



Ecuador
Décimo seguimiento

Fideicomiso Mercantil Pichincha 4, FIMEPCH 4, Valores PCH-TH 4

Calificación

Clase	Calif. anterior	Calif. actual	Último cambio
A1	AAA	AAA	NR
A2	AAA	AAA	NR
A3	AAA-	AAA	Oct-15
A4	B+	B+	NR
A5	B+	B+	NR

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.

Principales participantes:

- *Originador*: Banco Pichincha.
- *Administrador Cartera*: Banco Pichincha.
- *Agente de Manejo*: CTH.

Contactos:

Carlos Ordóñez, CFA
(5932) 226 9767 ext. 105
cordonez@bwratings.com

Econ. Sonia Rodas
(5932) 226 9767 ext. 111
srodas@bwratings.com

Fundamento de la calificación

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings, luego de analizar la información relativa al Fideicomiso Mercantil Pichincha 4 FIMEPCH4, decidió mantener en "AAA" la calificación de las clases A1 y A2, subir la calificación de "AAA-" a "AAA" a la clase A3 y mantener la calificación "B+" a las clases A4 y A5.

Calificación Local: La calificación emitida pertenece a una 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.

Se debe aclarar que los signos "+" y "-" que acompañan la calificación indican una posición relativa dentro de la misma categoría y no una tendencia.

Estas calificaciones se fundamentan en la capacidad de cada clase de pagarse en tiempo y forma dentro de un escenario de estrés consistente con su calificación. La calificación 'AAA' implica que las clases podrían superar un escenario de al menos seis veces la pérdida base; mientras las clases calificadas en "B+" resisten al menos 1.6 veces la pérdida base.

Además de la protección proveniente de la subordinación, la estructura prevé que durante la etapa de amortización, que inició en julio 2014, el exceso de interés que se produce mensualmente sirva para amortizar anticipadamente la clase preferente, por lo que se espera que en el tiempo se vaya generando un sobrecolateral creciente que mejore la capacidad de pago de todas las clases emitidas.

Hemos recibido una opinión legal favorable respecto a la legalidad y forma de transferencia de los activos del patrimonio autónomo.

Banco Pichincha tiene una calificación de "AAA-" en escala local, otorgada por BankWatch Ratings (BWR). A juicio de la Calificadora, el Banco posee la capacidad técnica y operativa para desempeñarse exitosamente como administrador de la cartera titularizada.

Por último, se considera que el nuevo Administrador fiduciario ANEFI S.A. tiene la suficiente experiencia, capacidad profesional y técnica para actuar como agente de manejo de la presente titularización, apoyado adicionalmente por CTH, que como Servidor Maestro estará a cargo de los principales temas operativos.

Presentación de Cuentas

El presente análisis se ha fundamentado principalmente en los siguientes documentos e información:

- Contrato de Fideicomiso y demás documentos legales pertinentes.
- Estados financieros del Fideicomiso al 2013 y 2014, auditados por la empresa KPMG del Ecuador, con opinión favorable respecto a la razonabilidad de su presentación con base en las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF).
- Estados financieros no auditados del Fideicomiso desde el inicio de la titularización hasta agosto-2015, preparados de acuerdo a las NIIF; y demás información suplementaria considerada relevante para el análisis de capacidad de pago de las clases emitidas, con la misma fecha de corte.
- Estados financieros a diciembre-2014 de la Administradora de Fondos y Fideicomisos ANEFI S.A., en calidad de Fiduciaria, auditados por PriceWaterhouse Coopers, que contienen una opinión limpia sobre su razonable presentación, elaborados bajo NIIF's.
- Informe de calificación global de Banco Pichincha publicado por BWR en sep-2015 con información cortada a junio-2015.

Entorno Económico y Riesgo Sistémico

Por favor remitirse a los anexos 1 y 2.

Hechos Relevantes y Subsecuentes

El 12 de septiembre del 2014 entró en vigencia el Código Monetario y Financiero, el cual en la cláusula transitoria XXVII especifica lo siguiente:

“Vigésima séptima.- Corporación de desarrollo de mercado secundario de hipotecas: La entidad constituida al amparo de la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero como corporación de desarrollo de mercado secundario de hipotecas, en el plazo de un (1) año de la vigencia de este Código, deberá transferir la calidad de fiduciaria en los procesos de titularización que actualmente administra, a una sociedad administradora de fondos y fideicomisos, manteniendo las demás facultades requeridas para desarrollar procesos de titularización, propios y de terceros. Si en el plazo indicado no opera tal transferencia, la entidad deberá liquidarse.

La participación del Estado en esta corporación será asumida por el Banco del Estado, entidad que podrá mantenerla, incrementarla o enajenarla.”

Para cumplir esta resolución el 26 de junio del 2015 la Asamblea de Inversionistas del Fideicomiso decidió designó a la Administradora de Fondos y Fideicomisos Anefi S.A. como el nuevo Agente de Manejo del Fideicomiso en remplazo de CTH S.A., una vez que ésta realice la entrega formal de la administración fiduciaria, de acuerdo al proceso definido por ambas partes.

Adicionalmente, aprobó varias reformas al contrato de constitución del Fideicomiso Mercantil entre las que están las que facultan al Agente de manejo el delegar algunas funciones operativas a un “Servidor Maestro”, que se ha instruido que sea CTH S.A., por contar con la experiencia en este tipo de procesos. Las reformas legales realizadas son básicamente operativas y no afectan el riesgo financiero de la titularización.

Las funciones que delega el Agente de Manejo al Servidor Maestro son las siguientes:

- a. Verificar y validar la información periódica, enviada por los administradores de cartera al fiduciario, con respecto a la administración de la cartera titularizada.
- b. Proporcionar la información contable que requiera el Agente de Manejo para la elaboración de los estados financieros del fideicomiso.
- c. Monitorear la gestión de los administradores de cartera, respecto a la cartera titularizada.
- d. En el caso de reposiciones o sustituciones de cartera, realizar la revisión de los documentos legales que instrumenten las operaciones de crédito titularizadas y vigilar el cumplimiento de las características definidas en los Documentos Relacionados.
- e. Realizar los cálculos a fin de distribuir entre los inversionistas los flujos recibidos.
- f. Elaborar los reportes que se requieran en el proceso de titularización.

Análisis de Estrés

Pérdida estimada de la cartera de créditos titularizada

La pérdida bruta esperada (antes de recuperaciones por vía legal) para un escenario base (*pérdida base* en adelante) se obtiene 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, las relaciones deuda / garantía (DAV) y cuota mensual / ingreso (CIN); concentraciones geográficas y por deudor; madurez de la cartera (número de cuotas pagadas); entre otras. Adicionalmente, en el caso de créditos que presentan reestructuraciones, la calificadora toma una posición conservadora al estimar su pérdida bruta esperada.

A ago-2015 solamente existe un crédito con 6 cuotas vencidas y no existen créditos demandados. La política actual del Banco es recomprar los créditos problemáticos. Para el modelo de análisis se supone que dicho crédito no se recuperará por vías legales y por tanto únicamente se incluye un supuesto de recuperación parcial por vías judiciales.

La pérdida de la cartera para un escenario base se estima en 3.92% para la cartera no demandada o vencida menos de 6 cuotas. Incluyendo la cartera total se llegaría a una pérdida base de 3.95%.

Por ser un portafolio cerrado, el peso de la cartera en riesgo tiende a incrementarse a medida que el saldo insoluto se reduce. Si se calcula la pérdida base en relación al monto de cartera inicialmente transferido, esta llegaría a 2.96%, porcentaje que demuestra un mejor calidad del activo subyacente que el esperado en la calificación inicial para el período analizado, lo cual a su vez está influido también por las compras de cartera vencida que periódicamente ha hecho el Originador.

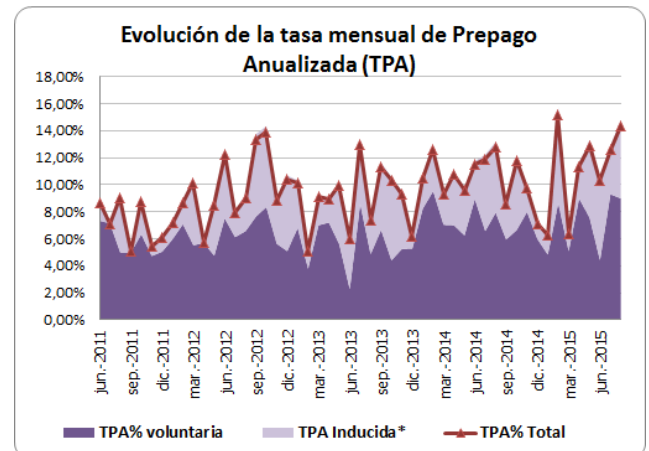
El modelo de flujos considera un supuesto de recuperación parcial de los créditos en mora, a través de la acción legal correspondiente y luego de un tiempo estimado de 36 meses. El porcentaje de recuperó es estresado de acuerdo al escenario de calificación.

Prepago de la cartera

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.

El prepago puede variar en respuesta de las condiciones de plazo y tasa que ofrezca el BIESS en el futuro para créditos de vivienda hipotecaria. Los

traspasos históricos de créditos al BIESS se encuentran incorporados dentro de la tasa de prepago que la calificadora calcula mensualmente.



*La TPA Inducida representa el monto de ventas de cartera al originador realizadas por el Fideicomiso, lo que incrementa el prepago y por tanto influye negativamente en la generación futura de interés por parte de la cartera.

La tasa promedio de prepago anual (TPA) de la cartera se ubica en 9.57%, porcentaje influenciado en parte por las recompras de cartera que realiza mensualmente el Originador. Sin ellas la TPA se ubicaría en 6.48%.

La escritura del Fideicomiso establece que si el prepago mensual anualizado supera el 9% el Originador puede proceder a vender al Fideicomiso cartera sin premio por el valor que exceda el prepago definido. También se indica que tales operaciones las haría el Fideicomiso siempre que el saldo insoluto y plazo restante de los títulos valores evolucionen según lo programado. De no ser así, se deberá usar los fondos recibidos en prepago hasta eliminar las diferencias respecto de lo programado. Una vez cubiertas las diferencias se podrá adquirir nuevos créditos. Hasta el momento, el flujo de prepago se ha utilizado para el pago del interés extraordinario acumulado en etapa de reposición y, a partir de junio-2015, para la amortización acelerada de la clase preferente.

Estructura Financiera y Legal

Hemos recibido una opinión legal favorable respecto a la legalidad y forma de transferencia de los activos del patrimonio autónomo.

La Fiduciaria, en calidad de representante legal del Fideicomiso, en su momento recibió físicamente los documentos de crédito, y la propiedad de los documentos ha sido transferida al fideicomiso sin reserva de ninguna clase.

El Fideicomiso establece como garantía de la emisión 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.

En el informe de la calificación inicial, disponible en www.bankwatchratings.com, se puede encontrar un resumen de las principales características de la estructura.

A continuación se aprecian los niveles de cobertura de la pérdida base antes de recuperación legal, con los mecanismos de garantía existentes a la fecha de corte para cada clase.

Clase	Mecanismos de garantía	Cobertura pérdida base
A1	51.99%	13.16
A2	22.60%	5.72
A3	11.91%	3.02
A4	1.22%	0.31
A5	1.22%	0.31

Asimismo, si se considerara en el cálculo anterior la recuperación estimada de la cartera demandada por vías legales, las coberturas se incrementarían de forma importante.

El margen de interés existente entre la cartera y los títulos y la amortización de estos últimos empezaron a fortalecer a la estructura desde junio-2014, en que empezó la etapa de amortización. Por tanto, se está empezando a advertir un fortalecimiento de las coberturas.

A continuación se detallan las fuentes y los usos de fondos disponibles del Fideicomiso desde su fecha de integración.

GENERACIÓN DE FONDOS DISPONIBLES (USD MILES)		
	Aporte inicial al Fideicomiso	1
(+)	Capital recuperado	72,551
(-)	Compra de Cartera para reposición	49,514
	Flujo Proveniente de Capital	23,037
(+)	Interés recaudado (cartera+otros)	37,565
(-)	Gastos del fideicomiso	3,920
(-)	Interés ordinario pagado a clases A1, A2, A3 y A4	23,873
(-)	Pagos al originador	3,024
	Flujo Proveniente de Exceso de Interés	6,749
	Efectivo Generado por Capital e Interés	29,785
(-)	Capital pagado a clases	21,933
(-)	Pago originador por interés transc. antes de emisión	529
(-)	Interés extraordinario pagado tenedores clase A5	5,394
	Efectivo final según balance (31-agosto-2015)	1,931

Nota: Flujo no incluye compra inicial de cartera ni flujo por colocación de los títulos en el mercado.

Como se puede apreciar en el cuadro anterior, la Fiduciaria ha administrado los recursos provenientes de la recaudación de la cartera principalmente para la compra de nueva cartera, mientras estuvo

vigente la etapa de reposición. A partir de la finalización de esta etapa se destina al pago del interés y capital de las clases emitidas, de acuerdo a la prelación y procedimientos definidos en la estructura de la titularización.

El efectivo se encuentra en una cuenta a la vista en Banco Pichincha y se utilizará principalmente para realizar la amortización mensual de la clase A1 en septiembre. A la fecha de corte ya se ha cancelado totalmente el interés extraordinario acumulado en etapa de reposición a la clase A5.

Gastos de operación

Los gastos de operación del Fideicomiso están compuestos en su mayoría por los honorarios de administración de cartera, comisión de custodia, agente pagador, calificación de riesgo y auditoría.

Desde la fecha de constitución del Fideicomiso hasta la fecha de corte de este análisis, se han registrado gastos operativos promedio mensuales (excluyendo gastos de interés) por USD 80M, de los cuales el 90.8% corresponde a gastos variables (comisiones por administración de cartera).

Los gastos de operación se han mantenido hasta el momento por debajo de los niveles proyectados en la calificación inicial.

Para el presente análisis se considera una proyección anual de gasto operativo fijo de USD 8.6M mensuales, además de un gasto variable anual de 1.0196% del saldo de cartera, que considera el honorario por administración de cartera y el mantenimiento del registro de la titularización en la bolsa de valores de Quito.

Sensibilizaciones al flujo de caja del título

El análisis de la capacidad de pago de la titularización se realiza modelando los flujos proyectados del Fideicomiso, así como las obligaciones que este debe 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 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 a utilizarse en cada escenario de calificación se obtiene a través del uso de múltiplos

de estrés que se aplican sobre la pérdida base, y que dependen del escenario de calificación. La calificadora asume una curva que determina el momento en que se generan las pérdidas de la cartera.

El flujo obtenido luego de la aplicación de los puntos explicados en los párrafos anteriores se compara con las obligaciones mensuales del Fideicomiso, de acuerdo a la prelación establecida, lo cual permite establecer la capacidad de cada clase de pagarse en tiempo y forma. La prelación entre clases, el exceso de interés y el sobrecolateral de cartera son los mecanismos que permiten que los flujos para el pago sean suficientes en los escenarios de estrés modelados.

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.

La titularización está ya en la etapa de amortización por más de un año, desde julio 2014, por lo que la estructura se ha fortalecido paulatinamente, y a la fecha de análisis cuenta ya con un pequeño sobrecolateral, de 0.31 veces la pérdida base. Adicionalmente, la subordinación entre clases explicada anteriormente soporta la capacidad de pago de las clases preferentes. La generación de exceso de interés que se producirá en el tiempo de la emisión permite generar sobrecolateral y mejorar la capacidad de pago de todas las clases emitidas.

Las clases A1 y A2 superan holgadamente el nivel de estrés correspondiente a un escenario AAA (al menos 6 veces la pérdida base). La capacidad de pago de estas clases no es sensible a variaciones en los niveles prepago. La clase A3 se fortalece paulatinamente y soporta ya un escenario de hasta 7.5 veces la pérdida base actual, con un nivel de prepago hasta 21%; dado que el nivel de prepago actual es de 9.57% consideramos que es un margen amplio.

El fortalecimiento de la estructura a través del tiempo, reflejada en un mayor nivel de sobrecolateral existente, a futuro permitiría que las clases A4 y A5 continúen fortaleciéndose y puedan ser menos sensibles al prepago; de momento pueden pagarse, en tiempo y forma en un escenario de calificación “B+” pero todavía su fortaleza no es suficiente para acceder a la categoría inmediata superior.

Evolución de La Titularización

Evolución de la Emisión

Clase	A1	A2	A3
Monto Inicial (USD)	56.765.000	20.142.000	7.324.000
Monto Actual (USD)	34.832.296	20.142.000	7.324.000
Tasa Cupón	TPP-4.28%*	TPP-3.42%*	TPP-2.83%*
Frec. Pago Interés	Mensual	Mensual	Mensual
Frec. Pago Capital	Mensual	Mensual	Mensual
Plazo Legal desde Emisión	109	155	178
Plazo Legal desde Etapa Amortiz.	73	119	142
Plazo Legal remanente (meses)	59	105	128
Fecha Venc legal	16-jul-20	16-may-24	16-abr-26
Fecha de Emisión	23-jun-11	23-jun-11	23-jun-11
Fecha Inicio Etapa Amortizacion	16-jun-14		
Autorización SIC	Q.IMV.2011.2513 del 9/Jun/2011		

Clase	A4	A5
Monto Inicial (USD)	7.324.000	1.000
Monto Actual (USD)	7.324.000	1.000
Tasa Cupón	TPP-2.39%*	Ver Nota**
Frec. Pago Interés	Mensual	Mensual
Frec. Pago Capital	Mensual	Mensual
Plazo Legal desde Emisión	190	191
Plazo Legal desde Etapa Amortiz.	154	155
Plazo Legal remanente (meses)	140	141
Fecha Venc legal	16-abr-27	16-may-27
Fecha de Emisión	23-jun-11	23-jun-11
Autorización SIC	Q.IMV.2011.2513 del 9/Jun/2011	

* Las tasas que pagarán cada una de las clases serán definidas en función del valor de la tasa promedio ponderada de la cartera (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 anterior. 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%.

** 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, 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.

El 23 de junio de 2011 el Fideicomiso emitió valores por un total de USD 91.6MM divididos en cinco clases: A1, A2, A3, A4 y A5.

En junio de 2014 inició la Etapa de Amortización, por lo cual el capital de la clase A1 empezó a amortizarse mensualmente en función de la recolección de capital de la cartera. A la fecha de corte se ha cancelado ya el 38.64% del capital de la clase A1.

Las clases A2, A3 y A4 continúan recibiendo tan solo pagos mensuales de interés, respetando la prelación existente. Por último, la clase A5 únicamente recibe

el interés extraordinario generado en la etapa de reposición. Esta clase no gana una tasa de interés establecida, sino un *interés extraordinario*, conformado por todos los excedentes del Fideicomiso, que recibirá una vez que se haya cancelado la clase A4.

En el mes de junio 2015 se pagó el saldo final de los intereses extraordinarios a la clase A5 generados en la etapa de reposición.

Evolución del activo de respaldo

El activo de respaldo de la presente titularización se encuentra conformado por fondos disponibles (USD 1.93MM) y 2,562 créditos hipotecarios originados por Banco Pichincha, que suman USD 68.531M.

	Calif Original	Seg. 7	Seg. 8	Seg. 9	Seg. 10
Fecha de análisis	nov-10	abr-14	oct-14	abr-15	oct-15
Información corte a	ago-10	feb-14	ago-14	feb-15	ago-15
Fondos Disponibles (US\$ M)	-	4.193	2.090	2.063	1.534
Saldo Cartera Titularizada (US\$ M)	92.500	87.852	85.818	77.178	68.531
Total	92.500	92.044	87.908	79.241	70.064
Número de Operaciones	3083	2959	2932	2752	2562
Monto Promedio Crédito (US\$ M)	30	30	29	29	27
Tasa Prom Pond Interés Anual (%)	9,88	10,32	10,61	10,66	10,74
Plazo Original Prom p. (meses)	141	152	154	156	158
Plazo Remanente prom p.(meses)	119	107	107	102	98
Seasoning prom p. (meses)	22	45	49	54	60
CIN (*) prom pond (%)	19,60	21,94	20,46	20,59	21,83
DAV Actual prom pond (%)	53,31	47,55	46,75	45,13	43,47
DAV Original prom pond (%)	60,13	60,78	60,67	60,44	60,18
Concentración Regional:					
Pichincha	50,6%	48,9%	47,6%	48,0%	48,0%
Guayas	25,6%	25,7%	27,4%	27,1%	27,3%
Azúay	6,6%	7,9%	8,0%	8,0%	7,8%
Manabí	4,6%	6,2%	6,4%	6,5%	6,6%
Otras Provincias (<3%)	12,6%	11,3%	10,6%	10,4%	10,3%
TPA Promedio Plazo Emisión	9,84%	8,97%	9,27%	9,34%	9,57%

* Se excluye del cálculo a un 5% de la cartera de deudores con ingresos reportados especialmente altos (mayores a USD15M).

El saldo de cartera muestra concentración geográfica en Pichincha y Guayas, como reflejo del posicionamiento regional del Banco y de la importancia económica de estas dos provincias.

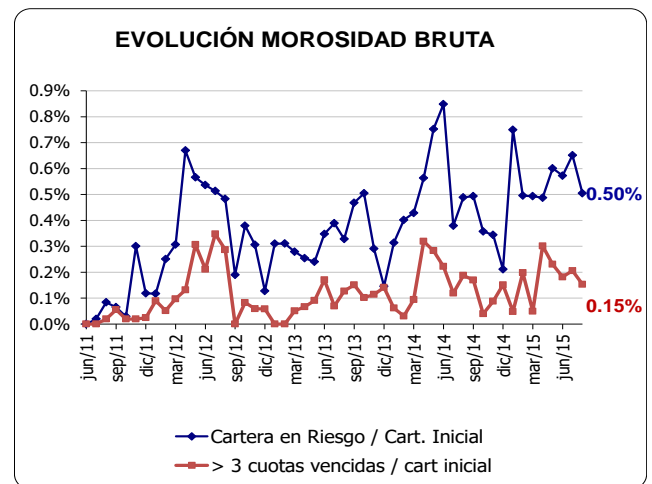
La madurez de la cartera continúa incrementándose a lo largo del tiempo. Conforme se reduce el saldo insoluto de los créditos, las garantías hipotecarias ofrecen una mayor cobertura y generan mayor voluntad de pago del saldo pendiente, por lo que se espera una mayor estabilidad en la calidad de la cartera vigente.

La relación cuota-ingreso (CIN) de 21.83%, indicador relacionado con la capacidad de pago de los deudores, se mantiene en un nivel saludable ligeramente mayor a la relación en la calificación inicial (19.60%). En el cálculo de este indicador se ha excluido a los que tienen deudores con ingresos reportados mayores a USD 15 M, debido a que en esta porción estimamos mayor riesgo de errores de información.

La tasa de interés promedio ponderada (TPP) de la cartera mejora ligeramente tras un largo período

acotada, situación que obedece a las limitaciones legales a las tasas activas que para el segmento vivienda se ajustaron hacia abajo en los años 2007 y 2008, y a que la tasa pasiva referencial publicada por el Banco Central del Ecuador (BCE), con base en la cual se reajusta la tasa de interés del 90% de la cartera titularizada, se mantuvo fija por un largo período. En el segundo trimestre del 2014 esta tasa se incrementa de 4.53% a 4.98%, lo cual se refleja en un aumento pequeño la TPP. A agosto-2015 la TTP es de 10.74%.

Si bien la tasa de interés explica el desempeño del interés proyectado, la estructura financiera de la titularización mitiga el riesgo de tasa al atar el cupón de los títulos a la tasa promedio de la cartera.



La cartera del Fideicomiso se mantiene sana. El fideicomiso no tiene cartera demandada debido a que el Originador ha recomprado periódicamente la cartera que se ha deteriorado. A la fecha de corte el mayor atraso es de seis cuotas vencidas, correspondiente a un solo crédito.

La cartera comprada por el originador con 3 cuotas vencidas o más representa el 2.66% de la cartera inicial, por tanto la morosidad hubiese sido mayor sin ese apoyo del originador. Sin considerar las compras realizadas la morosidad se mantendría en 3.2%, porcentaje más cercano al que asume el escenario base de la titularización para este período.

Banco Pichincha (Originador y Administrador de Cartera)

Banco Pichincha actúa como originador y administrador de la cartera transferida a este fideicomiso de titularización. En nuestro criterio el Banco posee la capacidad técnica y operativa para desempeñarse exitosamente como administrador de la cartera que respalda al Fideicomiso.



El Banco cuenta con la infraestructura tecnológica necesaria para la administración de créditos hipotecarios y dispone de políticas y procedimientos de seguridad de la información que le permiten mitigar el riesgo de pérdida de información ante un siniestro.

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.

La Institución mantiene actualmente una calificación de riesgo global de AAA- en escala local, ratificada por BankWatch Ratings en septiembre-2015. El fundamento de dicha calificación se transcribe a continuación:

Escenario conservador de rentabilidad 2015. La rentabilidad se sustenta en la generación financiera que mantiene una tendencia anual positiva, aunque un menor ritmo de crecimiento en el segundo trimestre, debido a la tendencia lenta de las colocaciones, originada en la menor demanda de créditos, la disminución de la liquidez de la economía y, por tanto, de los depósitos del público. Paralelamente, el gasto operacional muestra un fuerte crecimiento que deteriora los niveles de eficiencia, debido a la ejecución de varios proyectos, especialmente tecnológicos, cuyo costo ha sido cargado al gasto del año. No obstante, se espera que el próximo año se observen sus resultados positivos en la optimización de gasto operacional. El menor MON antes de provisiones del este semestre se compensa con un menor gasto de provisiones que ha permitido que los indicadores de rentabilidad no sean afectados. Como una previsión conservadora, la proyección de la utilidad neta bajó en relación a establecida hasta a inicio del año.

Contracción del nivel de liquidez. En el trimestre se mantiene la tendencia de contracción de sus activos líquidos, observada en el trimestre anterior. Si bien, la disminución de depósitos del sistema en general se observó también en BP, las fortalezas en la estructura de fondeo del Banco, por su alta diversificación de depósitos, además de contar con mecanismos para contrarrestar en el corto plazo la disminución de depósitos, le han permitido mantener coberturas amplias para sus requerimientos. En el

corto plazo, este es un riesgo sistémico, que incluye el hecho de que un alto porcentaje de los activos líquidos del sistema financiero privado se encuentran invertidos en títulos del Gobierno, originando un riesgo de concentración importante. En esta coyuntura BP ha dado prioridad a la posición de liquidez, el crecimiento de los activos productivos depende del crecimiento del fondeo y se gestionan fuentes alternativas de fondeo externo para mantener sus colocaciones, dado un escenario de menor liquidez en el sistema.

Crecimiento restringido y calidad de la cartera se presiona. El crecimiento de la cartera se ha desacelerado y podría mantenerse así el resto del año 2015, dada la tendencia de disminución de los depósitos. Paralelamente, a junio 2015, los indicadores de morosidad se incrementan de forma importante, siendo mayores a los registrados a jun-2014, tanto en el BP como en GFP a pesar del mayor volumen de castigos realizados en el semestre. La morosidad se ubicó por encima de los niveles promedio del sistema de bancos. Frente a esta situación el BP mantiene un stock de provisiones que le permite una cobertura holgada sobre el total de la cartera bruta, superior al promedio de sus bancos pares.

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. Sin embargo, el crecimiento de las dos, al consolidar la información del GFP y traspasar a dólares de EEUU, se ha visto afectado por la fuerte devaluación de las monedas de estos países, en especial del peso colombiano.

ANEFI S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A. (Agente de Manejo desde el 1 de septiembre del 2015)

La empresa ANEFI S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos fue designada el 26 de junio del 2015 por la Asamblea de Inversionistas como el nuevo agente de manejo de la titularización. La Fiduciaria se constituyó bajo la denominación social de Administradora de Fondos y Fideicomisos Produfondos S.A. con escritura pública otorgada el 4 de marzo de 1994, ante la Notaría Décimo Octava del cantón Quito, inscrita en el Registro Mercantil de Quito el 29 de marzo de 1994, con un plazo de duración de 50 años.

La Empresa está autorizada para operar como administradora de fondos y fideicomisos por parte de la Superintendencia de Compañías, mediante Resolución No. 94.1.8.AF.005 del 01 de julio de 1994. Con Resolución SCQ.IMV.02.006 de 18 de octubre de 2002, la Superintendencia de Compañías

le autoriza para actuar como Agente de Manejo en procesos de Titularización.

En julio-2012, Produbanco cumple disposiciones de la Ley Orgánica de Regulación y Control del Poder de Mercado, y vende la Administradora de Fondos y Fideicomisos, que debía salir del Grupo Financiero. Los actuales accionistas son un grupo presidido por el economista José Samaniego Ponce, ex Gerente General de Produfondos, Estudio Jurídico Gonzalo Córdova Abg., ingeniero Xavier Velasco Pimentel, ingeniero Carlos Solano de la Sala, y doctor Farith Simon Campaña.

La Superintendencia de Compañías aprobó el cambio de denominación comercial de la Fiduciaria por ANEFI S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos, el 24 de junio de 2013. Este acto se inscribe en el Registro Mercantil de Quito, en agosto-2013. El cambio de denominación e imagen, incluye la definición del objeto social, relativo a la administración de fideicomisos, encargos fiduciarios y procesos de titularización.

La calidad de la administración fiduciaria no se modifica, en consideración que ANEFI mantiene al personal técnico y con experiencia. En cuanto a su infraestructura tecnológica, sigue usando el sistema Gestor, especializado en la administración de fideicomisos, fondos de inversión, fondos de pensiones, titularización, y activos de cartera bajo una estructura parametrizable.

Consideramos que ANEFI posee la capacidad técnica y experiencia para desempeñar en forma adecuada la función de Administradora del presente Fideicomiso. La Empresa ha gestionado varias titularizaciones de flujos, lo que le otorga la experiencia requerida en este tipo de transacciones.

Corporación de Desarrollo de Mercado Secundario de Hipotecas CTH S.A. (Agente de Manejo hasta el 31 de agosto 2015 y Servidor Maestro desde el 1 de septiembre del 2015)

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 con perspectiva negativa, otorgada por Pacific Credit Rating -PCR- en septiembre-2015, con información a junio-2015. Consideramos que CTH tiene la suficiente experiencia, capacidad profesional y técnica para actuar como Servidor Maestro de la presente titularización.

La Institución 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.

Actualmente la Institución cuenta con oficinas administrativas ubicadas en Quito y Guayaquil, a y mantiene a su cargo 38 funcionarios.

Presencia Bursátil Del Valor

El mercado ecuatoriano aún no ha alcanzado la dinámica que amerite y que permita un análisis específico del posicionamiento del valor en el mercado ni de su presencia bursátil, en todo caso, es la calificación de riesgo la que influye en la liquidez del papel en el mercado y no al contrario.

El Banco mantiene las siguientes emisiones y titularizaciones de cartera en el mercado de valores:

Emision Obligaciones			
Tercera Emision de Obligaciones Convertibles Monto: USD 45,000,000			
Título valor	Calificación	Calificadora	Fecha Calificació
Clase A \$10MM	AAA-	BWR	ago-15
Clase B \$5MM	AAA-	BWR	ago-15
Clase C \$30MM	AAA-	BWR	ago-15
Cuarta Emision de Obligaciones Convertibles Monto: USD 36,000,000			
Título valor	Calificación	Calificadora	Fecha Calificació
Clase A \$25.5MM	AAA-	BWR	ago-15
Clase B \$10.5MM	AAA-	BWR	ago-15
	Calificación	Calificadora	Fecha última calificación
Titularizaciones			
FIMEPCH1 Clase B	AAA	BWR	jul-15
FIMEPCH2 Clase A1 Clase A2 Clase A3 Clase A4 Clase A5	AAA AAA AAA AA AA	BWR	oct-15
FIMEPCH3 Clase A1 Clase A2 Clase A3 Clase A4 Clase A5	AAA AAA AAA B+ B+	BWR	oct-14
FIMEPCH3 Clase A1 Clase A2 Clase A3 Clase A4 Clase A5	AAA AAA AAA B+ B+	BWR	oct-15

Ecuador

Entorno Económico y Riesgo Sistémico

Sector Real

USD Millones	2012	2013	2014
PIB Corriente en millones	87,623	94,473	100,543
PIB Constante en millones	64,106	67,081	69,632
Tasa de crecimiento anual			
PIB Corriente	10.53%	7.82%	6.43%
PIB Constante	5.22%	4.64%	3.80%

Comercio Exterior

USD Millones (FOB)	Ene/Jun 2014	Ene/Jun 2015
Exportaciones	13,427	9,826
Petroleras	7,241	3,824
No Petroleras	6,186	6,001
Importaciones	12,743	11,043
Balanza Comercial	684	(1,217)

Reserva y Deuda

USD Millones	2013	2014	2015 II *
RILD	4,361	3,949	4,739
Deuda Pública Interna	9,927	12,558	12,304
Deuda Pública Externa	12,920	17,582	20,038
Deuda Privada Externa	5,859	6,545	7,046
Deuda pública	22,847	30,140	32,342
Deuda pública como % PIB	24.18%	29.98%	0.00%

* Dato acumulado del año

Indicadores Monetarios

USD Millones	2013	2014	2015 I *
Inversión Extranjera Directa	732	766	171
Remesas	2,450	2,462	530

* Dato acumulado del año

Inflación

IPC	2013	2014	2015 I *	2015 II *
Tasa de Inflación Mensual	0.20%	0.11%	0.41%	0.41%
Tasa de Inflación Anual	2.70%	3.67%	3.76%	4.87%
Tasa de Inflación Acumulada	2.70%	3.67%	1.63%	3.08%

Mercado Laboral

	2012	2013	2014	jun-15
Desempleo	5.00%	4.86%	4.54%	5.60%
Subempleo	39.62%	43.18%	43.78%	39.30%
Ocupados Plenos	52.30%	51.67%	51.40%	55.10%

Fuente: BCE

Elaboración: BWR

Contactos:

Patricia Pinto
(5932) 292 2426 ext.103
ppinto@bwratings.com

Sebastián Baus
(5932) 292 2426 ext.104
sbaus@bwratings.com

Fecha elaboración:

Septiembre, 2015

La economía ecuatoriana se caracteriza por tener una estructura concentrada en ingresos y poca flexibilidad de fondeo. La dependencia en pocos productos para el desarrollo de la economía y la falta de un fondo de estabilización para épocas de crisis, generan mayor incertidumbre en cuanto a la liquidez de la economía, la cual influye directamente en el desarrollo del sistema financiero, de la industria, y del comercio en general. Por otra parte, el bajo incentivo a la inversión extranjera directa (IED) y la estructura concentrada de la balanza comercial, representan un problema para un país dolarizado, limitando el crecimiento de la oferta monetaria y por ende de la economía.

La vulnerabilidad de la economía ecuatoriana se evidencia en el año 2015 que ha transcurrido y terminará con un entorno operativo económico de liquidez contraída y de alta incertidumbre económica, política y social, lo cual seguramente se extenderá al menos a la primera mitad del 2016, dependiendo del comportamiento del precio del petróleo y de la dirección de las decisiones del gobierno principalmente en cuanto a temas estructurales relacionados al gasto corriente, al comercio exterior, a las políticas que afecten a la industria local y a las inversiones en general. Mientras que la economía ecuatoriana mostró tasas de crecimiento importantes, aunque decrecientes, en los últimos 4 años (entre 7.87% y 3.80%) para el 2015 se espera que el PIB no crezca o inclusive que disminuya. Todavía no se ha expuesto cifras oficiales actualizadas ni proyecciones concretas de otras fuentes al respecto.

La pérdida de ingresos por la caída del precio del petróleo (55% entre junio-2014 y junio 2015), el cual sigue a la baja (USD45/b a septiembre 2015), no permitirá sostener el importante gasto corriente por parte del gobierno, lo cual ha sido el motor del crecimiento económico de los últimos años. Asimismo, será inevitable limitar los proyectos de inversión. Creemos que esta pérdida de ingresos y la menor actividad del Gobierno no podrán ser compensadas con inversión privada local y/o extranjera que promueva la producción y/o el comercio, ya que el discurso político, el endurecimiento desmedido de las leyes tributarias y la volatilidad del entorno legal no han propiciado ni propician un ambiente adecuado para el efecto. Por otro lado, la percepción actual en cuanto al Ecuador como riesgo de crédito también limita las alternativas de fondeo a través de nuevos créditos. Por último, los problemas económicos actuales de China (mayor prestamista del país en los últimos periodos) generan incertidumbre en cuanto a los compromisos financieros adquiridos con el Ecuador. De honrarse dichos compromisos, la brecha financiera del 2015 estaría cubierta pero se trasladarían los problemas para los siguientes años.

Frente a las crecientes necesidades de financiamiento el gobierno ha anunciado recortes de gastos lo cual no se evidencia de acuerdo a las cifras del primer semestre del año que muestran que el rol de pagos ha crecido de manera considerable (9.1% en un año). El déficit de las operaciones del Gobierno Central fue menor de lo que se esperaba gracias a mayores recaudaciones por la amnistía tributaria, la nueva reforma tributaria y los gravámenes a las importaciones. Se estima que la inversión pública sí se ha reducido pero en niveles menores al estimado por el Gobierno.

La industria ecuatoriana ha tenido y tendrá que enfrentar adicionalmente factores externos, como es la apreciación del dólar frente a las monedas de los países con los que comerciamos, lo cual reduce nuestra competitividad tanto en el mercado local como en el exterior. A esta pérdida de competitividad contribuye adicionalmente, el alto costo de producir en el Ecuador afectado especialmente por los salarios. Por otro

lado, los precios de los productos locales se incrementaron ya que la creciente demanda de la época de bonanza no estuvo acompañada con aumentos de productividad. Según Análisis Semanal del 8 de septiembre de 2015, "...A julio de 2015, en términos reales de capacidad de compra, Ecuador se ha vuelto en promedio un 9.4% más costoso en relación a los 22 países con quienes tiene mayor comercio". Las exportaciones no petroleras también mantienen la tendencia a decrecer durante el 2015.

Para controlar la demanda de los productos importados el Gobierno implementó cupos, y un sistema de salvaguardia de balanza de pagos (marzo-2015) para encarecer dichos productos (del 5% al 45% a casi 3000 productos o 32% de los productos que importa el país). La salvaguardia, contemplada por la OMC y aceptada por el período de 15 meses, se aplicará a todos los productos que no se consideren indispensables es decir a casi todos los productos de consumo, a las materias primas y productos no terminados especialmente aquellos que compitan con los nacionales y a los bienes de capital cuya importación pueda ser pospuesta por un año. Según las normas internacionales de comercio las salvaguardias podrían extenderse y prorrogarse, por lo que legalmente podrían estar vigentes hasta por 10 años.

Durante el 2015 se observa un decrecimiento en las importaciones de bienes de consumo, de insumos y de bienes de capital. Habría que analizar puntualmente el impacto que estas medidas hayan tendido y tengan en cada industria y en cada empresa. Se conoce que las salvaguardias generaron incomodidad dentro de las negociaciones para el tratado de libre comercio con la Unión Europea, aunque en septiembre la Comisión Parlamentaria Europea resolvió favorablemente la adhesión de Ecuador al acuerdo comercial multipartes con la UE, Colombia y Perú, por lo cual se espera que el proceso siga adelante. Hasta el momento Colombia y Perú no se han pronunciado. Preocupa el poco interés de las autoridades para negociar con mercados como el de USA que capta algo más que el 42% de nuestras exportaciones. En este punto el acceso a mercados internacionales es crítico para el desenvolvimiento del país.

No se espera que el precio del petróleo suba ni que el dólar se debilite en el mediano plazo, por lo que el equilibrio de las finanzas públicas y del comercio exterior seguirán siendo retos para el gobierno. Estos retos tendrían que enfrentarse con cambios estructurales que difícilmente el gobierno estaría dispuesto a asumir. Dentro de este entorno operativo complicado, el desafío para la industria nacional es recuperar su competitividad. El ambiente operativo ecuatoriano se ha visto perturbado adicionalmente por el comportamiento del Cotopaxi y la expectativa de la Corriente de El Niño; el desenvolvimiento de estos fenómenos naturales es impredecible en tiempo e intensidad pero tendrán sus efectos en la economía ecuatoriana.

Marco Regulatorio y Riesgo Sistémico

Luego de un año de la aprobación del **Código Monetario Financiero**, se mantiene la expectativa en cuanto a modificaciones importantes que a mediano plazo deben concretarse en la estructura del sistema financiero ecuatoriano. En sep-2015 venció el plazo para que las entidades financieras que mantienen acciones en otras entidades financieras, como consecuencia de convenios de asociación, enajenen las acciones; hasta el momento no se ha producido ningún cambio en este sentido. En mar-2016 vencería el plazo para la sustitución de certificados de autorización para las entidades del sistema financiero. Esto implica que diez Sociedades Financieras deban fusionarse, convertirse en banco o liquidarse; adicionalmente esta norma implica que los bancos tengan que ajustar su capital social a un mínimo de USD 11MM. La SB en acuerdo con la JPRMF podrá ampliar el plazo hasta por 18 meses por una sola vez, por razones debidamente justificadas. Creemos que la mayoría de entidades solicitará la prórroga de plazo y que a mediano plazo observaremos un sistema financiero con menor número de instituciones.

En general, una de las grandes preocupaciones que genera el Código es la **ambigüedad** de su redacción ya que no define con claridad el alcance de varios artículos. Inquietan las **amplias atribuciones** otorgadas a la Junta y la **discrecionalidad** con la que ésta puede regular, factores que limitan nuestra capacidad para determinar al momento, el impacto del Código en el sistema financiero. Los efectos que se observen en el comportamiento del sistema financiero dependerán en gran medida del enfoque de las decisiones de regulación, las mismas que pueden darse en función de objetivos técnicos o bajo una visión política. Por otra parte, es incierto si el enfoque de control de la Junta será **vía punitiva o vía incentivos**.

A partir del segundo trimestre de 2015, el sistema financiero muestra una importante contracción de los depósitos, principal fuente de fondeo del sistema. Esto se debe en parte a la percepción de riesgo entre el público que en algunos casos prefiere mantener su dinero fuera del sistema financiero ecuatoriano y/o bajo su propio control; pero adicionalmente la reducción de los depósitos obedece a la contracción de la masa monetaria que se va ajustando a las nuevas condiciones del entorno macroeconómico descritas anteriormente. La reducción de los depósitos ha obligado a las instituciones financieras a desacelerar e incluso a disminuir las colocaciones en cartera privilegiando su posición de liquidez aun cuando los indicadores de rentabilidad se aprieten por menores volúmenes de crédito. Esta tendencia se mantendrá a mediano plazo. Adicionalmente, la rentabilidad se podría ver afectada por presiones en el margen financiero que provendrían del incremento en la tasa pasiva para competir por las captaciones del público.

La compleja situación del entorno macroeconómico podría afectar negativamente la calidad de la cartera de las instituciones financieras las mismas que al mismo tiempo, por la compresión de su rentabilidad tendrían menor capacidad para establecer provisiones y fortalecer su patrimonio.

La intención del Gobierno de participar en las decisiones del sistema financiero y en aquellas que deberían ser particulares de cada institución, se evidencia en las nuevas resoluciones emitidas por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera. Entre otros, los principales temas abordados en dichas resoluciones son: direccionamiento de crédito, programa de inversión de excedentes de liquidez, gestión del dinero electrónico, segmentación de la cartera de crédito. En general las nuevas normas limitan la capacidad de gestión técnica y estratégica particular de las instituciones del Sistema Financiero, lo cual aumenta su riesgo de liquidez, su riesgo de crédito, su capacidad de generación y por lo tanto su capacidad de fortalecerse patrimonialmente. Por otro lado, los frecuentes cambios en la normativa generan incertidumbre y desmotivan las estrategias y propuestas de crecimiento del negocio en el largo plazo.

Los efectos negativos del entorno operativo afectarán de manera distinta a cada una de las instituciones financieras dependiendo principalmente de la flexibilidad de su estructura de costos y de sus fortalezas patrimoniales. Consideramos que las instituciones con economías de escala eficientes y aquellas con patrimonios libres adecuados podrán afrontar de mejor manera esta coyuntura. Una de las mayores amenazas de la industria sería una mayor contracción de depósitos la cual podría verse mitigada por la atribución que tiene la JPRMF de ejercer mayor control al flujo de capitales frente a un desequilibrio mayor de la balanza de pagos.

Para mayor información sobre el entorno económico o de los diferentes sub-sistemas financieros por favor referirse a nuestra página web, www.bankwatchratings.com en la sección "Reportes Especiales".

Ecuador

Riesgo Sectorial: Sistema Mercado Hipotecario

CARTERA DE VIVIENDA				
TOTAL CARTERA BRUTA				
(en MM USD)	dic-14	jun-15	crec. Sem.	% Part.
BANCOS	1.605	1.704	6,2%	22,8%
COOP	248	351	41,7%	4,7%
MUTUALISTAS	196	211	8,2%	2,8%
SOC. FINAN.	1,3	1,4	6,5%	0,02%
BANCA PUBLICA	8,6	0,06	-99,4%	0,00%
TOTAL SFN	2.058	2.268	10,2%	30,3%
BIESS	4.108	4.687	14,1%	62,6%
TITULARIZACIONES	584	527	-9,7%	7,0%
TOTAL SISTEMA	6.750	7.482	10,8%	100%

Luego de un período de crecimiento de la economía de alrededor del 4.6% promedio (2008-2014), la economía ecuatoriana muestra una desaceleración importante en medio de una disminución fuerte de los precios del petróleo y la contracción de ingresos de las exportaciones derivada de la apreciación del dólar en el mercado internacional. El crecimiento de los últimos años ha estado influido de forma importante por el gasto y las inversiones del gobierno, por lo que bajo la coyuntura actual la economía está contrayéndose en todos los segmentos de la economía. La tasa de crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) esperado para el 2015 según las cifras del gobierno sería de alrededor del 0.4%, (a precios constantes). Por otro lado, la última previsión del FMI es de una disminución del 0.6% del PIB en términos constantes.

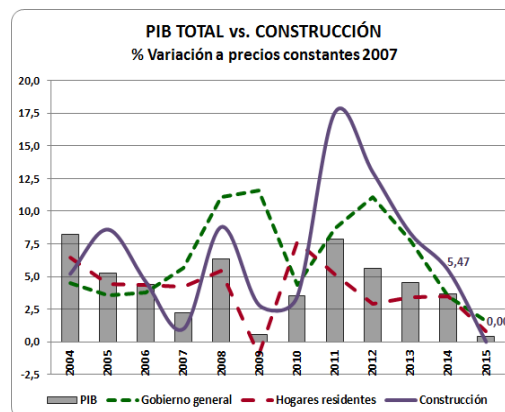
Dentro de las actividades de la economía ecuatoriana, una de las más dinámicas ha sido la construcción como rama del PIB, donde se incluye la obra pública y la construcción de vivienda. La Construcción ha crecido en promedio al doble del PIB con una tasa de 8.5% (promedio últimos 7 años) según datos publicados por el Banco Central del Ecuador (BCE). En el 2014 la construcción creció en 5.5% en términos constantes, lo que significó una desaceleración del ritmo de crecimiento en comparación a los últimos tres años, aunque mantiene una variación positiva superior a la del PIB. Para el año 2015 la previsión oficial inicial no prevé crecimiento (0,0%), bajo la coyuntura actual esperamos una tasa negativa (no se ha publicado aún el crecimiento por industrias). Como referencia se indica que las ventas de cemento gris hasta agosto-2015 se han reducido en 7.6% respecto al mismo período del año anterior, de acuerdo al Instituto Ecuatoriano de la Construcción.

El sector es estratégico para el Gobierno, lo que se refleja en las medidas de incentivo adoptadas mediante Resolución de la Junta de Regulación Monetaria y Financiera emitida en marzo del 2015, en especial impulsando el crédito para vivienda nueva en segmentos medios y bajos (de interés público), con una reducción en la tasa de interés y con facilidades en las condiciones de financiamiento otorgado por parte de instituciones bancarias más grandes del sistema financiero privado y por el BIESS. No obstante, el crecimiento del sector en 2015 también se ha visto afectado por la incertidumbre causada por los proyectos que buscan incrementar el cobro de impuestos sobre la plusvalía hipotecaria y la herencia, y que se encuentran suspendidos temporalmente.

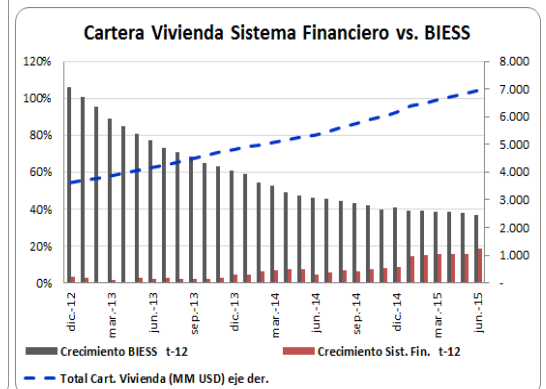
Fuente: Estadísticas BCE/ BIESS / SBS
Elaboración: BWR

Analista:
Econ. Sonia Rodas
(5932) 292 2426
srodas@bwratings.com

Fecha elaboración: Octubre-2015



Fuente: Estadísticas BCE/ BIESS / SBS
Elaboración: BWR





En el Ecuador la actividad inmobiliaria está financiada por el sistema financiero privado, principalmente bancos y cooperativas, y por el Banco del Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social (BIESS), cuya participación ha influenciado al sector de forma importante desde el año 2008, con una inyección de recursos promedio de USD 990 MM anuales desde el 2008. En el año 2014 se colocaron USD 1,190 MM en créditos de tipo hipotecario y en el 2015 se ha anunciado que se espera colocar USD 1,340 MM. El acumulado a junio es de 578MM.

El principal participante del mercado es el BIESS con el 62.5% del mercado. Los bancos, si bien aumentaron el ritmo de colocación en el último semestre del 2014 y continúan con un crecimiento similar hasta jun-2015, financian el 6.2% del mercado. Las Cooperativas de Ahorro y Crédito, y particularmente las que corresponden al segmento 1, han mostrado una tendencia positiva y tienen una participación de 4.7%; adicionalmente se mantiene una participación menor de otro tipo de instituciones generadoras como las mutualistas (2.8%), que en general financian a un sector de menores recursos con créditos promedio de menor valor.

Al mes de junio 2015, el monto total acumulado de colocación de crédito hipotecario en el sistema, según cifras publicadas en estadísticas del BIESS, ascendió a USD 4,687 MM. El ritmo de colocación mensual se mantiene con montos promedio de colocación de USD 96.4 MM por mes en el primer semestre del 2015, siendo mayor que el promedio del primer semestre del año 2014 que fue de USD 85.8 MM; no obstante, a pesar de que los recursos del BIESS tienen un origen diferente al del sistema financiero, dada la coyuntura de la economía no es fácil que se alcance el promedio de colocaciones del segundo semestre del 2014 USD que fue 112.6MM y por tanto el presupuesto esperado para fin del año de USD 1,340 MM que representa un crecimiento de 12.6% anual. Al igual que el año anterior podría ser que los créditos totales colocados sean menores a los estimados por la Administración del BIESS, considerando un entorno macroeconómico de mayor incertidumbre que puede influir en la voluntad de endeudamiento de la población objetivo en este período. La colocación acumulada hasta junio representa únicamente el 43% de la meta de fin de año.

Las colocaciones promedio de cartera de vivienda en la banca privada a junio 2015 se duplican en comparación con igual período del año 2014, sin embargo, consideramos que en el segundo semestre de este año se reflejará la menor liquidez de la economía, por lo que la tasa de crecimiento anual observada a junio de 14% disminuirá al final del año.

A la banca privada le interesa crecer en créditos de vivienda, por ser un segmento de cartera con indicadores de morosidad más estables por el tiempo y volumen de financiamiento, por la ponderación para el patrimonio técnico, porque tiene garantías reales. No obstante, es un tipo de crédito que requiere fondeo de mayor plazo, condición que no tiene el sistema privado.

De acuerdo a la Resolución de la Junta, las instituciones bancarias grandes están obligadas a impulsar el crédito de vivienda, ahora llamado de interés público, que se refiere a un segmento específico con condiciones establecidas y con subsidio del Estado. Bancos como Pichincha, Pacífico e Internacional han comenzado a desembolsar créditos de vivienda de interés público y se espera que se comience a transferir la cartera originada en las próximas semanas a los fideicomisos ya constituidos para este proceso.

Es importante tomar en cuenta que dentro del sistema bancario privado, en lo que se refiere a la cartera generada por los bancos, el monto total de créditos del sistema está también influenciado por los procesos de titularización de cartera, mediante los cuales esta sale del balance de los bancos originadores y se direcciona a fideicomisos independientes. Las titularizaciones de cartera hipotecaria vigentes suman un monto



de USD 527 MM, que representa el 9% del total de la cartera a junio 2015.

En relación a la calidad de la cartera en el sistema hipotecario, según el presidente del Directorio del BIESS el índice de morosidad del BIESS en cartera hipotecaria es de 1.65% al cierre del 2014 ¹. Bajo el supuesto de que los pagos de los préstamos hipotecarios están ligados a la relación de dependencia del trabajador y mantienen mecanismos de recuperación a través del débito directo de los roles de pagos, se podría suponer que el nivel de morosidad es bajo, porque cuenta con mecanismos de recuperación más eficientes.

El indicador promedio de morosidad de la cartera de vivienda de los bancos privados a diciembre 2014 fue de 1.90%, el cual disminuyó en el último trimestre del año, influenciado en parte por los castigos que se realizan al finalizar el período. En este semestre la morosidad es 2.24% muy cercana a la mostrada a junio del 2014 (2.20%). En general, este tipo de créditos maneja bajos indicadores de mora, debido a la clase de bien financiado, el plazo, la garantía y el análisis de crédito al que está sujeto, lo que hace que se mantenga una estabilidad en los indicadores de calidad de cartera.

Otro segmento que participa en el sistema hipotecario es el de la cartera generada por las cooperativas de ahorro y crédito. El saldo de cartera de este tipo generada por el segmento 1 a junio 2015 alcanzó USD 283 MM, con un incremento de USD 35MM en el semestre, parte del cual obedece a una reclasificación del segmento de cooperativas por parte de la Superintendencia de Economía Popular y Solidaria (SEPS), de forma que se incluyen más instituciones reguladas con lo que la cartera creció en USD 32 MM, frente al dato de diciembre 2014.

El segmento de cooperativas no cuenta con fuentes de fondeo de largo plazo, la mayor parte proviene de depósitos a la vista. Un mayor crecimiento en cartera de vivienda de las cooperativas generaría mayores descargos de plazo en los balances de este tipo de instituciones.

La perspectiva del sistema hipotecario del país es más conservadora para el período 2016, debido a que es un sector estrechamente relacionado a la disponibilidad de liquidez y sensible a cambios en otros sectores como el comercial y el importador.

¹ <http://www.clave.com.ec/index.php?idSeccion=1543>



La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso escrito de BANKWATCH RATINGS. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS se basa en información que recibe de los emisores y de otras fuentes que BANKWATCH RATINGS considera confiables. BANKWATCH RATINGS lleva a cabo una investigación razonable de la información recibida sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida en que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada. La forma en que BANKWATCH RATINGS lleve a cabo el análisis y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en que se ofrece y coloca la emisión, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a la administración del emisor, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de BANKWATCH RATINGS deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que BANKWATCH RATINGS se basa en relación con una calificación será exacta y completa. En última instancia, el emisor es responsable de la exactitud de la información que proporciona a BANKWATCH RATINGS y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar cómo hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de BANKWATCH RATINGS es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que BANKWATCH RATINGS evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de BANKWATCH RATINGS y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados al riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. BANKWATCH RATINGS no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de BANKWATCH RATINGS son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de BANKWATCH RATINGS estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de BANKWATCH RATINGS no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de BANKWATCH RATINGS. BANKWATCH RATINGS no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. La asignación, publicación o disseminación de una calificación de BANKWATCH RATINGS no constituye el consentimiento de BANKWATCH RATINGS a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo la normativa vigente. Todos los derechos reservados. . © BankWatch Ratings 2014.