



Ecuador
Séptimo Seguimiento

Titularización Hipotecaria de Banco Pichincha 2, FIMEPCH2

Calificación

Tipo Clase	Calif. Actual	Calif. Anterior	Último Cambio
A1	AAA	AAA	--
A2	AAA	AAA	--
A3	AAA	AAA-	Oct-2013
A4	B+	B+	--
A5	B+	B+	--

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.

Descripción de la Estructura:

Clase	A1	A1	A2
Monto Inicial (USD)	3,500,000	53,254,000	20,139,000
Monto Actual (USD)	759,820	32,102,812	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 remanente (meses)	42 meses	56 meses	102 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%	Ver Nota**
Tasa interés si 8% ≤ TPP* ≤ 12%	TPP-2.83%	TPP-2.39%	
Tasa interés si TPP* > 12%	76.42%	80.06%	
Plazo remanente (meses)	125 meses	137 meses	138 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.

Oferta pública autorizada con resolución número Q.IMV.2011.2514 del 9 de junio de 2011.

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

Patricia Pinto ppinto@bwratings.com
(593-2) 292-2426 ext. 103

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

FECHA COMITÉ: abril 30, 2014

CORTE INFORMACIÓN: febrero, 2014

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, A2 y A3 en “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 corresponda, y serán abonados o pagados tan pronto

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.



existan recursos para el efecto”, considerándose al plazo legal de cada clase como límite para honrar los pagos pendientes.

La estructura se ha fortalecido 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, una vez cancelado este, servirá para acelerar la amortización de la clase A1.

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 febrero-2014, 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 febrero-2014.
- Estados financieros de la Fiduciaria al 31 de diciembre de 2013, y estados financieros al 31 de diciembre de 2013 auditados por la empresa KPMG 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 diciembre-2013, y estados financieros a diciembre-2013 auditados por la empresa KPMG, quién otorgó una opinión sin salvedades sobre su razonabilidad bajo las normas contables establecidas por la Superintendencia de Bancos y Seguros. Estados financieros directos a enero-2014.
- Informe de calificación global del Originador, publicado por la calificadora en abril-2014, con información cortada a diciembre-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.

La pérdida bruta o índice de siniestralidad de la cartera titularizada en un escenario base se estimó en



3.60%. 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 prepagado de la cartera. Un prepagado 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 prepagado.

En el futuro el prepagado 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 prepagado 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 14.8 veces la pérdida bruta, mientras que las clases A2 y A3 tendrían 6.5 y 3.4 veces, respectivamente. Con respecto a las clases A4 y A5, a la fecha de corte tendrían una cobertura de 0.4 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 que empieza a pagarse en noviembre-2012 y se cancela completamente en diciembre-2013.

Una vez finalizado este pago, el exceso de interés se utiliza 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 febrero-2014:

GENERACIÓN DE FONDOS DISPONIBLES (USD Miles)	
Aporte inicial al Fideicomiso	1
(+) Capital recuperado	44,124
(-) Compra de Cartera para reposición	19,698
Flujo Proveniente de Capital	24,425
(+) Interés recaudado (cartera+otros)	23,267
(-) Gastos del fideicomiso	2,545
(-) Interés ordinario pagado a clases A1, A2, A3 y A4	14,323
(-) Pagos de deuda al originador	2,791
Flujo Proveniente de Exceso de Interés	3,608
Efectivo Generado por Capital e Interés	28,034
(-) Capital pagado a clases	23,891
(-) Interés extraordinario pagado a clase A5	2,126
(-) Interés generado antes de emisión pagado a Orig.	528
Efectivo final según balance (28-feb-2014)	1,490

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 marzo-2014. La liquidez del Fideicomiso se mantiene en una cuenta corriente en Banco Pichincha.

Evolución del Activo de Respaldo

	Calif Original	Seg. 7
Información corte a	ago-10	feb-14
Fecha de análisis	nov-10	abr-14
Fondos Disponibles (US\$ M)	-	1,490
Saldo Cartera Titularizada (US\$ M)	92,500	67,114
Total	92,500	68,604
Número de Operaciones	3,009	2,610
Monto Promedio Crédito (US\$ M)	31	26
Tasa Prom POND Interés Anual (%)	9.87	10.21
Plazo Original Prom p. (meses)	142	151
Plazo Remanente prom p.(meses)	120	97
Madurez prom p. (meses)	22	54
CIN prom pond (%)	19.5	21.1
DAV Actual prom pond (%)	54.2	43.3
DAV Original prom pond (%)	61.1	59.4

La cartera del Fideicomiso al corte de este informe es de USD 67.1MM, y se encuentra atomizada en 2,610 operaciones de crédito de vivienda hipotecaria originadas por Banco Pichincha. La cartera se concentra en las provincias de Pichincha y Guayas (48.5% y 22.3% 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.

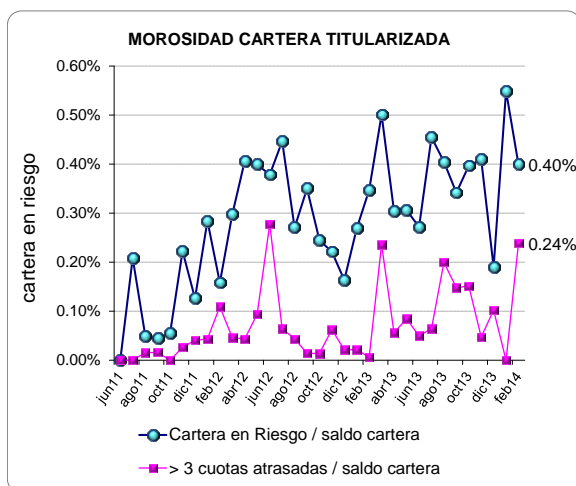
Lo anterior se refleja en la relación promedio entre el saldo del crédito y el avalúo del bien hipotecado (DAV actual), que muestra una tendencia a reducirse. Este indicador está relacionado estadísticamente a la voluntad de pago del deudor, debido a que una mayor parte de su patrimonio estaría garantizando 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 10.21%, 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 0.24% del saldo actual tiene más de tres cuotas vencidas y ningún crédito se encuentra demandado actualmente. Este indicador se beneficia de las compras de cartera que ha realizado periódicamente el originador, entre las que se encuentran USD 899MM de cartera en riesgo, que representa el 0.98% de la cartera inicialmente transferida.



Por último, la tasa promedio de prepago anualizada calculada bajo la metodología de Tasa de Prepago Constante (CPR) es de 9.13%. Este porcentaje se encuentra influenciado por las recompras mensuales de cartera que efectúa del Originador. Aislado este efecto, la tasa de prepago promedio sería de 7%.

Evolución de Gastos del Fideicomiso

Los gastos del Fideicomiso desde su constitución (junio-2011) hasta la fecha de corte se mantienen dentro de lo proyectado inicialmente. El análisis de la Calificadora considera la proyección en el tiempo de estos gastos, con un estrés del 20% en los gastos fijos.

BANCO PICHINCHA

(Originador y Administrador de Cartera)

Banco Pichincha, constituido en el año 1906, es la cabeza del Grupo Financiero Pichincha y mantiene su posición como el banco y grupo financiero más grande del sistema financiero ecuatoriano.

Banco Pichincha mantiene una calificación de AAA- en escala local otorgada por BankWatch Ratings. La calificación global se basa en los siguientes fundamentos:

Sólido posicionamiento e imagen. El Banco Pichincha es la institución financiera privada más grande en el país, es líder por tamaño y número de

depositantes, con una amplia red de canales, servicios e infraestructura tecnológica.

Presión en el desempeño financiero. La gestión operativa del BP se contrajo en el 2013 en 18.8% y como Grupo la contracción fue solo de 5%, gracias a la contribución especialmente del Banco Financiero de Perú. Las fortalezas de la institución se demuestran en el crecimiento constante de la cartera y de depósitos, de forma que la rentabilidad se recuperó en alguna medida en el segundo semestre del año.

Adecuada calidad de activos. Si bien el incremento de cartera en riesgo presiona los índices de morosidad, esta responde en gran parte a la madurez de la cartera del segmento de consumo y microcrédito, que tienen índices más ácidos de cálculo de mora. El índice de morosidad se benefició en el 2013 de una venta de cartera castigada. Así, la calidad global de los activos productivos se mantuvo y mejoró la tendencia de morosidad en el 4T-2013. El Banco está en capacidad de controlar el riesgo de crédito sin que esto pueda representar una amenaza futura, manteniendo adecuados niveles de cobertura con provisiones.

Amplios niveles de liquidez y fondeo diversificado.

La estructura del Banco tiene fortalezas como el adecuado calce de plazos entre activos y pasivos y la diversificación del fondeo. Los indicadores liquidez muestran una tendencia a contraerse, pero mantienen una relación holgada con respecto a los requerimientos mínimos del BP.

Diversificación de riesgo en otros países. Las dos principales filiales del BP en el exterior, el Banco Pichincha Colombia y el Banco Financiero del Perú, crecen en activos productivos y contribuyen a la rentabilidad del Grupo.

Adecuados niveles de solvencia. En el caso del Banco este indicador es mayor que el del GFP, pues el patrimonio del Grupo soporta un crecimiento mayor de los activos productivos de las filiales. Los índices de capitalización del GFP son menores en comparación a otros bancos pares, sin embargo, este riesgo se mitiga por la fortaleza del Banco de generar provisiones, que respaldan potenciales deterioros del activo.

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.

Ecuador

Entorno Macroeconómico**DATOS GENERALES**

	2012	2013
Inc. PIB (Año base 2007) %	5,01	3,60
PIB CORRIENTE (Mill USD)*	87.495	93.577
Inc. PIB CORRIENTE%	8,80%	6,66%
Inflación Anual %	4,16	2,70%
Total Ingresos Efectivos**	19.855	20.488
Total Gastos **	21.111	25.138
Deficit / Superavit	(1.256)	(4.650)
Deuda Gobierno *	18.652	22.847
Deuda Interna *	7.781	9.927
Deuda externa *	10.913	12.920
Deuda total del Gobierno / PIB%*	21,3%	24,40
Deuda externa del Gobierno / PIB%*	12,4%	13,80
Deuda interna del Gobierno / PIB%*	8,9%	10,60
Precio del Petroleo / barril USD (ref)	94,20	97,30
Precio Programado Petroleo	79,3	86,5
Gasto Corriente Gobierno / PIB%	21,3%	26,9%
Fuentes: Ministerio de Finanzas		
** Observatorio Política Fiscal		
* Ministerio de Finanzas		

NOTA ACLARATORIA

A la presentación de este reporte, las fuentes de información varían en las fechas de corte, en vista de no contar con cifras oficiales o que aún no han sido procesadas.

SECTOR REAL**Producto Interno Bruto (PIB) USD 93.577mm:**

Cifras preliminares indican que el PIB 2013, estaría alrededor del 3.5%, menor al proyectado por el Gobierno (4.05%) y se esperaría llegar en el 2014 y 2015 a 4.5% y 5.1%, respectivamente.

A nuestro criterio vemos que, dadas las condiciones económicas actuales se esperaría resultados muy similares al año 2013.

Algunos estimados de Organizaciones Multinacionales son menos alentadores, así el Banco Mundial y la CEPAL proyectan que la economía crecería en 3.8%; un crecimiento similar al de 2013, 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.

El segmento de manufacturas, contrario a las expectativas del gobierno, se ha desacelerado, a pesar de las medidas tomadas para incentivar su crecimiento. El crecimiento obtenido para el 2013 llegaría al 4.25%, diferente al esperado de 5.8%.

Este comportamiento se explicaría, en que las empresas no realizan las inversiones nuevas para su crecimiento, dedicándose a cubrir la demanda interna utilizando su capacidad ociosa.

Las medidas dictadas últimamente de restricción de importaciones, podría afectar el desarrollo de algunas empresas.

Sobre la construcción, aún no se tiene datos concretos del crecimiento de este sector, que ha sido uno de los más dinámicos de la Economía, pero se siente una desaceleración, que estaría mayormente influenciada más por el comportamiento de la inversión pública que por la privada.

La información respecto al crecimiento del crédito de vivienda, tanto público como privado, nos da una dirección de un crecimiento importante en el 2013.

Datos de la Superintendencia de Bancos y Seguros (SBS), indican que el crédito hipotecario creció de dic 2012 a nov 2013 en 32.4%, llegando a USD 5.3 billones.

Para el 2014, conforme al escenario económico que se proyecta más lento, sería de esperarse una mayor desaceleración de este segmento.

El petróleo y la refinación, el precio promedio del crudo de oriente hasta noviembre 2013 terminó en USD 97.93 el barril, registrando una baja pequeña respecto de diciembre 2012.

Las condiciones del mercado hacen prever que el precio del petróleo no tendrá mayores variaciones y que mantendrá un promedio similar o ligeramente inferior para el 2014, 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 producción petrolera a noviembre 2013 registra una variación positiva de 504 a 545 barriles diarios, incremento que se da en la producción de empresas públicas, ya que las privadas siguen contrayéndose, sin que se avizore nuevas participaciones privadas.

FINANCIAMIENTO ESTRUCTURADO



La inflación se convierte en el mayor logro del este gobierno al tener en diciembre 2013 un comportamiento a la baja, llegando a un 2.70% anual, siendo una de las más bajas de la región, superado por Colombia con 1.94% y menor que Perú y Chile.

Esta baja proviene especialmente del grupo de alimentos, que constituye una tercera parte de la canasta familiar del IPC y representa un 25% de la ponderación del índice, que experimentó una variación mensual de 0.31% y anual de 1.92%.

El Mercado Laboral: el índice de desempleo relacionado con diciembre 2013 baja en 3.5%, situándose en 4.86%.

El subempleo sube en el mismo periodo, (dic12-dic13), 39.83% a 43.35%.

La Ocupación Plena, se reduce de 52.07% a 51.51%.

El salario básico: para el 2014 se eleva a USD 340.00, con un incremento de 6.9%, bastante superior a la inflación registrada en el 2013, superando en 9% a la canasta familiar básica de bienes y servicios. Con este aumento el gobierno excede el salario digno que se impuso como meta, superando a varios países latinoamericanos.

Las tasas de interés referenciales no han registrado cambios, conservándose estables desde el 2011 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 registran pequeñas variaciones negativas del año anterior al 2013, así vemos que la tasa corporativa se reduce de 8.37% a 7.81%; Productiva Empresarial de 9.56% a 9.41%; Productiva Pymes 11.24% a 11.14%; Vivienda de 10.93% a 10.87%. Consumo es la única que registra un leve incremento de 15.94% a 16.0%. En el caso de la tasas de Microcrédito (Acumulado ampliada, acumulado simple y minorista), registran bajas de -0.28%, -0.31% y -0.33%, respectivamente.

SECTOR EXTERNO

La brecha externa se presenta como uno de los principales problemas que debe afrontar el gobierno, por lo cual se han tomado ciertas medidas de control y se esperarían otras adicionales.

La balanza comercial a noviembre 2013, presenta un saldo negativo de USD -1.352mm FOB, mayor al obtenido a noviembre 2012, que fue de USD -507 millones. Esta diferencia se debe a un mayor incremento de las importaciones petroleras que crecen en mayor proporción que las exportaciones. El cierre parcial de la Refinería de Esmeraldas

influyó en el aumento de importación de combustibles.

Una política de restricción de subsidios a la gasolina y afines es una prioridad para el gobierno.

EXPORTACIONES USD 22.765mm (nov 2013).

Las exportaciones anuales (Nov12-Nov13) aumentan en 4.8%.

Las **Exportaciones petroleras** suman USD 12.923 mm y representan el 56.7% del total, tuvieron un crecimiento de del 1.8%.

Exportaciones no petroleras suman USD 9.842 mm, creciendo en 9.2%

IMPORTACIONES USD 24,117mm (nov 2013).

Las importaciones totales (nov12 a nov13), crecen 8.5%

Importaciones FOB Petroleras llegan a USD 5.623mm incrementándose en 12.9% en términos monetarios

Importaciones FOB no Petroleras fueron USD 18.194mm, registrando un incremento de 7.3%.

La importación de bienes de consumo registra un incremento de 4.7%; las materias primas de 9.1% y los bienes de capital 6.4%

SECTOR PÚBLICO

El Presupuesto General del Estado (PGE) proyectado a diciembre 2014 registra un crecimiento menor al realizado en periodos anteriores y llega a USD 34.000mm.

Entre diciembre 2012 y 2013 los ingresos crecen 3.2% y los gastos aumentan 19.1% dando como resultado una situación no compatible. 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, tendría incidencia negativa en los ingresos petroleros del País.

El déficit que muestra el Presupuesto General del Estado (PGE), aprobado para el 2014, superará los USD 6.000 millones, el mayor monto reportado en la era del actual gobierno. Las fuentes para el financiamiento aún no están claras, pero de la información otorgada por las autoridades, se buscará financiamiento con "gobiernos amigos" y la posibilidad de renovar contratos de venta anticipada de petróleo con la China. Sin embargo, otra de las posibilidades que ha mencionado el Gobierno es

salir a los mercados internacionales con la emisión de deuda por un monto estimado de USD 500 a 1.000 millones. (Fuente: Economía y Entorno Político. Multienlace).

INGRESOS

	2012	2013	Variación 2012/2013
TOTAL INGRESOS EFECTIVOS	19.855	20.488	3,2%
TRIBUTARIOS	11.958	13.599	13,7%
PETROLEROS	5.407	4.533	-16,2%
NO TRIBUTARIOS Y OTROS	2.490	2.356	-5,4%

Fuente: Ministerio de Finanzas

elaborado por: Observa política Fiscal

Tributación: a diciembre 2013 USD 13.599mm

La recaudación tributaria mantiene un crecimiento continuo, reportando 13.7% respecto al 2012 y la tendencia ha sido constante durante los últimos seis años.

El impuesto al Valor Agregado IVA, que de alguna manera mide la actividad económica, ha tenido un incremento del 11.8%, el ICE 8.8%, ISD 5.6% el IR 16.1% y otros

EGRESOS

	2012	2013	Variación 2012/2013
TOTAL GASTOS DEVENGADOS	21.111	25.138	19,1%
Gasto Corriente	12.472	13.471	8,0%
- Sueldos	7.353	7.892	7,3%
- Bienes y servicios	1.658	2.011	21,3%
- Transferencias y otros gastos.	2.413	2.237	-7,3%
Financieros	934	1.183	26,7%
Gasto de Capital	8.639	11.667	35,1%

Fuente: Ministerio de Finanzas

elaborado por: Observa política Fiscal

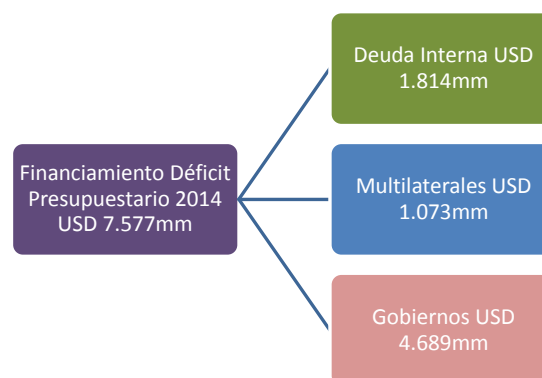
El cambio ajustado a precios constantes del 2007 da como resultado que el peso de las cuentas nacionales en la economía sea menor, lo que da mayor holgura al gasto público para seguir creciendo.

El comportamiento expansivo del gasto es cada vez mayor, disminuyendo la flexibilidad de la economía ecuatoriana, en especial porque un alto porcentaje se concentra en gastos corrientes (53.6%), sin que se sienta un re direccionamiento de la política del Gobierno, en este aspecto.

Según datos publicados por el Banco Central del Ecuador (BC), la Inversión Extranjera Directa (IED) durante el periodo Enero-Septiembre 2013 llegó a \$495,28 millones con un incremento interanual del 31.47% ya que a septiembre del 2012 el ingreso de capital fue de USD 376,74 millones. La IED durante el año 2013 se concentró en 3 sectores; explotación de minas y canteras, servicios prestados a las empresas e industria manufacturera, presentando incrementos significativos del 8.94% y el 191.05% respectivamente. De acuerdo a este informe (BC) se conoce que los países con mayores aportes de capital fueron los europeos, que en este periodo invirtieron USD 148,45 millones, presentando un

incremento interanual del 61.52%, en comparación de los USD 91,91 millones registrados en el 2012. Los créditos recibidos, tanto del exterior como internos, empiezan a amortizarse, incidiendo en el flujo de los gastos; a diciembre 2013 la deuda total suma USD 22.846 millones, distribuida en: deuda interna de USD 9.927 millones y deuda externa de USD 12.920 millones. El porcentaje de la deuda PIB, es de 24.4% a dic 2013 y de 21.3% en dic 2012.

FINANCIAMIENTO DEL DEFICIT FISCAL



Fuente: Presupuesto 2014

Elaboración: BWR

SECTOR MONETARIO Y FINANCIERO

Las regulaciones y leyes emitidas en el 2012 han impactado 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 (diciembre 2013) está conformado por 24 instituciones, dos menos que el 2012, y registra **activos más contingentes por USD 35.389 millones**, con un crecimiento anual de 8,4%; en el lado de los pasivos **USD 23.544 millones**, con un crecimiento de 11.9% anual.

La cartera neta registra un monto de **USD 16.174 millones**, con un incremento de 9.8% anual.

El Sistema continúa su crecimiento, pero la tendencia no tiene el mismo impulso de años anteriores.

Calidad de Activos (Cartera vencida / Total cartera + Contingentes) muestra una tendencia a la baja en el sistema (1.12%).

Resultados USD 268 millones.

El Sistema Bancos Privados tiene una caída anual de USD 46,3 millones de utilidad equivalente a un decrecimiento de -14.6%.

PERSPECTIVAS 2014

Las proyecciones del gobierno para mediano y largo plazo están apalancadas en el cambio de matriz productiva, a la cual le ha dado énfasis y esta se sostiene en una reorientación hacia la exportación.

Si bien el tener un direccionamiento planificado para el desarrollo de la economía es importante, este tiene que ir de la mano del apoyo del gobierno, generando el ambiente adecuado de confianza y cubriendo las necesidades que faciliten el desarrollo de las empresas privadas grandes y pequeñas.

Los cambios en la matriz productiva deberían empezar creando un mejor clima de negocios y adecuando los tiempos de los trámites burocráticos acordes a un rápido desarrollo esperado.

El modelo económico de cambio en la matriz productiva requiere escoger sectores con mayor probabilidad de éxito y una participación cercana del gobierno con las empresas, tanto nuevas como las ya existentes, apoyándolas con créditos a tasas subsidiadas a largo plazo para que puedan incrementar su capacidad productiva.

Los sectores potenciales a ser promovidos y que tiene relación con resultados a corto plazo, que es lo que se busca, están los alimentos frescos y procesados, así como productos metálicos procesados, la fabricación de piezas y partes para incorporar a productos de ensamblaje nacional.

La Vicepresidencia de la República ha recibido amplios poderes del Ejecutivo, para poner en ejecución las actividades productivas del País y a criterio de la Vicepresidencia hay tres pilares donde debe apoyarse este cambio:

- 1.- Desarrollo de las industrias básicas,
- 2.- Fomento del talento humano de calidad, y
- 3.- Apoyo a la empresa privada mediante el sistema de compras públicas.

Para cumplir con este proyecto se proponen un ambicioso plan de inversión en infraestructura que soporte el modelo:

Plan estratégico de Movilidad (PEM), que se desarrollará progresivamente, en el que se contarían con inversiones a largo plazo por USD 118 billones hasta el 2037.

Plan Energético, con énfasis en la inversión de proyectos hidroeléctricos, para sustituir la energía térmica y de gas, solucionando en parte el subsidio de combustibles.

Plan de Telecomunicaciones, que considera tener un cable submarino para obtener servicios de internet de primera calidad.

Proyectos Estratégicos: La Refinería del Pacífico es el principal proyecto macro, se calcula una inversión de USD 10.000 millones para un proceso de 200M bpd. La segunda etapa será la construcción de una planta petroquímica y luego una planta de urea. Se planifica el traslado de las instalaciones siderúrgicas a un nuevo sitio, no identificado aún.

Talento Humano: el objetivo del gobierno es fortalecer los niveles de educación y conseguir un mayor número de ciudadanos con postgrados, para lo cual incentiva con programas locales y créditos masivos para estudios en el exterior.

La Ciudad del Conocimiento Yachay, se construye en Imbabura. El presupuesto para este programa es de USD 662 millones.

Compras Públicas: este es el tercer pilar en el que se sustenta el plan de gobierno y el objetivo radica en fomentar la producción nacional, otorgando mayor prioridad a aquellas empresas que vendan sus productos utilizando componentes nacionales.

El presupuesto proyectado para el 2014 refleja una desaceleración de la economía, continúa 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.

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 2014.

La paralización de la refinería de Esmeraldas, que se dio parcialmente en 2012 y en 2013, afecta al presupuesto del Estado pero por otra parte es necesaria para mantener activa y en buenas condiciones a la refinería, la paralización explica en parte la desaceleración esperada de la Economía y reduciría los ingresos para el Estado.

Fuentes: BCE, Análisis Semanal, Revista Cordes, Observatorio de la Política fiscal, ABPE y Multienlace.

Elaboración: BWR, febrero 2014.

Ecuador

Riesgo Sectorial: Sistema Crédito de Vivienda-Hipotecario

Resumen

CARTERA DE VIVIENDA		
TOTAL CARTERA BRUTA		
(en MM USD)	dic-13	% Part.
BANCOS	1.443	24%
COOP	244	4%
MUTUALISTAS	196	3%
SOC. FINAN.	4	0%
BANCA PUBLICA	11	0%
TOTAL SFN	1.899	32%
BIESS	3.381	57%
TITULARIZACIONES	627	11%
TOTAL SISTEMA	5.907	100%

Fuente: BIESS, Superintendencia de Bancos y Seguros

Elaboración: BWR

Cartera de Vivienda en relación al sector de la construcción. El sector de la construcción ha sido dinámico en los últimos 5 años y constituye un importante componente del PIB. La construcción inmobiliaria se aceleró desde el 2008, en parte por la inyección de recursos a través del financiamiento del BIESS. En el 2013, se desaceleró la construcción y la perspectiva es un crecimiento moderado en el corto plazo.

Regulaciones exigen crecimiento del financiamiento de vivienda. A través de regulaciones normativas, el Gobierno obliga al sistema bancario a la colocación de un porcentaje de cartera de vivienda en base a su patrimonio técnico.

Fuerte presencia del BIESS. El Banco del Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social llegó a tener una participación cercana al 60% del total de la cartera de vivienda en el país, y continúa creciendo en colocaciones a un ritmo acelerado. De acuerdo al presupuesto publicado por el BIESS, el crecimiento de la cartera hipotecaria de esta institución sería 30% en el 2014.

Presión para el sistema financiero privado. Si bien las instituciones financieras privadas tienen intención de crecer en colocaciones de cartera de vivienda, por ser un tipo de crédito con garantías reales y de adecuado comportamiento crediticio, la competencia generada por el BIESS es fuerte. El crecimiento de la cartera de vivienda del sistema financiero en promedio en el último año fue 2.2% mientras que el BIESS creció en 18%.

Adecuada calidad de cartera. Si bien no existen datos publicados oficiales sobre el nivel de mora que maneja el BIESS en la cartera hipotecaria, se estima probable que los índices sean bajos, dado el mecanismo de recuperación directa a través de roles de pago que maneja la institución. La cartera de vivienda generada por el sistema financiero privado mantiene indicadores de morosidad moderados menores al 2%.

Limitación en el fondeo de largo plazo. Una de las ventajas del BIESS frente al sistema bancario es el fondeo permanente de largo plazo. Los bancos cuentan con una estructura de fondeo principalmente de corto plazo, de forma que un mayor crecimiento en cartera de vivienda de más plazo generaría un descalce entre activos y pasivos.

Regulaciones. La Ley Orgánica de Regulación a los Créditos de Vivienda y Vehículos desestimuló la colocación de cartera de vivienda del sistema financiero privado durante el 2013.

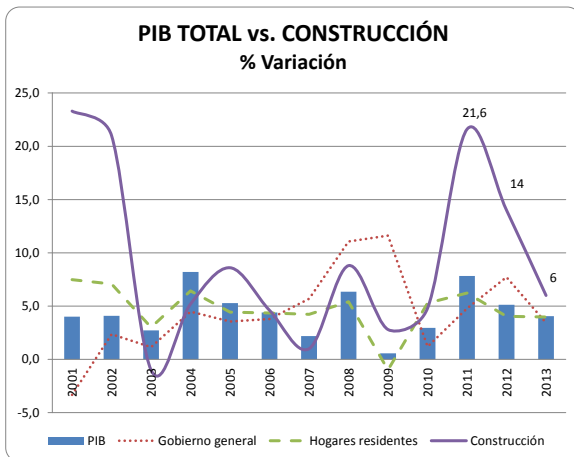
Perspectivas. Se espera que las condiciones del crédito de vivienda en general se mantengan estables, con mayor participación del BIESS y con un crecimiento bajo del sistema bancario en este segmento. Tanto las condiciones macro como la liquidez del sistema se perfilan menores en comparación al 2013, por tanto se podría esperar una desaceleración en el crecimiento tanto de la construcción como de su financiamiento.

Analista:

Lorena Oliva
(5932) 292 2426

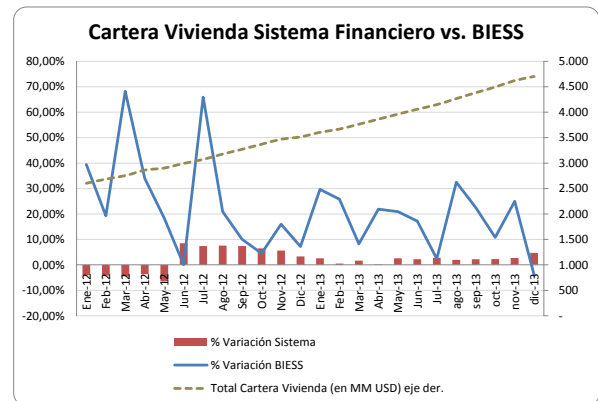
loliva@bwratings.com

Condiciones Macro



Fuente: Banco Central del Ecuador
Elaboración: BWR

Crecimiento de la cartera de vivienda



Fuente: BIESS, Superintendencia de Bancos y Seguros
Elaboración: BWR