



Ecuador  
Séptimo 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 1.69 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](mailto:cordonez@bwratings.com)

Patricia Pinto  
(593 2) 2269 767 ext. 103  
[ppinto@bwratings.com](mailto:ppinto@bwratings.com)

**FECHA COMITÉ: Febrero 28, 2013**

**INFORMACIÓN A: Diciembre, 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 26 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.

El Fideicomiso mantiene niveles altos de liquidez que a la fecha de corte representan 75% del saldo insoluto de la serie B, lo cual asegura la disponibilidad de recursos, en conjunto con las amortizaciones mensuales de la cartera titularizada.

Hemos recibido una opinión legal favorable en cuanto a la validez legal del Fideicomiso. Asimismo, hemos recibido confirmación escrita por parte 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 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

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.



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 diciembre-2012.
- Información solicitada sobre la evolución del Fideicomiso, su activo subyacente, sus flujos, y demás información relevante, desde su constitución hasta diciembre-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 diciembre-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. Además, en vista de que, a través de la fusión por absorción, Casabaca asume todos los derechos y obligaciones de Toyocomercial, el Fideicomiso puede, en caso de requerirlo, 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.**

Cumpliendo con la resolución JB-2011-1973, 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, en el primer semestre del 2013, una fusión con la Administradora de Fondos y Fideicomisos Fideval, entidad relacionada por accionistas.

Se indica como hecho subsecuente que en febrero-2013 la empresa RENWICK HOLDINGS S.A. adquiere las acciones de uno de los accionistas principales, como parte de los procesos previos al inicio del trámite de fusión por la cual la Administradora de Fondos Fideval absorbería a Fondospichincha.

#### **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.

Las devoluciones de efectivo al Originador iniciaron en junio-2012, y se han realizado de acuerdo a la prelación y fórmula antes indicada, en función del efectivo mensual excedente del Fideicomiso.

### 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 13 dividendos trimestrales. De esta forma, estarían pendientes de pago tres dividendos más, el último de los cuales vence el 21 de septiembre de 2013.

#### Fondos Disponibles e Inversiones Temporales

El Fideicomiso mantiene a la fecha de corte fondos disponibles por USD 476M, depositados en una cuenta a la vista en Banco Pichincha, y USD 926M, repartidos en inversiones inferiores a 90 días en cuatro bancos locales de bajo riesgo.

De estos recursos, USD 725.6M forman parte del Fondo de Reserva, USD 200M corresponden a la provisión mensual del próximo dividendo trimestral, USD 333M se refieren a otras provisiones para gastos, y USD 142.6M al excedente de efectivo por devolver al Originador en enero-2013.

Los recursos líquidos permanentes representan a la fecha de corte el 75% del saldo insoluto de los títulos emitidos.

#### Evolución de la Cartera

A la fecha de corte existe, de acuerdo a los balances del Fideicomiso, un saldo de capital de cartera de USD 3.0MM; no obstante, para el análisis de la cartera la Calificadora ha decidido

enfocarse únicamente en el saldo de capital proveniente del financiamiento del vehículo, que a diciembre-2012 suma USD 2.87MM.

La cartera del Fideicomiso se encuentra repartida en 436 créditos automotrices originados bajo las políticas de ITSA, para el financiamiento de carros livianos nuevos.

Si bien el porcentaje de financiamiento a personas naturales muestra una tendencia a decrecer, este todavía representa el 75% del monto titularizado, lo que es consistente con una titularización de créditos de consumo. Por otro lado, prácticamente la totalidad de los deudores tiene como domicilio la provincia de Pichincha, generando un riesgo de concentración, mitigado por la calidad de los indicadores de la cartera, y sus garantías.

Características Cartera	Calif Inicial	31-dic-12
Capital Cartera USD MM	17.93	2.87
Número de Créditos	1,837	436
Saldo Crédito Promedio (USD)	9,761	6,580
Plazo original promedio (meses)	39	37
Plazo transcurrido promedio (meses)	11	25
Plazo remanente promedio (meses)	28	12
Tasa prom. ponderada cartera	16.01%	15.10%
% Financiamiento autos nuevos	100%	100%
% Financiam. Autos livianos	100%	100%
% Financiam. Personas Naturales	90.60%	75.34%
Promedio Cuota / Ingreso Actual*	17.51%	26.09%
Promedio Deuda / Avalúo Actual	56.63%	32.78%
Promedio Deuda Orig./Avalúo Orig	70.34%	72.77%

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

Si bien el plazo original promedio de la cartera se mantiene en niveles similares a los históricos, la madurez promedio de la misma ha mejorado de forma importante, debido a que el Fideicomiso ya no intercambia los flujos recaudados por nueva cartera. Por el mismo motivo, el plazo remanente promedio baja a 12 meses, valor cercano al plazo por vencer de la serie B (9 meses).

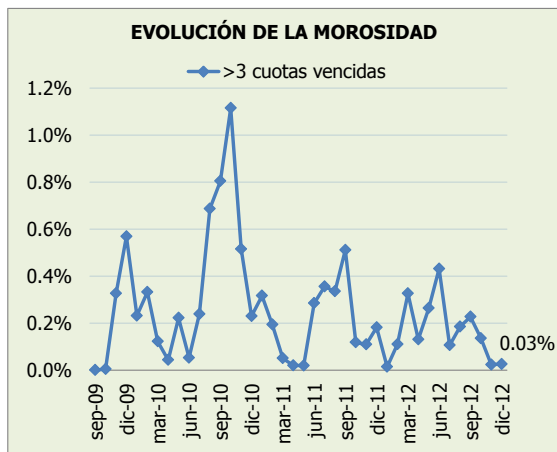
La tasa de interés de los créditos, que había mostrado una tendencia a reducirse en anteriores seguimientos, tiende a estabilizarse en niveles similares al mercado. En función de las características de la cartera titularizada, se esperaría que, en el futuro, la tasa promedio no varíe sustancialmente.

Con respecto a los indicadores de cuota sobre ingreso (CIN) y Deuda sobre Avalúo del vehículo (DAV), estos se encuentran en niveles considerados adecuados. El DAV se beneficia de la reducción del saldo insoluto de la deuda conforme transcurre el tiempo. Cabe indicar que



estos indicadores son parámetros estadísticamente relacionados con la calidad futura de la cartera.

La morosidad de los créditos titularizados 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 0.03% del monto titularizado presenta más de tres cuotas vencidas.



Por último, el prepago de la cartera es elevado en relación a otras titularizaciones (12.2% en promedio, bajo la metodología ABS), y es 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 prepago 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; influye también la tasa promedio de la cartera, que en seguimientos anteriores era elevada respecto al promedio de mercado.

El efecto negativo de un prepago 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 prepago 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 incluye este rubro en su análisis, modelando un escenario en el que hubiera un 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 pérdida bruta o 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 (ahora Casabaca) 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.

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 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 margen de interés disponible para cubrir las pérdidas si es que estos no son reemplazados con nueva cartera. Para poder determinar el rango de prepago a utilizarse en cada escenario de estrés, se examina 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 prepago, 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 se estimó en 3.45%. El nivel de sobrecolateral acumulado hasta la fecha de corte (compuesto por fondos disponibles, inversiones y cartera) cubre en 26 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 cuantitativo utilizado.

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. Cabe indicar que actualmente la titularización no requiere intercambiar flujos por cartera, de acuerdo a lo que indica su estructura legal, en función del importante excedente de sobrecolateral que mantiene.

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, lo cual es consistente 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 cumpla con sus políticas y procedimientos.

Desde el 2011 ITSA ha implementado distintos módulos de un nuevo sistema informático personalizado para su negocio. A partir de noviembre-2012 se implementó el módulo de cartera, que permitiría una mejor administración de la misma.

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.

Se indica como hecho subsecuente que a partir de febrero-2013 se están realizando nuevas transferencias accionariales de la Fiduciaria, que se espera que concluyan a finales del 1T13, con el trámite de fusión por absorción por la cual la Administradora de Fondos Fideval absorbería a Fondospichincha.

### **POSICIONAMIENTO DEL TÍTULO EN EL MERCADO**

El mercado ecuatoriano aún no ha alcanzado la dinámica que amerite y que permita un análisis

específico del posicionamiento del valor en el mercado ni de su presencia bursátil. En todo caso, es la calificación de riesgo la que influye en la liquidez del papel en el mercado y no al contrario.

### **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](http://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 mantienen 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 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.

<b>PRESUPUESTO GENERAL DEL ESTADO</b>			
	2011	2012	Variación
	ene - jun	ene - jun	2011 - 2012
<b>TOTAL INGRESOS</b>	<b>8,754</b>	<b>11,000</b>	<b>25.7%</b>
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%
<b>TOTAL GASTOS</b>	<b>8,382</b>	<b>9,737</b>	<b>16.2%</b>
<b>Gasto Corriente</b>	<b>4,737</b>	<b>5,443</b>	<b>14.9%</b>
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%
<b>Gastos de Capital</b>	<b>3,645</b>	<b>4,294</b>	<b>17.8%</b>
<b>DEFICIT / SUPERAVIT</b>	<b>372</b>	<b>1,263</b>	

Fuente: Ministerio de Finanzas

**FINANCIAMIENTO ESTRUCTURADO**



**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%	4.0%
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 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 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.

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.

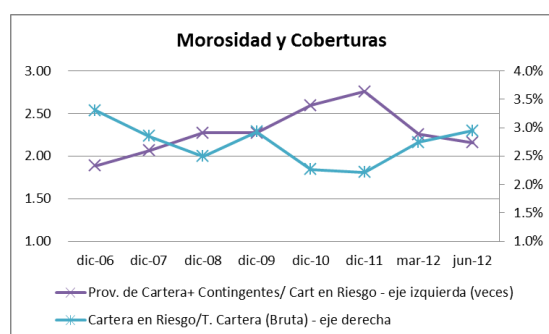
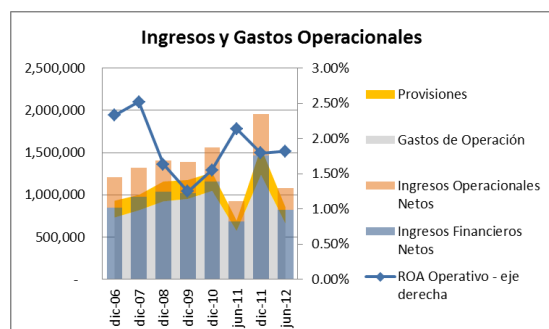
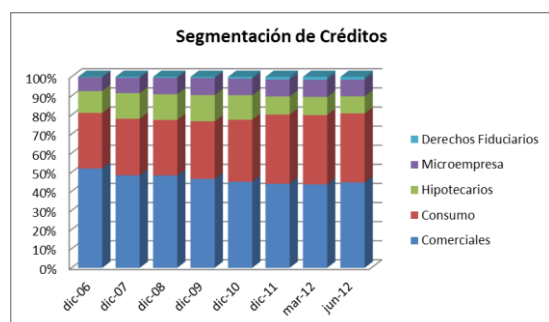
### ANEXO 2

### 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.