgados a estos tarjetahabientes; y los avances en efectivo a través de cajeros automáticos (red Cirrus – Banco Pacífico) otorgados a favor de los mismos.

De acuerdo a lo requerido en la escritura de constitución del Fideicomiso, el Originador ha informado a MasterCard International del desarrollo del presente proceso de titularización y, por ende, de la cesión, transferencia y aporte del derecho de cobro realizada por el Originador a favor del Fideicomiso y, ha solicitado a MasterCard International que los flujos sean cancelados, mediante depósito / transferencia efectuada por MasterCard International, única y exclusivamente en la cuenta del exterior del Fideicomiso, que mantiene en Citibank NY.

Adicionalmente, el Originador ha indicado a MasterCard International que la instrucción anterior es de carácter irrevocable, y por tanto solamente puede ser modificada por solicitud escrita de la Fiduciaria y que este derecho de cobro no debe ser compensado con otras cuentas por pagar de Pacificard. MasterCard International ha expresado su conformidad con lo solicitado.

En el informe de la calificación inicial, disponible en www.bankwatchratings se puede obtener un resumen de las principales características de esta estructura.

ANEXO 1

ENTORNO MACRO ECONÓMICO

El crecimiento del PIB en el 2011 superó las expectativas iniciales alcanzando 7.8% según las últimas cifras publicadas por el BCE. Parecería que la proyección de un crecimiento desacelerado para el 2012, tiene sustento según el comportamiento del último trimestre del 2011. De todos modos, seguirá siendo un buen año considerando sobretodo la situación económica internacional.

En el 2012, 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 en torno a varios factores: crecimiento de los costos internos, una aparente tendencia al fortalecimiento del dólar, el nuevo 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.

A mediano plazo (2013-2015) surgen preocupaciones en función de las perspectivas de la economía global. Se mantiene la preocupación en cuanto a que la estabilidad del Ecuador depende del gasto público que mantiene una tendencia creciente y que este a su vez está íntimamente ligado al precio del petróleo y a su capacidad de seguir consiguiendo nuevos créditos. Por otro lado el gasto corriente representa la mayor parte del gasto del gobierno y este está financiado con fuentes adicionales a los impuestos.

Aunque se estima que en un futuro previsible las condiciones favorables en cuanto a la oferta de crédito y al precio del petróleo se mantendrían, es incierto hasta cuando estas condiciones prevalecerán. Preocupa la falta de ahorro y la ausencia de mecanismos de contingencia para enfrentar períodos de crisis.

El entorno para la inversión privada es cada vez más incierto y desfavorable, lo que impide aprovechar localmente el incremento de la demanda y la disponibilidad de crédito.

COMPORTAMIENTO HISTÓRICO Y PREVISIÓN 2012

	2008	2009	2010	2011prev.	2012 prev.
PIB (USD Mill 2000)	24,032	24,119	24,983	26,928	28,031
Inc. PIB (Mill 2000)%	7.24	0.36	3.60	7.78	5.40
PIB CORRIENTE (Mill USD)	54,208	52,022	57,978	65,945	71,625
Inc. PIB CORRIENTE%		-4.03%	11.45%	13.74%	8.61%
Inc. anual oferta y demanda global% (usd 2000)	8.10	-3.60	7.40	5.50	4.90
Inflación Anual %	8.83	4.31	3.33	6.12**	
Deuda total del Gobierno/PIB%	25.34	19.67	23.40	22.10***	20.35****
Deuda externa del Gobierno/PIB%	19.19	14.39	15.22	15.27***	14.06****
Deuda interna del Gobierno/PIB%	6.15	5.28	8.18	6.83***	6.29****
Cuenta Corriente/PIB %	2.0	-0.35	-3.31	-0.95	
Presupuesto General del Estado/PIB%	-1.10	-4.30	-1.60	-1.63	-5.20
Ingreso Sector Publico/PIB %	40.70	35.33	39.98	47.76****	
Gasto Corriente Gobierno/PIB%	27.20	26.80	29.16	33.88****	
Inversión del Gobierno /PIB%	12.91	12.84	12.45	14.90****	
Precio del Petroleo/ barril USD (ref)	97.70	64.00	84.50	102.46*	
estimación BCE a marzo 2012					
fuente: Analisis Semanal - 2007 - 2011 BCE devengado , 2012 registro oficial y proforma PIB					
Debe notarse que la deuda del Gobierno no contabiliza deuda contraída a plazos menores de 360 días.					
Datos a septiembre 2011					
**BCE inflación anual a marzo 2012					
*** deuda a diciembre 2011 PIB corriente proyectado					
**** deuda a marzo 2012/PIB por proyectado 2012					
**** BCE con datos a diciembre 2011 anualizado					
*abril 9 de 2012					

El BCE ha actualizado su estimación en cuanto al crecimiento económico para el 2011 a 7.8%. Este crecimiento del PIB ha estado fomentado principalmente por inversión pública, lo que ha privilegiado el crecimiento del sector de la construcción, del agua y energía. El sector de la construcción ha sido apoyado también por el crédito del BIESS.

Algunos de los sectores que se han destacado durante el año 2011 se muestran a continuación, junto a las expectativas iniciales y al comportamiento esperado para el 2012:

sectores	2011 prev anterior	2011 prev actual	2012 prev actual
Refinación de Petróleo	25.4%	9.8%	-12.1%
Electricidad y Agua	8.0%	31.0%	5.0%
Construcción	14.0%	21.0%	5.5%
Servicios	6.9%	6.9%	5.7%
Explotación de Minas y Canteras	5.4%		
Intermediación Financiera	7.8%	9.8%	3.5%
Agricultura/Ganadería	4.6%	5.9%	4.9%
Productos de Madera y elaboración	10.0%		11.0%
Alimentación y Bebidas			10.2%
Textiles	9.0%		9.2%

* la tabla anterior muestra el crecimiento del PIB en valores constantes por actividad económica. Fuente: BCE

La oferta y demanda global que suma al PIB el comercio exterior, en el 2011 frente al año anterior, muestra una desaceleración con un crecimiento del 5.5% frente a un importante 7.4% del 2010. Para el 2012 se espera una desaceleración a 4.9%.

	2012	2009	2010	2011	2012
	PREV USD CORR	TASAS DE CRECIMIENTO			
OFERTA GLOBAL	97,760	-3.6%	7.4%	5.5%	4.9%
PIB	71,625	0.4%	3.6%	7.8%	5.3%
IMPORTACIONES	26,135	-11.6%	16.3%	0.7%	4.0%
DEMANDA GLOBAL	97,760	-3.6%	7.4%	5.5%	4.9%
EXPORTACIONES	22,286	-5.9%	2.3%	8.2%	2.9%
DEMANDA INTERNA	75,174	-2.7%	9.1%	4.6%	5.5%

FUENTE: BCE; ANÁLISIS SEMANAL

Dentro de la oferta, en el cuadro anterior se destaca el comportamiento de las importaciones que luego de una contracción importante en su crecimiento en 2011, para el 2012, la tasa de crecimiento se recuperaría, lo cual indicaría que las restricciones a las importaciones se aflojarían.

En cuanto a la demanda, se esperaría que la demanda externa crezca en apenas 2.9% luego de un importante aumento en el 2011. Se han creado políticas de incentivos que hacen más atractivo contratar con el sector público que exportar. No hay nuevas operaciones petroleras privadas de importancia. La demanda interna se incrementará a una tasa más alta que en 2012.

El desempeño de la demanda interna y las previsiones del BCE para el 2011, se muestra en la tabla siguiente:

COMPOSICIÓN DEMANDA INTERNA	2009	2010	2011	2012
PREVISIÓN DEL BCE	tasas de crecimiento			
DEMANDA INTERNA USD 2000	-2.7%	9.1%	4.6%	5.5%
1) Consumo	-0.1%	6.9%	5.2%	4.7%
Estado	4.0%	1.4%	4.6%	3.7%
Hogares	-0.7%	7.7%	5.9%	4.9%
2) FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO	-4.3%	10.2%	12.3%	5.3%
3) EXISTENCIAS	-30.8%	45.3%	-52.3%	17.2%

El crecimiento del gasto público en la formación de capital está impulsado por el alto precio del petróleo y el mayor endeudamiento público con la banca china. Se estima que aun cuando la recaudación de impuestos ha mostrado una tendencia creciente, esta expansión no ha sido suficiente para cubrir por sí sola el creciente gasto corriente.

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

PERSPECTIVAS 2012

OTRAS EXPECTATIVAS DE CRECIMIENTO 2012	BCE	FITCH	CEPAL	FMI
	5.4%	4.8%	5.0%	4.0%

Se esperará que la estrategia de crecimiento económico mediante gasto público soportado por el alto precio del petróleo y el crédito externo, se mantenga durante el 2012.

El precio del petróleo tiene buenas perspectivas pero no tendrá un incremento importante frente al 2011. Existen fondos disponibles adicionales de China y Rusia para proyectos hidroeléctricos, pero estos llegarán a un límite en un momento dado que pudiera no ser el próximo año.

La desaceleración del PIB al 5.4%, explica el BCE, por la paralización de la refinería de Esmeraldas durante la mitad del año. El PIB petrolero según estas expectativas crecerá en apenas 0.3% en el 2012. El PIB no petrolero se desacelerará de 6.7% en el 2011, a 6.1% en 2012.

Analistas económicos independientes estiman que el PIB petrolero se contraerá más de lo que prevé el gobierno y coinciden con las expectativas en cuanto al PIB no petrolero.

El crecimiento del PIB no petrolero seguirá siendo empujado por el consumo de hogares que se esperaría mantenga una tasa de crecimiento menor a la del 2011. De todos modos, siendo el 2012 año de propaganda electoral (elecciones enero 2013), el gobierno seguirá impulsando este consumo.

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 en torno a varios factores: crecimiento de los costos internos, una aparente tendencia al fortalecimiento del dólar, el nuevo 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.

PERSPECTIVAS 2013 – 2015

El estimado del gobierno para el desempeño económico entre el 2013 y 2015 es de una persistente desaceleración a un limitado crecimiento del 3.3%. Estas expectativas se mantienen aun considerando que los dos principales proyectos de minería metálica en la provincia de ZAMORA, deberían estar produciendo y exportando en esos años.

El BCE estima que habrá una contracción del PIB petrolero en 2015. El crecimiento del PIB no petrolero se mantendrá entre el 3% y el 4%.

El FMI concuerda con las tendencias de crecimiento esperadas.

SECTOR PRIVADO

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

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

La ley como está diseñada va más allá de limitar prácticas monopólicas; propicia la creación de entes de control con amplios e indefinidos poderes sometidos a la discrecionalidad del ejecutivo.

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

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

ANEXO 2

**ENTORNO SISTEMA FINANCIERO
PRIVADO**

Crecimiento 2010 - 2011	Bancos Privados	COAC	Mutualistas	Financieras
Cartera productiva bruta	21.0%	31.1%	29.1%	18.9%
Obligaciones con el público	15.0%	22.3%	12.9%	16.3%
A la vista	11.5%	12.8%	8.1%	4.9%
A plazo	22.5%	36.2%	18.6%	16.3%
Patrimonio	19.8%	14.2%	11.3%	14.3%
Resultados	50.8%	20.9%	42.8%	15.3%

INDICADORES a Dic-11	Bancos Privados	COAC	Mutualistas	Financieras
ROE	17.2%	10.6%	8.5%	21.3%
ROA	1.8%	1.6%	0.8%	3.6%
Margen de interés neto	77.5%	67.1%	59.6%	61.3%
Cartera en riesgo/ T. Cartera	2.2%	3.0%	2.6%	4.4%
Cartera C+D+E/ T. Cartera	2.2%	2.1%	1.2%	2.4%
Capital libre / Activos Productivos + F. Disp	8.1%	12.0%	-8.8%	15.2%
Capital Libre / Patrimonio + Provisiones	53.8%	63.3%	-66.8%	61.1%

El alto precio del petróleo, desembolsos de China, y una mayor recaudación de impuestos han aumentado los ingresos fiscales y el gasto público, generando altos niveles de liquidez y expansión de la economía. Esto ha permitido que el 2011 el sistema bancario continúe manteniendo un excelente desempeño con crecimientos importantes y sostenidos en depósitos y cartera de crédito.

En el 2011, la **cartera productiva bruta** creció 21% anual, mayor al crecimiento observado en los depósitos del público de 15%. En los últimos años, la estructura por tipo de cartera ha mostrado significativas variaciones influenciadas por los altos crecimientos en la cartera de consumo. De esta manera, en el 2005, la participación de **cartera de consumo** en el total representaba el 28%, mientras que en el 2011 alcanza 36%, siendo que los crecimientos más agresivos se registran en el 2011. Esta mayor participación de la cartera de consumo, es en desmedro de la cartera comercial e hipotecaria. Esta última en parte influenciada por la competencia que el BIESS ha generado y por titularizaciones hipotecarias realizadas por las diferentes IFIs.

Por su parte, los **depósitos** siguen siendo la fuente principal de fondeo de los bancos, representando el 89% del total de pasivos. Los **depósitos a la vista** representan el 63% del total de pasivos mientras que los **depósitos a plazo** constituyen el 24%. Es importante mencionar que los depósitos a plazo siguen mostrando una alta concentración en plazos menores a 90 días (65% del total de depósitos a plazo), presionando el **descalce de plazos** entre activos y pasivos.

La mejor optimización del activo productivo y el enfoque en el sector de consumo, permitió al Sistema un crecimiento del **Margen Bruto Financiero** del 27% alcanzando USD 1,465MM. La mayor generación de ingresos junto a un eficiente control de **gastos de operación** ha

permitido reducir la importancia de los gastos sobre los ingresos. De esta manera los gastos operacionales sin provisiones, en el 2011 representan el 63% del ingreso operativo neto, mientras que hace un año alcanzaban el 67%. Por su parte las provisiones absorben cerca del 45% de los ingresos operativos, quedando un **Margen Operacional Neto** de USD 398MM; 35% mayor al 2010. Tomando en cuenta el efecto de otros ingresos/gastos e impuestos, el **Resultado del Ejercicio** muestra un crecimiento del 51% anual, alcanzando USD 394MM. Esto ha permitido mejorar la rentabilidad operativa sobre capital y activos hasta 17.4% y 1.8% respectivamente (2010: ROE Op. 15% y ROA Op. 1.6%). Es importante mencionar que en el mes de diciembre el Banco de Guayaquil muestra un importante crecimiento de USD 42MM en utilidad en venta de acciones y participaciones correspondientes a la venta de su empresa aseguradora, generando un **aumento del 48% de “otros ingresos” al sistema**. Tomando en cuenta que se refiere a un ingreso no recurrente, y de manera de estrés, si lo eliminamos de la utilidad, se obtiene un crecimiento en la utilidad neta de 35%, igualmente importante. A futuro se podría esperar una **presión en el margen de interés** tomando en cuenta que la tasa pasiva referencial muestra una tendencia creciente (2010: 4.28% ; 2011: 4.53%) mientras que la tasa activa referencial muestra una tendencia decreciente (2010: 8.68% ; 2011: 8.17%).

La **Calidad de Cartera** es adecuada y ha mejorado tomando en cuenta la reducción en el indicador de morosidad (Cartera en Riesgo / Cartera Bruta) frente al año pasado (2010: 2.26%; 2011: 2.21%), en parte influenciado por el fuerte crecimiento de cartera en los últimos periodos, evidenciando cartera joven. A futuro, el indicador de **morosidad** tiene una importancia preponderante tomando en cuenta los altos niveles de crecimiento de cartera, el enfoque hacia sectores históricamente con mayor morosidad y un **mayor endeudamiento en general**.

El crecimiento en el segmento de consumo en el 2011 se observó en todo el sistema financiero y respondió a un proceso general de expansión de la economía, especialmente de la demanda interna. Si cambiaran las condiciones macro económicas y hubiera restricciones de liquidez en el mediano plazo podrían observarse ritmos de crecimiento menores a los del 2011. **Si estos factores afectaran la capacidad adquisitiva interna, se esperarían potenciales deterioros en la calidad de cartera del sistema.**

A la fecha, las provisiones promedio del sistema son apropiadas con **coberturas sobre cartera** en

riesgo y cartera C,D,E, sobre 2.76 y 2.75 veces respectivamente.

A pesar de los altos crecimientos en cartera, los indicadores de **patrimonio técnico** y **capital libre** demostraron una ligera mejora. A futuro estos indicadores variarán de acuerdo a la política de dividendos de cada institución. Es importante que los crecimientos de cartera estén acompañados de capitalización de utilidades para no desmejorar los indicadores de solvencia.

Los **índices de liquidez** del Sistema son en general altos, sin embargo, comparado con 2010 se presionan debido a que parte de los fondos líquidos fueron utilizados en cartera en busca de mayores retornos. Es primordial que cada institución cuente con un plan de contingencia real y aplicable en escenarios de estrés y que mantenga niveles adecuados de concentración de fondeo para mitigar cualquier presión de liquidez.

Las **perspectivas del 2012 son buenas con una ligera desaceleración del crecimiento del sistema**. Tomando en cuenta que a inicios del 2013 habrá elecciones, se esperaría que el Gobierno gaste sus esfuerzos en mantener una economía líquida. Además, no se espera una caída importante en el precio del petróleo ni una disminución sustancial en la capacidad de fondeo de China. **A largo plazo las perspectivas son más inciertas** debido a la poca flexibilidad de la economía ecuatoriana ante eventos externos. Todo esto en un entorno de **mayor endeudamiento**, donde los créditos crecen a ritmos sustancialmente mayores al crecimiento económico.

RIESGO SISTEMICO

Si bien observamos que el sistema financiero ecuatoriano se ha fortalecido como un todo, el hecho de estar formado por múltiples instituciones (25 bancos) hace que la **desviación estándar de los indicadores individuales sea alta**. Esto quiere decir que las instituciones con mayores fortalezas difieren sustancialmente con las instituciones con mayores debilidades.

De esta manera observamos que 5 instituciones mantienen una rentabilidad operativa (ROA Operativo) negativa o menor al 0.5%. Por otra parte, los 6 mayores bancos (incluyendo Pacífico) representan cerca del 83% de la utilidad total del sistema. Si bien se mencionó una baja morosidad del promedio del sistema (2.21%), la desviación estándar entre todas las instituciones es de 2.81% con una morosidad máxima de 13.58%. Por su parte existen 6 instituciones que tienen una cobertura con provisiones a cartera en riesgo menor a 1vez.

Por otra parte, el no tener un **prestamista de última instancia** formal, limita la capacidad de recupero de las entidades financieras en caso de necesitarlo. Si bien se ha creado el Fondo de Liquidez del Sistema Financiero Ecuatoriano para solventar problemas temporales de liquidez, la eficacia de éste no ha sido probada aun. La corta historia del Fondo, no permite realizar un análisis sobre su capacidad de dar soporte al sistema en un escenario de crisis. Además, la **baja participación de mercado de bancos extranjeros** dentro del sistema, limita el soporte que podría recibirse de casa matriz en eventos de estrés.

La **débil estructura institucional** ha demostrado que la jurisdicción ecuatoriana no es lo suficientemente fuerte en casos de liquidación o quiebra, siendo normalmente procesos largos y complejos, limitando la capacidad de recupero de los clientes afectados.

La **mayor influencia de los reguladores** en el negocio genera incertidumbre en el sistema financiero; especialmente cuando dichas regulaciones en algunos casos, han tenido como objeto el imponer limitaciones y no controlar el riesgo. El control de las tasas de interés, la limitación o eliminación de algunas comisiones o servicios, la creación de nuevos impuestos, la implementación de indicadores que limitan la administración de la liquidez, generan un mayor riesgo sistémico y de operación para el sistema ecuatoriano.