

Ecuador  
 Titularización de Flujos Futuros  
 Octavo 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**

	<b>Serie B</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) 222 23 23  
[pintop@bankwatchratings.com](mailto:pintop@bankwatchratings.com)

Carlos Ordóñez, CFA  
 (593 2) 254 83 93  
[carlosordonez@bankwatchratings.com](mailto:carlosordonez@bankwatchratings.com)

Guissela Salgado  
 (593 2) 254 83 93  
[g.salgado@bankwatchratings.com](mailto:g.salgado@bankwatchratings.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 pago de los títulos emitidos se encuentra en niveles

**FECHA COMITE: Noviembre 30, 2011**

**ESTADOS FINANCIEROS A: Septiembre, 2011**

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.

holgados. A la fecha de corte de este informe el Fideicomiso ha realizado el pago de 15 dividendos de capital e interés, el último de los cuales se dio en septiembre-2011, de acuerdo a lo dispuesto por la estructura.

El análisis de la continuidad de la línea generadora de los flujos considera tanto la pertenencia del Originador al Grupo Pacífico, que tiene como accionistas mayoritario al Estado ecuatoriano; 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-2010 auditados por la empresa Ernst & Young, con opinión limpia sobre su razonabilidad. Estados financieros interinos de Pacificard a septiembre-2011. Información relevante de Pacificard a diciembre y septiembre-2011.
- Estados financieros bajo normas NIIF del Fideicomiso Segunda Titularización - Pacificard / MasterCard Flujos del Exterior, auditados por la empresa PKF con opinión limpia sobre su razonabilidad. Estados financieros interinos e información relevante del Fideicomiso a septiembre-2011.

### **HECHOS RELEVANTES**

#### **Venta de Acciones del Grupo Pacífico a la Corporación Financiera Nacional**

El decreto ejecutivo 941 del 18 de noviembre de 2011 dispone la transferencia a título gratuito de las acciones de Banco del Pacífico de las que el Banco Central es titular, hacia la Corporación Financiera Nacional (CFN).

De acuerdo al presidente de la CFN, el traspaso de las acciones no le quitará independencia a la institución Financiera y solo busca viabilizar de mejor forma los recursos de la sociedad.

#### **Cambios en la Administración de Pacificard**

A partir de octubre de 2011, el Economista Miguel Carrillo, hasta ese entonces Gerente de Negocios de Pacificard, fue nombrado por el Directorio de la

institución Gerente Subrogante del Gerente General, debido a la renuncia del gerente anterior.

#### **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 un 12.79% del pasivo de Pacificard (considerando el contingente sobre cartera MasterCard fondeada 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.

Actualmente el Banco Pacífico posee el 33.3% de las acciones de Datafast, empresa que brinda el servicio de estaciones en puntos de pago para el procesamiento de los consumos con tarjetas de crédito y débito.

En caso de que la Superintendencia de Compañías no autorice la tenencia de esta inversión y por tanto el Banco tuviera que venderla, la exclusividad que mantiene actualmente el Banco en el procesamiento de los consumos de los tarjetahabientes MasterCard Internacional en la red Datafast, cuyo derecho de cobro le pertenece a este Fideicomiso, podría verse afectada.

El flujo recaudado correspondiente al derecho de cobro antes indicado representa en promedio un 21% del flujo total que ingresa al presente Fideicomiso de titularización. Considerando que la

cobertura actual de los flujos totales de la titularización supera en promedio las 14 veces respecto a los dividendos trimestrales por pagar, este contingente no afectaría materialmente la capacidad de pago de los títulos vigentes.

### **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 que realizará Pacificard por hasta USD 60 millones, las dos titularizaciones existentes representarían 12.79% 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 septiembre del 2011, el Banco del Pacífico mantiene el tercer 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 rentabilidad del Grupo Pacífico.

Estos 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.

El Banco Central del Ecuador es el único accionista del Grupo, desde la crisis financiera del año 2001. Se indica como hecho relevante y subsecuente que el 19 de noviembre del 2011, el Presidente de la República, mediante decreto ejecutivo, dispuso al Banco Central traspasar las acciones del Banco del Pacífico a la Corporación Financiera Nacional (CFN).

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. Actualmente Pacificard ocupa el segundo puesto en importancia dentro de las instituciones emisoras medido por su nivel de facturación, administrando más de 364,000 tarjetas de crédito.

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.

### **FINANCIAMIENTO ESTRUCTURADO**

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.

#### **Consumos de Tarjetahabientes del Exterior 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 77.1%, seguido por los consumos en establecimientos (21.1%) y en una proporción pequeña los avances en oficinas del Banco Pacífico a nivel nacional (1.8%).

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.

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.

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 Internacional 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

#### **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 15 dividendos de capital e interés de la serie B, quedando aún un saldo insoluto de USD 8.25 millones.

La tasa pasiva referencial aplicable para el pago que se realizará en diciembre-2011 es de 4.58% por lo cual el próximo dividendo de la serie B incorporará una tasa anual de 7.58%.

##### **Fondos disponibles e Inversiones.**

A septiembre-2011 el Fideicomiso mantiene fondos disponibles e inversiones por USD 18.6M y USD 4.9MM, respectivamente. Estos recursos corresponden principalmente al fondo de reserva y a la reinversión de sus flujos (USD 4.6MM), y a la provisión para el próximo dividendo por pagar (USD 933M).

El 89% del portafolio de inversiones está compuesto de inversiones emitidas o respaldadas por el Gobierno Americano, gozando de la escala de calificación más alta y de alta liquidez.

Cabe indicar que las fechas de vencimiento de las inversiones antes mencionadas se encuentran entre diciembre-2011 y enero-2013, lo que contrasta con la naturaleza de corto plazo del fondo de reserva. Si bien esta situación expone al Fideicomiso a un riesgo de mercado en el caso de que tuviera que vender los títulos, este riesgo se mitiga por la

holgada cobertura de los flujos que ingresan al fideicomiso diariamente.

### 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.

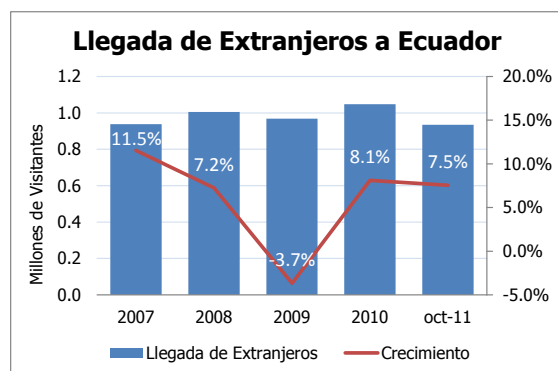
Al ser gastos relacionados principalmente con la operación local, los recursos correspondientes al fondo rotativo se mantienen en una cuenta del Fideicomiso en Banco del Pacífico.

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.

### Comportamiento de los Flujos generados por el Derecho de Cobro

El derecho de cobro titularizado está directamente relacionado a la cantidad de extranjeros que ingresan a Ecuador, y su capacidad adquisitiva.

Como se puede apreciar en el cuadro siguiente, en el 2007 y 2008 hubo crecimientos importantes en la afluencia de turistas a Ecuador, mientras que en el año 2009, la tendencia se revirtió temporalmente por la crisis internacional. Una caída similar se advirtió ese año en los flujos recaudados por el Fideicomiso.



Fuente: Ministerio de Turismo  
Elaboración: BWR

Estados Unidos es el país con mayor participación en el turismo extranjero al Ecuador, representando el 24% de la recepción turística del 2010. Otros

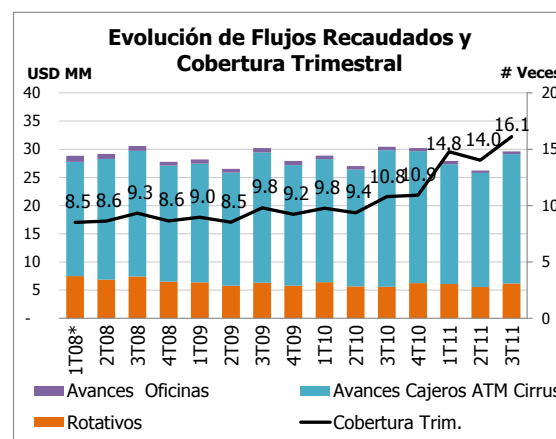
países importantes son Colombia (19%), Perú (15%) y España (6%).

En el 2010, la económica global se recupera, logrando superar ligeramente el número de visitantes del 2008. En los primeros 10 meses del 2011 se aprecia un crecimiento de 7.5% en esta cifra.

En el caso de la recaudación del derecho de cobro titularizado, este se recupera en 3.3% en el 2010, aunque en el 1T11, la recaudación del Fideicomiso se reduce nuevamente en 3.0% respecto al mismo período del año anterior. Puesto que no se habrían producido cambios importantes en la red de cobertura del Grupo Pacífico ni variaciones importantes de la estructura del sector, la disminución se podría asociar a cambios en los hábitos de consumo del tarjetahabiente MasterCard del exterior.

La disminución de la facturación se mitiga 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.

A continuación se muestra el comportamiento de los flujos generados por el derecho de cobro desde la fecha de constitución del Fideicomiso y la cobertura de los dividendos trimestrales de las series emitidas:



\*En el 1T08 parte de los avances en efectivo generados no fueron recibidos en la cuenta del Fideicomiso, situación regularizada en abril-08.  
Nota: Supone la colocación total de la emisión en todos los trimestres.  
Fuente: Morgan & Morgan  
Elaboración: Bankwatch Ratings

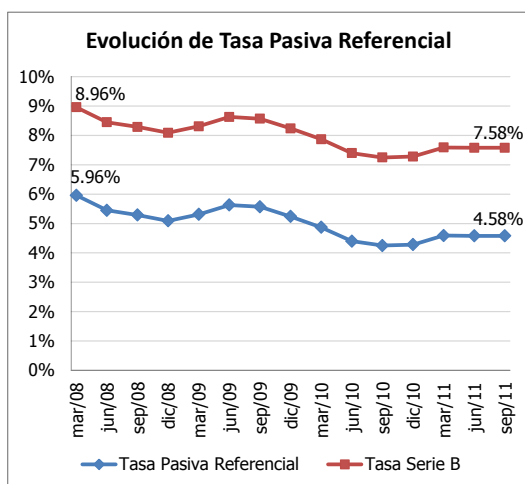
El nivel de cobertura actual se considera holgado para cubrir el nivel de estrés correspondiente a la calificación otorgada. De acuerdo a lo esperado, la cobertura se incrementa de forma muy importante a partir del 2011, puesto que a finales del 2010 se paga el último dividendo de la serie A.

### FINANCIAMIENTO ESTRUCTURADO

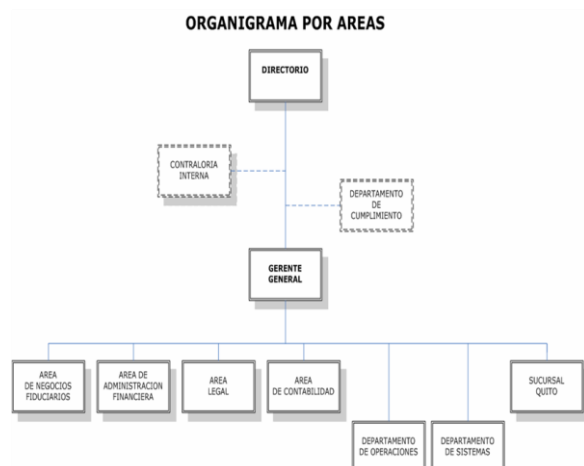
Considerando el flujo de los últimos cuatro trimestres, el exceso de flujo de fondos promedio estaría cubriendo en más de 180 veces el índice de desviación calculado por el estructurador financiero (7.04%), cumpliendo así con la regulación pertinente.

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.



**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.

En el informe de la calificación inicial, disponible en [www.bankwatchratings](http://www.bankwatchratings) se puede obtener un resumen de las principales características de esta estructura.

ANEXO 1

**ENTORNO MACRO ECONÓMICO**

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

**COMPORTAMIENTO HISTÓRICO**

	2007	2008	2009	2010	interino 2011
PIB ( USD Mill 2000)	22,410	24,032	24,119	24,983	26,292
Inc. PIB (Mill.2000)%	2.04	7.24	0.36	3.60	5.24
Inc.anual oferta y demanda global%	3.90	8.10	-3.60	7.40	4.13 prev.
Inflación Anual %	3.32	8.83	4.31	3.33	4.84**
Deuda total del Gobierno/PIB %	30.49	25.34	19.67	23.40	20.11***
Deuda externa del Gobierno/PIB %	23.90	19.19	14.39	15.22	13.3***
Deuda interna del Gobierno/PIB %	6.59	6.15	5.28	8.18	6.8***
Cuenta Corriente/PIB %	3.60	2.0	-0.35	-3.31	
Presupuesto General del Estado/PIB %	-0.10	-1.10	-5.07	-1.95	
Ingreso Sector Publico/PIB %	29.56	40.70	35.33	39.98	45.73****
Gasto Corriente Gobierno/PIB %	20.10	27.20	26.80	29.20	31.92****
Inversión del Gobierno /PIB %	7.49	12.91	12.84	12.45	12.96****
Precio del Petroleo/ barril USD (ref)	72.70	97.70	64.00	84.50	79.07****
*estimación BCE					
**inflación anual a agosto/2011					
*** deuda a juli 2011 PIB corriente proyectado de 65.145MM					
****anualizado con cifras hasta mayo 2011/PIB corriente proyectado					
*****sept 23/2011					

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

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

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

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

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

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

Si al PIB añadimos el comportamiento del comercio exterior, vemos que el crecimiento económico del País, es decir de su oferta y demanda global fue del 8.4% en el primer trimestre del 2011 con respecto al primer trimestre del 2010 cuando este crecimiento (de la oferta y demanda global) en el mismo trimestre del 2010 fue de 2.6%. Debemos destacar el extraordinario crecimiento de las importaciones y el modesto aumento de las exportaciones durante el 2010, mientras que en el primer trimestre 2011, tanto las importaciones como las exportaciones muestran un crecimiento importante en relación al primer trimestre del 2010:

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

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

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

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

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

**PERSPECTIVAS 2011 – 2012 -2013**

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

Para el año 2012 sin embargo las proyecciones no son tan optimistas y se podría esperar una desaceleración ya que el

crecimiento se fundamenta en inversión pública y ésta a su vez en el precio del petróleo y deuda. Se ha comprobado que el precio del petróleo puede ser altamente volátil y que los recursos de deuda para el Ecuador son limitados.

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

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

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

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

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

La fuente de ingresos más sólida para el estado podría ser la minería en gran escala, sin embargo esta fuente de ingresos se concretaría dependiendo de cuando se firmen los nuevos contratos. Si los contratos se firman hasta fines de este año se podría esperar ingresos por esta industria a partir del 2014. De ahí en adelante se esperaría que las exportaciones y la renta minera crezcan sustancialmente por algunos años.

A partir del 2015 se podrían esperar que las nuevas centrales hidroeléctricas, el aumento importante en la producción del

gas del Golfo de Guayaquil y la Refinería del Pacífico, si se llega a construir, contribuyan con energía eléctrica más barata y combustibles de mejor calidad.

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

## **SECTOR PRIVADO**

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

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

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

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

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

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

**ANEXO 2**

**ENTORNO SISTEMA FINANCIERO  
 PRIVADO**

En el periodo anual de junio 2010 a junio 2011 se puede observar un excelente desempeño del Sistema Financiero, en concordancia con los altos niveles de liquidez de la economía. El alto precio del petróleo en los últimos periodos, aumenta los ingresos fiscales y el gasto público. Esto ha permitido mantener crecimientos importantes y sostenidos en los depósitos y cartera de crédito.

A Jun.11, la **cartera productiva bruta** creció cerca del 23% anual, mayor al crecimiento observado en los depósitos del público de 16.4%. La estructura por tipo de cartera ha mostrado ciertas variaciones influenciadas por los altos crecimientos en la cartera de consumo. De esta manera la participación de **cartera de consumo** en el total aumenta cerca de cinco puntos porcentuales, en desmedro de la cartera comercial e hipotecaria. Esta última en parte influenciada por titularizaciones hipotecarias realizadas por las diferentes IFIs.

CARTERA BRUTA	jun-10	%T	jun-11	%T	Variación
Creditos Comerciales	4,704,869	46%	5,501,809	44%	17%
Creditos de Consumo	3,174,274	31%	4,414,347	36%	39%
Creditos Hipotecarios	1,341,660	13%	1,240,569	10%	-8%
Creditos Microempresa	836,385	8%	1,047,548	8%	25%
<b>TOTAL</b>	<b>10,123,837</b>	<b>100%</b>	<b>12,417,864</b>	<b>100%</b>	<b>23%</b>

Por su parte, los **depósitos** siguen siendo la fuente principal de fondeo de los bancos, mostrando un fuerte crecimiento anual en **depósitos a la vista** (20%), llegando a representar el 64% del total de pasivos. A Jun.11 se puede observar un significativo aumento de **valores en circulación** de USD 225MM, lo que significa que los bancos han dado importancia al fondeo mediante el mercado de valores, el cual ofrece beneficios al manejo de calce de plazos entre activos y pasivos. Sin embargo, esta forma de fondeo no tiene representatividad, siendo que constituye menos del 2% del pasivo total.

La mejor optimización del activo productivo y el enfoque en el sector de consumo, permitió al Sistema un crecimiento del **Margen de Interés Neto** del 31%. Este resultado apoyado por otros ingresos financieros netos permiten obtener un **Margen Bruto Financiero** de USD 684MM; 28% mayor que junio 2010. 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 a Jun.11 representan el 62% del ingreso operativo, mientras que hace un año alcanzaban el 70%. Por su parte las provisiones absorben cerca del 10% de los ingresos operativos, quedando un **Margen Operacional Neto** de USD 227MM; 84% mayor al de Jun.10. Tomando en cuenta el efecto de otros ingresos/gastos e impuestos, el **Resultado del Ejercicio** muestra un crecimiento del 69% anual, alcanzando USD 192MM.

La **Calidad de Cartera** ha mejorado tomando en cuenta la reducción en el indicador de morosidad (Cartera en Riesgo / Cartera Bruta) frente al año pasado (Jun.10: 2.92%; Jun.11: 2.55%), en parte influenciado por el fuerte crecimiento de cartera en los últimos periodos. A futuro, los indicadores de **morosidad** tienen una importancia preponderante tomando en cuenta los altos niveles de crecimiento de cartera y el enfoque hacia sectores históricamente con mayor morosidad (consumo, microcrédito). A la fecha, las provisiones muestran mayores **coberturas sobre cartera** en riesgo y cartera C,D,E, sin embargo representa un porcentaje menor con respecto al total de cartera comparado con junio 2010.

En los indicadores de **solvencia**, si bien se observa una presión en el indicador de **patrimonio técnico** debido al aumento de activos ponderados por riesgo, es importante mencionar que el nivel de **capital libre** sobre activos productivos aumenta frente a junio 2010. A futuro será 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 junio 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.

Mientras la liquidez de la economía se mantenga en niveles altos, las **perspectivas a mediano plazo son buenas**. A largo plazo las perspectivas son más inciertas debido a que no se ve incrementos importantes en los niveles de inversión a largo plazo. Todo esto en un entorno de **mayor endeudamiento**, donde los créditos crecen a ritmos sustancialmente mayores al crecimiento económico.