



Ecuador
Cuarto Seguimiento

Titularización de Cartera Importadora Tomebamba

Calificación

Tipo Instrumento	Calif. Anterior	Calif. Actual	Ultimo Cambio
Serie A	AAA	AAA	--
Serie B	AAA	AAA	--

Descripción de la Estructura:

	Serie A	Serie B
Monto Emitido	USD 6 millones	USD 9 millones
Saldo Insoluto	USD 750 M	USD 5.06 millones
Plazo	720 días	1440 días
Fecha Emisión	21-sep-09	21-sep-09
Fecha Vencimiento	21-sep-11	21-sep-13
Amortización Capital	Trimestral, pagos de capital iguales	Trimestral, pagos de capital iguales
Amortización Interés	Trimestral	Trimestral
Tasa de cupón	8.00%	9.00%
Base cálculo intereses	360 días	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

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

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

RAZONAMIENTO DE CALIFICACIÓN

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings decidió **mantener la calificación de AAA** a los títulos correspondientes a las series A y B emitidas 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 a las series A y B 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 consistente con la calificación AAA.

El nivel de sobrecolateral actual (compuesto por fondos disponibles, inversiones y cartera) cubre en 13.3 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

FECHA COMITÉ: Agosto 31, 2011

INFORMACIÓN A: Junio, 2011

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 2010, 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-2011.
- Estados Financieros del Originador a diciembre 2010 auditados por la empresa KPMG, con opinión limpia sobre su razonabilidad, bajo normas Internacionales de Información Financiera (NIIF). Estados Financieros directos del Originador y demás información relevante a junio-2011.
- Información solicitada sobre la evolución del Fideicomiso, su activo subyacente, sus flujos, y demás información relevante hasta junio-2011.

HECHOS RELEVANTES

Aplicación de Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF)

Desde enero de 2010 los estados financieros del Fideicomiso se reportan de acuerdo a las NIIF. No se aprecian efectos materiales en el Fideicomiso por el cambio de estándares contables.

Nuevo esquema de cobro de Seguro Automotriz

Desde junio-2010 el Originador implementó un nuevo esquema de cobro de seguro para sus nuevas

colocaciones de crédito automotriz. De acuerdo al mismo, los nuevos préstamos incluyen dentro de su cuota el pago de la prima anual correspondiente, la cual se reduce año a año. El Originador espera que la aplicación de esta política incremente el porcentaje de vehículos financiados asegurados por todo el plazo del crédito.

Intención de Fusión de Toyocomercial y Casabaca

Los directores de las empresas Casabaca S.A. y Toyocomercial S.A. han decidido impulsar un proceso de fusión por absorción mediante el cual la primera absorbería al segundo. Si bien este proceso no ha iniciado aún, se espera que se complete dentro del 2011. Este hecho se considera dentro de este informe en virtud de que el principal activo de esta titularización corresponde a cartera automotriz generada por Toyocomercial y posteriormente adquirida por Importadora Tomebamba.

De acuerdo a lo indicado por Importadora Tomebamba, la citada fusión no modificará 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 asumiría todos los derechos y obligaciones de Toyocomercial, esperaríamos que el Fideicomiso podría 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.

Instituciones del sistema financiero privado deberán enajenar empresas no financieras

A través de la resolución JB-2011-1973, emitida el 29 de julio de 2011, la Junta Bancaria dispuso que las instituciones del sistema financiero privado, sus directores principales y suplentes, así como sus principales accionistas, deberán enajenar obligatoriamente, hasta el 12 de julio de 2012, las acciones y participaciones que mantuvieron en compañías o sociedades mercantiles ajenas al sector financiero, con presencia o actividad en el mercado ecuatoriano, entre las que se encuentran las casas de Valores y administradoras de fondos y fideicomisos. De implementarse dicha resolución, será un reto para las administradoras de fondos y fideicomisos que formaban parte de un grupo financiero mantener la calidad de su gestión operativa, considerando el apoyo tecnológico, comercial y financiero que generalmente reciben de los grupos a los que pertenecen.



ENTORNO ECONÓMICO

Ver anexo 1

RIESGO SECTORIAL

Ver anexo 2

EVOLUCIÓN DE LA EMISIÓN

Valores emitidos

Hasta la fecha de corte, el Fideicomiso ha realizado en tiempo y forma el pago de siete dividendos trimestrales de las dos series emitidas. En septiembre-2011 se realizará el siguiente pago de dividendos, con lo cual la serie A se cancelaría totalmente.

Fondos Disponibles e Inversiones Temporales

El Fideicomiso mantiene fondos disponibles e inversiones de corto plazo por USD 1,6 MM, correspondientes principalmente al fondo de reserva (USD 0.5M), a la provisión mensual del próximo dividendo trimestral (USD 0.5M); y a la liquidez excedente a reemplazarse el siguiente mes con nueva cartera que cumpla con las características establecidas.

Los recursos líquidos se mantienen en una cuenta a la vista en Banco Pichincha (USD 581M) y en certificados de depósito con plazos remanentes menores a 90 días en cuatro bancos locales que cumplen con los parámetros establecidos en la estructura.

Evolución de la Cartera

Características Cartera	30-jun-11
Cartera analizada (capital)	10,122,832.50
Número de Créditos	1,325
Saldo Promedio por Crédito	7,639.87
Plazo original promedio	38 meses
Plazo transcurrido promedio	19 meses
Plazo remanente promedio	19 meses
Tasa promedio ponderada cartera	15.86%
% Financiamiento autos nuevos	100%
% Financiam. Autos livianos	100%
% Financiam. Personas Naturales	81.68%
Promedio Cuota / Ingreso Actual*	21.90%
Promedio Deuda / Avalúo Actual	44.98%

* Indicador no incluye personas jurídicas

El principal activo subyacente es la cartera titularizada, la cual se encuentra diversificada en 1325 préstamos 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 81.68% 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. Este riesgo de concentración se encuentra mitigado por la calidad de los indicadores de la cartera y sus garantías.

En promedio, la cartera tiene un plazo de colocación original de 38 meses, número que se ha mantenido similar a lo largo del tiempo. Por otro lado, el plazo transcurrido de la cartera se ha incrementado, pasando de 11 a 19 meses en promedio.

La tasa de interés de los créditos es fija y actualmente se ubica en promedio en 15.86%, porcentaje que es todavía más elevado que los niveles promedio del mercado financiero. La tasa nominal referencial del segmento automotriz se encuentra a la fecha de corte en 14.9%, situación que incentiva un prepagado elevado.

Con respecto a los indicadores de cuota sobre ingreso (CIN) y Deuda sobre Avalúo del vehículo (DAV), estos se encuentran en niveles promedio de 21.90% y 44.98% respectivamente, porcentajes que se encuentran dentro de lo esperado, aunque con una tendencia del CIN a incrementarse. El DAV se beneficia del transcurso del tiempo, dado que los deudores reducen el saldo insoluto de su deuda.

El cuadro siguiente muestra la distribución de la cartera de acuerdo a intervalos de CIN y DAV:

DISTRIBUCION CIN		DISTRIBUCION DAV	
Hasta 20%	41.20%	Hasta 60%	20.97%
20%-30%	22.08%	60%-70%	21.22%
30%-40%	7.59%	70%-80%	25.82%
40%-50%	4.68%	80%-90%	27.10%
50%-60%	1.35%	90%-100%	3.75%
60%-70%	1.37%	más de 100%	1.13%
más de 70%	2.23%	TOTAL	100.00%
Pers. Jurid - n/d.	18.28%		
no incluidos*	1.21%		
TOTAL	100.00%		

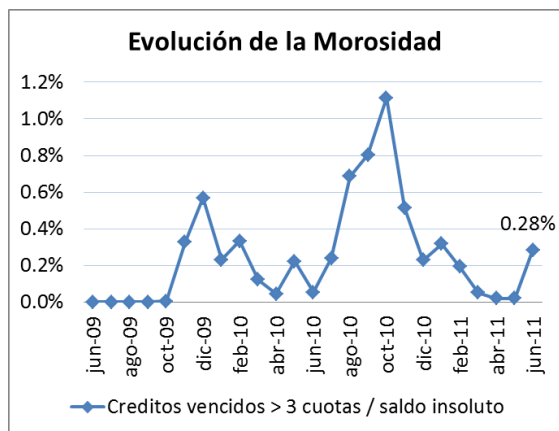
* Corresponde a créditos con deudores con ingresos reportados menores a \$265 o mayores a \$20,000.

Es importante indicar que dado que en la escritura no se especifican límites para estos indicadores, conforme se reemplacen flujos con nueva cartera estas podrían evolucionar de forma distinta. Esta posibilidad ha sido considerada dentro de los escenarios de estrés utilizados para el análisis de la estructura.

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 0.28% de los créditos tienen más de tres cuotas vencidas.



Por último, el prepago de la cartera es elevado en relación a otras titularizaciones (15.5% 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 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. Adicionalmente, la cartera tiene tasa fija y la tasa de consumo ha bajado de forma importante desde el 2T10, lo que genera incentivos para la refinanciación del crédito.

El efecto de un mayor prepago se mitiga por el hecho de que en los primeros 32 meses todo flujo excedentario se utiliza para la compra de cartera. Si bien el prepago aumenta la rotación de cartera dentro del Fideicomiso, el efecto en el riesgo del Fideicomiso dependerá de las características de la nueva cartera en cuanto a riesgo y tasa de interés. Estos eventos se consideran dentro del modelo de análisis.

Gastos del Fideicomiso

Desde su emisión hasta junio-2011 el Fideicomiso ha registrado gastos (sin considerar intereses de los títulos) por USD 197M, de los cuales USD 36M corresponden a comisiones de colocación de las series, que fueron reembolsadas a través del descuento respectivo sobre el monto que se entregó al Originador por dichas colocaciones.

Los gastos restantes (USD 161M) son propios de la operatividad normal del Fideicomiso y se encuentran dentro de los niveles esperados. Si bien de acuerdo al contrato del Fideicomiso el Originador no cobrará por la administración de cartera, la Calificadora considera este rubro en sus escenarios de estrés, suponiendo un cambio de administración en el futuro.

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 legal 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 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 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 la probabilidad



de que los créditos sean pagados voluntariamente en forma anticipada.

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 de la cartera.

La PD de la cartera actual para este seguimiento fue estimada en 4.40%. El nivel de sobrecolateral actual (compuesto por fondos disponibles, inversiones y cartera) cubre en 13.3 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, podrán ser restituidos al Originador. Esta situación se encuentra incorporada en el modelo de análisis.

En el análisis se verifica que la estructura pueda pagarse aún si es que el originador deja 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 las series A y B podrían soportar niveles de pérdida 17 veces más altas que la PD base, lo cual es consistente con la calificación AAA.

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 relacionadas, Toyocomercial S.A. 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 Toyocomercial y posteriormente comprados y administrados por ITSA. La aprobación o negación de las solicitudes de crédito de los clientes de Toyocomercial 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. Esta institución forma parte del Grupo Financiero Pichincha, cuya cabeza es Banco Pichincha; este último tiene una calificación local emitida por Bankwatch Ratings de AAA- en escala local.

Fondospichincha fue autorizada en febrero de 1994 como la primera administradora en el Ecuador. La estructura administrativa de la Empresa está bien definida y cuenta con procedimientos y controles adecuados y bien implementados.

La Fiduciaria tiene cobertura geográfica a través de sus propias oficinas en Quito, Guayaquil y Cuenca y en las agencias y sucursales del Banco Pichincha a nivel nacional

Fondospichincha cuenta con un Comité de Negocios encargado de detectar, analizar y mitigar riesgos en las estructuras fiduciarias que ofrece a sus clientes. Adicionalmente, en forma regular se convocan Juntas de Fideicomisos y Comités Técnicos para asegurar una adecuada coordinación

entre las necesidades de sus clientes y las personas involucradas en el negocio, conforme a lo indicado en cada contrato.

El Directorio y Comité de Riesgos ofrecen a la Administradora respaldo técnico y de experiencia, con apoyo del Grupo al que pertenece.

Consideramos que Fondospichincha tiene la experiencia, capacidad técnica e infraestructura tecnológica necesaria para desempeñar adecuadamente su función de Administradora del 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

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

COMPORTAMIENTO HISTÓRICO

	2006	2007	2008	2009	2010
PIB (USD Mill 2000)	21,962	22,410	24,032	24,119	24,983
Inc. PIB (Mill.2000)%	4.75	2.04	7.24	0.36	3.6
Inc. oferta y demanda global%		3.9	8.1	-3.6	7.4
Inflación Anual %	2.87	3.32	8.83	4.31	3.33
Deuda total del Gobierno/PIB%	32.4	30.5	25.3	19.7	23.0
Deuda externa del Gobierno/PIB%	24.7	23.9	19.2	14.4	15.2
Deuda interna del Gobierno/PIB%	7.7	6.6	6.2	5.3	7.8
Cuenta Corriente/PIB %	3.9	3.6	2.0	-0.35	-3.31
Presupuesto General del Estado/PIB%	-0.2	-0.1	-1.1	-5.07	-1.95
Ingreso Sector Público/PIB %	27.0	29.6	40.7	35.3	40.0
Gasto Corriente Gobierno/PIB %	19.1	20.1	27.2	26.8	29.20
Inversión del Gobierno /PIB %	4.7	7.5	12.9	12.8	12.5
Precio del Petroleo/ barril USD (ref)	65.4	72.7	97.7	64.0	84.5

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

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

Si al PIB añadimos el comportamiento del comercio exterior, vemos que el crecimiento económico del País, es decir de su oferta y demanda global fue del 7.4% en el 2010, mientras que en el 2009, se reduce en 3.6%. Debemos destacar el extraordinario crecimiento de las

importaciones y el modesto aumento de las exportaciones:

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

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

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

PERSPECTIVAS 2011

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

*Estimaciones FITC realizadas en Nov-2010

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

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

Dado que la expansión esperada no provendría del incremento de la producción privada, podría generarse un proceso inflacionario (ya se observa) como resultado de la insuficiencia de importaciones, limitadas por la imposición de restricciones, y de la mayor demanda de servicios.

Lamentablemente, el entorno para la inversión privada es aún incierto y desfavorable (múltiples reformas tributarias, incrementos de salarios más altos que los incrementos en la producción, propuestas de leyes antimonopolios sin participación del sector privado) lo que impide aprovechar localmente el incremento de la demanda y la disponibilidad de crédito.

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



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

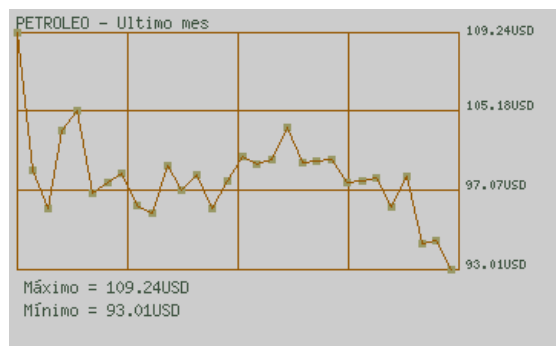
De lo dicho se desprende que la proyección del Gobierno para el crecimiento del PIB pudiera resultar optimista a menos que se retome la inversión en el sector privado. Esto a pesar de que se estima que el consumo de los hogares crecerá en la misma proporción que en el 2010, pero que se considera será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

Se espera que en el 2011, el crecimiento de la economía se de en el mercado local. Las exportaciones mantendrán un crecimiento lento y las importaciones seguirán expandiéndose mientras lo permitan el precio del petróleo (precio actual por barril del crudo ecuatoriano, USD93,00) y los desembolsos de los créditos externos.

COMPORTAMIENTO DEL PRECIO DEL PETRÓLEO

Como se menciona anteriormente, la economía ecuatoriana es altamente vulnerable al precio del petróleo. El presupuesto del estado contempla un precio del crudo ecuatoriano de aproximadamente USD75 por barril. El precio del crudo ecuatoriano se ubica entre USD 5 y USD7 menos que el WTI.

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



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

Los países del norte industrializado lograron bajar el precio del crudo alrededor de 7 por ciento en apenas dos días, sólo con el anuncio de que sacarán 60 millones de barriles de sus reservas para ponerlo en el

mercado, luego de que la OPEP no logró llegar a un acuerdo acerca de aumentar la producción para contener la escalada de precios y así ayudar a la recuperación de la economía global.

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

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

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

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

ANEXO 2

RIESGO SECTORIAL - SECTOR FINANCIERO

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

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



La mejor optimización del activo productivo y el enfoque en el sector de consumo, permitió al Sistema un crecimiento del **Margen de Interés Neto** del 31%. Este resultado apoyado por otros ingresos financieros netos permiten obtener un **Margen Bruto Financiero** de USD 330MM; 29% mayor que marzo 2010. La mayor generación de ingresos junto a un eficiente control de **gastos de operación** ha permitido reducir la importancia de los gastos sobre los ingresos. De esta manera los gastos operacionales a mar. 11 representan el 63% del ingreso operativo, mientras que hace un año alcanzaban el 71%. Por su parte las provisiones absorben cerca del 14% de los ingresos operativos netos, quedando un **Margen Operacional Neto** de USD 102 MM. Tomando en cuenta el efecto de otros ingresos/gastos e impuestos, el **Resultado del Ejercicio** muestra un crecimiento del 74% anual, alcanzando USD 88.7 MM.

La **Calidad de Cartera** ha mejorado tomando en cuenta la reducción en el indicador de morosidad (Cartera en Riesgo / Cartera Bruta) frente al año pasado (Mar.10: 3.32%; Mar.11: 2.61%), en parte influenciado por el fuerte crecimiento de cartera en los últimos periodos. A futuro, los indicadores de **morosidad** tienen una importancia preponderante tomando en cuenta los altos niveles de crecimiento de cartera y el enfoque hacia sectores históricamente con mayor morosidad (consumo, microcrédito). A la fecha, las provisiones muestran mayores coberturas sobre cartera en riesgo y cartera C,D,E, sin embargo representa un porcentaje menor con respecto al total de cartera comparado con marzo 2010.

En los indicadores de **solvencia**, si bien se observa una presión en el índice de **patrimonio técnico** debido al aumento de activos ponderados por riesgo, es importante mencionar que el nivel de **capital libre** sobre activos productivos aumenta frente a marzo 2010. A futuro será importante que los crecimientos de cartera estén acompañados de capitalización de utilidades para no desmejorar los indicadores de solvencia.

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

Mientras el precio del petróleo se mantenga en niveles altos, las perspectivas a mediano plazo son buenas. A largo plazo las perspectivas son más inciertas debido a que no se ve incrementos importantes en los niveles de inversión a largo plazo. El crecimiento económico ha sido bajo en comparación a los pares y los niveles de desempleo no muestran tendencia decreciente. Todo esto en un entorno de mayor endeudamiento, donde los créditos crecen a ritmos sustancialmente mayores al crecimiento económico. A futuro, es de vital importancia el análisis de algunas economías europeas que puedan generar ruido y desacelerar la recuperación económica mundial, presionando los precios del petróleo.