



Ecuador
Octavo Seguimiento

Tercera Titularización Automotriz – GMAC Ecuador

Calificación

Tipo Serie	Calif. Anterior	Calif. Actual	Fecha último cambio
A	Cancelada en septiembre-2011		
B	AAA (en observación)	AAA	Julio-2011

Descripción de la Estructura:

	Serie B
Monto de emisión	USD 18 millones
Saldo Insoluto	USD 10.8 millones
Plazo	1620 días
Fecha Emisión	09-sep-09
Fecha Vencimiento	09-mar-14
Amortización Capital	Trimestral, Pagos de capital iguales
Período de Gracia Capital	720 días
Amortización Interés	Trimestral
Tasa de cupón	9.25%
Base cálculo intereses	360 días

Activo Subyacente: Cartera Automotriz de GMAC Ecuador y Banco Pichincha

Principales participantes:

- *Originador /Administrador de Cartera:* Banco Pichincha
- *Agente de Manejo:* Produfondos (ver *Hechos Relevantes*).
- *Agente Pagador:* Produfondos (ver *Hechos Relevantes*)
- *Custodio de Documentos de Crédito:* Tata Solution Center.

Contactos

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

Patricia Pinto
(593 2) 2269 767 ext. 103
ppinto@bwratings.com

FECHA COMITÉ: Enero 25, 2013

ESTADOS FINANCIEROS A: Noviembre, 2012

RAZONAMIENTO DE CALIFICACIÓN

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings decidió mantener la calificación de la **serie B**, correspondiente al **único tramo de la Tercera Titularización de Cartera Automotriz – GMAC Ecuador**, en “AAA”, 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 calificación asignada a la serie B se fundamenta en el holgado nivel de sobrecolateral de cartera acumulado a lo largo del tiempo, que junto con las demás características de la estructura permiten el pago en tiempo y forma de la emisión aún en escenarios de estrés elevado. En nuestro criterio, la capacidad de pago de la serie tendría independencia al riesgo de crédito del Originador.

El sobrecolateral de cartera y los fondos disponibles cubren en cerca de 8 veces la pérdida base proyectada de la cartera subyacente, estimada por la Calificadora (10.23%). Esta cobertura tiende a fortalecerse en el tiempo.

La alta cobertura existente permite cubrir el riesgo de descalce de plazos entre el vencimiento del activo y el de los títulos, considerando que el Fideicomiso puede comprar cartera con plazo remanente de hasta 48 meses independientemente del plazo remanente de los títulos.

Hemos recibido la confirmación por parte de la Fiduciaria de que se ha recibido físicamente todos los documentos contentivos de las operaciones de mutuo titularizadas, que instrumentan la obligación de pago del saldo insoluto del precio de compra de los vehículos a motor. Por este motivo y tomando en cuenta la opinión legal favorable en cuanto a la validez legal del Fideicomiso, consideramos que la

Las calificaciones de riesgo que realiza BankWatch-Ratings se fundamentan en la información que obtiene de los emisores y sus estados financieros auditado. 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.



transferencia de dominio de los documentos de crédito se ha perfeccionado y que la estructura independiza a la titularización del riesgo de crédito del Originador.

Por último, las contrapartes de la transacción han sido evaluadas favorablemente por la calificadora.

PRESENTACIÓN DE CUENTAS

El presente análisis se realizó principalmente con base en los siguientes documentos:

- Estados Financieros del Fideicomiso a diciembre de 2011, auditados por Deloitte & Touche, quien emitió una opinión sin salvedades respecto a la razonabilidad de su presentación bajo normas NIIF. Cabe indicar que, debido a la diferencia de criterios entre la empresa auditora anterior y la actual, respecto de la aplicación de las normas NIIF, el informe auditado del 2011 incluye también Estados Financieros del 2010 restablecidos por la Fiduciaria, con la finalidad de hacerlos comparables con el año en análisis.
- Estados financieros directos mensuales del Fideicomiso desde su inicio a noviembre-2012.
- Información adicional solicitada sobre el activo subyacente del Fideicomiso a noviembre-2012.

HECHOS RELEVANTES

PRODUBANCO vende la totalidad de las acciones que mantenía en Administradora de Fondos y Fideicomisos Profundos S.A.

En julio 2012, Produbanco para dar cumplimiento a las reformas a la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero dadas por la Ley Orgánica de Regulación y Control del Poder de Mercado vende la Administradora de Fondos y Fideicomisos Profundos S.A. a un grupo presidido por el Eco. José Samaniego Ponce, actual Gerente General de Profundos; el Estudio Jurídico Gonzalo Córdova Abg.; Ing. Xavier Velasco Pimentel; Ing. Carlos Solano de la Sala; y Dr. Farith Simon Campaña.

La dirección ejecutiva, las principales gerencias y la mayoría de ejecutivos y empleados de Profundos se mantienen, así como el aplicativo tecnológico, los procesos y controles, por lo que se espera que la gestión de los fideicomisos que administra no se vea afectada negativamente por este cambio.

Convenio de Compra-Venta de Activos entre GMAC Ecuador y Banco Pichincha

El 01 de febrero del 2011 se ejecutó el convenio de Compra-Venta de Activos entre GMAC Ecuador y Banco Pichincha, mediante el cual el primero transfirió casi la totalidad de sus activos y pasivos al Banco Pichincha. Desde ese día, Banco Pichincha

asumió los derechos y obligaciones de GMAC derivadas de las tres titularizaciones originadas por este, de acuerdo a las reformas realizadas a los fideicomisos respectivos.

Desde la misma fecha, Profundos asumió la administración fiduciaria de la segunda y tercera titularización automotriz de GMAC, que antes administraba Fondospichincha. La motivación de dicha sustitución fue evitar conflictos de intereses puesto que la Fiduciaria pertenece al Grupo Pichincha.

Banco Pichincha mantiene una calificación de AAA- en escala local. Se considera que la Institución tiene la capacidad técnica y humana necesaria para actuar como administrador de cartera de la presente titularización.

ENTORNO ECONÓMICO

Ver Anexo 1.

RIESGO SECTORIAL

Ver Anexo 2

EVOLUCIÓN DE LA EMISIÓN

Valores Emitidos

El Fideicomiso Mercantil Tercera Titularización Cartera Automotriz – GMAC ECUADOR emitió valores de contenido crediticio por USD 30 millones, divididos en dos series de igual prelación. La serie A pagaba dividendos trimestrales de capital e interés desde su emisión, mientras que la serie B tuvo un período de gracia del pago de su capital de 720 días, y desde dic.2011 empezó a realizar pagos trimestrales de capital e interés.

Para efectos de amortización de capital y pago de intereses de los valores de las series, se considera una base de 360/360 que corresponde a años de trescientos sesenta días, de doce meses, con duración de treinta días cada mes.

El 9 de septiembre del 2009 se realizó la primera colocación por lo que ese día se convierte en la fecha de emisión de todos los títulos emitidos.

En septiembre-2011 se canceló la serie A, habiéndose completado su pago en tiempo y forma. Respecto a la serie B, hasta la fecha de corte se ha realizado el pago de 12 dividendos de interés, y 4 de capital. Se indica como hecho subsecuente que en diciembre-2012 se realiza el pago del dividendo de capital e interés número 13, quedando aún vigentes 5 dividendos trimestrales más.

Fondos Disponibles

El Fideicomiso mantiene a noviembre-2012 fondos disponibles por USD 7.4MM depositados en una



cuenta a la vista en Banco Pichincha, además de USD 864M en recaudación diaria hecha por el Administrador de cartera y que se acreditan al Fideicomiso luego del corte de la información.

Los recursos líquidos se encuentran destinados principalmente a la provisión del 100% del próximo dividendo a pagar de la serie B (USD 2.1MM), al fondo de reserva (USD 645M), al fondo de liquidez (USD 2.9MM) y al exceso de flujos calculado por la Fiduciaria (USD 2.35MM) que, como hecho subsecuente se indica que fue devuelto al Originador el 23 de diciembre de 2012.

Cabe indicar que en la escritura del Fideicomiso se especifica que, a partir del mes 33 de emitidos los títulos (junio-2012), el excedente de flujo puede ser devuelto al Originador siempre que se hayan cubierto las provisiones requeridas y que previamente la Calificadora indique que en su opinión dicha devolución no afectaría la calificación actual de la titularización.

La Fiduciaria ha realizado devoluciones de excedentes al Originador, que hasta octubre-2012 suman USD 3.6MM y hasta diciembre USD 5.95MM. Si bien la Fiduciaria no solicitó la opinión de la Calificadora previamente, esto se ha regularizado en el mes de enero-2013. En nuestro criterio, las devoluciones efectuadas hasta diciembre-2012 no afectan la calificación de riesgo de la titularización, puesto que el activo subyacente restante cubre holgadamente la necesidad futura de flujos para el pago de la serie B emitida, aún en escenarios de estrés elevados.

Evolución de la Cartera

A la fecha de corte el Fideicomiso mantiene 3,318 créditos automotrices originados bajo las políticas de GMAC Ecuador y, desde febrero-2011, de acuerdo a las políticas definidas por el Grupo Pichincha, para el financiamiento de vehículos. Prácticamente todos los créditos son otorgados a personas naturales, para el financiamiento de vehículos nuevos livianos.

Características Cartera	Calif. Inicial	30-nov-12
Saldo Cartera (capital)	37,800,000	19,695,021
Número de Créditos	3,411	3,325
Saldo Promedio por Crédito	11082	5,923
Plazo original promedio	47	48 meses
Plazo transcurrido promedio	7	27 meses
Plazo remanente promedio	40	22 meses
Tasa promedio ponderada cartera	15.47%	15.31%
% Financiamiento autos nuevos	99.31%	99.9%
% Financiam. Autos livianos	89.51%	95.51%
% Financiam. Personas Naturales	93.74%	96.96%
Promedio Cuota / Ingreso Actual*	16.31%	21.32%
Promedio Deuda / Avalúo Actual	69.53%	53.94%

* No se incluyen en cálculo empresas ni créditos sin información de ingresos, que representan un 5.13% de la cartera analizada.

La cartera muestra una madurez moderada, la cual genera una mayor confianza en la estabilidad de sus indicadores de calidad. El plazo remanente promedio se reducía lentamente hasta mayo-2012, debido a la incorporación mensual de nueva cartera, en función de los excedentes de flujos que se generan en el Fideicomiso. A partir de junio-2012 no se han realizado nuevas compras de cartera, por lo que se aprecia una mejora más amplia en dicho indicador.

Pese a las devoluciones de recursos al Originador antes indicadas, la cobertura porcentual del activo subyacente se incrementa, debido a la amortización de los títulos emitidos. Por este motivo, la estructura se fortalece frente al seguimiento anterior.

La tasa de interés de los créditos es fija, y su promedio se ha mantenido relativamente estable desde la calificación inicial, registrándose una ligera tendencia a la baja en el 2012.

Con respecto a los indicadores promedio de cuota sobre ingreso (CIN) y Deuda sobre Avalúo (DAV) del vehículo, el primero se ha incrementado frente a la calificación inicial mientras el segundo se reduce. Cabe indicar que estos indicadores pueden variar en el tiempo considerando que el Fideicomiso intercambia mensualmente flujos por cartera, bajo las condiciones establecidas en la escritura. El nivel de estos indicadores está estadísticamente relacionado con la capacidad y voluntad de pago del deudor.

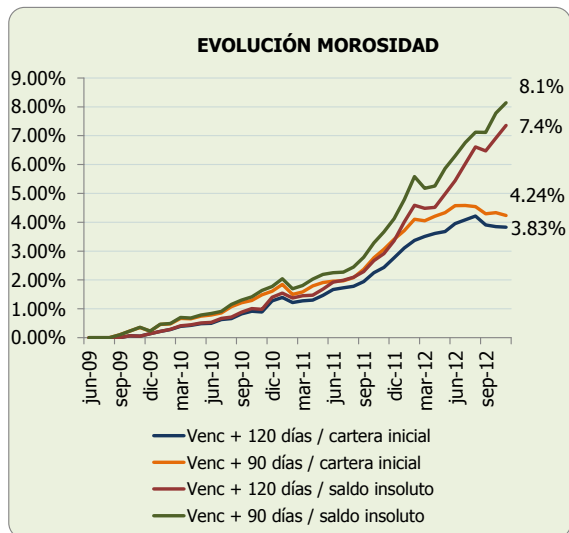
En relación a la calidad de la cartera, cabe indicar que en la escritura se establece que al momento de la transferencia los créditos deben estar calificados A dentro de uno de los burós de información crediticia y no pueden tener atrasos en sus pagos de más de 15 días.

La morosidad medida como porcentaje del saldo de cartera transferido al inicio de la titularización, tiende a estabilizarse, luego del incremento apreciado a partir de septiembre-2011 – mes desde el cual se transfiere definitivamente la gestión telefónica de cobranza temprana a Pague Ya. No obstante, en relación al saldo insoluto de la misma se incrementa de forma importante, debido a la disminución de dicho saldo.

Adicionalmente, de acuerdo a la Fiduciaria, el inicio del proceso de demanda legal de algunos créditos se demoró por la falta de cumplimiento de todos los requisitos legales requeridos para iniciar la misma. De acuerdo al Administrador esta situación se encontraría casi en su totalidad regularizada en enero-2013.

El riesgo de crédito de la cartera se mitiga por los holgados niveles de cobertura existentes,

considerando además el nivel actual de sus fondos disponibles.



Gastos del Fideicomiso

Los gastos se mantienen controlados y sin diferencias materiales respecto a lo proyectado en el informe de estructuración financiera.

Cabe indicar que dado el tamaño de la emisión y la cobertura existente, el Fideicomiso es poco sensible a cambios en los gastos mensuales. De todas formas, para efecto del análisis se considera un estrés adicional de 20% a los valores proyectados.

Dentro de la proyección de gastos se incluye el honorario de administración de cartera, que fue estimado en la estructuración financiera y que ha sido estresado por la Calificadora. Si bien este costo no está siendo cobrado por el Originador, se incluye en la proyección considerando que podría existir en el caso de un cambio de administrador de la cartera.

Escenario de Estrés

La calificadora realizó un análisis de la cartera con el objeto de determinar la pérdida potencial alcanzable bajo distintos escenarios de crisis. La pérdida potencial es definida como la multiplicación de la Frecuencia de la Pérdida (en adelante, "FDD") y la Severidad de la Pérdida.

La estimación de la FDD por categoría de riesgo utiliza información tanto de la experiencia de otros países en desarrollo, como del análisis del comportamiento histórico de la cartera automotriz originada por GMAC Ecuador y de cada crédito titularizado.

Una vez obtenido un parámetro base de la pérdida potencial, se realiza un estudio individual de cada crédito perteneciente al Fideicomiso, para determinar la probabilidad de no pago de cada uno y del portafolio en su conjunto. Este análisis

considera, entre otros factores, las relaciones de deuda-avalúo (DAV), y de cuota-ingreso (CIN); la siniestralidad actual del crédito; el tamaño del mismo; el tipo de vehículo financiado; y el número de cuotas pagadas en relación a las cuotas totales del crédito. Las FDD calculada también toma en cuenta el hecho de que parte de la información recibida sobre los deudores contiene inconsistencias respecto a los indicadores de CIN y DAV.

Adicionalmente la FDD se ajusta para considerar el monto y el riesgo de crédito potencial de la cartera que podría entrar en el futuro al Fideicomiso a través de los intercambios que mensualmente se realizan entre flujos y cartera.

Por otro lado, el análisis incorpora supuestos de recuperación por vía legal de los créditos que pudieran entrar en demanda judicial. La Calificadora supone un período de tiempo en que se dan dichas recuperaciones. Si bien la cartera vencida más de 360 días a la fecha de análisis no se considera dentro del modelo de flujo de caja utilizado, sí se toma en cuenta un supuesto de recuperación por vía legal para esta cartera.

Con respecto al prepago voluntario de los créditos (ya sea parcial o total), este afecta el flujo de caja disponible reduciendo la duración de los instrumentos y el exceso de spread disponible para cubrir las pérdidas si es que estos no son reemplazados con nueva cartera. BankWatch Ratings examinó el nivel de prepagos históricos del Fideicomiso para poder determinar el rango de prepago a utilizarse en cada escenario de estrés.

Los parámetros sensibilizados son ingresados en un modelo de flujo de caja, con el cual la Calificadora cuantifica el nivel de apoyo crediticio que es capaz de sostener la emisión ante escenarios de estrés sobre las principales variables de comportamiento. La transacción respaldada por pagarés originados por concesionarios y comprados por GMAC y Banco Pichincha fue modelada de acuerdo al flujo de caja teórico de la cartera de propiedad del Fideicomiso vigente a noviembre-2012.

El nivel de apoyo crediticio para cubrir las pérdidas proviene del nivel de sobrecolateral de cartera y fondos disponibles, que cubre en aproximadamente 8 veces la pérdida base, estimada en 10.23% del saldo insoluto de dicha cartera. El incremento del sobrecolateral respecto a la calificación inicial se explica tanto por el exceso de intereses disponible generado por el diferencial entre la tasa promedio ponderada del activo y la tasa anual que devengan los bonos; como por la amortización de las series.

La holgura en la cobertura también permite mitigar el riesgo de descalce potencial entre activos y pasivos, puesto que mientras el plazo remanente de



las series emitidas por el Fideicomiso se reduce conforme transcurre el tiempo, la estructura permite la transferencia de cartera de hasta 48 meses por vencer, como contraparte de la entrega de flujos al Originador. Este riesgo se encuentra incorporado dentro del modelo de flujos, a través de la simulación de escenarios con diversas combinaciones de prepago y plazos de cartera recibida.

Bajo estas consideraciones se estima que el Fideicomiso podría soportar niveles de pérdida bruta de la cartera 8 veces más altas que la pérdida base indicada anteriormente.

Se realizó el análisis bajo un escenario de pérdidas y prepagos correspondiente a la categoría AAA, concluyendo que la serie B se puede pagar en tiempo y forma dentro de este escenario.

BANCO PICHINCHA (ORIGINADOR Y ADMINISTRADOR DE CARTERA)

Una vez revisados los procedimientos de originación y gestión de cobranza de la cartera automotriz del Banco Pichincha, se concluye que estos son adecuados desde el punto de vista de gestión de riesgos.

Desde la ejecución del convenio descrito en los Hechos Relevantes, la mayoría del personal perteneciente a GMAC Ecuador pasó a formar parte de la nómina de Amerafin, una empresa que forma parte del Grupo Pichincha. Dicha empresa continúa aplicando el modelo de negocios de GMAC Ecuador para la originación de créditos automotrices, complementado con las políticas de riesgo del Grupo Pichincha (GFP).

El proceso de aprobación de los créditos sigue un proceso similar al que seguía GMAC Ecuador, ya que el convenio firmado permite al Banco continuar utilizando sus aplicaciones y bases de datos por un tiempo prudencial, mientras el Banco desarrolla sus propios programas. Una vez aprobadas las operaciones, Banco Pichincha realiza la compra de la cartera originada por los concesionarios.

Considerando que las políticas de crédito se han mantenido, esperamos que el riesgo potencial de la cartera automotriz originada bajo las políticas actuales, sea similar al estimado en seguimientos anteriores.

La empresa especializada Pague Ya, que forma parte del GFP, realiza la gestión de cobranza de toda la cartera de Banco Pichincha en todas sus etapas, bajo las políticas y estrategias acordadas previamente. La Institución utiliza un aplicativo especializado en cobranzas, que registra el 100% de las gestiones realizadas y permite a los ejecutivos autorizados del Banco hacer seguimiento de cada

cliente y operación. En septiembre-2011 se completa al 100% el traspaso de la gestión a esta empresa, ya que anteriormente se mantenía la gestión de llamadas de cobranza temprana en forma independiente.

PRODUFONDOS (FIDUCIARIA)

En julio 2012, Produbanco para dar cumplimiento a las reformas a la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero dadas por la Ley Orgánica de Regulación y Control del Poder de Mercado vende la Administradora de Fondos y Fideicomisos Produfondos S.A. a un grupo presidido por el Eco. José Samaniego Ponce, actual Gerente General de Produfondos; el Estudio Jurídico Gonzalo Córdova Abg.; Ing. Xavier Velasco Pimentel; Ing. Carlos Solano de la Sala; y Dr. Farith Simon Campaña.

La dirección ejecutiva, las principales gerencias y la mayoría de ejecutivos y empleados de Produfondos se mantienen, así como el aplicativo tecnológico, los procesos y controles, por lo que se espera que la gestión de los fideicomisos que administra no se vea afectada negativamente por este cambio.

Produfondos actuó desde febrero-2011 como agente de manejo de la presente titularización, anteriormente fue Fondos Pichincha. El proceso de sustitución de Fiduciaria se benefició de la experiencia de Produfondos en la administración de la primera titularización de cartera automotriz de GMAC.

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 y una administración con experiencia. Su infraestructura tecnológica se especializa en la administración de fideicomisos, fondos de inversión, de pensiones, titularización y activos de carteras, bajo una estructura parametrizable (sistema fiduciario GESTOR).



La institución tiene experiencia en la administración de titularizaciones de cartera y se ha desempeñado adecuadamente como administrador de la primera y segunda titularización de cartera automotriz de GMAC Ecuador.

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

▪ **ESTRUCTURA DE LA TITULARIZACIÓN**

Hemos recibido una opinión legal favorable en cuanto a la legalidad y forma de transferencia de los activos del patrimonio de propósito exclusivo.

Consideramos que la transferencia de dominio de los documentos de crédito se ha perfeccionado ya que de acuerdo a la información proporcionada por la Fiduciaria esta los ha recibido físicamente, en su calidad de representante legal del Fideicomiso.

Las principales características de la estructura se encuentran resumidas en el informe de la calificación inicial de la presente titularización, disponible en www.bankwatchratings.com.



ANEXO 1

ENTORNO ECONÓMICO**INTRODUCCION**

Durante el primer semestre del 2012, se han observado síntomas de **desaceleración en la Economía**, el crecimiento económico mantenido en periodos anteriores empieza a ser más lento, sin que esto signifique que sean situaciones que no puedan ser controladas al momento.

SECTOR REAL

La tendencia del PIB en el primer semestre se muestra menor en aproximadamente 3% al crecimiento del 2011, la expectativa del gobierno es un decrecimiento real del crecimiento de la Economía que llegaría a 4 % para fines del 2012.

El petróleo continúa siendo el principal motor de la economía y sus ingresos tienen incidencia directa en el consumo. A fines de abril y principios de mayo, se presentó una caída del precio del petróleo ecuatoriano, terminando en USD 84,96 promedio (USD 99.75 a diciembre 2011), esto preocupó al Gobierno que tomó medidas que al final no se han justificado en vista de la recuperación del precio del petróleo.

La inflación a junio (0.14%), tuvo un importante descenso a 5% anual, registrando una de las tasas más bajas del año, contrastando con la de marzo que llegó a 6%. En este comportamiento tuvo que ver los precios de los alimentos, contrariamente a los precios de educación y bebidas alcohólicas que fueron las de mayor crecimiento.

El Mercado Laboral urbano muestran un leve deterioro durante el primer semestre, la tasa de desocupación fue de 5.2%, el subempleo fue de 42.9%. La ocupación total se redujo más en la industria manufacturera y el comercio tuvo un menor número de incorporaciones de nuevos trabajadores.

El salario real mantuvo una posición estable, debido a los menores niveles de inflación que fuera afectado en el primer trimestre del año.

Las tasas de interés referenciales no han registrado cambios en este semestre, conservándose estables y no se esperarían cambios hasta finales de año. La tasa pasiva referencial se mantiene en 4.53% y la tasa activa referencial en 8.17%. Respecto a los segmentos crediticios tampoco registran variaciones en el último trimestre.

SECTOR EXTERNO

La balanza Comercial hasta mayo 2012, presenta un superávit de USD 581 millones, debido a las exportaciones de petróleo ya que de cada tres dólares exportados, dos son del petróleo. El sector no petrolero no corre la misma suerte ya que presentó un déficit de USD 3.700 millones, superior al presentado en el 2011. Estos resultados han preocupado al gobierno, que ha tomado medidas restringiendo importaciones para reducir las compras externas de bienes de consumo.

EXPORTACIONES

Hasta mayo 2012 las exportaciones crecieron 12 % llegando a USD 10.320 millones. Las exportaciones de Petróleo crecieron 20%, por volumen 7% y por precio 12%, en el caso de las exportaciones no petroleras llegan a USD 3.925 millones, incrementando apenas 1.6%, con una caída del banano, cacao y productos elaborados. Este sector presenta un futuro poco promisorio, en vista de la falta de acuerdos comerciales con los principales países, (ATPDEA y Unión Europea).

IMPORTACIONES.

Hasta mayo 2012 sumaron USD 9.378 millones, registrando un incremento de 11%, se observa un menor crecimiento en bienes de consumo en cuanto al volumen respecto al año anterior no así las materias primas y bienes de capital que tienen un incremento.

A mediados de junio el Gobierno dictó medidas para restringir importaciones, fijando cupos alrededor de 100 productos.

SECTOR PÚBLICO.

El Presupuesto General del estado (PGE) a junio registró un superávit de USD 1.263 millones de dólares, influenciado por el alto precio del petróleo cuyas ventas totalizaron USD 3.377 millones, superando en USD 588 millones a las ventas de junio 2011.



PRESUPUESTO GENERAL DEL ESTADO			
	2011	2012	Variación
	ene - jun	ene - jun	2011 - 2012
TOTAL INGRESOS	8,754	11,000	25.7%
Ingresos Tributarios	4,988	6,276	25.8%
Ingresos Petroleros	2,789	3,377	21.1%
Ingresos No Tributarios	528	551	4.4%
Transferencias Corrientes	268	440	64.2%
Otros Ingresos	181	356	96.7%
TOTAL GASTOS	8,382	9,737	16.2%
Gasto Corriente	4,737	5,443	14.9%
Sueldos	2,982	3,302	10.7%
Bienes y Servicios	537	682	27.0%
transferencias Ctes	857	910	6.2%
Intereses	318	486	52.8%
Otros Gtos Corrtes.	43	63	46.5%
Gastos de Capital	3,645	4,294	17.8%
DEFICIT / SUPERAVIT	372	1,263	

Fuente: Ministerio de Finanzas

La recaudación de Impuestos, USD 6.276 millones, representan el 57% del total de ingresos con un crecimiento anual del 25.8%.

Los Gastos han mantenido un crecimiento continuo (16% anual) en el primer semestre, totalizando a junio USD 9.737 millones, de estos el 52% son gastos corrientes correspondientes a sueldos y salarios.

Los gastos de capital también se han incrementado, a junio la inversión pública llegó a USD 4.294 millones, registrando USD 650 millones más que el primer semestre del 2011.

La deuda Interna, en mayo registra un saldo de USD 6.033 millones, con un crecimiento del 30% respecto al cierre del 2011.

TRIBUTACION

Conforme a datos del Servicio de Rentas Internas (SRI), a junio 2012, se obtuvo un crecimiento en recaudaciones del 17.5% y a USD 5.752 millones, cumpliendo en 109% la proyección fijada para el primer semestre, este aumento se dio por el Impuesto a la salida de capitales. El impuesto a la renta creció en USD 171 millones, totalizando USD 1.946 millones. El IVA creció en 11.3% o USD 270 millones adicionales, debido al consumo de los primeros meses del año.

El nuevo impuesto a la contaminación vehicular ayudó a recaudar USD 48 millones hasta junio y el impuesto a las botellas plásticas generó USD 6.6 millones.

SECTOR MONETARIO Y FINANCIERO

En el primer Semestre del 2012, se registraron importantes niveles de liquidez, alimentados por un gasto público creciente que incentiva el consumo, sin embargo hay factores que han limitado este crecimiento, como la disminución de las remesas y menor crecimiento de las exportaciones.

La oferta monetaria continúa creciendo hasta junio, pero en menor intensidad a la habitual.

Los depósitos de la banca privada suman USD 18.566 millones, registrando un aumento de USD 283 millones en el último trimestre a un menor ritmo del alcanzado en el primer trimestre del 2012. Este crecimiento ha estado respaldado por mayores captaciones de personas y hogares con USD 661 millones, contrariamente al de las empresas que disminuyeron en USD 361 millones, debido a las obligaciones tributarias y pago de utilidades y dividendos, que generan menor liquidez.

El comportamiento de los depósitos también tuvo una variación, ya que los de cuenta corriente crecieron el primer trimestre y se redujeron para el segundo, teniendo comportamiento contrario los depósitos de ahorro y de plazos.

CARTERA DE CREDITO

Esta creció en USD 721 millones en el segundo trimestre llegando a USD 14.425 millones, tanto en cartera corporativa como de personas.

La morosidad ha tenido variaciones incrementales pero mantiene niveles aun aceptables.

La Junta Bancaria ha emitido varias regulaciones, con el fin de controlar la concesión de crédito, los mismos que han tenido impacto negativo en los resultados de las Instituciones Financieras.

PERSPECTIVAS 2012

A esta altura del periodo 2012, todas las instituciones, tanto internacionales como locales han revisado sus proyecciones iniciales de crecimiento para abajo, debido a la contracción económica que atraviesan los países desarrollados y que afectan parcialmente nuestra economía.

OTRAS EXPECTATIVAS DE CRECIMIENTO 2012	BCE	FITCH	CEPAL	FMI
	Estimaciones Iniciales	5,3%	4,8%	5,0%
Estimaciones actuales	4,8%	4,0%	4,5%	3,85%

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.

La desaceleración del PIB al 4%, explica el BCE, por la paralización de la refinería de Esmeraldas durante la mitad del año. El PIB petrolero según estas expectativas crecería en apenas 0.3% en el

FINANCIAMIENTO ESTRUCTURADO



2012. El PIB no petrolero se desacelerará de 6.7% en el 2011, a 5.1% 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 esperaba mantenga una tasa de crecimiento menor a la del 2011. De todos modos, siendo el 2012 año de propaganda electoral (elecciones enero 2013), el gobierno seguirá impulsando este consumo.

Las actividades que se dirigen a los mercados externos tendrán que enfrentar los mayores riesgos, no solo por las perspectivas económicas de dichos mercados sino por el deterioro del entorno operativo interno para las exportaciones en torno a varios factores: crecimiento de los costos internos, una aparente tendencia al fortalecimiento del dólar, el nuevo impuesto del 5% a la salida de divisas y a los fondos que los exportadores mantienen en el exterior y la actitud de las autoridades frente a los principales mercados del Ecuador.

PERSPECTIVAS 2013 – 2015

El estimado del gobierno para el desempeño económico entre el 2013 y 2015 es de una persistente desaceleración a un limitado crecimiento del 3.3%. Estas expectativas se mantienen aún 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.

	2008	2009	2010	2011	1S12
PIB (USD Mil 2000)	24.032	24.119	24.983	26.928	28.227
Inc. PIB (Mil.2000)%	7,24	0,36	3,60	7,78	4,80
PIB CORRIENTE (Mil USD)	54.208	52.022	57.978	67.427	73.232
Inc. PIB CORRIENTE%		-4,03%	11,45%	16,30%	8,61%
Inc. anual oferta y demanda global% (usd 2000)	8,10	-3,60	7,40	5,50	4,90
Inflación Anual %	8,83	4,31	3,33	5,45	5,09
Deuda total del Gobierno / PIB%	25,34	19,67	23,40	21,21	20,35
Deuda externa del Gobierno / PIB%	19,19	14,39	15,22	14,53	14,06
Deuda interna del Gobierno / PIB%	6,15	5,28	8,18	6,68	6,16
Ingreso Sector Publico / PIB %	40,70	35,33	39,98	47,76	34,5
Gasto Corriente Gobierno / PIB%	27,20	26,80	29,16	33,88	19,28
Inversión del Gobierno / PIB%	12,91	12,84	12,45	14,90	15,20
Precio del Petroleo / barril USD (ref)	97,70	64,00	84,50	102,46*	84,96

fuentes: Analisis Semanal - 2007 - 1S12 BCE devengado , 2012 registro oficial y proforma PIB

Fuentes: Multienlace, BCE, Análisis Semanal, Revista Cordes, El Comercio; Elaboración BWR, septiembre-2012.

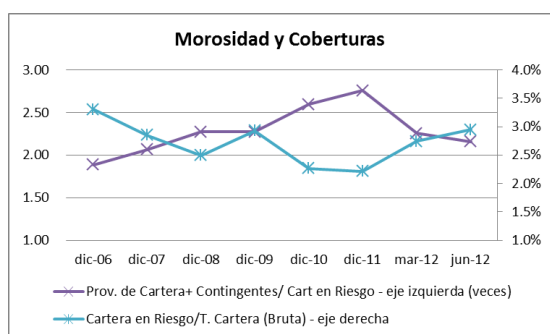
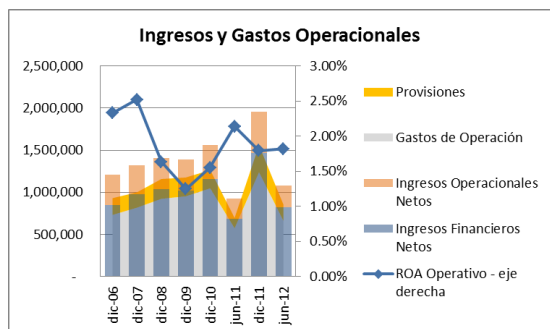
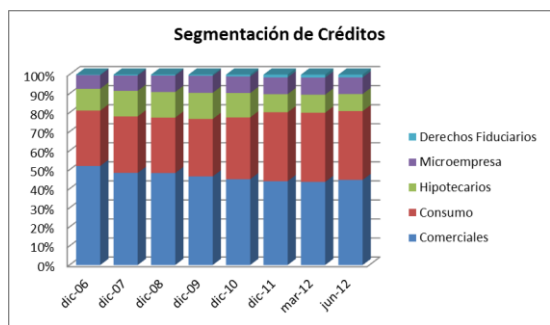
ANEXO 2

SISTEMA BANCOS PRIVADOS

Resumen Financiero

USD Miles	dic-10	jun-11	dic-11	jun-12
ACTIVOS	20,595,284	21,912,474	23,881,809	25,811,166
PATRIMONIO	2,084,142	2,220,695	2,496,941	2,651,190
RESULTADOS DEL EJERCICIO	260,902	191,705	393,527	188,513
ROE Operativo	15.0%	21.1%	17.4%	17.6%
ROA Operativo	1.6%	2.1%	1.8%	1.8%

Fuente: SIBS
Elaboración: BWR



Fuente: SIBS
Elaboración: BWR

Contacto:

Sebastián Baus
(593 2) 226 9767
sbaus@bwratings.com

Realizado: agosto 2012
Información a: junio 2012.

La creatividad de las instituciones financieras y la obsesión de mayor control por parte de los entes reguladores han creado un círculo vicioso en donde los reguladores impulsan nuevas medidas y los bancos buscan estrategias para minimizar sus efectos. En los últimos meses se puede observar un sin número de cambios en la normativa por parte de la Junta Bancaria y el Directorio del Banco Central.

Algunos de los cambios en la normativa fueron el resultado de un posible sobreendeudamiento en el segmento de consumo, advertido por el Presidente de la República. **Las regulaciones tendrán un impacto negativo importante en la rentabilidad del sistema y una mayor limitación en la administración de liquidez.** La mayor influencia de los reguladores en el negocio genera incertidumbre en el sistema financiero; especialmente cuando dichas regulaciones en algunos casos, han generado limitaciones más que controlar el riesgo.

Varios de los cambios en las regulaciones exigen una mayor posición en títulos del sector público ecuatoriano comprados en el **mercado primario.** Al momento la oferta de nuevas emisiones de títulos del Estado es limitada y no se conoce de un plan definido de emisiones para el futuro, lo que limita la capacidad de administración de tesorería del sistema para cumplir los requerimientos.

Como parte de las nuevas regulaciones, los bancos tendrán que cambiar el procedimiento de calificación de sus activos de riesgo y el método para establecer provisiones. Además las instituciones deben fortalecer sus estructuras de seguridad a todo nivel. Los constantes cambios normativos en el sistema financiero generan un reto a las instituciones para poder cumplir con sus presupuestos de generación de activos productivos y resultados a finales del 2012. **El importante crecimiento de depósitos y cartera observado en el 2011, no se repetirá en este año debido a un ambiente de mayor regulación, desaceleración económica y mayor competencia.**

ESTRUCTURA DE BALANCE

En el 2T12, la **cartera productiva bruta** creció 20.6% anual, crecimiento mayor al observado en las **obligaciones con el público** de 17.7%. En los últimos años, la estructura por tipo de cartera ha mostrado significativas variaciones influenciadas por los altos crecimientos en la cartera de consumo. De esta manera, en el 2006, la participación de **cartera de consumo** en el total representaba el 29%, mientras que en 2T12 alcanza 36%, siendo que los crecimientos más agresivos se registran en el 2011. En lo que va del año se puede observar una estabilidad en la participación del segmento consumo y a futuro se espera una desaceleración,



influenciada por las nuevas regulaciones que limitan los beneficios de emitir nuevas tarjetas de crédito, mayores requerimientos de provisión, limitaciones en la constitución de garantías, y consideración de créditos aprobados no desembolsados para el cálculo de patrimonio técnico. La mayor participación de la cartera de consumo en los últimos años, ha sido en desmedro de la cartera comercial e hipotecaria. El comportamiento de 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 principal fuente de fondeo de los bancos, representando el 89% del total de pasivos. Los **depósitos a la vista** representan el 62% del total de pasivos mientras que los **depósitos a plazo** constituyen el 25%. Si bien se observa una mayor aceptación por depósitos con mayor vencimiento, 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), presionando el descalce de plazos entre activos y pasivos.

RENTABILIDAD

El Sistema ha buscado optimizar su activo productivo enfocándose en segmentos de crédito con mayor rentabilidad. Esto le ha permitido un crecimiento anual del **Margen Bruto Financiero** del 20.4% alcanzando USD 823MM al 2T12. La mayor generación de ingresos junto a un eficiente control de **gastos de operación** ha permitido mejorar la eficiencia del sistema. De esta manera los gastos operacionales sin provisiones, en el 2T12 representan el 61.3% del ingreso operativo neto (2T11- 62.1%), mientras que en el 2010 alcanzaban el 67%. A futuro consideramos que dicho indicador estará presionado por regulaciones que limitan los ingresos por servicios y por mayores gastos en las plataformas tecnológicas y de seguridad. Por otra parte observamos que el **costo de fondeo tiende a aumentar**, en un ambiente de mayor competencia con una economía menos líquida.

El hecho de profundizar en segmentos con mayor rentabilidad (más riesgosos), también generó un **aumento en los requerimientos de provisiones**. En 2T12 las provisiones absorben cerca del 46% del margen operativo neto (antes de provisiones), mientras que en 2T11 absorbía el 35%. Si bien el Margen Operacional Neto antes de provisiones aumenta en 20% anual, el fuerte requerimiento de gasto de provisiones (crecimiento de 57%) genera una **disminución del Margen Operacional Neto (MON)** de -0.4%, llegando a USD 226MM. Tomando en cuenta el efecto de otros ingresos/gastos e impuestos, el **Resultado del Ejercicio muestra un decrecimiento** cercano al -

2% anual, alcanzando USD 189MM, en 2T12. Esto presionó la rentabilidad operativa sobre capital y activos hasta 17.6% y 1.8% respectivamente (2T11: ROE Op. 21.1% y ROA Op. 2.1%). A futuro se podría esperar una mayor **presión del MON** influenciados por nuevas regulaciones que exigen un mayor gasto en provisiones. La utilidad neta del sistema a finales del 2012, estará influenciada por la venta de aseguradoras, fondos de inversión y casas de valores pertenecientes a los bancos, conforme establece la **Ley de Control y Poder de Mercado**. Consideramos que los indicadores de rentabilidad para el próximo año serán menores a los actuales.

CALIDAD DE CARTERA

Si bien los niveles de **morosidad de cartera** en el Sistema Bancos Privados son adecuados, la **Cartera en Riesgo** está creciendo a niveles sustancialmente superiores a la cartera productiva y a las provisiones. Esto genera que indicadores de morosidad aumenten y que las **coberturas con provisiones se reduzcan**. En el 2T12 la morosidad fue de 2.95% frente a 2.53% del mismo periodo del año anterior. Dicha morosidad está influenciada por el segmento de consumo y microcrédito que es donde se evidencia mayor aporte a la morosidad total. A futuro, el indicador de **morosidad** estará presionado por el enfoque hacia sectores históricamente con mayor riesgo, un **mayor endeudamiento en general**, y un menor desempeño económico.

A la fecha, las provisiones promedio del sistema son apropiadas con **coberturas sobre cartera** en riesgo y cartera C,D,E, sobre 2.16 y 2.67 veces respectivamente. Sin embargo, la tendencia de este indicador es a contraerse a pesar de observarse una constitución de provisiones más agresiva. Si bien algunas regulaciones fomentan un mayor nivel de provisiones, otras regulaciones afectan la rentabilidad de las instituciones, limitando la capacidad de constituir nuevas provisiones, por lo que a futuro consideramos que **en promedio se observarán niveles menos holgados de coberturas**.

CAPITALIZACION

A pesar de los altos crecimientos en cartera especialmente en el 2011, los indicadores de **patrimonio técnico** y **capital libre** se han mantenido relativamente estables. A futuro preocupa que menores niveles de utilidad se traduzcan a menores niveles de capitalización, siendo que la utilidad históricamente ha sido la principal fuente de crecimiento patrimonial de los bancos. Estos indicadores variarán de acuerdo a la **política de dividendos** de cada institución. Es importante que en un entorno de mayor endeudamiento y una economía menos expansiva, se



fomente y se concrete la capitalización de utilidades para no desmejorar los indicadores de solvencia.

LIQUIDEZ

Nuestro análisis de liquidez está limitado por falta de acceso a la información detallada de la posición de cada una de las instituciones participantes, lo que determina que al revisar los datos en promedio pudieran generarse opiniones generales que no necesariamente aplican a las instituciones en particular. Sin embargo, algunos indicadores generales muestran que históricamente los **índices de liquidez** del Sistema han sido conservadoramente altos como una manera de precaución por parte de las instituciones, al no existir un prestamista de última instancia. En 2T12, estos indicadores se presionan debido a que parte de los fondos líquidos fueron utilizados en cartera en busca de mayores retornos. Recordemos que los depósitos del público no crecieron en la misma proporción que los activos. Por otra parte, a **futuro se espera un cambio importante en la calidad y estructura de liquidez del Sistema influenciado por varias regulaciones**. Dichas regulaciones obligan al Sistema a mantener una mayor proporción de liquidez localmente y en instituciones públicas. De esta manera, si observamos el crecimiento en la cuenta de encaje, inversiones en el estado o entidades públicas y el fondo de liquidez, vemos un crecimiento de USD 518MM de 1T11 a 2T12. A futuro, esta tendencia aumentará paulatinamente de acuerdo a la regulación. **Consideramos que la calidad de liquidez estaría limitada en un escenario de estrés, tomando en cuenta la baja penetración del mercado de valores ecuatoriano y la débil calificación de riesgo soberano (Fitch: B-).**

RIESGO SISTEMICO

A partir de la crisis de 1999, el sistema financiero ecuatoriano se ha fortalecido como un todo, sin

embargo, el hecho de estar formado por múltiples instituciones (25 bancos) hace que la **desviación estándar de los indicadores individuales sea alta**. Esto quiere decir que las instituciones con mayores fortalezas difieren sustancialmente con las instituciones con mayores debilidades. Si bien varias de las regulaciones fueron impulsadas para un mejor control de riesgo, éstas tienen un impacto diferente en cada una de las instituciones.

De esta manera en 2T12 se observa que 6 instituciones mantienen una rentabilidad operativa (ROA Operativo) negativa o menor al 0.5%. Por otra parte, los 6 mayores bancos (incluyendo Pacífico) representan cerca del 80% de la utilidad total del sistema. Si bien se mencionó una baja morosidad del promedio del sistema (2.95%), la desviación estándar entre todas las instituciones es de 4.1% con una morosidad máxima de 21%. Por su parte existen 10 instituciones que tienen una cobertura con provisiones a cartera en riesgo menor a uno.

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

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