



Ecuador
Sexto Seguimiento

Titularización de Cartera Importadora Tomebamba

Calificación

Tipo Instrumento	Calif. Anterior	Calif. Actual	Ultimo Cambio
Serie A	Cancelada en septiembre-2011		
Serie B	AAA	AAA	--

Descripción de la Estructura:

	Serie B
Monto Emitido	USD 9 millones
Saldo Insoluto	USD 2.81 millones
Plazo	1440 días
Fecha Emisión	21-sep-09
Fecha Vencimiento	21-sep-13
Amortización Capital	Trimestral, pagos de capital Iguales
Amortización Interés	Trimestral
Tasa de cupón	9.00%
Base cálculo intereses	360 días

Activo Subyacente: Cartera Automotriz de Importadora Tomebamba S.A.

Principales participantes:

- Originador /Administrador de cartera: Importadora Tomebamba S.A. (ITSA)
- *Agente de Manejo:* Fondospichincha S.A.
- *Agente Pagador:* Fondospichincha S.A.
- Custodio de Documentos de Crédito: Banco Pichincha.

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: Agosto 31, 2012

INFORMACIÓN A: Junio, 2012

RAZONAMIENTO DE CALIFICACIÓN

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings decidió **mantener la calificación de AAA** a los títulos de la **serie B** emitidos por el **Fideicomiso Mercantil de Titularización de Cartera Importadora Tomebamba**. De acuerdo a la Ley de Mercado de Valores, la calificación otorgada “**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 asignada se fundamenta en que, en nuestro criterio, la estructura del Fideicomiso independiza a la titularización del riesgo de crédito del Originador, y a que los mecanismos de garantía, permiten que las series se puedan pagar en tiempo y forma dentro de un escenario de estrés elevado, de forma consistente con la calificación AAA.

El nivel de sobrecolateral actual (compuesto por fondos disponibles, inversiones y cartera) cubre en 20 veces la pérdida esperada, permitiendo a la estructura pagar sus obligaciones en tiempo y forma, dentro de un nivel de estrés consistente con la calificación otorgada. Adicionalmente, el fondo de reserva cubriría en todo momento el riesgo de mezcla de fondos del Fideicomiso con el Administrador de Cartera.

La estructura considera el incremento del monto mantenido en el fondo de reserva a partir del mes 33, lo que cubre el riesgo de liquidez del Fideicomiso. Es importante indicar que el hecho de que la estructura limite el plazo remanente de la cartera a transferir al Fideicomiso conforme transcurre el tiempo, reduce de forma considerable el riesgo de descalce de plazos entre activo y pasivo.

Hemos recibido una opinión legal favorable en cuanto a la validez legal del Fideicomiso. Así mismo hemos recibido confirmación escrita de la Fiduciaria de que el Fideicomiso ha recibido físicamente todos los documentos contentivos de operaciones de mutuo que instrumentan la obligación de pago del saldo insoluto del precio de compra de los vehículos a motor, por lo cual

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.



consideramos que la transferencia de dominio se ha perfeccionado legalmente.

Concluimos además que la estructura actual otorga a los acreedores del Fideicomiso el primer grado de prelación sobre los flujos efectivizados generados por los activos transferidos, a través de restricciones legales válidas y ejecutables.

Luego de analizar las políticas y procedimientos de originación y cobranzas del Originador, consideramos que este tiene la experiencia profesional y la capacidad técnica necesaria para desenvolverse exitosamente como administrador de cartera de esta titularización.

Finalmente Fondospichincha S.A., empresa que actúa como Agente de Manejo, cuenta a nuestro criterio con la experiencia, personal calificado e infraestructura necesaria para desempeñar su mandato en una forma adecuada.

PRESENTACIÓN DE CUENTAS

El presente informe se ha elaborado principalmente mediante el análisis de la siguiente documentación:

- Estados Financieros del Fideicomiso a diciembre 2011, auditados por la empresa KPMG, con opinión limpia sobre su razonabilidad, bajo normas Internacionales de Información Financiera (NIIF). Estados Financieros directos del Fideicomiso desde su constitución hasta junio-2012.
- Información solicitada sobre la evolución del Fideicomiso, su activo subyacente, sus flujos, y demás información relevante hasta junio-2012.
- Estados financieros del originador correspondientes al año 2011, auditados por la empresa KPMG, con opinión favorable respecto a su razonabilidad bajo normas Internacionales de Información Financiera (NIIF). Estados Financieros directos del Originador a junio-2012.

HECHOS RELEVANTES

Fusión de Toyocomercial y Casabaca

La fusión de Casabaca (empresa absorbente) con las empresas Toyocomercial S.A. y Skioda S.A. fue aprobada por la Superintendencia de Compañías el 15 de noviembre de 2011 e inscrita en el Registro Mercantil el 2 de diciembre de 2011.

La citada fusión no ha modificado la metodología de originación de créditos ni el proceso de compra de los mismos. Adicionalmente, en vista de que a través de la fusión por absorción Casabaca asume

todos los derechos y obligaciones de Toyocomercial, el Fideicomiso podrá seguir reemplazando sus recursos líquidos con cartera comprada a Casabaca que cumpla con las características detalladas en su contrato de constitución, sin que esto involucre riesgos adicionales para la estructura.

Venta de acciones de Administradora de Fondos del Pichincha Fondospichincha S.A.

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, debían 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.

Cumpliendo con dicha normativa, Banco Pichincha realizó en el mes de julio-2012 la venta del 100% de las acciones de Fondospichincha a los señores Nelson Iván Patricio Andrade Apunte y Jorge Juan Carlos Arias Velasco.

El Gerente General de la Empresa ya no se encuentra en funciones y en su lugar, la Gerente Nacional de Fiducia asumió la Presidencia y representación legal subrogante de la misma. En cuanto al personal operativo que administra los negocios fiduciarios, este se mantiene.

Con respecto al sistema transaccional, Fondospichincha sigue utilizando el sistema Gestor, especializado en administración fiduciaria, garantizando la continuidad de las operaciones.

De acuerdo a lo indicado por Fondospichincha, existe la intención de realizar hasta fines del año 2012 una fusión con la Administradora de Fondos y Fideicomisos Fideval, entidad relacionada por accionistas.

Inicio de Devoluciones de Sobrecolateral en Efectivo al Originador

El contrato del Fideicomiso dispone que a partir de junio-2012 (mes 33 desde la fecha de emisión) se empiece a restituir mensualmente al Originador los recursos líquidos excedentarios, siempre que 1) el Fondo de Reserva se encuentre en su nivel requerido; y 2) el saldo de capital de los documentos de crédito transferidos al Fideicomiso que no presenten cuotas vencidas mayores a 90 días más el Fondo de Reserva sea mayor o igual al



saldo insoluto de capital de los valores colocados multiplicado por 1.17.

Conforme lo indicado en el párrafo anterior, en el mes de junio del presente año la Fiduciaria devolvió al Originador efectivo en exceso por USD 2.26MM. El monto fue elevado puesto que desde octubre-2011 el Fideicomiso había empezado a acumular efectivo por la dificultad del Originador de entregar cartera por la totalidad del flujo excedente, que cumpliera con las restricciones de plazo remanente (24 meses.)

Se indica como hecho subsecuente que en julio se realiza una segunda entrega de recursos líquidos excedentes a Importadora Tomebamba por USD 298M.

Ley Orgánica para la regulación de créditos para vivienda y vehículos

De acuerdo a esta ley, aprobada el 21 de Junio de 2012, las operaciones de crédito destinadas a la adquisición de un único vehículo familiar o personal con un valor inferior a USD 29.2M, que sean declaradas de plazo vencido, podrán ser cobradas y extinguirse únicamente mediante el valor del bien dado en garantía. Bajo esta medida, las instituciones financieras podrían adoptar una postura más rigurosa en sus políticas de crédito en cuanto a montos y especialmente plazos de colocación.

ENTORNO ECONÓMICO

Ver anexo 1

RIESGO SECTORIAL

Ver anexo 2

EVOLUCIÓN DE LA EMISIÓN

Valores emitidos

El Fideicomiso realizó el pago del octavo y último dividendo de la serie A en septiembre-2011 por lo que esta se encuentra cancelada en su totalidad.

Con respecto a la serie B, a la fecha se han pagado en tiempo y forma 11 dividendos trimestrales, siendo la fecha de pago del siguiente dividendo el 21 de septiembre próximo.

Fondos Disponibles e Inversiones Temporales

El Fideicomiso mantiene a la fecha de corte fondos disponibles por USD 1,7MM, depositados en una cuenta a la vista en Banco Pichincha, repartidos en inversiones inferiores a 90 días en cuatro bancos locales de bajo riesgo y una cuenta corriente en Banco Pichincha.

Estos recursos corresponden principalmente a la cuenta de reserva (USD 872M), a la provisión mensual del próximo dividendo trimestral (USD 209M), a recursos generados por la rentabilidad acumulada de las inversiones realizadas desde el inicio de la estructura (USD 330M), y al excedente de efectivo por devolver al Originador en julio-2012 (USD 298M).

Los recursos líquidos permanentes representan a la fecha de corte el 50% del saldo insoluto de los títulos emitidos.

Evolución de la Cartera

La cartera titularizada se encuentra repartida en 771 operaciones de crédito automotriz originadas por Casabaca (antes Toyocomercial) bajo las políticas de Importadora Tomebamba (ITSA) y luego compradas por esta última. Como ya se indicó anteriormente, la fusión de Casabaca y Toyocomercial no generó cambios en las políticas y procedimientos de crédito, por lo que no generan riesgos adicionales para la titularización.

Características Cartera	Calif Inicial	30-jun-12
Cartera analizada USD M (capital)	17,932	5,625.84
Número de Créditos	1,837	771
Saldo Promedio por Crédito	9.76	7.3
Plazo original promedio	39 meses	35 meses
Plazo transcurrido promedio	11 meses	19 meses
Plazo remanente promedio	28 meses	16 meses
Tasa promedio ponderada cartera	16.01%	15.17%
% Financiamiento autos nuevos	100%	100%
% Financiam. Autos livianos	100%	100%
% Financiam. Personas Naturales	90.60%	76.02%
Promedio Cuota / Ingreso Actual*	17.51%	25.58%
Promedio Deuda / Avalúo Actual	56.63%	49.11%
Promedio Deuda Orig./Avalúo Orig	70.34%	71.44%

* Indicador no incluye personas jurídicas ni a créditos de deudores que reportan ingresos mensuales superiores a USD 20M.

La totalidad de la cartera se originó con la finalidad de financiar autos nuevos livianos, principalmente a personas naturales. La participación de los créditos a personas jurídicas mantiene una tendencia a incrementarse.

Prácticamente la totalidad de los deudores tiene como domicilio la provincia de Pichincha. Este riesgo de concentración se encuentra mitigado por la calidad de los indicadores de la cartera y sus garantías.

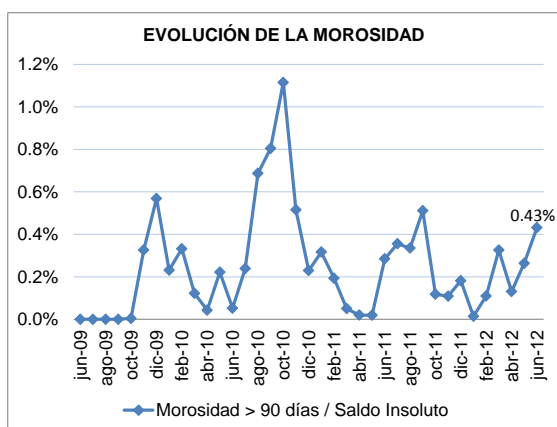
El plazo remanente de los créditos es de 16 meses en promedio, lo cual es consistente con el plazo por vencer de la serie B (15 meses). La estructura limita el descalce potencial futuro de plazo a 12 meses. Con respecto a la madurez de la cartera, el su plazo promedio transcurrido se ha incrementado a 19 meses.



La tasa de interés de los créditos continúa reduciéndose, llegando en este seguimiento a niveles de mercado. En función de las características de la cartera titularizada, se esperaría que esta se estableciera en niveles similares a los actuales.

El indicador cuota sobre ingreso (CIN) mantiene la tendencia a incrementarse mientras que la relación Deuda sobre Avalúo del vehículo (DAV), mejora conforme los deudores reducen el saldo insoluto de su deuda.

En relación a la calidad de la cartera, la morosidad se mantiene baja, en parte influenciada por la política del Originador de recomprar al Fideicomiso los créditos vencidos de los deudores contra los que se iniciarán una demanda legal para su cobro. A la fecha de corte, únicamente el 0.43% del monto titularizado presenta más de tres cuotas vencidas.



Por último, el prepagado de la cartera es elevado en relación a otras titularizaciones (13.8% en promedio, bajo la metodología ABS) y mayor al nivel proyectado en la calificación inicial con base en el análisis histórico de la cartera (7.81%). El principal motivo del incremento del prepagado son las recompras de cartera que realiza el originador, tanto de la cartera morosa, como de cartera sobre la que se realizan abonos extraordinarios a capital y necesitan por tanto refinanciarse.

El efecto negativo de un prepagado elevado consiste en la reducción de los ingresos por intereses de la cartera titularizada si es que esta no es reemplazada por nueva cartera. El análisis de calificación incorpora el estudio del efecto del prepagado en el riesgo de la titularización.

Gastos del Fideicomiso

Los gastos del Fideicomiso se mantienen dentro de los niveles esperados inicialmente. Si bien, de acuerdo al contrato del Fideicomiso, el Originador no cobra por la administración de cartera, la

Calificadora considera este rubro en sus escenarios de estrés, suponiendo su pago en un escenario de cambio de administración.

Escenario de Estrés

La calificadora realizó un análisis de la cartera con el objeto de determinar la pérdida neta alcanzable bajo distintos escenarios de crisis. La pérdida neta es definida como la multiplicación de la probabilidad de default (en adelante PD) y la severidad de la pérdida.

En primer lugar se estimó una pérdida base de la cartera automotriz originada por Toyocomercial bajo los parámetros de Importadora Tomebamba, a través del análisis de su comportamiento histórico.

Una vez obtenido un parámetro base de la PD, se realizó un estudio individual de cada crédito perteneciente al Fideicomiso, para determinar la PD 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.

La PD de la cartera titularizada corresponde al promedio ponderado de la PD de cada crédito. Adicionalmente, el resultado obtenido se ajusta para incorporar la PD estimada de los créditos que podrían entrar al Fideicomiso en el futuro a través de los intercambios que mensualmente se realizan entre flujos y cartera.

Por otro lado, el análisis incorpora supuestos de recuperación por vía judicial de aquellos que entran en acción legal, lo que genera una severidad de pérdida inferior a la PD. La severidad de la pérdida está relacionada al valor de ejecución de la garantía de los créditos titularizados, neta de todos los gastos asociados con la recuperación por vía judicial. Este cálculo es estresado de acuerdo al escenario de calificación analizado.

La pérdida utilizada en el escenario de estrés es un múltiplo de la PD esperada de la cartera, que varía dependiendo de la categoría de calificación en la que se evalúa la cartera. Este múltiplo se define combinando la experiencia internacional, y específicamente de los países en desarrollo, con el análisis del comportamiento histórico de la cartera automotriz originada por Toyocomercial (ahora Casabaca) bajo los parámetros de Importadora Tomebamba.

Con respecto al prepagado voluntario de los créditos (ya sea parcial o total), este afecta el flujo de caja disponible reduciendo la duración de los



instrumentos y el margen de interés disponible para cubrir las pérdidas si es que estos no son reemplazados con nueva cartera. Para poder determinar el rango de prepagos a utilizarse en cada escenario de estrés, se examinó tanto el nivel de prepagos históricos del Fideicomiso como la evolución del mismo desde el inicio de la titularización.

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.

El modelo de análisis utiliza el flujo de caja teórico del activo titularizado y lo ajusta de acuerdo a los supuestos de morosidad, recuperación legal y prepagos, utilizados en el escenario de estrés correspondiente a cada categoría de calificación, tomando en cuenta el pago previo de los gastos proyectados y los demás procedimientos descritos en la escritura del Fideicomiso. El flujo resultante de cada período se compara con los pagos programados de capital e interés que deberá realizar el Fideicomiso a los inversionistas para cumplir en tiempo y forma con el pago de las distintas series emitidas, de acuerdo a los niveles de prelación establecidos. La calificadora asume una curva que determina el momento en que se generan las pérdidas y los prepagos de la cartera.

La PD de la cartera actual para este seguimiento fue estimada en 4.03%. El nivel de sobrecolateral actual (compuesto por fondos disponibles, inversiones y cartera) cubre en 20 veces este nivel de pérdida.

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 y el hecho de que la estructura dispone que hasta el mes 32 todo excedente sea utilizado para comprar más cartera que cumpla con las características dispuestas en su escritura. A partir del mes 33, los recursos remanentes, luego de cumplir con todas las obligaciones mensuales detalladas en la escritura, pueden ser restituidos al Originador. Esta situación se encuentra incorporada en el modelo de análisis.

En el análisis se verifica que la estructura pueda pagarse en el evento que el originador deje de existir y/o de entregar cartera en reemplazo de los flujos excedentes de la estructura. En ese caso, si bien el Fideicomiso acumularía efectivo en proporciones importantes, que reducirían la generación de ingresos por interés, el pago en

tiempo y forma de los títulos no se vería comprometido.

Por último, el modelo también incorpora la posibilidad de que la cartera que sea entregada al Fideicomiso tenga un plazo por vencer superior al plazo remanente de los títulos, generándose un desfase potencial de flujos entre activos y pasivos. El hecho de que la presente titularización limite el plazo remanente de la cartera a transferir al Fideicomiso conforme transcurre el tiempo, reduce de forma considerable el riesgo de descalce de plazos entre activo y pasivo.

A través de la aplicación del modelo, en conjunto con los parámetros y consideraciones anteriormente mencionadas, se determina que la estructura tiene fortalezas suficientes para realizar el pago en tiempo y forma de la serie B aún en escenarios elevados de estrés consistentes con la calificación otorgada.

IMPORTADORA TOMBAMBA S.A. ITSA (ORIGINADOR Y ADMINISTRADOR DE CARTERA)

ITSA se creó en 1964 con capitales de cinco empresarios cuencanos, con el objetivo de manejar la representación y distribución de vehículos Toyota. Además de esta línea y de las relacionadas directamente (repuestos y talleres de servicio), la Empresa también se dedica a la importación y/o comercialización de electrodomésticos; equipos de audio-video, motocicletas y llantas.

La Matriz de la Empresa se encuentra en Cuenca y cuenta con oficinas principales y/o agencias y/o talleres de servicio en Cuenca, Machala, Loja, Riobamba, Ambato, Guayaquil y Quito.

En el segmento automotriz ITSA realiza la venta directa a nivel nacional de vehículos Toyota, con excepción de las ciudades de Quito y Guayaquil, donde la comercialización está a cargo de las empresas Casabaca y Toyocosta S.A., respectivamente.

El principal activo subyacente de la presente titularización son los documentos de crédito que respaldan el financiamiento de la compra de vehículos nuevos colocados por Casabaca (antes Toyocomercial) y posteriormente comprados y administrados por ITSA. La aprobación o negación de las solicitudes de crédito de los clientes que aplican para “crédito directo” está a cargo de ITSA, lo que garantiza que la cartera comprada cumple con sus políticas y procedimientos.



En nuestro criterio, el Originador tiene la experiencia profesional y la capacidad técnica necesaria para desenvolverse exitosamente como administrador de cartera de esta titularización.

FONDOS PICHINCHA (AGENTE DE MANEJO)

La Administradora de Fondos del Pichincha, Fondospichincha S.A., actúa como Agente de Manejo de esta titularización.

Fondospichincha fue autorizada en febrero de 1994 como la primera administradora en el Ecuador. Si bien la Administradora se encuentra en un proceso de transición, luego de haber sido vendida por Banco Pichincha, esta aún mantiene la infraestructura humana y técnica para

desempeñarse adecuadamente como agente de manejo del presente fideicomiso.

ESTRUCTURA DE 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

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

En el 2012, las actividades que se dirigen a los mercados externos tendrán que enfrentar los mayores riesgos, no solo por las perspectivas económicas de dichos mercados sino por el deterioro del entorno operativo interno para las exportaciones en torno a varios factores: crecimiento de los costos internos, una aparente tendencia al fortalecimiento del dólar, el nuevo impuesto del 5% a la salida de divisas y a los fondos que los exportadores mantienen en el exterior y la actitud de las autoridades frente a los principales mercados del Ecuador.

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

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

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

COMPORTAMIENTO HISTÓRICO Y PREVISIÓN 2012

	2008	2009	2010	2011prev.	2012 prev.
PIB (USD Mill 2000)	24,032	24,19	24,983	26,928	28,031
Inc. PIB (Mill 2000)%	7.24	0.36	3.60	7.78	5.40
PIB CORRIENTE (Mill USD)	54,208	52,022	57,978	65,945	71,625
Inc. PIB CORRIENTE%		-4.03%	11.45%	13.74%	8.67%
Inc. anual oferta y demanda global% (usd 2000)	8.10	-3.60	7.40	5.50	4.90
Inflación Anual %	8.83	4.31	3.33	6.12**	
Deuda total del Gobierno/PIB%	25.34	19.67	23.40	22.10****	20.35*****
Deuda externa del Gobierno/PIB%	19.19	14.39	15.22	15.27****	14.06*****
Deuda interna del Gobierno/PIB%	6.15	5.28	8.18	6.83****	6.29*****
Cuenta Corriente/PIB %	2.0	-0.35	-3.31	-0.95	
Presupuesto General del Estado/PIB%	-1.10	-4.30	-1.60	-1.63	-5.20
Ingreso Sector Público/PIB %	40.70	35.33	39.98	47.76****	
Gasto Corriente Gobierno/PIB%	27.20	26.80	29.16	33.88****	
Inversión del Gobierno /PIB %	12.91	12.84	12.45	14.90****	
Precio del Petroleo / barril USD (ref)	97.70	64.00	84.50	102.46*	
estimación BCE a marzo 2012					
fuente: Analisis Semanal - 2007 - 2011 BCE devengado , 2012 registro oficial y proforma PIB					
Debe notarse que la deuda del Gobierno no contabiliza deuda contraída a plazos menores de 360 días.					
Datos a septiembre 2011					
**BCE inflación anual a marzo 2012					
*** deuda a diciembre 2011 PIB corriente proyectado					
**** deuda a marzo 2012/PIB poroyectado 2012					
***** BCE con datos a diciembre 2011 anualizado					
*abril 9 de 2012					

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

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

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

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



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

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

FUENTE: BCE; ANÁLISIS SEM ANAL

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

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

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

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

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

Como consecuencia de la política económica, altamente dependiente del gasto público, resulta que las importaciones crezcan más que las exportaciones antes de las restricciones impuestas, que las tasas de

crecimiento tanto de la formación bruta de capital como del consumo de los hogares sean más volátiles y muestren variaciones más pronunciadas.

PERSPECTIVAS 2012

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

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

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

La desaceleración del PIB al 5.4%, explica el BCE, por la paralización de la refinería de Esmeraldas durante la mitad del año. El PIB petrolero según estas expectativas 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 menor a la del 2011. De todos modos, siendo el 2012 año de propaganda electoral (elecciones enero 2013), el gobierno seguirá impulsando este consumo.

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

PERSPECTIVAS 2013 – 2015

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

FINANCIAMIENTO ESTRUCTURADO



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 Analysis, El Comercio; Elaboración BWR. Abril, 2012.

ANEXO 2

SISTEMA FINANCIERO

Crecimiento 2010 - 2011	Bancos Privados	COAC	Mutualistas	Financieras
Cartera productiva bruta	21.0%	31.1%	29.1%	18.9%
Obligaciones con el público	15.0%	22.3%	12.9%	16.3%
A la vista	11.5%	12.8%	8.1%	4.9%
A plazo	22.5%	36.2%	18.6%	18.3%
Patrimonio	19.8%	14.2%	11.3%	14.3%
Resultados	50.8%	20.9%	42.8%	15.3%

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

Fuente: Focus Financiero, SBS

Elaborado: BWR

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

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

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

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

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

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

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

A la fecha, las provisiones promedio del sistema son apropiadas con **coberturas sobre cartera** en riesgo y cartera C,D,E, sobre 2.76 y 2.75 veces respectivamente.

A pesar de los altos crecimientos en cartera, los indicadores de **patrimonio técnico** y **capital libre**



demonstraron una ligera mejora. A futuro estos indicadores variarán de acuerdo a la política de dividendos de cada institución. Es importante que los crecimientos de cartera estén acompañados de capitalización de utilidades para no desmejorar los indicadores de solvencia.

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

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

RIESGO SISTEMICO

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

De esta manera observamos que 5 instituciones mantienen una rentabilidad operativa (ROA Operativo)

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

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

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

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

Elaboración BWR. Abril, 2012.