



Ecuador  
Cuarto Seguimiento

## Titularización Hipotecaria de Banco Pichincha 3, FIMEPCH3

### Calificación

Tipo Clase	Calif. Anterior	Calif. Actual	Ultimo Cambio
A1	AAA	AAA	N/R
A2	AAA	AAA	N/R
A3	AAA-	AAA-	N/R
A4	B+	B+	N/R
A5	B+	B+	N/R

**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

**Ultimo Cambio:** Fecha del Comité de Calificación en el que se decidió el cambio de calificación  
N/R : No registra cambio de calificación

### Descripción de la Estructura:

Clase	A1	A2	
Monto Inicial (USD)	56.765.000	20.142.000	
Monto Actual (USD)	56.765.000	20.142.000	
Tasa de interés	si $TPP^* < 8\%$	46.48% x TPP	57.28% x TPP
	$8\% \leq TPP^* \leq 12\%$	TPP-4.28%	TPP-3.42%
	$TPP^* > 12\%$	64.32% x TPP	71.52% x TPP
Plazo legal desde Emisión	109	155	
Plazo legal desde Amortiz.	73	119	
Fecha Emisión	23-jun-11	23-jun-11	
Fecha Venc legal	16-jul-20	16-may-24	

Clase	A3	A4	A5
Monto Inicial (USD)	7.324.000	7.324.000	1.000
Monto Actual (USD)	7.324.000	7.324.000	1.000
Tasa de interés	si $TPP^* < 8\%$	64.63% x TPP	70.09% x TPP
	$8\% \leq TPP^* \leq 12\%$	TPP-2.83%	TPP-2.39%
	$TPP^* > 12\%$	76.42% x TPP	80.06% x TPP
Plazo legal desde Emisión	178	190	191
Plazo legal desde Amortiz.	142	154	155
Fecha Emisión	23-jun-11	23-jun-11	23-jun-11
Fecha Venc legal	16-abr-26	16-abr-27	16-may-27

\* Las tasas que pagan cada una de las clases son definidas en función del valor de la TPP. Si la TPP es menor o igual a 12% pero mayor o igual a 8%, se pagará la TPP menos el margen establecido en la tabla arriba incluida. Por otro lado, se pagará una proporción de la TPP en dos escenarios: en caso que la TPP sea menor a 8%, y en caso que la TPP sea mayor a 12%, según se resume en los cuadros anteriores.

\*\* Nota: Los tenedores de la Clase A5 percibirán un rendimiento que será el que resultado de 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 /Administrador de 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](mailto:cordonez@bwratings.com) ext.105  
Lorena Oliva [loliva@bwratings.com](mailto:loliva@bwratings.com) ext.108

**FECHA COMITÉ: Octubre 31, 2012**

**FECHA INFORMACIÓN: Agosto, 2012**

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.

### FUNDAMENTO DE LA CALIFICACIÓN

El Comité de Calificación de Bankwatch Ratings decidió mantener las calificaciones otorgadas a las clases de los títulos de contenido crediticio denominados **PCH-TH 3** emitidos por el **Fideicomiso Mercantil Titularización Hipotecaria de Banco Pichincha 3, FIMEPCH 3**, de acuerdo al siguiente detalle:

**Clases A1 y A2: 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 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”.

La calificación emitida es una calificación en escala local, la cual indica el riesgo de crédito relativo dentro del mercado ecuatoriano y por lo tanto no incorpora el riesgo de convertibilidad y transferencia. La calificación sí incorpora los riesgos del entorno macroeconómico y de la industria que podrían afectar positiva o negativamente el riesgo de crédito de la transacción.

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 existan recursos para el efecto”.

El pago de las clases A1 y A2 se cumple en un escenario de estrés AAA, el cual incluye una pérdida bruta seis veces superior a la pérdida base, mientras que bajo los escenarios AAA- y B+ esta cobertura es de 5.67 y 1.6 veces respectivamente.

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 las pérdidas y el momento en que éstas ocurren, el nivel y tiempos de recuperación, el análisis de la morosidad, prepagos, la calidad crediticia de los deudores, y las relaciones deuda sobre garantía y dividendo sobre ingreso.

Banco Pichincha, el originador y futuro 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 a transferirse 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 a transferirse, de acuerdo a lo establecido en el contrato del Fideicomiso, esta se realizará a través del respectivo contrato de compraventa de cartera. Cada vez que se realice, se podría afirmar que la propiedad de los documentos ha sido transferida al Fideicomiso sin reserva de ninguna clase, y en consecuencia, no cabría reclamo por parte del Originador de la Titularización ni de sus acreedores.

### **PRESENTACIÓN DE CUENTAS**

Para el presente análisis se revisó la siguiente información:

- Estados Financieros mensuales del Fideicomiso desde su inicio hasta agosto-2012, preparados bajo normas NIIF. Estados financieros del Fideicomiso al 2011, auditados por la empresa PricewaterhouseCoopers, con opinión limpia respecto a su razonabilidad bajo normas NIIF.
- Información relevante respecto al activo subyacente y a la emisión a agosto-2012.
- Estados financieros de la Fiduciaria al 31 de diciembre de 2011 auditados por la empresa

PricewaterhouseCoopers, quien emitió una opinión sin salvedades respecto a la razonabilidad bajo las normas contables establecidas por la Superintendencia de Bancos y Seguros del Ecuador.

- Estados financieros del Originador a diciembre-2011, auditados por la empresa KPMG, sin salvedades, bajo las normas contables establecidas por la Superintendencia de Bancos y Seguros. Además, información financiera a junio 2012.

### **HECHOS RELEVANTES Y SUBSECUENTES**

#### **Créditos hipotecarios del IESS**

De acuerdo a la reforma establecida en marzo-2009 a la Ley de Seguridad Social, el IESS tiene la capacidad de ofrecer a sus afiliados que ya tienen créditos hipotecarios con instituciones financieras locales, préstamos en reemplazo, con condiciones de plazo y tasa más favorables.

El comportamiento del prepago de las titularizaciones hipotecarias dependerá en el futuro principalmente del impulso que el Banco del IESS (BIESS) le dé a la política antes mencionada y al margen existente entre la tasa ofertada por el BIESS en relación a la tasa de los créditos titularizados.

El efecto negativo de un aumento del prepago consiste en que el Fideicomiso generaría un menor exceso de interés, reduciendo su capacidad para cubrir las pérdidas generadas por un deterioro de la calidad de la cartera. Las clases más subordinadas son las que mayor sensibilidad muestran a incrementos en los niveles de prepago. Cabe indicar que hasta el momento no se aprecia un impacto material de las sustituciones del BIESS en esta titularización.

En marzo-2012 el BIESS firma convenios con siete instituciones, entre las que se encuentra CTH, para facilitar los procesos en la sustitución de cartera hipotecaria para afiliados y jubilados. Con estas serían 17 las instituciones que mantienen convenio con el BIESS para este propósito.

Los posibles traspasos de créditos al BIESS que se generen por estos convenios, se encuentran incorporados dentro de la tasa de prepago que la calificadora calcula mensualmente

### **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 considera además los fondos disponibles e inversiones que mantiene o 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 de la cartera titularizada en un escenario base se estimó en 3.93%. 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.

Dicho análisis también considera la posibilidad de que mientras no inicie la etapa de amortización, pueda entrar al Fideicomiso cartera nueva, cuyos indicadores de DAV y CIN sean más altos en comparación al promedio actual. Este porcentaje no incluye la cartera demandada o con más de cinco cuotas vencidas, que actualmente suma USD 77M, de la cual únicamente se considera un supuesto de recuperación parcial a través de vías legales. Considerando estos créditos la pérdida se incrementa a 4.01%.

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.

Así mismo 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 prepago de la cartera. Un prepago 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 de tasas entre la tasa de los créditos titularizados y las del mercado a cada momento, mayor es la probabilidad de prepago. Los créditos hipotecarios titularizados tienen tasa reajutable, lo cual mitiga en parte este riesgo.

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.

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 se pagan en tiempo y forma en un escenario de estrés “AAA”, la clase A3 lo hace en un escenario de estrés AAA-, y las Clases A4 y A5 en un escenario de estrés “B+”.

Un escenario AAA implica una cobertura de al menos seis veces la pérdida base empleada en el modelo, mientras que bajo los escenarios AAA- y B+ esta cobertura sería de 5.67 y 1.3 veces, respectivamente.

**EVOLUCIÓN DE LA EMISIÓN**

**Evolución de la Estructura**

El Fideicomiso emitió el 23 de junio los títulos de contenido crediticio denominados PCH – TH 3, por un total de USD 91,556M, divididos en cinco clases, cuyas principales características están detalladas en la primera página de este informe.

Hasta la fecha de corte, el Originador mantiene en su portafolio de inversiones la totalidad de la clase A1, por lo que la estructura continúa en etapa de reposición. Conforme a lo dispuesto en la estructura, el capital amortizado se ha utilizado para recomprar nueva cartera, mientras que el margen de interés, luego de cubrir los gastos del Fideicomiso se ha utilizado para pagar la deuda al Originador por la prima en la cartera inicialmente transferida.

A continuación se pueden apreciar las fuentes y usos de efectivo del Fideicomiso desde la fecha de emisión:

GENERACIÓN DE FONDOS DISPONIBLES (USD Miles)		
	<b>Efectivo inicial (28-julio-2006)</b>	<b>1</b>
(+)	Capital recuperado	18.976
(-)	Compra de Cartera para reposición	14.662
	<b>Flujo Proveniente de Capital</b>	<b>4.314</b>
(+)	Interés recaudado (cartera+otros)	11.172
(-)	Gastos del fideicomiso	1.215
(-)	Interés ordinario pagado a clases A1, A2, A3 y A4	6.627
(-)	Pagos de deuda al originador	2.355
	<b>Flujo Proveniente de Exceso de Interés</b>	<b>975</b>
	<b>Efectivo Generado por Capital e Interés</b>	<b>5.290</b>
(-)	Pago originador por interés transc. antes de emisión	532
	<b>Efectivo final según balance (31-agosto-12)</b>	<b>4.759</b>

La totalidad de los fondos disponibles se encuentran en una cuenta corriente en Banco Pichincha. De estos, USD 4.3 MM deberán utilizarse para reemplazar el capital de la cartera amortizada por nuevos créditos que cumplan con las características mínimas establecidas.

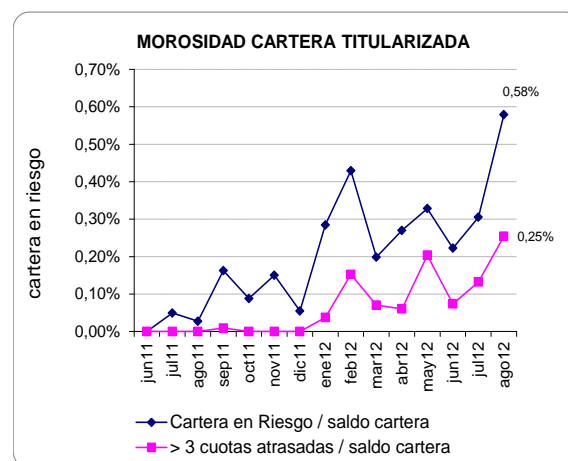
**Evolución del Activo de Respaldo**

	<b>Calif Original</b>	<b>Seg. 4</b>
<b>Fecha de análisis</b>	<b>nov-10</b>	<b>oct-12</b>
<b>Información corte a</b>	<b>ago-10</b>	<b>ago-12</b>
Fondos Disponibles (US\$ M)	-	4.759
Saldo Cartera Titarizada (US\$ M)	92.500	87.294
<b>Total</b>	<b>92.500</b>	<b>92.053</b>
Número de Operaciones	2.940	2.916
Monto Promedio Crédito (US\$ M)	31	30
Tasa Prom POND Interés Anual (%)	9,88	10,13
Plazo Original Prom p. (meses)	141	148
Plazo Remanente prom p.(meses)	119	109
Madurez prom p. (meses)	22	38
CIN prom pond (%)	19,42	21,25
DAV Actual prom pond (%)	53,11	48,43
DAV Original prom pond (%)	59,87	60,24

El activo de respaldo está compuesto por 2,916 créditos hipotecarios originados por Banco Pichincha que suman USD 87.2MM, y recursos líquidos por USD 4,759M.

La cartera mantiene una buena calidad, con apenas un 0.25% del saldo actual mostrando más de tres cuotas vencidas.

El 99.9% de los créditos tienen una tasa de interés reajutable con la tasa activa o pasiva referencial publicada por el Banco Central del Ecuador. A la fecha de corte, la tasa promedio ponderada de los créditos es de 10.13%.



Con respecto a su distribución geográfica, la cartera se mantiene concentrada en las provincias de Pichincha (53.6%) y en menor proporción en Guayas (19.8%).

La relación Deuda Actual / Avalúo (DAV) promedio de la cartera se beneficia del incremento en la madurez de la cartera. La relación Cuota / Ingreso (CIN) se incrementa respecto a la calificación inicial, pero manteniéndose en niveles saludables. Cabe indicar que la evolución de estos indicadores dentro de la etapa de reposición se verá influenciada por los nuevos créditos que ingresen dentro de ese período. Estos indicadores están relacionados con la voluntad y capacidad de pago, respectivamente.

**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, además de la posibilidad de que en el futuro se pague el anticipo de impuesto a la renta, como se explica en los hechos relevantes de este informe.

La compra inicial de cartera por parte del Fideicomiso generó una deuda con el originador



por USD 2.8 MM, correspondiente al premio pagado sobre su valor nominal (USD 1.8MM o 2%) y a los intereses transcurridos al momento de la transacción (USD 921M). A la fecha de corte se ha pagado USD 2.7MM, con los flujos recibidos de interés, netos de gastos y del pago de los intereses a las clases emitidas.

### **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. Como Banco participa con el 28.92% de los activos totales del sistema Bancos.

Banco Pichincha mantiene una calificación de AAA- en escala local otorgada por BankWatch Ratings. La calificación se basa en las fortalezas del Grupo, siendo la única institución que ha diversificado sus negocios en otras economías al tiempo que continúa creciendo localmente.

La calificación incorpora también la capacidad de la institución de generar ingresos y resultados. El GFP muestra ventajas comparativas frente a sus pares, dado el volumen de negocio que maneja, la institución obtiene ingresos financieros y operativos suficientes para cubrir su estructura de gasto operativo y sus requerimientos de provisiones.

La Administración mantiene estrategias claras de negocio orientándose a segmentos donde tiene capacidad de crecer y cuenta con la infraestructura necesaria. El crecimiento regional a través de las filiales extranjeras, en países estables y con mayor mercado, contribuye a diversificar los ingresos y resultados del GFP.

GFP mantiene la diversificación de los principales activos y pasivos además del bajo costo de su fondeo. De igual forma la cartera de crédito, que atiende todos los segmentos del mercado, mantiene una atomización del crédito, y conserva su calidad y rentabilidad.

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.

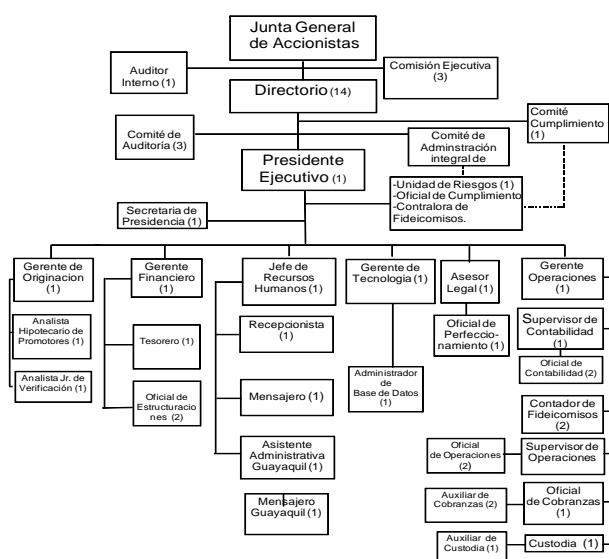
En el caso de la cobranza de los créditos hipotecarios, esta es administrada por su filial, Pichincha Sistemas Acobi Pague Ya C.A. (en adelante, "Pague Ya"), empresa especializada en

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.



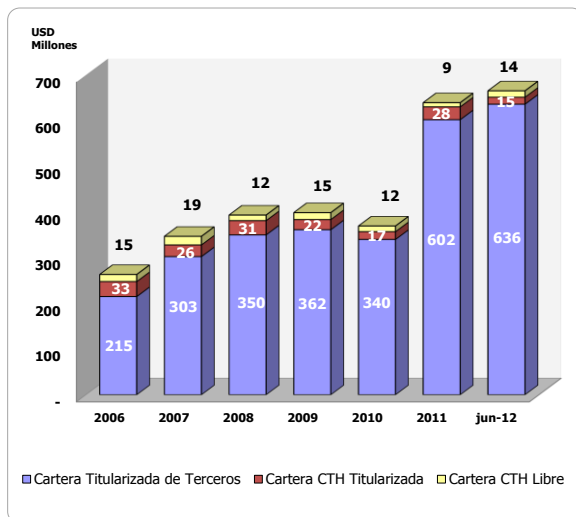
La compañía fue constituida en enero de 1997 con el nombre de Compañía de Titularización Hipotecaria CTH S.A. y en diciembre de 1998 cambió de denominación a Corporación de Desarrollo de Mercado Secundario de Hipotecas CTH S.A.

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. La actividad principal de CTH es desarrollar mecanismos financieros que contribuyan al fortalecimiento de la industria de



financiamiento de vivienda y actualmente maneja la mayoría de titularizaciones vigentes de este tipo.

CTH administra titularizaciones de cartera de vivienda propia por USD 15.29MM y estructuras originadas por terceros de USD 636.40 MM de cartera titularizada a Jun-12. A continuación se muestra un gráfico de la evolución del negocio de la Compañía.



El importante crecimiento en el monto administrado se debe a la incorporación en mayo-2011 de tres fideicomisos de titularización de Banco Pichincha con cartera por aproximadamente USD 300MM.

Actualmente la Institución cuenta con oficinas administrativas ubicadas en Quito y Guayaquil y tiene a su cargo 35 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.

Puesto que la totalidad de los títulos se encuentran en poder del Originador, toda la estructura se encuentra en etapa de reposición, la cual puede durar un plazo máximo de 36 meses contados a

partir de la emisión primaria, que fue en junio-2011. Mientras se encuentre activa, solamente se pagarán los intereses ordinarios de las clases en reposición.

Esta etapa puede acelerarse o concluir antes del plazo establecido si se presentan uno de los siguientes causales:

- Si el Originador a su discreción, decide la venta a un tercero, de la totalidad de los títulos de la clase A1 o decide empezar con la etapa de amortización.
- En caso de que el Originador decida vender a un tercero cualquier clase diferente a la Clase A1, ante lo cual se iniciará la amortización de los títulos de la clase A1.
- Si es que la cartera del Fideicomiso es inferior a 10% del saldo insoluto de los títulos emitidos, se amortizarán títulos por el valor no repuesto.
- En el evento que el Originador no oferte cartera hipotecaria que cumpla con los criterios de selección y/o no la reponga por más de un trimestre, se amortizarán títulos por el valor de capital recuperado y no repuesto.
- En el evento que los ingresos por intereses no alcancen a cubrir los gastos del Fideicomiso incluyendo los intereses de los títulos.
- En el evento que la cartera declarada como pérdida, según las normas emitidas por los organismos de control, sea mayor al 6% del saldo insoluto de la cartera total.

La amortización de los créditos hipotecarios se utiliza principalmente para comprar nueva cartera que cumpla con las características mínimas establecidas.

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](http://www.bankwatchratings.com) se puede encontrar un mayor detalle de las características de esta estructura.

## Ecuador

## Entorno Macroeconómico

**INTRODUCCION**

Durante el primer semestre del 2012, se han observado síntomas de **desaceleración en la Economía**, el crecimiento económico mantenido en periodos anteriores empieza a ser más lento, sin que esto signifique que sean situaciones que no puedan ser controladas al momento.

**SECTOR REAL**

**La tendencia del PIB** en el primer semestre se muestra menor en aproximadamente 3% al crecimiento del 2011, la expectativa del gobierno es una desaceleración real del crecimiento de la Economía, que se ubicaría en 4% para fines del 2012.

**El petróleo** continúa siendo el principal motor de la economía y sus ingresos tienen incidencia directa en el consumo. A fines de abril y principios de mayo, se presentó una caída del precio del petróleo ecuatoriano, terminando en USD 84,96 promedio (USD 99.75 a diciembre 2011). Esto preocupó al Gobierno que tomó medidas que al final no se han justificado en vista de la recuperación del precio del petróleo.

**La inflación** a junio (0.14%), tuvo un importante descenso a 5% anual, registrando una de las tasas más bajas del año, contrastando con la de marzo que llegó a 6%. En este comportamiento tuvo que ver los precios de los alimentos, contrariamente a los precios de educación y bebidas alcohólicas que fueron las de mayor crecimiento.

**El Mercado Laboral** urbano muestra un leve deterioro durante el primer semestre, la tasa de desocupación fue de 5.2%, el subempleo fue de 42.9%. La ocupación total se redujo más en la industria manufacturera y el comercio tuvo un menor número de incorporaciones de nuevos trabajadores.

**El salario real** mantuvo una posición estable, debido a los menores niveles de inflación, que fuera afectado en el primer trimestre del año.

**Las tasas de interés** referenciales no han registrado cambios en este semestre, conservándose estables, y no se esperarían cambios hasta finales de año. La tasa pasiva referencial se mantiene en 4.53% y la tasa activa referencial en 8.17%. Respecto a los segmentos crediticios tampoco registran variaciones en el último trimestre.

**SECTOR EXTERNO**

La balanza comercial hasta mayo 2012 presenta un superávit de USD 581 millones, debido a las exportaciones de petróleo ya que de cada tres dólares exportados, dos son del petróleo. El sector no petrolero no corre la misma suerte ya que presenta un déficit de USD 3.700 millones, superior al presentado en el 2011.

Estos resultados han preocupado al Gobierno, que ha tomado medidas restringiendo importaciones para reducir las compras externas de bienes de consumo.

**EXPORTACIONES**

Hasta mayo 2012 las exportaciones crecieron 12 % llegando a USD 10.320 millones. Las exportaciones de Petróleo crecieron 20%; por volumen 7% y por precio 12%. En el caso de las exportaciones no petroleras llegan a USD 3.925 millones, incrementando apenas 1.6%, con una caída del banano, cacao y productos elaborados. Este sector presenta un futuro poco promisorio, en vista de la falta de acuerdos comerciales con los principales países (ATPDEA y Unión Europea).

**IMPORTACIONES.**

Hasta mayo 2012 sumaron USD 9.378 millones, registrando un incremento de 11%. Se observa un menor crecimiento en bienes de consumo en cuanto al volumen respecto al año anterior, no así las materias primas y bienes de capital que tienen un incremento.

A mediados de junio el Gobierno dictó medidas para restringir importaciones, fijando cupos a alrededor de 100 productos.

**SECTOR PÚBLICO.**

**El Presupuesto General del estado (PGE)** a junio registró un superávit de USD 1.263 millones de dólares, influenciado por el alto precio del petróleo, cuyas ventas totalizaron USD 3.377 millones, superando en USD 588 millones a las ventas de junio 2011.

<b>PRESUPUESTO GENERAL DEL ESTADO</b>			
	2011	2012	Variación
	ene - jun	ene - jun	2011 - 2012
<b>TOTAL INGRESOS</b>	<b>8,754</b>	<b>11,000</b>	<b>25.7%</b>
Ingresos Tributarios	4,988	6,276	25.8%
Ingresos Petroleros	2,789	3,377	21.1%
Ingresos No Tributarios	528	551	4.4%
Transferencias Corrientes	268	440	64.2%
Otros Ingresos	181	356	96.7%
<b>TOTAL GASTOS</b>	<b>8,382</b>	<b>9,737</b>	<b>16.2%</b>
<b>Gasto Corriente</b>	<b>4,737</b>	<b>5,443</b>	<b>14.9%</b>
Sueldos	2,982	3,302	10.7%
Bienes y Servicios	537	682	27.0%
transferencias Ctes	857	910	6.2%
Intereses	318	486	52.8%
Otros Gtos Corrtes.	43	63	46.5%
<b>Gastos de Capital</b>	<b>3,645</b>	<b>4,294</b>	<b>17.8%</b>
<b>DEFICIT / SUPERAVIT</b>	<b>372</b>	<b>1,263</b>	

Fuente: Ministerio de Finanzas

**La recaudación de Impuestos**, USD 6.276 millones, representa el 57% del total de ingresos con un crecimiento anual del 25.8%.

Los gastos han mantenido un crecimiento continuo (16% anual) en el primer semestre, totalizando a junio USD

9.737 millones, de estos el 52% son gastos corrientes correspondientes a sueldos y salarios.

**Los gastos de capital** también se han incrementado; a junio la inversión pública llegó a USD 4.294 millones, registrando USD 650 millones más que el primer semestre del 2011.

**La deuda interna** en mayo registra un saldo de USD 6.033 millones, con un crecimiento del 30% respecto al cierre del 2011.

#### TRIBUTACION

Conforme a datos del Servicio de Rentas Internas (SRI), a junio 2012, se obtuvo un crecimiento en recaudaciones del 17.5% y a USD 5.752 millones, cumpliendo en 109% la proyección fijada para el primer semestre. Este aumento se dio por el impuesto a la salida de capitales. El impuesto a la renta creció en USD 171 millones, totalizando USD 1.946 millones. El IVA creció en 11.3% o USD 270 millones adicionales, debido al consumo de los primeros meses del año.

El nuevo impuesto a la contaminación vehicular ayudó a recaudar USD 48 millones hasta junio y el impuesto a las botellas plásticas generó USD 6.6 millones.

#### SECTOR MONETARIO Y FINANCIERO

En el primer semestre del 2012, se registraron importantes niveles de liquidez, alimentados por un gasto público creciente que incentiva el consumo. Sin embargo hay factores que han limitado este crecimiento, como la disminución de las remesas y menor crecimiento de las exportaciones.

La oferta monetaria continúa creciendo hasta junio, pero en menor intensidad a la habitual.

**Los depósitos de la banca privada** suman USD 18.566 millones, registrando un aumento de USD 283 millones en el último trimestre a un menor ritmo del alcanzado en el primer trimestre del 2012. Este crecimiento ha estado respaldado por mayores captaciones de personas y hogares con USD 661 millones, contrariamente al de las empresas que disminuyeron en USD 361 millones, debido a las obligaciones tributarias y pago de utilidades y dividendos, que generan menor liquidez.

El comportamiento de los depósitos también tuvo una variación, ya que los de cuenta corriente crecieron el primer trimestre y se redujeron para el segundo, teniendo comportamiento contrario los depósitos de ahorro y de plazos.

#### CARTERA DE CREDITO

Esta creció en USD 721 millones en el segundo trimestre llegando a USD 14.425 millones, tanto en cartera corporativa como de personas.

La morosidad ha tenido variaciones incrementales pero mantiene niveles aún aceptables.

La Junta Bancaria ha emitido varias regulaciones, con el fin de controlar la concesión de crédito, los mismos que han tenido impacto negativo en los resultados de las Instituciones Financieras.

#### PERSPECTIVAS 2012

A esta altura del periodo 2012, todas las instituciones, tanto internacionales como locales han revisado sus proyecciones iniciales de crecimiento para abajo, debido a la contracción económica que atraviesan los países desarrollados y que afectan parcialmente nuestra economía.

OTRAS EXPECTATIVAS DE CRECIMIENTO 2012				
	BCE	FITCH	CEPAL	FMI
Estimaciones Iniciales	5,3%	4,8%	5,0%	4,0%
Estimaciones actuales	4,8%	4,0%	4,5%	3,85%

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

El precio del petróleo tiene buenas perspectivas pero no tendrá un incremento importante frente al 2011. Existen fondos disponibles adicionales de China y Rusia para proyectos hidroeléctricos.

La desaceleración del PIB al 4%, explica el BCE, por la paralización de la refinería de Esmeraldas durante la mitad del año. El PIB petrolero según estas expectativas crecería en apenas 0.3% en el 2012. El PIB no petrolero se desacelerará de 6.7% en el 2011, a 5.1% en 2012.

Analistas económicos independientes estiman que el PIB petrolero se contraerá más de lo que prevé el gobierno y coinciden con las expectativas en cuanto al PIB no petrolero.

El crecimiento del PIB no petrolero seguirá siendo empujado por el consumo de hogares, que se esperaría mantenga una tasa de crecimiento menor a la del 2011. De todos modos, siendo el 2012 año de propaganda electoral (elecciones enero 2013), el gobierno seguirá impulsando este consumo.

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

#### PERSPECTIVAS 2013 – 2015

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

El BCE estima que habrá una contracción del PIB petrolero en 2015. El crecimiento del PIB no petrolero se mantendría entre el 3% y el 4%.

El FMI concuerda con las tendencias de crecimiento esperadas.



### SECTOR PRIVADO

Lamentablemente, el entorno para la inversión privada es cada vez más incierto y desfavorable (múltiples reformas tributarias, incrementos de salarios más altos que los incrementos en la producción, propuestas de leyes antimonopolios sin participación del sector privado, implementación de cupos y aranceles a las importaciones) lo que impide aprovechar localmente el incremento de la demanda y la disponibilidad de crédito. Las restricciones, incremento de costos laborales y deficiencias estructurales en los servicios limitan la capacidad de competir en los mercados internacionales impidiendo que se logre expandir los mercados.

Un hecho relevante que confirma el interés del Gobierno de controlar el mercado para las empresas privadas es Ley de "Control de Poder de Mercado" que ya está vigente.

La ley como está diseñada va más allá de limitar prácticas monopólicas; propicia la creación de entes de control con amplios e indefinidos poderes sometidos a la discrecionalidad del ejecutivo.

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

Fuentes: Multienlace, BCE, Análisis Semanal, Revista Cordes, El Comercio; Elaboración BWR septiembre-2012.

	2008	2009	2010	2011	1S12
PIB (USD Mill 2000)	24.032	24.119	24.983	26.928	28.227
Inc. PIB (Mill.2000)%	7,24	0,36	3,60	7,78	4,80
PIB CORRIENTE (Mill USD)	54.208	52.022	57.978	67.427	73.232
Inc. PIB CORRIENTE%		-4,03%	11,45%	16,30%	8,61%
Inc. anual oferta y demanda global% (usd 2000)	8,10	-3,60	7,40	5,50	4,90
Inflación Anual %	8,83	4,31	3,33	5,45	5,09
Deuda total del Gobierno / PIB%	25,34	19,67	23,40	21,21	20,35
Deuda externa del Gobierno / PIB%	19,19	14,39	15,22	14,53	14,06
Deuda interna del Gobierno / PIB%	6,15	5,28	8,18	6,68	6,16
Ingreso Sector Publico / PIB %	40,70	35,33	39,98	47,76	34,5
Gasto Corriente Gobierno / PIB%	27,20	26,80	29,16	33,88	19,28
Inversión del Gobierno / PIB%	12,91	12,84	12,45	14,90	15,20
Precio del Petroleo / baml USD (ref)	97,70	64,00	84,50	102,46*	84,96

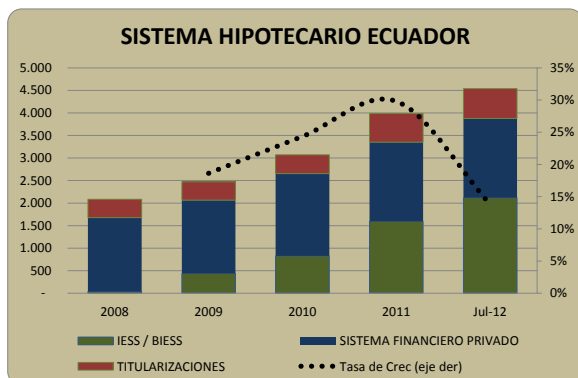
fuentes: Analisis Semanal - 2007 - 1S12 BCE devengado , 2012registro oficial y proforma PIB

Ecuador

## Riesgo Sectorial: Sistema Crédito de Vivienda-Hipotecario

El sector de la vivienda y construcción está estrechamente ligado al financiamiento que puedan otorgar las instituciones financieras privadas o públicas que, a través de créditos de largo plazo, dan facilidades para la compra o construcción de unidades habitacionales. De acuerdo a datos de la Cámara de la Construcción, en el Ecuador existe un déficit de 500 mil viviendas, con una constante demanda especialmente en segmentos económicos medios y bajos.

En la última década el sector de la construcción ha sido uno de los más dinámicos de la economía con tasas de crecimiento promedio superiores al 10% anual. Sin embargo, dentro del segmento de vivienda el crecimiento ha sido desigual en los diferentes sectores económicos y se ha enfocado en un sector medio-alto.



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

El financiamiento a través del Banco del Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social (BIESS), ha dinamizado el mercado inmobiliario al otorgar créditos de vivienda terminada y en construcción desde el año 2009.

El BIESS es ahora el principal participante del crédito hipotecario teniendo el 46% del total de la cartera vivienda, sin considerar cartera titularizada, y muestra un mayor ritmo de crecimiento en las colocaciones.

Según información de las estadísticas del BIESS, la institución coloca alrededor de 100 créditos diarios, que significa USD 72 MM mensuales de colocación promedio en el último año.

El BIESS financia en mayor proporción viviendas terminadas con créditos promedio entre USD 30 M y USD 50 M. Las políticas de crédito no han variado, la institución otorga montos hasta USD 100 M, financiando el 100% del valor, hasta 25 años y con tasas promedio cercanas al 8%.

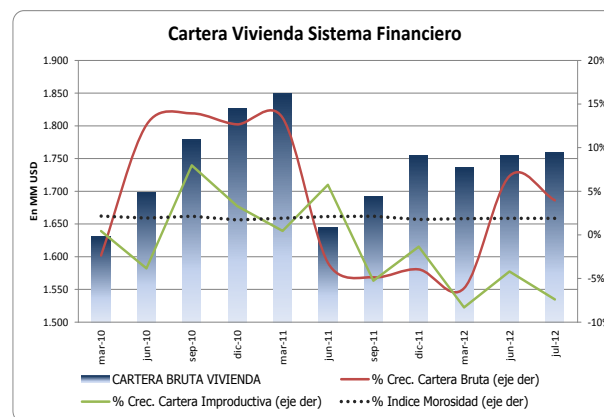
La cartera de vivienda del BIESS al primer semestre del 2012 alcanza un monto de USD 2,100 MM, y la institución tiene previsto crecer USD 500 MM más en colocaciones en el segundo semestre del año.

No existe información pública de los montos de recuperación de la cartera, saldos, ni niveles de morosidad. Según comentarios publicados no oficiales, la cartera del BIESS maneja indicadores de morosidad menores al 1%. La baja morosidad estaría respaldada por los mecanismos de recuperación de cartera con los que cuenta el Banco a través de descuento directo de las cuotas en los roles de pago de los afiliados.

En los últimos años el BIESS ha financiado viviendas para un sector económico medio, que corresponde a afiliados con trabajo formal y estable que cumplen las condiciones para acceder al crédito.

Pese a que el BIESS no cubre todos los segmentos económicos de la población, en los que estarían excluidos los trabajadores informales, independientes y segmentos más bajos, las oportunidades que el Banco ha otorgado, las facilidades de plazo y tasa, han significado una fuerte competencia para el sistema financiero, considerando que el BIESS es la única institución que dispone de fondeo de largo plazo.

La cartera de vivienda del sistema financiero privado alcanzó un monto de USD 1,849 MM a marzo 2011, luego de un proceso de titularización de USD 300 MM de una institución bancaria, el saldo de la cartera bajó a USD 1,644 MM en junio 2011, y hasta julio 2012 no se ha recuperado el monto alcanzado en marzo 2011.



La fuerte competencia del BIESS para el sector financiero privado se refleja en el lento ritmo de colocación, en el último año el sistema no alcanza montos como los observados en el 2010. Incluyendo la cartera titularizada, el segmento de vivienda muestra un crecimiento anual promedio de 10%, mientras que la cartera del BIESS estaría creciendo al 30% anual.

Otro motivo para la desaceleración de la colocación de la cartera de vivienda ha sido la expedición de la Ley Orgánica de Regulación de los Créditos de Vivienda y Vehículos, en junio del 2012. La Ley beneficia a deudores que contraigan deuda para adquirir una única vivienda

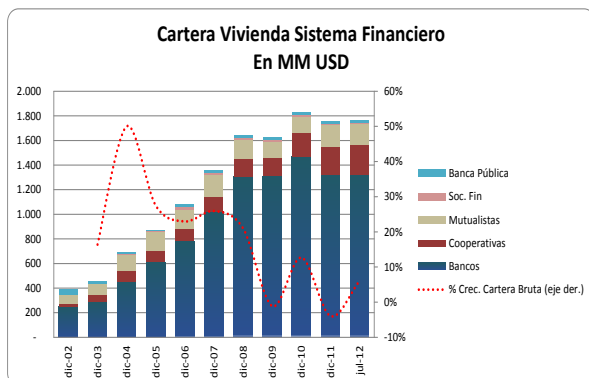
familiar o para remodelación de la misma, con un monto máximo de USD 146 M, que tenga garantía hipotecaria del mismo bien para respaldar el crédito.

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.

El anuncio y final expedición de la Ley ha desestimulado la colocación de la cartera de vivienda por parte de las entidades bancarias que buscan reformular las políticas de originación de crédito de vivienda, en muchos casos volviéndolas más estrictas para evitar a futuro el posible debilitamiento de cobertura de las garantías.

El sistema financiero privado de cartera de vivienda está constituido principalmente por la cartera de bancos (75%), cooperativas (13%), mutualistas (10%), y una participación del 1% de la cartera del Banco Ecuatoriano de la Vivienda (BEV), sin embargo estos créditos están dirigidos hacia un segmento de constructores más que a financiar vivienda al consumidor final.

El segmento de cooperativas reguladas por la Superintendencia de Bancos y Seguros en el país ha mostrado un alto dinamismo en la última década en la colocación de cartera en todos los segmentos. Hasta el año 2011 la cartera de vivienda crecía a un ritmo anual promedio de 20%. Al mes de julio 2012, el ritmo de colocación en este segmento se desacelera al igual que en el sistema bancario, la cartera crece al 6% anual.



Fuente: Superintendencia de Bancos y Seguros  
Elaboración: BWR

El segmento de cooperativas es el que más enfoque tendría hacia sectores económicos medio-bajos, donde hay mayor potencial de crecimiento. El riesgo en el sistema de cooperativas en relación a la cartera de vivienda es el descalce de plazos, pues sus fuentes de fondeo son

mayoritariamente de corto plazo. Sin embargo, con la expedición de la Ley de Economía Popular y Solidaria, las instituciones cooperativas tendrían mayores opciones de fondeo de mayor plazo a través de mercado de valores o incluso con procesos de titularización de cartera.

Aún se considera marginal la participación de la cartera de vivienda en la mayoría de cooperativas reguladas, sin embargo con las oportunidades de crecimiento podría incrementarse a futuro.

El segmento de mutualistas participa de un 10% de la cartera de vivienda total, muestra un comportamiento estable en la colocación de cartera. Estas instituciones se benefician de la posibilidad de titularizar cartera convirtiendo los recursos líquidos en nuevas colocaciones.

En relación a la calidad de cartera, históricamente los créditos de vivienda han mostrado baja morosidad con tendencias estables. En el primer semestre 2012, la cartera improductiva de vivienda total se desacelera evidenciando que hay mayor nivel de recuperación. Solamente la cartera improductiva del segmento de cooperativas crece en este período en 28% anual, presionando el índice de morosidad del segmento, pero se mantiene aún bajo. La capacidad de gestión de recuperación de cartera en riesgo es menor en el sistema de cooperativas en comparación a la de los bancos.

El índice de morosidad del sistema total a jun-12 fue 1.90% similar al promedio histórico. No se espera deterioro en este tipo de cartera que es uno de los sectores tendencialmente de menor morosidad y más estable por tratarse de un activo de largo plazo. Además, el portafolio de vivienda al ser respaldado por el mismo bien tiene adecuadas coberturas de garantía, siempre que el monto del crédito sea menor al avalúo del bien, considerando las limitaciones de cobro de garantía por la nueva Ley de Hipotecas.

La perspectiva de corto plazo para el crédito de vivienda otorgado por el sistema financiero es de desaceleración, dadas las condiciones regulatorias actuales y la fuerte competencia del BIESS que continuará creciendo aceleradamente en colocaciones. En el mediano y largo plazo, se estima que las entidades bancarias continuarán colocando cartera de vivienda considerando el déficit habitacional, posiblemente a menor ritmo de crecimiento que el observado en el 2010 y 2011. El segmento de cooperativas podría mostrar mayor dinamismo de concretarse las facilidades en el fondeo con la aplicación de la nueva ley.