

Ecuador
Sexto Seguimiento**Titularización Hipotecaria de Banco
Pichincha 2, FIMEPCH2****Calificación**

Tipo Clase	Calif. Actual	Calif. Anterior	Último Cambio
A1	AAA	AAA	NR
A2	AAA	AAA	NR
A3	AAA	AAA	NR
A4	B+	B+	NR
A5	B+	B+	NR

Calificación Actual: Calificación otorgada en el último comité de calificación.
Calificación Anterior: Calificación del valor hasta antes de que se diera el último cambio de calificación.
Último Cambio: Fecha del Comité de Calificación en el que se decidió el cambio de calificación.
NR: No registra cambio de calificación.

Descripción de la Estructura:

Clase	A1	A1	A2
Monto Inicial (USD)	3,500,000	53,254,000	20,139,000
Monto Actual (USD)	1,284,426	39,614,019	20,139,000
Tasa interés si TPP* < 8%	46.5%	46.5%	57.3%
Tasa interés si 8% ≤ TPP* ≤ 12%	TPP-4.28%	TPP-4.28%	TPP-3.42%
Tasa interés si TPP* > 12%	64.32%	64.32%	71.52%
Plazo legal desde Etapa Amortiz.	48 meses	62 meses	108 meses
Fecha de emisión	23-jun-11	23-jun-11	23-jun-11
Fecha venc. legal	16-ago-17	16-oct-18	16-ago-22

Clase	A3	A4	A5
Monto Inicial (USD)	7,323,000	7,322,000	1,000
Monto Actual (USD)	7,323,000	7,322,000	1,000
Tasa interés si TPP* < 8%	64.6%	70.1%	
Tasa interés si 8% ≤ TPP* ≤ 12%	TPP-2.83%	TPP-2.39%	Ver Nota**
Tasa interés si TPP* > 12%	76.42%	80.06%	
Plazo legal desde Etapa Amortiz.	131 meses	143 meses	144 meses
Fecha de emisión	23-jun-11	23-jun-11	23-jun-11
Fecha venc. legal	16-jul-24	16-jul-25	16-ago-25

* TPP se refiere a la tasa promedio ponderada de la cartera, la cual se calcula mensualmente.

** Los tenedores de la clase A5 recibirán los excedentes del Fideicomiso, una vez atendidos los gastos de intereses y otros cargos que mes a mes registre el Fideicomiso. No obstante, de acuerdo al orden de prelación establecido, en la etapa de amortización, esta clase recibirá el excedente que le corresponde una vez pagadas todas las obligaciones a las demás clases del Fideicomiso.

Principales participantes:

- *Originador /Adm.Cartera:* Banco Pichincha
- *Agente de Manejo:* Corporación de Desarrollo de Mercado Secundario de Hipotecas, CTH S.A.
- *Agente Pagador:* CTH S.A.
- *Custodio de Créditos Hipotecarios:* CTH S.A.

Contactos

Carlos Ordóñez cordonez@bwratings.com
(593-2) 292-2426 ext. 105

Ana Zurita R. azurita@bwratings.com
(593-2) 292-2426 ext. 113

FECHA COMITÉ: octubre 31, 2013**CORTE INFORMACIÓN: agosto, 2013****FUNDAMENTO DE LA CALIFICACIÓN**

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings, luego de analizar la capacidad de pago de los títulos de contenido crediticio denominados PCH-TH 2 emitidos por el Fideicomiso Mercantil Titularización Hipotecaria de Banco Pichincha 2, FIMEPCH 2, decidió mantener las calificaciones otorgadas a las clases A1 y A2 en "AAA", incrementar la calificación de la clase A3 de "AAA-" a "AAA" y mantener la calificación de las clases A4 y A5 en "B+".

Clases A1, A2 y A3 AAA: "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."

Clase A4 y A5 B+: "Corresponde al patrimonio autónomo que tiene capacidad de generar los flujos de fondos esperados o proyectados y de responder por las obligaciones establecidas en los contratos de emisión".

Las calificaciones emitidas corresponden a una escala local, que indica el riesgo de crédito relativo dentro del mercado ecuatoriano y no incorpora el riesgo de convertibilidad y transferencia. Las calificaciones sí incorporan los riesgos del entorno macroeconómico y de la industria, que podrían afectar positiva o negativamente el riesgo de crédito de la transacción.

El signo incorporado en la calificación no refleja una tendencia sino una ubicación relativa dentro de su categoría.

La decisión de calificación se fundamenta en la capacidad de cada clase de honrar en tiempo y forma sus obligaciones, de acuerdo al análisis del flujo teórico proyectado del activo subyacente, ajustado por distintos niveles de estrés propios de cada calificación otorgada. Adicionalmente, en nuestro criterio, la estructura legal aísla al Fideicomiso del riesgo de crédito del Originador.

El modelo de flujo de caja analizado considera lo establecido en el contrato del Fideicomiso, respecto a que, "de no haber flujo de intereses suficiente para pagar alguna de las clases, estos serán acumulados en una cuenta por pagar a favor de la clase que

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.



corresponda, y serán abonados o pagados tan pronto existan recursos para el efecto”, considerándose al plazo legal de cada clase como límite para honrar los pagos pendientes.

El incremento de la calificación de la clase A3 refleja el fortalecimiento de la escritura, desde el inicio de la etapa de amortización, gracias al aporte del interés ganado neto de gastos financieros y operativos, que ha permitido el pago a la clase A5 de un monto importante del interés extraordinario acumulado en la etapa de reposición, y que se espera que siga fortaleciéndola en el tiempo.

El pago de las clases A1, A2 y A3 se cumple en un escenario de estrés AAA, el cual incluye una pérdida bruta seis veces superior a la pérdida base, mientras que bajo el escenario B+ esta cobertura es 1.6 veces.

El análisis de estrés considera diversos aspectos cualitativos tales como el análisis de las políticas de originación y cobranzas de Banco Pichincha. A estos factores se le agregan los aspectos cuantitativos tales como la evolución histórica de la morosidad y siniestralidad de la cartera originada, el momento en que estas ocurren, el tiempo y proporción de recuperación por vías legales, el comportamiento histórico y proyectado del prepago, la calidad crediticia de los deudores, y las relaciones deuda sobre garantía y dividendo sobre ingreso.

Banco Pichincha, el originador y administrador de cartera, tiene una calificación de AAA- en escala local, otorgada por BankWatch Ratings. A juicio de la Calificadora el Banco posee la capacidad técnica y operativa para desempeñarse exitosamente como administrador de la cartera transferida al fideicomiso.

De forma similar, se considera que CTH S.A., tiene la suficiente experiencia, capacidad profesional y técnica para actuar como agente de manejo de la presente titularización.

Con respecto a la transferencia efectiva de dominio de la cartera transferida, de acuerdo a lo establecido en el contrato del Fideicomiso, esta se realiza a través del respectivo contrato de compraventa de cartera. Hemos recibido confirmación escrita por parte de la Fiduciaria de haber recibido físicamente todos los documentos de crédito que respaldan las operaciones transferidas al Fideicomiso.

PRESENTACIÓN DE CUENTAS

Para el presente análisis se revisó la siguiente información:

- Estados Financieros mensuales del Fideicomiso desde su inicio hasta agosto-2013, preparados bajo normas NIIF. Estados financieros del Fideicomiso al 2012, auditados por la empresa

PricewaterhouseCoopers, con opinión sin salvedades respecto a su razonabilidad bajo normas NIIF.

- Información relevante respecto al activo subyacente y a la emisión a agosto-2013.
- Estados financieros de la Fiduciaria al 30 de junio de 2013, y estados financieros al 31 de diciembre de 2012 auditados por la empresa PricewaterhouseCoopers, quien emitió una opinión sin salvedades respecto a su razonabilidad bajo las normas contables establecidas por la Superintendencia de Bancos y Seguros del Ecuador.
- Estados financieros del Originador a junio-2013, y estados financieros a diciembre-2012 auditados por la empresa KPMG, quien otorgó una opinión sin salvedades sobre su razonabilidad bajo las normas contables establecidas por la Superintendencia de Bancos y Seguros. Estados financieros directos a junio-2013.
- Informe de calificación global del Originador, publicado por la calificadora en septiembre-2013, con información cortada a junio-2013.

HECHOS RELEVANTES Y SUBSECUENTES

No existen hechos relevantes en el período de análisis.

ENTORNO ECONÓMICO Y RIESGO SECTORIAL

Ver anexos 1 y 2

ANÁLISIS DE ESTRÉS

El análisis de la capacidad de pago de la titularización se realiza modelando los flujos proyectados del Fideicomiso, así como las obligaciones que este deberá cumplir dentro de los plazos legales establecidos, bajo distintos escenarios de estrés.

La principal fuente de recursos del Fideicomiso es la cartera fideicomitada, cuyos flujos se modelan, ajustándolos por distintos niveles de pérdida bruta, recuperación legal y prepago, de acuerdo a la calificación asignada. Se consideran además los fondos disponibles e inversiones que mantiene y mantendrá el Fideicomiso.

El flujo obtenido en cada período mensual, una vez restados los gastos operativos proyectados, se aplica de acuerdo al orden de prelación establecido, para el pago de capital e intereses de cada clase. Se



considera también dentro de las obligaciones de corto plazo del Fideicomiso el interés extraordinario acumulado en la etapa de reposición, que debe pagarse a la clase A5, por USD 1.5MM.

La pérdida bruta o índice de siniestralidad de la cartera titularizada en un escenario base se estimó en 3.51%. Este porcentaje se obtuvo del estudio del comportamiento histórico de la cartera del Originador; de la revisión de sus políticas de originación y cobranzas; de la experiencia internacional; y del análisis de las características de cada crédito fideicomitado, como son su morosidad, relaciones deuda / garantía (DAV), y cuota mensual / ingreso (CIN), concentraciones geográficas, por deudor, madurez de la cartera (número de cuotas pagadas), entre otras.

La pérdida bruta a utilizarse en cada escenario de calificación se obtiene a través del uso de múltiplos de estrés que dependen del escenario de calificación. La calificadora asume una curva que determina el momento en que se generan las pérdidas de la cartera.

Asimismo se asume que a través de la acción legal aplicable a los créditos morosos se podrá recuperar un porcentaje de dicha pérdida bruta, luego de un tiempo determinado. De igual forma, este porcentaje es estresado de acuerdo al escenario de calificación.

El modelo contempla un análisis de la sensibilidad de cada clase a movimientos en la tasa de prepagos de la cartera. Un prepagos elevado de los créditos causaría una amortización más rápida de las clases con mayor prelación, disminuyendo al mismo tiempo la acumulación de excedentes resultantes del margen existente entre el interés ganado de la cartera y el pagado a los inversionistas, netos de los gastos del Fideicomiso. Este excedente generalmente ayuda a las clases con mayor subordinación a soportar un mayor nivel de estrés, contrarrestando el efecto de la morosidad en los flujos generados por el Fideicomiso.

Mientras mayor sea el diferencial entre la tasa de los créditos titularizados y las del mercado a cada momento, mayor será la probabilidad de prepagos.

En el futuro el prepagos podría incrementarse en respuesta de las condiciones de plazo y tasa que ofrezca el IESS para créditos de vivienda hipotecaria. Los traspasos de créditos al BIESS se encuentran incorporados dentro de la tasa de prepagos que la calificadora calcula mensualmente.

El modelo de flujo de caja analizado considera lo establecido en el contrato del Fideicomiso, respecto a que “de no haber flujo de intereses suficiente para pagar alguna de las clases, estos serán acumulados en una cuenta por pagar a favor de la clase que

corresponda, y serán abonados o pagados tan pronto existan recursos para el efecto.”

De acuerdo a la cláusula descrita en el párrafo anterior, y considerando la prelación de flujos establecida, se concluye que en un escenario en el que el interés de una clase se acumulara, y no se generaren en los siguientes meses excedentes de interés suficientes para realizar el pago de esta cuenta por pagar, el pago de dicho interés acumulado se realizaría con parte de los flujos provenientes del capital recaudado de cartera, únicamente desde el momento en que las clases que le preceden en prelación se hubieran cancelado.

Considerando los mecanismos de garantía existentes, la clase A1 tendría una cobertura de 13.5 veces la pérdida bruta, mientras que las clases A2 y A3 tendrían 5.8 y 3.0 veces, respectivamente. Con respecto a las clases A4 y A5, a la fecha de corte tendrían una cobertura de 0.2 veces. Se espera que estas coberturas se incrementen en el tiempo, puesto que el exceso de interés generado mensualmente por la titularización, y que sirve para amortizar anticipadamente a la clase preferente, generará un sobrecolateral creciente que fortalecerá a la estructura. Adicionalmente, si se considerara la pérdida neta del supuesto de recuperaciones por vías legales, estas coberturas serían mayores.

A través del análisis del flujo de caja teórico bajo distintos escenarios de estrés, considerando el orden de prelación y los demás puntos explicados en los párrafos anteriores, se establece la capacidad de cada clase de cumplir en tiempo y forma con sus obligaciones.

En este caso se realizó el análisis bajo escenarios de pérdidas y prepagos correspondientes a las distintas categorías de calificación. Se determinó que las clases A1, A2 y A3 se pagan en tiempo y forma en un escenario de estrés “AAA”, y las clases A4 y A5 en un escenario de estrés “B+”.

Un escenario AAA implica que la clase puede pagarse dentro de un escenario donde la pérdida es seis veces superior al escenario base, mientras que bajo el escenario B+ esta cobertura sería de 1.3 veces.

EVOLUCIÓN DE LA EMISIÓN

Evolución de la Estructura

El Fideicomiso realizó el 23 de junio de 2011 la emisión de las clases A1, A2, A3, A4 y A5 de los títulos de contenido crediticio denominados PCH – TH 2, por un total de USD 91,539M. En ese momento se inició la etapa de reposición.

En julio-2011 el Originador realiza la venta a terceros de USD 3.3MM o 6.17% de la clase A1, con

lo cual esa porción entró desde ese mes en etapa de amortización. En septiembre-2012 se vende la porción restante de la clase A1, por lo que la estructura completa entra en etapa de amortización. El primer pago de capital de la segunda porción de la clase A1 se realiza en noviembre-2012.

Durante la etapa de reposición, todo el exceso de interés existente, luego de cubrir los gastos operativos y financieros del Fideicomiso, se destinaba a pagar la deuda al Originador de USD 2.8MM, generada principalmente por el premio pagado en la compra inicial de cartera e intereses transcurridos y no cobrados de dicha cartera. Esta deuda se termina de pagar en noviembre-2012. Por otro lado, la escritura establece que el interés extraordinario generado durante la etapa de reposición debe pagarse a la clase A5, por lo que a lo largo de dicho período se acumuló una cuenta por pagar a esta clase por USD 2.1MM.

Se debe indicar también que, pese a que la prima pagada por la compra de cartera fue de USD 1.8MM, únicamente USD 390M se reconocieron como gasto perteneciente a la etapa de reposición y por lo tanto fueron descontados de dicho exceso de interés acumulado; esto por cuanto, en cumplimiento de las normas contables NIIF, el valor inicial se registró como un activo amortizable mensualmente a lo largo de la vigencia de dicha cartera.

En noviembre-2012 empieza a pagarse a la clase A5 el interés extraordinario acumulado en la etapa de reposición. A agosto-2013 existe un pasivo por este concepto de USD 504M. En función de los ingresos mensuales del Fideicomiso se esperaba que esta deuda sea cancelada dentro del año 2013. Una vez finalizado este pago, el exceso de interés se utilizará para acelerar la amortización de la clase preferente.

A continuación se pueden apreciar las fuentes y usos de efectivo del Fideicomiso desde la fecha de emisión de los títulos hasta agosto-2013:

GENERACIÓN DE FONDOS DISPONIBLES (USD Miles)	
Aporte inicial al Fideicomiso	1
(+) Capital recuperado	36,695
(-) Compra de Cartera para reposición	19,698
Flujo Proveniente de Capital	16,997
(+) Interés recaudado (cartera+otros)	19,587
(-) Gastos del fideicomiso	2,149
(-) Interés ordinario pagado a clases A1, A2, A3 y A4	11,968
(-) Pagos de deuda al originador	2,791
Flujo Proveniente de Exceso de Interés	2,679
Efectivo Generado por Capital e Interés	19,676
(-) Capital pagado a clases	15,856
(-) Interés extraordinario pagado a clase A5	1,622
(-) Interés generado antes de emisión pagado a Originador	528
Efectivo final según balance (31-ago-2013)	1,671

Nota: El cuadro no incluye los recursos obtenidos por la emisión de títulos ni la entrega de los mismos al Originador.

Del monto anterior, USD 1.3 MM corresponde a la amortización de la clase A1 a realizarse en

septiembre-2013. La liquidez del Fideicomiso se mantiene en una cuenta corriente en Banco Pichincha.

Evolución del Activo de Respaldo

	Calif Original	Seg. 6
Información corte a	ago-10	ago-13
Fecha de análisis	nov-10	oct-13
Fondos Disponibles (US\$ M)	-	1,671
Saldo Cartera Titularizada (US\$ M)	92,500	74,543
Total	92,500	76,215
Número de Operaciones	3,009	2,777
Monto Promedio Crédito (US\$ M)	31	27
Tasa Prom POND Interés Anual (%)	9.87	10.20
Plazo Original Prom p. (meses)	142	149
Plazo Remanente prom p. (meses)	120	100
Madurez prom p. (meses)	22	48
CIN prom pond (%)	19.5	21.3
DAV Actual prom pond (%)	54.2	45.2
DAV Original prom pond (%)	61.1	59.7

El Fideicomiso mantiene a la fecha de corte un saldo de cartera de USD 74.54MM, atomizado en 2777 operaciones de crédito de vivienda hipotecaria originadas por Banco Pichincha. La cartera se concentra en las provincias de Pichincha y Guayas (48.9% y 22.1% respectivamente), en concordancia con la mayor actividad económica de estas dos regiones dentro del País.

La madurez de la cartera se ha incrementado de forma importante respecto a la calificación inicial, especialmente desde noviembre-2013, fecha desde la cual no se realizan nuevos intercambios de flujos por cartera, debido a la finalización de la etapa de reposición para toda la estructura.

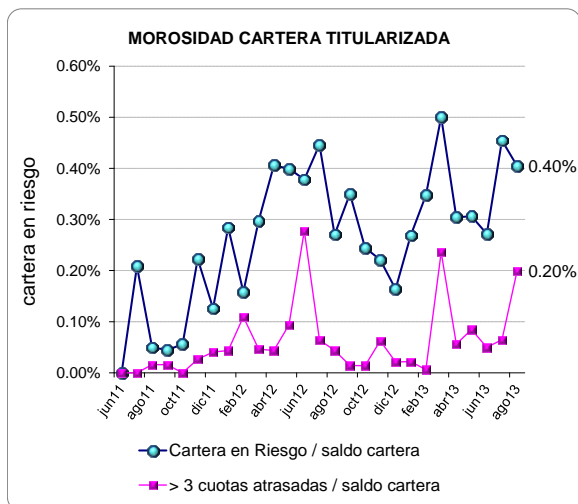
Bajo la misma dinámica, la relación entre el saldo de la deuda y el avalúo de la garantía (DAV actual) muestra una tendencia a reducirse. Este indicador está relacionado estadísticamente a la voluntad de pago del deudor, debido a que una mayor parte de su patrimonio estaría garantizando el crédito, y al mismo tiempo mejora los prospectos de recuperación por vía legal.

Con respecto a la capacidad de pago de los préstamos otorgados, la relación entre la cuota a pagar y el ingreso mensual (CIN) se mantiene en niveles conservadores, menores a los límites que el Banco utiliza como parte de su política de originación.

El 99.99% de la cartera tiene una tasa de interés reajutable con la tasa pasiva referencial publicada por el Banco Central del Ecuador. A la fecha de corte, la tasa promedio ponderada de los créditos es de 10.20%, superior a la de la calificación inicial, y menor al límite legal establecido en términos

nominales para las tasas de interés de los créditos pertenecientes al segmento de vivienda (10.78%). El margen de interés neto del Fideicomiso se encuentra inmunizado de variaciones en la tasa de interés de la cartera debido al mecanismo de reajuste de tasa de los títulos emitidos.

La cartera titularizada mantiene su buen perfil de crédito. Únicamente el 0.20% del saldo actual tiene más de tres cuotas vencidas y ningún crédito se encuentra demandado actualmente.





contraído en relación a los históricos y son menores a los de sus pares. La Administración maneja planes de contingencia y un indicador mínimo de cobertura de activos líquidos, para afrontar eventos de riesgo de liquidez. La diversificación del fondeo y el calce de plazos, son fortalezas propias de la estructura del Banco, en comparación a varios de sus pares.

En cuanto a la suficiencia patrimonial, esta muestra una tendencia a decrecer en los últimos meses. El crecimiento del activo es más acelerado en comparación a la capacidad de la institución de generar utilidades para fortalecer el patrimonio, lo cual es una tendencia sistémica, y responde a las actuales presiones del entorno para la generación de resultados de las instituciones bancarias. A nivel de sistema bancario y en específico con el GFP, no se esperaría que los índices de solvencia se incrementen en el corto plazo.

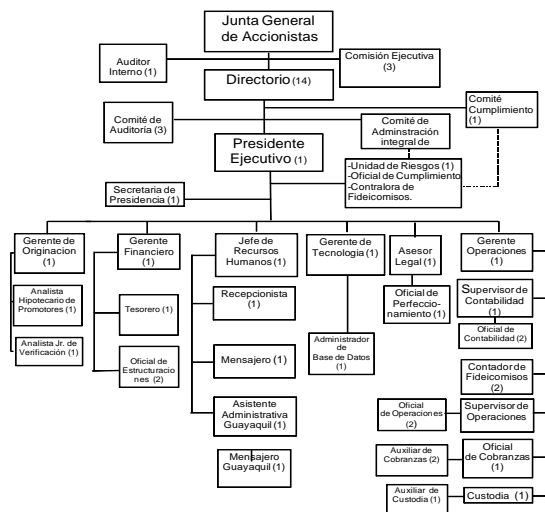
En la calificación inicial se visitaron las instalaciones y se analizaron las políticas y procedimientos aplicables a la administración de la cartera hipotecaria. La revisión de los procedimientos y políticas de originación de Banco Pichincha muestran un enfoque conservador, basado en políticas bien establecidas, y con adecuados controles a lo largo de todo el proceso.

En el caso de la cobranza de los créditos hipotecarios, esta es administrada por su filial, Pichincha Sistemas Acobi Pague Ya C.A. (en adelante, "Pague Ya"), empresa especializada en esta gestión, y que de acuerdo a nuestro criterio cuenta con los recursos físicos y tecnológicos necesarios para realizar una adecuada gestión de recuperación de los créditos vencidos.

En conclusión, pensamos que el Banco posee la capacidad técnica y operativa para desempeñar exitosamente su rol de administrador de la cartera a transferirse al Fideicomiso.

CORPORACIÓN DE DESARROLLO DE MERCADO SECUNDARIO DE HIPOTECAS CTH S.A. (Agente de Manejo)

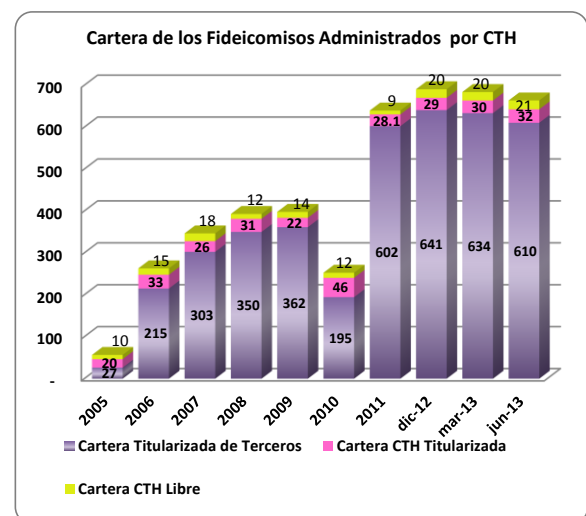
CTH S.A., según lo permitido en el Art. 1 de la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero, actúa en el presente proceso de titularización, como estructurador y agente de manejo. Esta institución cuenta con una calificación de AA en escala local, otorgada por Bankwatch Ratings. Se considera que CTH tiene la suficiente experiencia, capacidad profesional y técnica necesaria para actuar como agente de manejo de la presente titularización.



La compañía fue constituida en enero de 1997 con el nombre de Compañía de Titularización Hipotecaria CTH S.A. y en diciembre de 1998 cambió de denominación a Corporación de Desarrollo de Mercado Secundario de Hipotecas CTH S.A.

La CTH tiene por objeto social el desarrollo de mecanismos tendientes a movilizar recursos del sector de la vivienda e infraestructura relacionada, actuar como fiduciaria en procesos de titularización y emprender en procesos de titularización tanto de la cartera hipotecaria propia como de la cartera hipotecaria de terceros.

A junio-2013 CTH administra titularizaciones de cartera de vivienda propia por USD 32MM, estructuras originadas por terceros con cartera por USD 610MM, y créditos registrados en su balance por USD 21MM. A continuación se muestra un gráfico de la evolución del negocio de la Compañía.



Actualmente la Institución cuenta con oficinas administrativas ubicadas en Quito y Guayaquil y tiene a su cargo 38 funcionarios de tiempo completo.

**RESUMEN DE LA ESTRUCTURA**

El Fideicomiso establece como garantía la subordinación entre clases. Existe una subordinación de pago de la clase A5 respecto de las clases A4, A3, A2 y A1, una subordinación de la clase A4 respecto de las clases A3, A2 y A1, una subordinación de la clase A3 respecto de las clases A2 y A1 y una subordinación de la clase A2 respecto de la clase A1.

La Calificadora ha recibido una opinión legal favorable respecto a la legalidad y forma de transferencia de los activos del patrimonio autónomo, que se ha perfeccionado a través de la suscripción del contrato de compraventa respectivo, y la entrega física de los documentos de crédito a la Fiduciaria.

En el informe de la calificación inicial disponible en www.bankwatchratings.com se puede encontrar un mayor detalle de las características de esta estructura.

PRESENCIA BURSÁTIL DEL VALOR

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.

Ecuador

Entorno Macroeconómico**DATOS GENERALES**

	2011	2012	2013 prev. *
Inc. PIB (Año base 2007) %	7.50	5.01	4.05
PIB CORRIENTE (Mill USD)	77,832	84,682	90,326
Inc. PIB CORRIENTE%	14.78%	8.80%	6.66%
Inflación Anual %	5.41	4.16	3.93%
Total Ingresos	18,600	20,405	25,454
Total Gastos	22,342	24,642	30,515
Deficit / Superavit	(3,742)	(4,237)	(5,061)
Deuda Gobierno **	14,552	18,694	20,197
Deuda Interna **	4,506	7,781	7,866
Deuda externa **	10,046	10,913	12,331
Deuda total del Gobierno / PIB%	18.6%	25.0%	22.36
Deuda externa del Gobierno / PIB%	12.8%	14.9%	13.65
Deuda interna del Gobierno / PIB%	5.8%	11.0%	8.71
Precio del Petroleo / barril USD (ref)	99.75	91.82	96.39
Precio Programado Petroleo		79.3	84.9
Gasto Corriente Gobierno / PIB%	23.5%	20.6%	21.4%

Fuentes: Análisis Semanal
Fuente Banco Central

Debe tomarse en cuenta que la deuda menor a 360 días el Gobierno no la contabiliza como tal

** Datos a marzo 2013

* Presupuestp del Estado para 2013

ANTECEDENTE

A la fecha de este reporte, la Asamblea Nacional aprobó la proforma presupuestaria para el 2013, la que fuera enviada por el Ejecutivo con carácter de urgente el 5 de julio 2013.

Conforme dicta la Constitución de la Republica, en año de elecciones, es el nuevo gobierno el que debe efectuar el presupuesto, explicando por qué se presentó, transcurrido ya el primer semestre del año 2013. Se espera que en los próximos meses se anuncie la proforma para el 2014.

SECTOR REAL

Producto Interno Bruto (PIB): Las proyecciones para el 2013, de acuerdo a la proforma, indican un crecimiento del 4.05%, porcentaje inferior al alcanzado en el 2012 que fue 5.1%. La desaceleración, a pesar del incremento del presupuesto en 24%, obedece a que gran parte del monto de gastos es corriente y una reducción en el crecimiento de la construcción.

Los estimados de algunas organizaciones multilaterales son menos alentadores, así el Banco Mundial proyecta que la economía crecería en 3.8%; la CEPAL menciona una desaceleración de 1.2%, para llegar a 3.5%; en todos los casos, las proyecciones apuntan a una desaceleración de la Economía.

Factores externos como el estancamiento o caída del precio del petróleo, una revalorización del dólar frente a las monedas de los países vecinos, la desaceleración de la economía China, nuestro principal proveedor de fondos, incidiría en limitar el crecimiento planificado del País.

Las manufacturas ofrecen un importante aporte al crecimiento (5.8%) para el 2013, siendo uno de los mayores aumentos de los últimos años, con un aporte del 12.6% del PIB.

Se estima que **La construcción** crecerá el 6%, porcentaje bastante inferior al alcanzado en el 2011 de 21.6% y 2012 de 14%, sin embargo, mantiene un aporte significativo de 11.1% del PIB.

El petróleo y la refinación, tendrán un componente de 11.3%, del PIB. En el primer semestre del 2013 el precio de crudo del oriente terminó en USD 97.45 el barril, registrando un alza respecto de diciembre 2012 de USD 5.63.

Se considera que el precio del petróleo no tendrá mayores variaciones y que mantendrá un promedio similar o ligeramente inferior para el 2013, lo cual generaría mayores retos al Gobierno, por la dependencia que tiene la economía en el petróleo y el hecho de que los gastos continúan aumentando en mayor proporción a los ingresos.

La inflación a mayo del 2013, mantiene un comportamiento a la baja, es así, que llega a 3.01%, inferior a la registrada en mayo 2012, que fue de 4.85%. En el presupuesto para el 2013, se proyecta la inflación en 3.9%, que no se presenta difícil de alcanzar, de continuar la actual trayectoria.

El Mercado Laboral: La tasa de desempleo, respecto a diciembre 2012, disminuyó en 0.14%, tanto a nivel urbano como rural, situándose a junio 2013 en 4.9%.

El salario básico unificado para el 2013 es de USD 318.00, con un incremento del 8.9%, (USD 292.00 a junio 2012).

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

SECTOR EXTERNO

La **balanza comercial** a mayo 2013, presenta un déficit acumulado de USD 287 millones FOB, mayor al obtenido a mayo 2012, que fue positivo en (USD 581 millones). Esta diferencia se da debido a una mayor exportación gracias a los altos precios del petróleo en el 2012, (USD 101.68 a mayo 2012; USD 96.39 a mayo 2013), en volumen se mantuvieron casi iguales, con una diferencia menor para este periodo 2013 de 207m barriles.

EXPORTACIONES USD 10,173mm (mayo 2013).

Las exportaciones anuales disminuyeron en -1.43%. Las **petroleras** suman USD 6,385.2 mm disminuyendo en -11.64% (incluidos los derivados). Las exportaciones petroleras representan el 55.46% del total.

Las **exportaciones no petroleras** suman USD 4,530.62mm; en valores monetarios se incrementan en 15.12%. Las exportaciones no tradicionales incrementan su participación frente a las tradicionales, aunque los productos con mayor participación, del total exportado, siguen siendo el banano (10.37%), el camarón (6.2%), los productos de mar (5.9%) y las flores (3.7%).

IMPORTACIONES USD 10,435.84 mm, (mayo 2013).

A mayo 2013 las importaciones se incrementan en 7.17% en términos monetarios, sin que se registren crecimientos significativos en los diferentes rubros importados excepto en los bienes de consumo que disminuyen en monto (-4.59%). Los otros rubros conservan una participación del total general similar al año anterior, así tenemos materias primas (31.36%), bienes de capital (27%) y los combustibles y lubricantes, que crecen en 13.92% y su participación sube a 23% de las importaciones.

SECTOR PÚBLICO

El **Presupuesto General del Estado (PGE)** proyectado a diciembre 2013 registra un crecimiento de 24.7% con un déficit de USD 5,061 millones. El crecimiento del gasto público se mantiene mayor al de los ingresos. Se espera que el precio del petróleo, el cual alimenta el presupuesto, se mantenga estable o con ligera tendencia a la baja. La disminución en el crecimiento de China, la situación reprimida de Europa, la paralización de la refinería de Esmeraldas, entre otros factores, tendrá incidencia negativa en los ingresos petroleros del País.

PRESUPUESTO GENERAL DEL ESTADO

INGRESOS

	2011	2012	2013 pres	Variación 2012/2013
TOTAL INGRESOS	18,600	20,405	25,454	24.7%
TRIBUTARIOS	9,426	10,362	12,793	23.5%
PETROLEROS	7,341	8,401	8,690	3.4%
NO TRIBUTARIOS	1,234	1,130	2,946	160.7%
Transf Corrientes	422	89	1,025	1051.0%
Otros, autogestion.	177	423	-	

Fuente: Análisis Semanal
Elaboración BWR

EGRESOS

	2011	2012	2013 pres	Variación 2012/2013
TOTAL EGRESOS	22,342	24,642	30,515	23.8%
Gasto Corriente	14,966	16,699	19,347	15.9%
- Sueldos	6,519	7,547	7,884	4.5%
- Bienes y servicios	5,396	5,996	8,138	35.7%
- Transferencias y otros gastos	2,312	2,352	2,678	13.9%
Financieros	740	804	647	-19.5%
Gasto de Capital	7,376	7,943	11,168	40.6%

Fuente: Análisis Semanal
Elaboración BWR

Tributación:

La recaudación de impuestos ha mantenido un crecimiento continuo, a mayo se reporta un 13.8% respecto al 2012 y la tendencia ha sido persistente durante los últimos seis años.

El impuesto al Valor Agregado IVA, que de alguna manera mide la actividad económica, ha tenido un incremento del 15.6%, de acuerdo a lo planificado con el SRI.

El ISD o impuesto a la salida de divisas ha tenido un incremento importante, debido al aumento de la tasa de recaudación de 2 al 5%, convirtiéndose en el tercer impuesto en importancia.

Gastos:

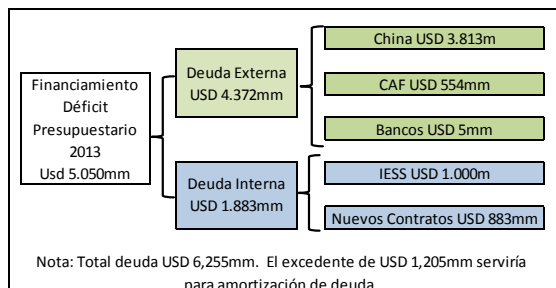
El cambio ajustado a precios constantes del 2007, da como resultado que el peso de las cuentas nacionales en la economía sea menor, lo que da mayor holgura al gasto público, para seguir creciendo.

El comportamiento expansivo del gasto es cada vez mayor, disminuyendo la flexibilidad de la economía ecuatoriana, en especial porque un alto porcentaje está en gastos corrientes (63.4%), sin que se sienta un re direccionamiento de la política del Gobierno, en este aspecto.

Los créditos recibidos tanto del exterior como internos, empiezan a amortizarse, incidiendo en el flujo de los gastos; a marzo 2013 la deuda total suma USD 20,197 millones, distribuida en: deuda interna de USD 7,866 millones y deuda externa de USD 12,331 millones registrando un incremento de diciembre 2012 a marzo 2013 del 12.36%. El

porcentaje de la deuda PIB, por efectos del cambio en la matriz del presupuesto, bajaría de 25% en dic 2012 a 22.4% proyectada a dic 2013.

FINANCIAMIENTO DEL DEFICIT FISCAL



Fuente: Presupuesto 2013
Elaboración: BWR

SECTOR MONETARIO Y FINANCIERO

Las regulaciones y leyes emitidas en el 2012, han empezado a influir en los resultados del Sistema Financiero, especialmente en cuanto a las tendencias y modalidades de crédito y a la obtención de utilidades, las mismas que de acuerdo a las expectativas, se han reducido substancialmente.

El sistema financiero Bancos (junio 2013), registra **activos brutos por USD 29,410 millones**, con un crecimiento anual de 9.2% y en el lado de los pasivos **USD 25,286 millones**, con un crecimiento de 9.2%.

Las **captaciones del público** llegaron a **USD 22,529 millones**, con un crecimiento anual de 9.3%; la cartera a junio 2013 registra un valor de **USD 16,618 millones**, con un incremento de 10.5% frente a junio 2012.

El Sistema continúa creciendo de forma importante, pero la tendencia no tiene el mismo impulso de años anteriores debiendo tomar en cuenta el crecimiento de la **cartera en riesgo (cartera vencida más la que no devenga intereses)**, que en este periodo fue de 15.2%.

La **morosidad** muestra una tendencia creciente en el sistema (3.07%), en parte explicada por crecimientos agresivos en los últimos años, especialmente en el segmento de consumo.

La **cobertura de provisiones a total cartera**, en este semestre, comparado con el año anterior, vemos que se ha fortalecido subiendo de 5.98% a 6.54%, debido a un mayor gasto de provisión en el periodo.

La oferta monetaria continúa creciendo, pero en menor intensidad que la habitual.

Cartera de Crédito

El sistema financiero bancos continúa el crecimiento de su cartera en USD 1,582mm, respecto a junio 2012.

Se mantiene como principal rubro la cartera comercial 47%, seguida por cartera de consumo 35%; cartera de vivienda 8.3%; cartera micro empresarial 7.7%. La cartera de crédito educativo es aún muy pequeña.

Resultados USD 125 millones.

A junio del 2013, el Sistema Bancos Privados tiene una caída anual de USD 63.6 millones de utilidad equivalente a un decrecimiento de 33.8%. El sistema de Cooperativas tiene un pequeño incremento del 1.7%, las financieras un decrecimiento del 34.2% sin tomar en cuenta Diners Club; no sucede igual con los bancos Públicos que tienen un incremento del 38% (en parte influenciado por utilidades generadas por Banco Pacífico a la CFN).

SECTOR PRIVADO

Se espera que el 2013 sea un complejo año fiscal, por las mismas palabras del Presidente Correa, lo cual ha dado paso a que el gobierno de ciertas manifestaciones de apertura y acercamiento a la empresa privada. Un gesto importante fue la actitud con los empresarios en su viaje a Alemania, incluyéndoles a estos como parte de su agenda, sin embargo, existen mensajes contradictorios con la renuncia al ATPDEA, manteniendo el entorno para la inversión privada más incierto y desfavorable.

Varias leyes que serán tramitadas en este año, mantienen la incertidumbre en los empresarios, tomando en cuenta que este gobierno se ha declarado de rasgo socialista, hace prever que las reformas tendrán el mismo alcance, limitando y reduciendo los resultados de las empresas y la confianza de estas para nuevas inversiones.

Actualmente están en carpeta de la Asamblea Nacional el trámite del Código del Trabajo; Ley de Aguas; Ley de Tierras; reformas tributarias, además de la aplicación de la Ley del Control del Poder del Mercado. Esta 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.

Las restricciones antes anotadas, el incremento de costos laborales y las deficiencias estructurales en los servicios limitan la capacidad de competir en los mercados internacionales, lo cual limita el crecimiento potencial de las exportaciones.

**PERSPECTIVAS 2013**

Se esperaría que continúe la política de endeudamiento público y aumento del gasto en mayor proporción que el crecimiento económico.

La política de subsidios con el nuevo presupuesto se mantiene y en lo internacional se complican las relaciones comerciales con nuestros principales socios. Se anuncia una nueva reforma tributaria con mayores cargas impositivas.

Las expectativas de incentivar o conseguir mayor inversión extranjera no son muy prometedoras.

Se espera que la estrategia de crecimiento económico mediante gasto público, soportado por el alto precio del petróleo y el crédito externo, se mantenga durante el 2013, no así en los siguientes años.

La paralización de la refinería de Esmeraldas, que no se dio en el 2012, se haría en 2013, lo cual explicaría en parte la desaceleración esperada de la economía y reduciría los ingresos para el Estado.

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, por factores que afectan el sector como son: el crecimiento de los costos internos, el 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.

Fuentes: Banco Central del Ecuador, Análisis Semanal, Revista Cordes, El Comercio, diario HOY, Revista Lideres.

Elaboración: BWR, julio, 2013.

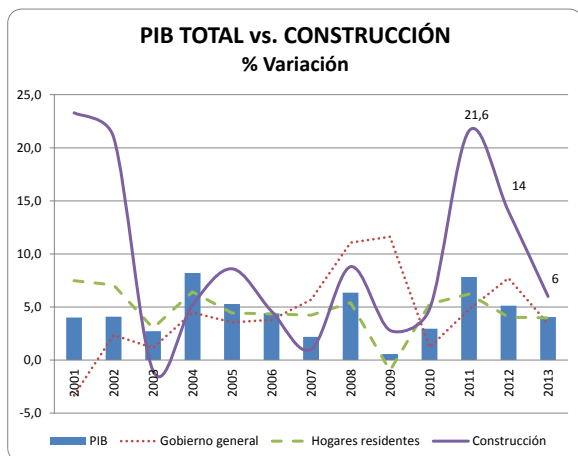
Corte de información: marzo - junio 2013, proyección a diciembre 2013.

Ecuador

Informe Sectorial – Sistema Crédito de Vivienda-Hipotecario

Según las Previsiones Económicas publicadas por el Banco Central del Ecuador (BCE) para el año 2013 se estima que el crecimiento de la economía, medido a través del PIB, se desaceleraría a una tasa de 4.05% frente al crecimiento de 5.1% en el 2012 y 7.8% en el 2011.

La desaceleración de la economía se evidencia en el crecimiento del PIB trimestral del 1T 2013, el cual fue de 0.2% en comparación a 1.5% del 1T 2012. En relación al sector de la construcción, segmento que ha sido uno de los más dinámicos en la economía desde el 2009, este también muestra menor ritmo de crecimiento y al 1T 2013 crece en 1.4%, cuando en el mismo período del año anterior creció al doble (3.1%).



Fuente: BCE
Elaboración: BWR

El crecimiento del PIB de los últimos años se relaciona con el aumento de dos componentes principales: el gasto del Gobierno Central y el Consumo de Hogares, los cuales en los últimos tres años impulsan el ritmo de la economía, pero en el 2013 muestran una desaceleración.

De igual forma, las previsiones del BCE estima que el sector de la construcción tendría un crecimiento de 6% anual hasta finalizar este año, porcentaje significativamente menor al 2011 y 2012, como se observa en el gráfico.

Un menor ritmo en el gasto del Gobierno, principal inversor en obras de infraestructura, influye en la disminución de la tasa de variación del sector de la construcción en este año.

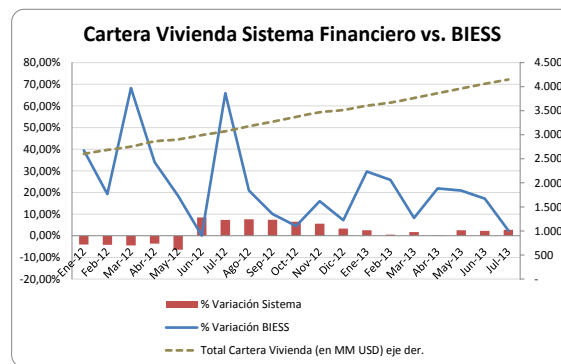
Sin embargo, dentro del sector están otros segmentos, como el de vivienda, el cual se ha dinamizado en especial por los recursos que ingresaron a través del financiamiento del Banco del Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social (BIESS) y

también por la cartera de vivienda de instituciones financieras privadas que continúa creciendo, cuyas perspectivas se mantienen positivas para este año.

El total de la cartera de vivienda en el país ascendió a un monto de alrededor de USD 4,700 MM, monto del cual el 49% corresponde a cartera colocada por el BIESS, 38% al sistema financiero privado y 13% a titularizaciones de créditos de este tipo que están en fideicomisos independientes a los balances de las entidades.

La colocación promedio de cartera de vivienda anual por parte del BIESS ha sido de USD 800 MM desde el 2010. Al mes de julio 2013, la institución ha colocado USD 615 MM, de forma que hasta finalizar el año podría alcanzar un monto al menos similar al de los dos años anteriores.

Como se puede observar en el siguiente gráfico, la fuerte participación del BIESS en el sistema ha significado que la cartera de vivienda del sistema financiero se contraiga en el primer semestre del 2012 y luego muestre tasas de crecimiento anual que en promedio no superan el 2%, aunque con una moderada tendencia a incrementarse en el segundo trimestre 2013.



Fuente: Superintendencia de Bancos y Seguros/ Estadísticas BIESS / BVG

Elaboración: BWR

*Tasas de variación anual de cartera de vivienda del sistema financiero privado y de colocaciones mensuales del BIESS.

*Total cartera vivienda sin considerar titularizaciones.

Además de la cartera hipotecaria generada por el BIESS directamente con los afiliados, su participación en el sector está dada también por el financiamiento de proyectos inmobiliarios.

Desde el año 2010 el BIESS ha participado en 59 proyectos inmobiliarios que se han elaborado en terrenos de propiedad del IESS en todo el país, con el objetivo de crear edificios y complejos de vivienda. De estos no todos están en

funcionamiento pero al menos un 50% se encuentra ya en construcción. De esta forma el Banco aspira generar 25 mil unidades habitacionales en los siguientes dos años.

El riesgo es compartido entre el BIESS, que maneja una participación entre el 50% y 60% en los proyectos, los promotores inmobiliarios y los constructores. El BIESS maneja créditos promedio entre USD 35 M y USD 40 M, y está concentrado en segmentos económicos medios y bajos.

No existen datos públicos de morosidad de la cartera de vivienda del BIESS ni del funcionamiento de los fideicomisos inmobiliarios. Se estima que la morosidad sería controlada, debido a los mecanismos de recuperación del Banco con los afiliados a través de roles de pago.

En cuanto a la cartera de vivienda generada por bancos (incluyendo la cartera del Banco Ecuatoriano de la Vivienda BEV), cooperativas, mutualistas y sociedades financieras, esta ascendió a USD 1,830 MM a julio 2013, y desde el mes de mayo muestra mayor crecimiento, especialmente la de bancos y mutualistas. La cartera de los bancos en este segmento significa el 75% de la cartera total de vivienda del sistema financiero privado.

En junio del 2012, la expedición de la Ley Orgánica de Regulación de los Créditos de Vivienda y Vehículos fue un factor que motivó la desaceleración de la colocación de la cartera de vivienda del sistema. La Ley beneficia a deudores que contraigan deuda para adquirir una única vivienda familiar o para remodelación de la misma, con un monto máximo de USD 146 M, que tenga garantía hipotecaria del mismo bien para respaldar el crédito.

La Ley limita la garantía, señalando que la obligación contraída en caso de caer en vencido, solo podrá ser cobrada a través de la ejecución del mismo bien en garantía o dación en pago.

Si bien esta medida desaceleró la participación del financiamiento bancario en el segmento de vivienda en el 2012, por otra parte, al finalizar el año 2012 la Junta Bancaria emitió la Resolución JB-2012-2383 en la que resuelve establecer un porcentaje fijo, que las instituciones financieras privadas deben mantener en créditos de vivienda, en relación al patrimonio técnico de cada institución. Esta Resolución fue además reformulada y cambió la forma de cálculo del porcentaje en junio 2013, de manera que los bancos grandes especialmente tienen que colocar un mayor volumen de crédito de vivienda.

El ambiente actual del sistema financiero, en especial en referencia a las instituciones de mayor tamaño, es de alta competencia, y segmentos como vivienda son apetecidos para los portafolios de

cartera. No obstante, con la participación del BIESS, y ahora la presión de crecimiento por la nueva regulación que establece un mínimo en el segmento, podría haber una flexibilización en las políticas de crédito que se traducirían a futuro en deterioros de la cartera.

Al analizar la cartera de vivienda del sistema financiero, sin considerar la cartera del BIESS, en promedio el sistema ha manejado indicadores de morosidad estables. Como se puede observar en el siguiente cuadro, a julio 2013 el índice de morosidad total fue 2.33%, y en promedio desde el 2007 ha sido 2.30%; no obstante, al separar cada segmento por tipo de institución, se puede observar comportamientos menos estables especialmente en la cartera de la banca pública y sociedades financieras, aunque su participación en el total es minoritaria.

FECHA	TOTAL BANCOS	TOTAL COOP	TOTAL MUTUALISTAS	TOTAL SOC. FINAN.	TOTAL BANCA PUBLICA	TOTAL SFN
ene-12	2,08%	1,91%	3,00%	16,92%	4,53%	2,23%
feb-12	2,15%	1,95%	2,96%	17,61%	4,50%	2,28%
mar-12	2,07%	1,81%	3,07%	10,79%	4,43%	2,18%
abr-12	2,27%	1,85%	3,32%	11,95%	5,00%	2,37%
may-12	2,21%	1,85%	3,18%	10,32%	5,34%	2,31%
jun-12	2,24%	1,74%	3,24%	11,85%	5,73%	2,34%
jul-12	2,17%	1,78%	3,43%	9,38%	4,68%	2,29%
ene-13	2,11%	1,94%	3,39%	14,06%	5,33%	2,31%
feb-13	2,21%	2,07%	3,11%	16,28%	4,29%	2,37%
mar-13	2,24%	2,30%	2,99%	12,90%	4,76%	2,37%
abr-13	2,28%	2,25%	3,00%	14,04%	4,30%	2,41%
may-13	2,26%	2,33%	2,78%	14,33%	5,16%	2,38%
jun-13	2,10%	2,39%	2,70%	15,56%	6,10%	2,25%
jul-13	2,24%	2,48%	2,46%	16,67%	5,71%	2,33%

Fuente: Superintendencia de Bancos y Seguros / Superintendencia de Economía Popular y Solidaria
Elaboración: BWR

Las perspectivas de crecimiento del financiamiento de vivienda se mantienen positivas para el corto y mediano plazo, si bien muestra desaceleración en comparación a los dos últimos períodos.

Un cambio en la tendencia de crecimiento del sector de vivienda o en su calidad actual podría darse si las condiciones macroeconómicas en el Ecuador cambiaran, si la liquidez en la economía bajara a niveles por debajo de los actuales y la capacidad de pago de los deudores se contrajera. Además, el ritmo de incremento se afectaría si los recursos del BIESS dejaran de destinarse al segmento como hasta ahora, dependiendo de las políticas del actual Gobierno.

Adicionalmente, como hecho subsecuente se debe mencionar la publicación en septiembre 2013 en Registro Oficial de una nueva normativa que limita a las instituciones financieras la posibilidad de realizar emisiones de obligaciones, papel comercial y originar titularizaciones de cartera en función del tamaño de su patrimonio. Esto podría restringir una parte del financiamiento a entidades especializadas en cartera de vivienda del sistema, que utilizan este mecanismo como principal fuente de fondeo, como es Mutualista Pichincha y CTH.

Si bien la normativa está en vigencia se espera en el corto plazo la publicación de una nueva Ley de



Mercado de Valores que será la que rija en este tema.

Fuentes: Superintendencia de Bancos y Seguros, Superintendencia de Economía Popular y Solidaria, Banco Central del Ecuador, BIESS Estadísticas, Asociación de Promotores Inmobiliarios de Vivienda del Ecuador.