

Sexto Seguimiento
 Titularización de Flujos Futuros

**Fideicomiso Mercantil Titularización
 de Flujos Dineros – Primer Tramo**

Calificación

Tipo Instrumento	Calif. Anterior	Calif. Actual	Ultimo Cambio
Serie A	cancelada en noviembre, 2010		
Serie B	cancelada en mayo, 2011		
Serie C	AAA	AAA	--
Serie D	AAA	AAA	--
Serie E	AAA	AAA	--

Descripción de la Estructura

	Serie C	Serie D	Serie E
Monto emitido (USD)	USD 9 MM	USD 8 MM	USD 8 MM
Saldo Insoluto (USD)	USD 3.0MM	USD 4.0MM	USD 4.8MM
Plazo total	1,080 días	1,440 días	1,800 días
Fecha Emisión	04-may-2009	04-may-2009	04-may-2009
Fecha Vencimiento	04-may-2012	06-may-2013	05-may-2014
Amortización Capital	Cada 90 días	Cada 90 días	Cada 90 días
Pago Interés	Cada 90 días	Cada 90 días	Cada 90 días
Tasa de interés (reajuste trimestral)	Pasiva Refer. + 2.5%	Pasiva Refer. + 2.75%	Pasiva Refer. + 3%
Base cálculo interés	360 días	360 días	360 días

Contrapartes Relevantes

Originador y Agente Pagador: Dineros Club del Ecuador Sociedad Financiera

Administración Fiduciaria: PRODUFONDOS

Estructuración Financiera y Legal: PICAVAL

Colocación: PICAVAL

Contactos

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

Carlos Ordóñez (593 2) 254 83 93
carlosordonez@bankwatchratings.com

FECHA COMITE: Julio 29, 2011

ESTADOS FINANCIEROS A: Mayo, 2011

RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACIÓN

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings decidió **mantener la calificación de las series C, D y E del primer tramo** que emitió el **Fideicomiso Mercantil de Flujos Dineros, 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 otorgada es una calificación local que indica el riesgo de crédito relativo dentro del mercado ecuatoriano, por lo tanto no incorpora el Riesgo País ni los efectos que se generarían por cambios en la política monetaria y/o cambiaria.

La decisión del Comité se fundamenta en la holgada cobertura de los flujos esperados del Fideicomiso respecto a los dividendos por pagar a los inversionistas, así como a la calificación de la continuidad como negocio en marcha del Originador. Adicionalmente, se considera la baja participación de las dos titularizaciones de flujos de Dineros Ecuador dentro del pasivo de la Sociedad, lo cual permite reconocer la prelación que tiene sobre los flujos titularizados.

El análisis de continuidad del negocio incorpora la expectativa que en un escenario de estrés elevado, la Sociedad continúe como empresa en marcha aún si es que la capacidad de pago de sus obligaciones generales se viera limitada.

Los flujos futuros generados por el derecho de cobro son acreditados por el banco recaudador directamente y diariamente a la cuenta del Fideicomiso.

Adicionalmente el Fideicomiso es irrevocable y contiene cláusulas expresas en las que se define que tanto la cesión de los derechos como las instrucciones a los bancos recaudadores y al Fideicomiso son también irrevocables. Todo esto aísla el riesgo de desvío de fondos y confirma la prelación de esta deuda estructurada frente al resto de pasivos de Dineros Club del Ecuador S.A.

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.



La cesión irrevocable de los derechos de cobro de Dineros Club del Ecuador S.A. al Fideicomiso está realizada en la escritura del fideicomiso y definida en el Acta de Aporte y Emisión. La cesión de los derechos de cobro se hace efectiva cada vez que se producen las cuentas por cobrar, a partir de la fecha de constitución del fideicomiso y mientras este se encuentre vigente.

Por último, las cláusulas de retención de flujos y de redención anticipada protegen al inversionista al darle proactividad al Fideicomiso frente a situaciones que pudieran comprometer la continuidad del originador como empresa en marcha y/o a la generación futura de los flujos titularizados.

▪ ENTORNO ECONÓMICO

Ver anexo 1

▪ ANÁLISIS SECTORIAL

Ver anexo 2

▪ PRESENTACIÓN DE CUENTAS

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

- Estados Financieros interinos e información adicional solicitada sobre el patrimonio autónomo a mayo-2011. Estados financieros del Fideicomiso de 2010, preparados bajo normas NIIF y auditados por la empresa Delitte & Touche, con opinión limpia respecto a la razonabilidad de los mismos.
- Estados Financieros de Dineros a diciembre-2010, auditados por la empresa KPMG, con opinión limpia respecto a la razonabilidad de los mismos. La información presentada está preparada de acuerdo a las normas contables dispuestas por el Organismo de Control contenidas en el catálogo de cuentas y en la Codificación de Resoluciones de la Superintendencia de Bancos y Seguros (SBS) y de la Junta Bancaria; en lo no previsto por dichas normas, ni por la citada codificación, se aplica las Normas Internacionales de Información Financiera NIIF (JB-2010-1785). Estados Financieros interinos e información adicional solicitada sobre el Originador a diciembre-2010 y marzo-2011.

▪ EVOLUCIÓN DE LA TITULARIZACIÓN

Títulos Emitidos

La primera colocación de los títulos se realizó el 04 de mayo del 2009, fecha que se convierte en la

fecha de emisión de todas las series. En diciembre-09 se completó la colocación de los USD 50 millones autorizados.

De las cinco series emitidas, ya se han cancelado dos en su totalidad, restando las series C, D y E por pagar. En mayo-2011 se realizó el octavo pago de dividendos de capital e interés a las series vigentes.

La tasa pasiva referencial que servirá como base para la determinación del próximo dividendo de capital e interés a realizarse en agosto-2011 es de 4.60%.

Fondos Disponibles e Inversiones

A la fecha de corte el Fideicomiso mantiene recursos líquidos por USD 1.8MM, destinados principalmente al fondo de reserva USD 0.9MM, a la provisión para el pago del próximo dividendo de las series vigentes (USD 0.6MM) y a excedentes por devolver al Originador.

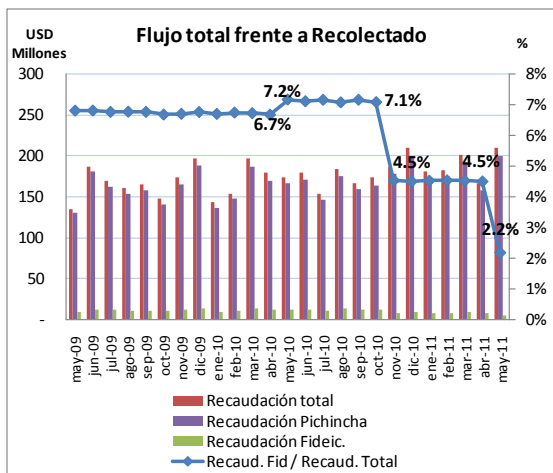
De los recursos antes detallados el 65% se encuentra en fondos locales de inversión de corto plazo y el saldo restante en cuentas a la vista en instituciones financieras con calificación global en escala local de AAA-.

Evolución de los Flujos y coberturas

De acuerdo a lo que establece la escritura del Fideicomiso, en el mes 18 a partir de la fecha de emisión, habiéndose cancelado totalmente la serie A, el derecho de cobro del Fideicomiso se redujo de 7.07% a 4.46% de la recuperación total del Originador. De igual forma, a partir de mayo-2011, mes 24 a partir de la fecha de emisión, dicho derecho de cobro se redujo de 4.46% a 2.17%.

Puesto que banco Pichincha recauda más del 90% del monto total, la estructura permite a la Fiduciaria obtener los fondos correspondientes al derecho de cobro directamente de este recaudador. Fondos Pichincha ha instruido a Banco Pichincha que a partir de mayo-2011, acredite el 2.30% de la recaudación de los tarjetahabientes Dineros directamente en la cuenta del Fideicomiso. La Fiduciaria debe revisar continuamente que el porcentaje instruido sobre la recaudación del Banco Pichincha sea equivalente al 2.17% de la recaudación total.

A continuación se puede observar la relación entre la recaudación mensual de Dineros, lo recaudado a través de Banco Pichincha, y el porcentaje que el Fideicomiso recibe en función del porcentaje aplicable a su derecho de cobro.

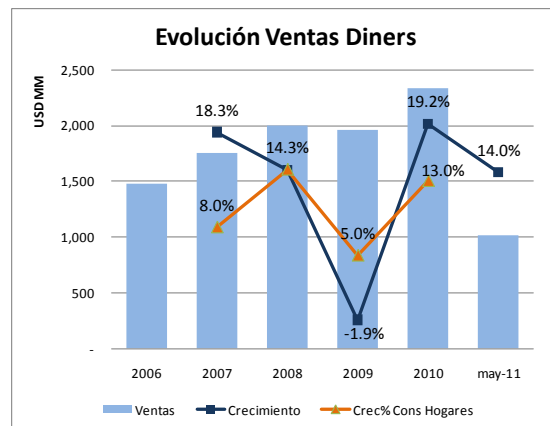


Es importante indicar que la estructura prevé que, dentro de cada período mensual, si es que la Fiduciaria completa los recursos que se requieren para completar el fondo rotativo, fondo de reserva, y la provisión para el próximo dividendo de las series emitidas, esta puede instruir a la institución recaudadora la suspensión de las transferencias hasta el inicio del próximo mes.

Por este motivo, el monto de “recaudación del fideicomiso” mostrado en los gráficos y con el que se calcula la cobertura de la emisión considera tanto los flujos que llegaron a la cuenta del Fideicomiso como aquellos que son parte del derecho de cobro pero no ingresaron en la cuenta del mismo por instrucción de la Fiduciaria.

El comportamiento de las ventas de Diners proviene tanto del posicionamiento de la tarjeta en el mercado y del comportamiento del consumo de los hogares en el País, como de sus estrategias de comercialización.

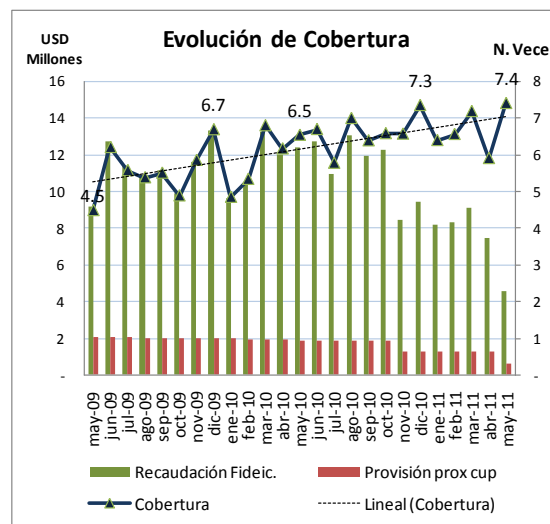
En los últimos años las ventas de Diners han mantenido tasas de crecimiento elevadas, llegando en el 2010 a representar un 6% del consumo de los hogares ecuatorianos. El año 2009 fue un año atípico, donde las ventas de la Sociedad se contrajeron, debido tanto al entorno económico de ese año como a la estrategia de enfoque aplicada por la Sociedad en el mismo período. El crecimiento de las ventas del 2010 refleja la recuperación del consumo y la mayor apertura de Diners, debido a las perspectivas económicas actuales.



En el 2011 DCE espera obtener un crecimiento de 15%, porcentaje que se considera alcanzable, tomando en cuenta el comportamiento de las ventas de la Sociedad en los primeros cinco meses del año, las expectativas favorables del consumo en el País, y el hecho de que las ventas históricamente son mayores conforme se acerca el fin de año.

Los gastos operacionales del Fideicomiso se mantienen bajos y no son materiales frente al flujo recibido mensualmente.

La cobertura mensual de los flujos provenientes del derecho de cobro titularizado se mantiene holgada frente a la provisión requerida para el pago de los dividendos trimestrales de las series emitidas. La cobertura actual (promedio de 6.6 veces en los últimos 12 meses) es holgado en relación al estrés considerado en un escenario de calificación AAA.



Nota: Supone en todos los períodos la colocación total de las series.



▪ **DINERS CLUB DEL ECUADOR S.A.
SOCIEDAD FINANCIERA
(originador)**

Del análisis de la capacidad del originador para mantenerse como empresa en marcha generadora de los flujos titularizados, se concluye que la calificación de los flujos futuros titularizados es consistente con la calificación otorgada a las series emitidas por el presente Fideicomiso y superior a la calificación global de AAA- en escala local que Bankwatch ratings ha otorgado a Diners Club.

El saldo insoluto de la titularización, sumado a la nueva titularización de flujos futuros que a la fecha de análisis todavía no ha sido emitido, representa el 7.9% de los pasivos de la Sociedad, participación que permite reconocer la prelación sobre los flujos titularizados que tiene la titularización, frente a otras obligaciones generales del Originador.

El análisis de continuidad del negocio incorpora la expectativa que en un escenario de estrés elevado, la Sociedad continúe como empresa en marcha aún si es que la capacidad de pago de sus obligaciones generales se viera limitada. Consideramos que en caso de necesidad la Sociedad recibiría soporte externo.

Diners presenta fortalezas destacables en cuanto a a) su importancia para la economía ecuatoriana, b) su posicionamiento dentro del mercado de emisión y adquisición de tarjetas de crédito, y c) su rentabilidad para los accionistas, la cual ha sido consistentemente superior a la mayoría de instituciones del sistema financiero ecuatoriano.

Diners Club del Ecuador es la cabeza del Grupo Diners, séptimo grupo financiero más importante a nivel nacional medido por el monto de sus activos. Su principal accionista es también el accionista mayoritario del Banco Pichincha, banco más grande y antiguo del País. El grupo Diners y el grupo Pichincha pertenecen al mismo grupo económico aunque son grupos financieros distintos.

La principal actividad de la Sociedad Financiera es la organización, promoción y explotación de tarjetas de crédito expedidas en el Ecuador, con la franquicia de The Diners Club Internacional Ltd. Su experiencia de 40 años en el mercado le ha permitido posicionarse como la tarjeta de crédito líder del mercado, con más de 26,000 establecimientos afiliados a nivel nacional.

La tarjeta Diners es líder en facturación a nivel nacional, con ventas que en el 2010 representaron aproximadamente el 6% del consumo de los hogares ecuatorianos. La sociedad atiende a más de 212,000 tarjetahabientes principales y 111,000 tarjetahabientes adicionales.

Se reconoce la capacidad técnica y proactividad de la Administración, cuyas estrategias y procedimientos le permiten mantener una posición fuerte en el mercado pese a la creciente competencia en el sector.

Para mayor detalle sobre el Originador, revisar el informe global de Diners, el cual se encuentra disponible en www.bankwatchratings.com.

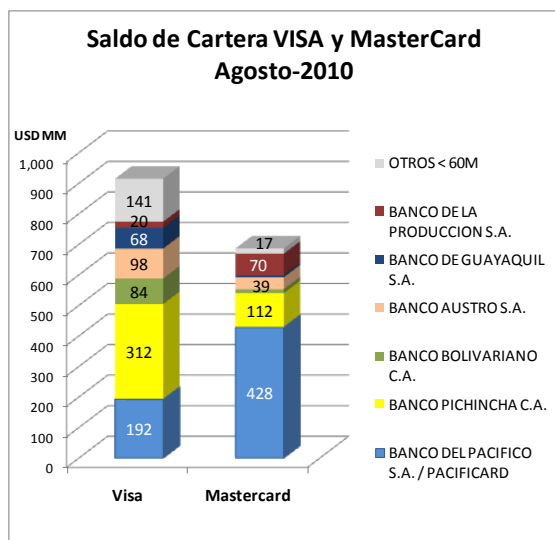
Mercado de Tarjetas de Crédito

De acuerdo a la información de la Superintendencia de Bancos y Seguros, el mercado de tarjetas de crédito se compone de siete marcas, aunque cerca del 85% de la facturación se encuentra concentrada en las tarjetas Diners, Visa y MasterCard. El mercado es muy competitivo, especialmente en el segmento económico medio alto y alto, que cuenta con un alto grado de bancarización.

La tarjeta Diners es líder en el mercado local, medido por su volumen de ventas (USD 2,339 millones en 2010, USD 1,020 millones a mayo-2011), representando alrededor del 41% de la facturación con tarjeta a nivel nacional. La emisión de esta tarjeta la hace exclusivamente Diners Club del Ecuador. Cabe indicar que esta tarjeta no maneja actualmente crédito rotativo, por lo que mantiene un menor volumen de cartera en relación a sus ventas. Por este motivo el saldo de cartera promedio que maneja es inferior al saldo de cartera de Visa.

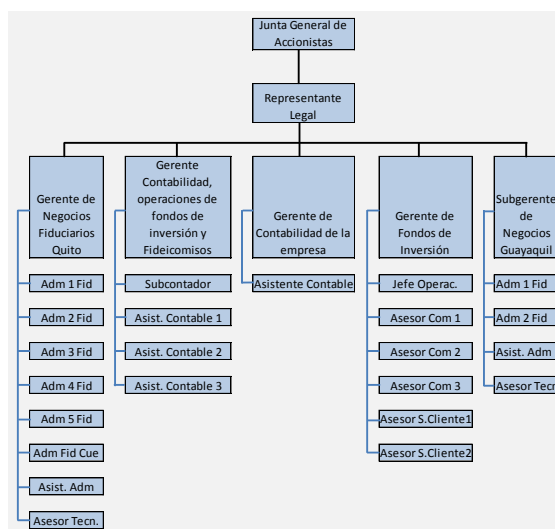
Con respecto a las tarjetas Visa y MasterCard, estas son emitidas por distintas instituciones financieras locales, y aprovechan la franquicia de dichas marcas a nivel global. Si bien estas tarjetas han ganado una porción interesante del mercado (27% Visa y 17% MasterCard de la facturación del 2010), aún mantienen distancia respecto al posicionamiento de la marca Diners.

Pacificard y Banco Pacífico, como grupo, mantienen el liderazgo en la emisión de tarjetas Mastercard (participación de 62.3%) y se encuentran en segundo lugar en la marca VISA (21.0%), después de Banco Pichincha (34.1%). Estos indicadores son calculados con base en su participación en el saldo de cartera de tarjeta de crédito a agosto-2010, pues no existe información pública más actualizada desde esa fecha de corte.



Fuente: SBS, agosto-2010
Elaboración: BWR

■ PRODUFONDOS (Fiduciaria)



La Administradora de Fondos y Fideicomisos Produfondos actúa como agente de manejo de la presente titularización. Esta institución forma parte del Grupo Financiero Producción, cuya cabeza es Banco Produbanco; este último tiene una calificación emitida por Bankwatch Ratings de AAA- en escala local.

Produfondos se constituyó mediante escritura pública otorgada el 4 de marzo de 1994 ante la Notaría Décimo Octava del cantón Quito, Dr. Enrique Díaz Ballesteros, inscrita ante el Registro Mercantil del mismo cantón el 29 de marzo del mismo año, bajo la denominación social de compañía Administradora de Fondos y Fideicomisos Produfondos S.A. con un plazo de duración de 50 años.

La empresa fue autorizada para operar como Administradora de Fondos y Fideicomisos por parte de las Superintendencias de Compañías mediante Resolución No. 94.1.8.AF.005 del

primero de julio de 1994. Mediante Resolución No. SCQ.IMV.02.006 del 18 de octubre del 2002 Produfondos es autorizada para actuar como Agente de Manejo en procesos de Titularización por parte de la Superintendencia de Compañías.

Produfondos cuenta con personal técnico, una administración con experiencia, y respaldo del grupo financiero al que pertenece. Con respecto a su infraestructura tecnológica, utiliza el sistema fiduciario GESTOR, especializado en la administración de fideicomisos, fondos de inversión, de pensiones, titularización y activos de carteras, bajo una estructura parametrizable.

Al momento la institución administra seis titularizaciones de flujos, lo cual aporta a la experiencia de la empresa en este tipo de transacciones.

La Fiduciaria mantiene reuniones periódicas con el Originador para revisar sus balances, verificando que no se incurra en ninguna causal para determinar la retención de flujos o redención anticipada.

Consideramos que la empresa posee la capacidad técnica y experiencia para desempeñar adecuadamente su función de Administradora del Fideicomiso.

■ ESTRUCTURA DE LA TITULARIZACIÓN

Descripción del Activo Subyacente

La principal fuente de pago de las series emitidas por el Fideicomiso son los flujos futuros de los derechos de cobro que el Originador aporta al Fideicomiso y que consisten en porcentajes de la totalidad de los derechos de cobro que se generan por el uso de la tarjeta Diners. Los derechos de cobro están constituidos por los derechos que tiene y que tendrá en el futuro Diners, a recibir de parte de los tarjetahabientes, por los pagos correspondientes a la cartera, así como los derivados de servicios, pagos a terceros, emisión de estado de cuenta y otros costos o tarifas que deban asumir los tarjetahabientes, de conformidad con las estipulaciones constantes en los contratos de emisión.

Los porcentajes de la totalidad de los derechos de cobro generados por la tarjeta Diners que se transfieren al Fideicomiso varían a lo largo del tiempo, de acuerdo a la tabla que se presenta a continuación:



Período (meses desde emisión)	%
1-18	7.07%
19-24	4.46%
25-36	2.17%
37-48	1.16%
49 en adelante	0.50%

El servidor de los flujos titularizados es el Banco Pichincha quien recauda alrededor del 95% de los flujos de Diners generados por este concepto. Existen otros bancos recaudadores, quienes por mandato del Fideicomiso deben entregar al Administrador Fiduciario los flujos que este los requiera en caso de que fuera necesario.

Hemos recibido una opinión legal favorable respecto a la legalidad y forma de transferencia de los activos al patrimonio autónomo. La cesión irrevocable de los derechos de cobro titularizados al Fideicomiso está realizada y definida en la

escritura del Fideicomiso. La cesión de los derechos de cobro se hace efectiva cada vez que se producen las cuentas por cobrar a los tarjetahabientes.

Considerando la cobertura de los últimos 12 meses, el índice de desviación calculado por el estructurador financiero en la calificación inicial (21.82%) estaría cubierto en más de 25 veces, cumpliendo así holgadamente el requerimiento legal de 1.5 veces.

Un resumen más amplio de la estructura de la presente titularización se puede encontrar en el informe inicial de calificación, disponible en www.bankwatchratings.com.

ANEXO 1

ENTORNO ECONÓMICO

Las perspectivas de corto plazo siguen siendo positivas y se esperaría estabilidad en el entorno macroeconómico. A mediano plazo surgen preocupaciones en función de las perspectivas de la economía global que pudiera contraer sus niveles de crecimiento. Por otro lado, se mantiene la preocupación en cuanto a que la estabilidad del Ecuador depende del gasto público y que esto a su vez está íntimamente ligado al precio del petróleo.

COMPORTAMIENTO HISTÓRICO

	2006	2007	2008	2009	2010
PIB (USD Mill 2000)	21962	22.410	24.032	24.19	24.983
Inc. PIB (Mill.2000)%	4.75	2.04	7.24	0.36	3.6
Inc. oferta y demanda global%		3.9	8.1	-3.6	7.4
Inflación Anual %	2.87	3.32	8.83	4.31	3.33
Deuda total del Gobierno/PIB%	32.4	30.5	25.3	19.7	23.0
Deuda externa del Gobierno/PIB%	24.7	23.9	19.2	14.4	15.2
Deuda interna del Gobierno/PIB%	7.7	6.6	6.2	5.3	7.8
Cuenta Corriente/PIB %	3.9	3.6	2.0	-0.35	-3.31
Presupuesto General del Estado/PIB%	-0.2	-0.1	-1.1	-5.07	-1.95
Ingreso Sector Público/PIB %	27.0	29.6	40.7	35.3	40.0
Gasto Corriente Gobierno/PIB%	19.1	20.1	27.2	26.8	29.20
Inversión del Gobierno /PIB%	4.7	7.5	12.9	12.8	12.5
Precio del Petróleo/ barril USD (ref)	65.4	72.7	97.7	64.0	84.5

El 4to trimestre del 2010 mostró un crecimiento anual del PIB muy importante del 7%. Se expanden todas las actividades sin excepción. El crecimiento del PIB en el año 2010 terminó en 3.60%, cercano a las estimaciones del Gobierno. Solamente la agricultura y la ganadería cerraron el 2010 con pequeños decrecimientos. La refinación de petróleo cayó de manera importante por el cierre de la refinación de Esmeraldas. Debe destacarse el crecimiento del PIB en las siguientes actividades económicas especialmente en relación al 2009:

sectores	2009	2010
Intermediación Financiera	170%	17.30%
Industria Manufacturera	-150%	6.70%
Comercio	-2.30%	6.30%
Construcción	5.40%	6.70%

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 7.4% en el 2010, mientras que en el 2009, se reduce en 3.6%. Debemos destacar el extraordinario crecimiento de las importaciones y el modesto aumento de las exportaciones:

Comercio Exterior	2009	2010
Importaciones	-11.60%	16.30%
Exportaciones	-5.90%	2.30%

El consumo de los hogares se ha recuperado a partir del segundo trimestre del 2010 y es lo que fomenta el gran incremento de las importaciones. El consumo de los hogares en el 2010, crece en 7.7%, más que en el 2008 (6.9%). En parte, este comportamiento compensa el decrecimiento en el 2009, cuando los hogares consumieron un 0.7% menos que el año anterior.

Durante el 2010 se observa que la formación de capital fijo se eleva en 10.2% cuando en el 2009 se contrae en 4.3%. La expansión del 2010 no iguala la tasa del 2008 que fue del 16.1%, y se fundamenta en el enorme crecimiento de la inversión pública.

PERSPECTIVAS 2011

Proyecciones de Crecimiento	BCE	Fitch	Cepal	Otros
2011	5.06%	2.80%	6.40%	3.60%

*Estimaciones FITC realizadas en Nov-2010

INFLACION ANUAL	marzo	abril	mayo
2011	3.57%	3.88%	4.23%
2010	3.35%	3.21%	3.24%

Para el 2011, el gobierno prevé una expansión del sector no petrolero en 5.6% y del petrolero en 1.6%, lo que se resume en un incremento del PIB total de 5.06%. Esta proyección se fundamenta en la inversión pública (empresas mineras principalmente) y en el gasto corriente del gobierno, lo cual alimenta el consumo de los hogares.

Dado que la expansión esperada 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.

Lamentablemente, el entorno para la inversión privada es aún 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) lo que impide aprovechar localmente el incremento de la demanda y la disponibilidad de crédito.

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

Constituye también un límite para las inversiones la situación diplomática con nuestro mayor socio comercial y una amenaza para nuestras exportaciones la culminación de la firma del TLC entre USA y Colombia.

De lo dicho se desprende que la proyección del Gobierno para el crecimiento del PIB pudiera resultar optimista a menos que se retome la inversión en el sector privado. Esto a pesar de que se estima que el consumo de los hogares crecerá en la misma proporción que en el 2010, pero que se considera será satisfecho por productos importados. Parte de la expansión en el 2010, tanto de la construcción como de las manufacturas obedeció a una compensación del comportamiento negativo del 2009, por lo que pudiera esperarse que el crecimiento de estos segmentos en el 2011 se desacelere.

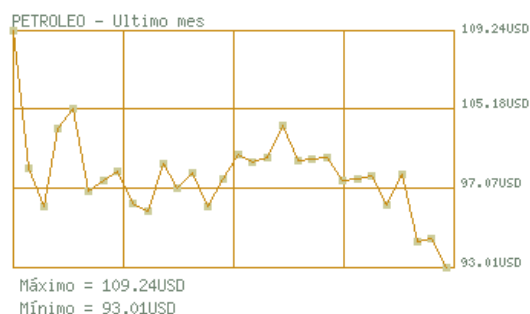


Se espera que en el 2011, el crecimiento de la economía se de en el mercado local. Las exportaciones mantendrán un crecimiento lento y las importaciones seguirán expandiéndose mientras lo permitan el precio del petróleo (precio actual por barril del crudo ecuatoriano, USD 93) y los desembolsos de los créditos externos.

COMPORTAMIENTO DEL PRECIO DEL PETRÓLEO

Como se menciona anteriormente, la economía ecuatoriana es altamente vulnerable al precio del petróleo. El presupuesto del estado contempla un precio del crudo ecuatoriano de aproximadamente USD 75 por barril. El precio del crudo ecuatoriano se ubica entre USD 5 y USD 7 menos que el WTI.

Comportamiento del precio del petróleo WTI por barril desde mayo 4 de 2011 a junio 17 de 2011:



Los precios del petróleo internacional subieron durante algunos meses, pero los grandes actores de la economía global ahora buscan que bajen, sea con un aumento de la oferta o una reducción de la demanda.

Los países del norte industrializado lograron bajar el precio del crudo alrededor de 7 por ciento en apenas dos días, sólo con el anuncio de que sacarán 60 millones de barriles de sus reservas para ponerlo en el mercado, luego de que la OPEP no logró llegar a un acuerdo acerca de aumentar la producción para contener la escalada de precios y así ayudar a la recuperación de la economía global.

La Agencia Internacional de Energía (AIE), de los 28 países más industrializados, anunció que la medida del grupo de entregar al mercado en julio 60 millones de barriles, a razón de dos millones diarios, obedece a la “continuada interrupción en los suministros petroleros de Libia”.

Sea como fuere, la decisión de la AIE, la tercera de su tipo en 20 años, hizo retroceder los precios de los crudos marcadores en los principales mercados.

Las expectativas de menores crecimientos de algunos países, tanto emergentes como industrializados contribuirán a limitar el crecimiento del precio del barril del crudo.

Fuentes: BCE y Ecuador Analysis
Superintendencia de Bancos y Seguros
FitchRatings-Rating Report Ecuador

Elaboración: BWR.



ANEXO 2

ANÁLISIS SECTORIAL

SISTEMA FINANCIERO PRIVADO

En el periodo anual de marzo 2010 a marzo 2011 se puede observar un excelente desempeño del Sistema Financiero. El alto precio del petróleo aumenta los ingresos fiscales y el gasto público. Esto ha permitido mantener una economía líquida, aumentando los depósitos y operaciones de crédito con tasas (activas y pasivas referencial) relativamente más bajas que hace un año.

En este periodo la **cartera productiva bruta** creció cerca del 28%, mayor al crecimiento observado en los depósitos del público de 16.5%. El crecimiento de cartera está influenciado principalmente por Consumo (variación anual 39.2%) y Comercial (variación anual 20%); sin embargo, es importante mencionar que Microcrédito creció en 25.8% pero su participación en la cartera total todavía se encuentra por debajo del 10%. Por su parte, los **depósitos** muestran un cambio en su estructura con una disminución de los depósitos a plazo y un fuerte crecimiento en los depósitos a la vista, llegando a representar el 65% del total de pasivos. Si bien los depósitos son la principal fuente de fondeo de los bancos, en este periodo se puede observar un significativo aumento de **valores en circulación** de USD 202 MM, 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.

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 330MM; 29% mayor que marzo 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 mar.11 representan el 63% del ingreso operativo, mientras que hace un año alcanzaban el 71%. Por su parte las provisiones absorben cerca del 14% de los ingresos operativos netos, quedando un **Margen Operacional Neto** de USD 102 MM. Tomando en cuenta el efecto de otros ingresos/gastos e impuestos, el **Resultado del Ejercicio** muestra un crecimiento del 74% anual, alcanzando USD 88.7 MM.

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 (Mar.10: 3.32%; Mar.11: 2.61%), 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 marzo 2010.

En los indicadores de **solvencia**, si bien se observa una presión en el índice 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 marzo 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 marzo 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 el precio del petróleo 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. El crecimiento económico ha sido bajo en comparación a los pares y los niveles de desempleo no muestran tendencia decreciente. Todo esto en un entorno de mayor endeudamiento, donde los créditos crecen a ritmos sustancialmente mayores al crecimiento económico. A futuro, es de vital importancia el análisis de algunas economías europeas que puedan generar ruido y desacelerar la recuperación económica mundial, presionando los precios del petróleo.