

Séptimo Seguimiento  
 Titularización de Flujos Futuros

**Fideicomiso Mercantil Titularización  
 de Flujos Diners – 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 1.5MM	USD 3.0MM	USD 4.0MM
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:** Diners 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](mailto:pintop@bankwatchratings.com)

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

**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 Diners, 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.**”

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

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 en la calificación de la continuidad como negocio en marcha del Originador. Adicionalmente, se considera la baja participación de las dos titularizaciones de flujos de Diners 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

**FECHA COMITE: Enero 31, 2012**

**ESTADOS FINANCIEROS A: Noviembre, 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.



aísla el riesgo de desvío de fondos y confirma la prelación de esta deuda estructurada frente al resto de pasivos de Diners Club del Ecuador S.A.

La cesión irrevocable de los derechos de cobro de Diners 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 noviembre-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 Diners 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 septiembre-2011.

#### ▪ HECHOS RELEVANTES Y SUBSECUENTES

##### Pago de Anticipo de Impuesto a la Renta

El 26 de abril de 2011 se reforma el Reglamento para la Aplicación de la Ley de Régimen Tributario Interno, eliminando el texto que indicaba explícitamente que los Fideicomisos Mercantiles que no realizan actividades empresariales ni operan negocios en marcha, no debían pagar anticipo de impuesto a la renta. Si bien dichos fideicomisos están exentos del pago de impuesto a la renta (previo el cumplimiento de otras obligaciones específicas), el análisis realizado por la calificadora considera el escenario de que el SRI disponga el pago anual del anticipo mencionado, cuyo cálculo consiste en la suma aritmética de los siguientes rubros: 0.2% del patrimonio total, el 0.2% del total de costos y gastos deducibles de impuesto a la renta; el 0.4% de los activos (restados aquellos no monetarios en el caso de instituciones sujetas al control de la Superintendencia de Bancos y Seguros, Cooperativas de ahorro y crédito y similares); y el 0.4% de los ingresos totales.

##### 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, entre las que se encuentran las casas de valores y administradoras de fondos y fideicomisos.

De implementarse dicha resolución, será un reto para las administradoras de fondos y fideicomisos que formaban parte de un grupo financiero mantener la calidad de su gestión operativa, considerando el apoyo tecnológico, comercial y financiero que generalmente reciben de los grupos a los que pertenecen.

Puesto que hasta el 12 de julio de 2012, Produbanco deberá cumplir con la normativa explicada, sea a través de la enajenación o liquidación de Produbancos, en el próximo seguimiento esperamos contar con más elementos que permitan medir la relevancia de este hecho en el riesgo de las titularizaciones que actualmente administra.

▪ **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 noviembre-2011 se realizó el décimo pago de dividendos las tres 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 4.53%.

**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 0.5MM, a la provisión para el pago del próximo dividendo de las series vigentes (USD 0.6MM) y a excedentes por devolver al Originador.

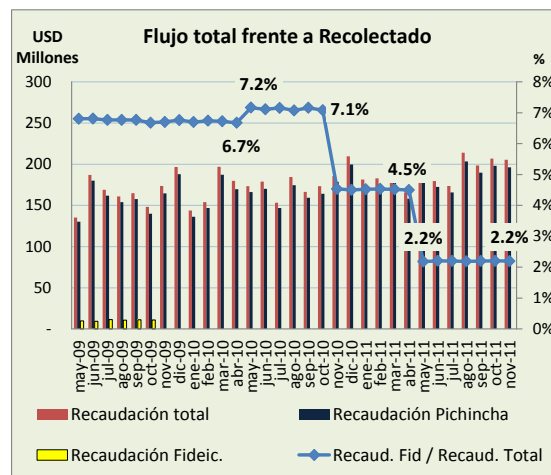
De los recursos antes detallados el 66% se encuentra en fondos locales de inversión de corto plazo y el saldo restante en cuentas a la vista y un certificado de depósito en instituciones financieras con calificación global en escala local de AAA-.

**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 alrededor del 95% 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 Diners directamente en la cuenta del Fideicomiso. La Fiduciaria debe revisar continuamente que el porcentaje instruido sobre la recaudación del Banco Pichincha sea al menos el 2.17% de la recaudación total.

Como se aprecia en el gráfico siguiente, la relación entre la recaudación mensual de Diners y lo recaudado a través de Banco Pichincha, ha cumplido con el porcentaje del derecho de cobro establecido para cada período.

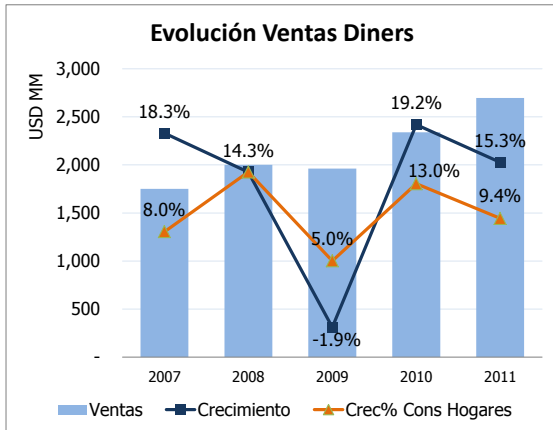


Es importante indicar que la estructura prevé que, dentro de cada período mensual, si es que la Fiduciaria completa los recursos que se requieren para completar el fondo rotativo, fondo de reserva, y la provisión para el próximo dividendo de las series emitidas, esta debe instruir a la institución recaudadora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

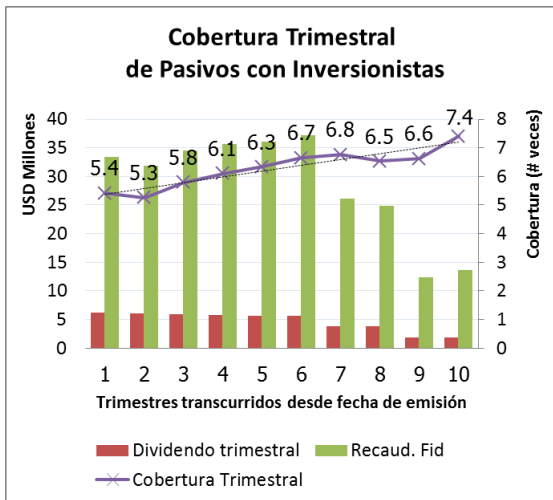
El comportamiento de las ventas de Diners proviene tanto del posicionamiento de la tarjeta en el mercado y del comportamiento del consumo de los hogares en el País, como de sus estrategias de comercialización.

En los últimos años las ventas de Diners han mantenido tasas de crecimiento elevadas, llegando en el 2011 a representar un 6.3% 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. En el 2011 DCE mantiene un crecimiento importante, aunque menor al igual que registra el sistema financiero privado en su conjunto, el cual consigue incrementos anuales en su cartera de consumo y cartera total de 37.1% y 23.1%, respectivamente (septiembre-2011 frente a septiembre-2010).



El porcentaje de recuperación de las ventas mensuales mantiene una tendencia positiva, mejorando a 92.6% en el último año (92.2% en 2010, 90.7% en 2009), lo que refleja el mantenimiento de la calidad de la cartera.

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 es consistente con la calificación que mantienen las series emitidas.



Nota 1: Supone en todos los períodos la colocación total de las series.

Nota 2: El flujo recaudado incluye el flujo que por instrucción de la Fiduciaria no fue transferido al Fideicomiso, habiéndose completado la provisión mensual requerida.

La disminución de la recaudación del Fideicomiso en los trimestres séptimo y noveno refleja los ajustes del derecho de cobro titularizado dispuestos por la estructura, una vez vencidas y pagadas las series A y B.

Por último, cabe indicar que los gastos operacionales del Fideicomiso se mantienen bajos y no son materiales frente al flujo recibido mensualmente.

**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 las dos titularizaciones de flujos vigentes representa el 5.7% 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 adquirencia 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 Dineros, 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 Dineros 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 Dineros 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 Dineros es líder en facturación a nivel nacional, con ventas que en el 2011 representaron aproximadamente el 6.3% 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

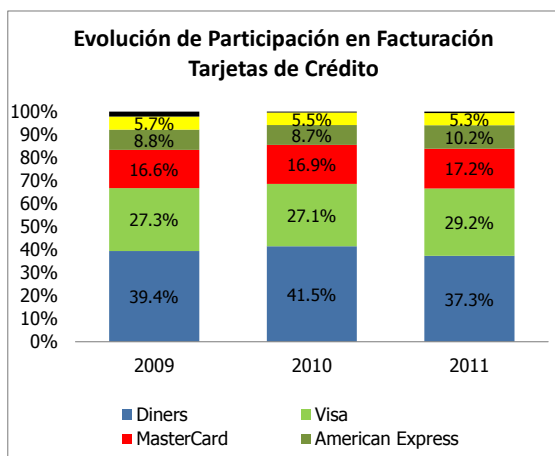
procedimientos le permiten mantener una posición fuerte en el mercado pese a la creciente competencia en el sector.

Para mayor detalle sobre el Originador, revisar el informe de calificación global de Dineros, el cual se encuentra disponible en nuestra página web, [www.bankwatchratings.com](http://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 84% de la facturación se encuentra concentrada en las tarjetas Dineros, 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.

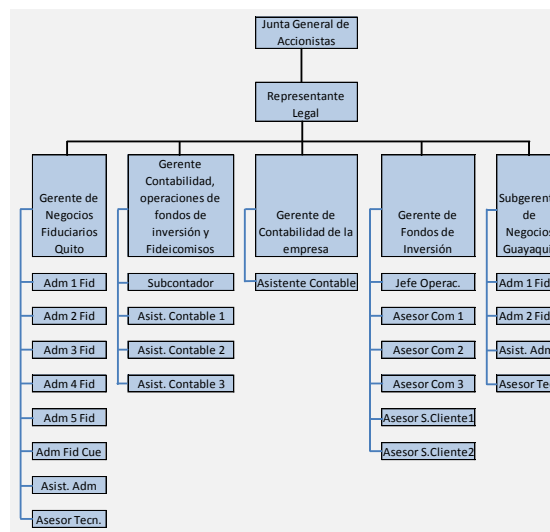
La tarjeta Dineros es líder en el mercado local, medido por su volumen de ventas (USD 2,696 millones en 2011), representando alrededor del 37% de las ventas con tarjeta a nivel nacional. La emisión de esta tarjeta la hace exclusivamente Dineros Club del Ecuador. Cabe indicar que esta tarjeta no maneja 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.



Fuente: Superintendencia de Bancos y Seguros  
 Elaboración: BWR

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 (29% Visa y 17% MasterCard de las ventas del 2011), aún mantienen distancia respecto al posicionamiento de la marca Dineros.

▪ **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.



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 promedio 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 27 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](http://www.bankwatchratings.com).

ANEXO 1

ENTORNO ECONÓMICO

El comportamiento real del 2011, superó las expectativas. Se espera que en el 2012 haya una desaceleración pero seguirá siendo un buen año considerando sobretodo que la economía mundial está estancada.

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.

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

El BCE ha actualizado su estimación en cuanto al crecimiento económico para el 2011 a 6.5%. 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. El crecimiento real del año podría llegar alrededor de un 7% según algunas expectativas.

	2008	2009	2010	2011prev.	2012 prev.
PIB ( USD Mill 2000)	24,032	24,119	24,983	26,608	28,031
Inc. PIB (Mill 2000)%	7.24	0.36	3.60	6.50	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	5.80	4.90
Inflación Anual %	8.83	4.31	3.33	5.53**	
Deuda total del Gobierno/PIB%	25.34	19.67	23.40	21.72***	
Deuda externa del Gobierno/PIB%	19.19	14.39	15.22	15.09***	
Deuda interna del Gobierno/PIB%	6.15	5.28	8.18	6.63***	
Cuenta Corriente/PIB %	2.0	-0.35	-3.31	0.17	
Presupuesto General del Estado/PIB%	-1.10	-4.30	-1.60	-2.40	-5.20
Ingreso Sector Publico/PIB %	40.70	35.33	39.98	46.8****	
Gasto Corriente Gobierno/PIB%	27.20	26.80	29.16	32.36****	
Inversión del Gobierno /PIB%	12.91	12.84	12.45	12.59****	
Precio del Petroleo/ barril USD (ref)	97.70	64.00	84.50	100.68*	
estimación BCE Nov/11					
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.					
**BCE inflación anual a noviembre 2011					
*** deuda a octubre 2011 PIB corriente proyectado					
**** BCE con datos a agosto 2011 anualizado					
* diciembre 2 de 2011					

Algunos de los sectores que se han destacado durante el año 2011 se muestran a continuación, junto a las expectativas de su variación para el año 2012:

Sectores	2011 prev	2012 prev
Refinación de Petróleo	25.4%	-12.1%
Electricidad y Agua	8.0%	5.0%
Construcción	14.0%	5.5%
Comercio	6.6%	6.0%
Explotación de Minas y Canteras	5.4%	0.4%
Intermediación Financiera	7.8%	3.5%
Agricultura/Ganadería	4.6%	5.0%
Productos de Madera y elaboración	10.0%	11.0%
Silvicultura y extracción de Madera	9.4%	9.0%
Pesca	7.6%	7.6%

\* 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 5.8% frente a un importante 7.4% del 2010.

El comportamiento de la oferta global también variaría con respecto al año anterior. En el 2010 el PIB aumentó en 3.6% y las importaciones en un importante 16.3%. Para el 2011, el incremento del PIB sería de un 6.5% y el de las importaciones del 3.96%. Considerando el comportamiento esperado de las exportaciones y de la demanda interna, lo cual se expone más adelante, se esperará que el aumento de las importaciones sea mayor.

El comportamiento de la demanda global, muestra que la demanda interna se desacelera de un 9.1% de crecimiento en el 2010 a un 6% en el 2011, mientras que las exportaciones que crecieron en el 2010 en un magro 2.3%, en el 2011, se recuperan en un 5.1%.

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



COMPOSICIÓN DEMANDA INTERNA	2008	2009	2010	2011
PREVISIÓN DEL BCE	Tazas de crecimiento			
DEMANDA INTERNA	9.9%	-2.7%	9.1%	6.0%
1) Consumo	7.4%	-0.1%	6.9%	5.2%
Estado	11.5%	4.0%	1.4%	4.6%
Hogares	6.9%	-0.7%	7.7%	5.2%
2) FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO	16.1%	-4.3%	10.2%	7.5%
3) EXISTENCIAS	13.7%	-30.8%	45.3%	10.3%

Se destaca en el desempeño de la demanda interna la formación bruta de capital que muestra una desaceleración importante con respecto al año anterior. Esta desaceleración se da en el segundo semestre del año luego de que en el primer trimestre el crecimiento anual fue del 15.4%. Así mismo, el consumo de los hogares mostraría una desaceleración en el segundo semestre del 2011, llegando a 5.2% al fin de año, luego del crecimiento de 8.3% en el primer semestre.

Las perspectivas antes expuestas, tanto de la formación bruta de capital como la del consumo de los hogares, están incorporadas en las expectativas de crecimiento para el 2011 de 6,5%. **Expertos estiman que esta desaceleración tan pronunciada es poco probable por lo que se esperaría que el crecimiento real del PIB para el 2011, supere el 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. Se estima que aún cuando la recaudación de impuestos a 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, 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 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 refinera de Esmeraldas durante la mitad del año. El PIB petrolero según estas expectativas crecería 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 similar a la del 2011. 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 mantendría 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 Análisis, El Comercio; Elaboración BWR.

## ANEXO 2

## ANÁLISIS SECTORIAL

## SISTEMA FINANCIERO PRIVADO

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 a septiembre 2011 el sistema bancario continúe manteniendo un excelente desempeño con crecimientos importantes y sostenidos en los depósitos y cartera de crédito.

A Sep.11, la **cartera productiva bruta** creció cerca del 23% anual, mayor al crecimiento observado en los depósitos del público de 19%. En los últimos cinco 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 2006, la participación de **cartera de consumo** en el total representaba el 29%, mientras que a la fecha alcanza casi el 37%, 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, mostrando un fuerte crecimiento anual del 18.9% representando el 88% del total de pasivos. Los **depósitos a la vista** representan el 62% 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 (63% del total de depósitos a plazo).

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 32%. Este resultado apoyado por otros ingresos financieros netos permiten obtener un **Margen Bruto Financiero** de USD 1,064MM; 26% mayor que septiembre 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 Sep.11 representan el 62% del ingreso operativo, mientras que hace un año alcanzaban el 67%. Por su parte las provisiones absorben cerca del 11% de los ingresos operativos, quedando un **Margen Operacional Neto** de USD 345MM; 54% mayor al de Sep.10. Tomando en cuenta el efecto de otros ingresos/gastos e impuestos, el **Resultado del**

**Ejercicio** muestra un crecimiento del 55% anual, alcanzando USD 292MM. Esto ha permitido mejorar la rentabilidad operativa sobre capital y activos hasta 20.8% y 2.1% respectivamente (Sep.10: ROE Op. 15.4% y ROA Op. 1.6%).

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 (Sep.10: 2.92%; Sep.11: 2.67%), en parte influenciado por el fuerte crecimiento de cartera en los últimos periodos. 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. A la fecha, las provisiones son apropiadas con **coberturas sobre cartera** en riesgo y cartera C,D,E, sobre 2.3 y 2.6 veces respectivamente. Sin embargo el índice de provisiones a cartera total (indicador importante en periodos de crecimientos acelerados) se contrae ligeramente frente al año anterior.

A pesar de los altos crecimientos en cartera y niveles ligeramente mayores en el apalancamiento, los indicadores de **patrimonio técnico** y **capital libre** se mantienen estables. 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.

Las **perspectivas del próximo año son buenas**, tomando en cuenta que en enero 2013 habrá elecciones, por lo que se espera 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.

### SISTEMA BANCOS

(\$ MILES)	dic-07	dic-08	dic-09	sep-10	dic-10	sep-11
<b>ACTIVOS</b>						
Depositos en Instituciones Financieras	1,923,933	2,236,248	2,721,904	2,220,757	2,802,057	2,525,724
Inversiones Brutas	2,174,558	2,018,150	2,242,498	2,704,221	2,810,267	3,314,126
Cartera Productiva Bruta	7,393,145	9,441,324	9,236,430	10,367,778	11,215,173	12,733,906
Otros Activos Productivos Brutos	461,191	479,200	1,094,283	1,381,675	1,298,971	1,541,273
<b>Total Activos Productivos</b>	<b>11,952,827</b>	<b>14,174,921</b>	<b>15,295,115</b>	<b>16,674,431</b>	<b>18,126,469</b>	<b>20,115,029</b>
Fondos Disponibles	1,070,322	1,629,183	1,678,968	1,819,991	1,961,578	2,218,524
Cartera en Riesgo	217,002	241,347	278,296	312,183	259,895	348,714
Activo Fijo	402,629	411,463	425,618	406,879	412,393	427,884
Otros Activos Improductivos	736,977	721,134	646,155	783,974	712,854	840,678
Total Provisiones	-644,772	-754,206	-798,561	-864,264	-877,905	-995,975
<b>Total Activos Improductivos</b>	<b>2,426,930</b>	<b>3,003,127</b>	<b>3,029,036</b>	<b>3,323,028</b>	<b>3,346,719</b>	<b>3,835,799</b>
<b>Total Activos</b>	<b>13,734,985</b>	<b>16,423,842</b>	<b>17,525,590</b>	<b>19,133,194</b>	<b>20,595,284</b>	<b>22,954,853</b>
<b>PASIVOS</b>						
Obligaciones con el Público	10,648,870	13,171,106	14,036,111	15,315,378	16,552,676	18,212,806
Depósitos a la Vista	7,286,381	9,067,568	9,705,532	10,767,202	11,979,537	12,776,801
Operaciones de Reporto	37,704	1,134	2,602	4,300	2,000	27,821
Depósitos a Plazo	3,167,185	3,901,747	4,102,947	4,232,659	4,242,681	4,998,176
Depósitos en Garantía	1,018	1,145	887	1,270	1,504	1,993
Depósitos Restringidos	156,582	199,511	224,143	309,947	326,953	408,015
Operaciones Interbancarias	-	-	-	-	-	-
Obligaciones Inmediatas	142,567	120,412	137,167	199,821	208,093	296,195
Aceptaciones en Circulación	50,874	77,680	38,416	32,922	33,743	29,247
Obligaciones Financieras	790,985	707,117	762,161	685,417	693,894	781,928
Valores en Circulación	106,989	10,231	8,514	150,569	215,079	351,917
Oblig. Convert. y Aportes Futuras Capitaliz	122,432	96,613	109,060	125,017	133,621	130,750
Cuentas por Pagar y Otros Pasivos	418,384	512,991	538,250	585,594	642,910	779,497
Provisiones para Contingentes	15,994	27,913	26,242	30,436	31,126	32,147
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>12,297,095</b>	<b>14,724,061</b>	<b>15,655,922</b>	<b>17,125,154</b>	<b>18,511,142</b>	<b>20,614,486</b>
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>1,437,891</b>	<b>1,699,781</b>	<b>1,869,668</b>	<b>2,008,040</b>	<b>2,084,142</b>	<b>2,340,366</b>
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>13,734,986</b>	<b>16,423,842</b>	<b>17,525,590</b>	<b>19,133,194</b>	<b>20,595,284</b>	<b>22,954,852</b>
<b>CONTINGENTES</b>	<b>3,193,755</b>	<b>3,549,065</b>	<b>3,250,711</b>	<b>4,077,185</b>	<b>4,281,434</b>	<b>4,671,084</b>
<b>RESULTADOS</b>						
Intereses Ganados	1,004,538	1,244,495	1,210,517	955,314	1,308,279	1,188,025
Intereses Pagados	317,851	379,691	363,451	255,288	333,926	266,861
<b>Intereses Netos</b>	<b>686,687</b>	<b>864,804</b>	<b>847,066</b>	<b>700,026</b>	<b>974,353</b>	<b>921,164</b>
Otros Ingresos Financieros Netos	288,228	174,613	168,733	145,688	183,319	143,035
<b>Margen Bruto Financiero (IO)</b>	<b>974,915</b>	<b>1,039,417</b>	<b>1,015,799</b>	<b>845,714</b>	<b>1,157,672</b>	<b>1,064,199</b>
Ingresos por Servicios (IO)	223,898	316,162	328,357	243,305	334,907	296,856
Otros Ingresos Operacionales (IO)	144,664	80,801	78,994	77,955	111,163	114,839
Gastos de Operacion (Goperac)	818,470	923,619	952,841	765,520	1,048,157	886,858
Otras Perdidas Operacionales	20,149	31,634	34,966	20,418	43,356	46,413
<b>Margen Operacional antes de Provisiones</b>	<b>504,858</b>	<b>481,126</b>	<b>435,345</b>	<b>381,035</b>	<b>512,230</b>	<b>542,623</b>
Provisiones (Goperac)	182,410	234,855	223,262	156,617	216,216	197,935
<b>Margen Operacional Neto</b>	<b>322,448</b>	<b>246,272</b>	<b>212,083</b>	<b>224,418</b>	<b>296,014</b>	<b>344,688</b>
Otros Ingresos	75,615	175,617	108,726	71,982	110,838	79,885
Otros Gastos y Perdidas	26,307	25,486	26,214	34,872	43,325	27,968
Impuestos y Participacion de Empleados	117,814	113,121	76,984	73,342	102,625	104,328
<b>RESULTADOS DEL EJERCICIO</b>	<b>253,942</b>	<b>283,282</b>	<b>217,611</b>	<b>188,186</b>	<b>260,902</b>	<b>292,277</b>

### FINANCIAMIENTO ESTRUCTURADO