

Ecuador
 Títulos con Respaldo de
 Créditos Hipotecarios
 Undécimo Seguimiento

**Fideicomiso Mercantil Banco
 General Rumiñahui 1
 Valores BGR- TH 1**

Calificación

Clase	Calif. Anterior	Calif. Actual	Último Cambio
A1	Cancelada en octubre-2012.		
A2	AAA	AAA	---
A3	AA	AAA	Mar-2013
A4	A-	A-	Mar-2009
A5	A-	A-	Mar-2009

Originador: Banco General Rumiñahui S.A.
Activo Subyacente: Cartera Hipotecaria
Administración Fiduciaria: CTH S.A.
Administración de Cartera: Banco General Rumiñahui S.A.

CARACTERÍSTICAS EMISIÓN CLASES A2 Y A3		
	A2	A3
Fecha Emisión	17-mar-08	17-mar-08
Monto Emitido USD	7,722,094.28	5,148,062.86
Saldo Insoluto USD	5,680,540.67	5,148,062.86
Tasa (% de TPP)	62.15%	70.16%
Etapas	Amortización	Amortización
Plazo Legal Original*	97 meses	102 meses
Plazo Legal Remanente	50 meses	55 meses
Fecha Vencimiento	01-abr-2017	01-sep-2017

CARACTERÍSTICAS EMISIÓN CLASES A4 y A5		
	A4	A5
Fecha Emisión	17-mar-08	17-mar-08
Monto Emitido USD	5,148,061.86	1.00
Saldo Insoluto USD	5,148,061.86	1.00
Tasa (% de TPP)	78.18%	Excedente**
Etapas	Amortización	Amortización
Plazo Legal Original*	127 meses	128 meses
Plazo Legal Remanente	80 meses	81 meses
Fecha Vencimiento	01-oct-2019	01-nov-2019

* Plazo Legal original contado a partir del inicio de la etapa de amortización.

** La clase A5 recibirá los excedentes, una vez canceladas todas las obligaciones del Fideicomiso.

Contactos

Patricia Pinto (593 2) 2922-426 ext. 103
pintop@bwratings.com

Carlos Ordóñez (593 2) 2922-426 ext. 105
cordonez@bwratings.com

FECHA COMITE: MARZO 25, 2013

ESTADOS FINANCIEROS A: ENERO, 2013

Las calificaciones de riesgo que realiza BankWatch-Ratings se fundamentan en la información que obtiene de los emisores y sus estados financieros auditados. En el caso de Grupos Financieros, el análisis se realiza sobre los estados financieros consolidados de la institución y su subsidiaria. 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, luego de analizar la información relativa al Fideicomiso Mercantil Banco General Rumiñahui 1, decidió mantener la calificación de la clase **A2** en “**AAA**”; incrementar la calificación de la clase **A3** de “**AA**” a “**AAA**”; y mantener la calificación de las clases **A4** y **A5** en “**A-**”. De acuerdo a la Ley de Mercado de Valores, estas categorías tienen la siguiente definición:

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”.

A- : “Corresponde al patrimonio autónomo que tiene buena capacidad de generar los flujos de fondos esperados o proyectados y de responder por las obligaciones establecidas en los contratos de emisión”.

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

Las calificaciones otorgadas pertenecen 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. Las calificaciones sí incorporan los riesgos del entorno macroeconómico y de la industria que podrían afectar positiva o negativamente el riesgo de crédito de la transacción.

Estas calificaciones se fundamentan en la capacidad de cada clase de pagar 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 que las clases calificadas A- podrían soportar escenarios de al menos 3.5 veces la pérdida base.

Luego del incremento de la morosidad de la cartera en el año 2009, a partir del 2010 se aprecia mayor estabilidad en los indicadores de calidad de cartera,

hecho que se atribuye tanto a la mejora en la gestión de cobranza como a la restructuración de créditos que mostraban dificultad en el pago bajo las condiciones establecidas.

El interés generado por la cartera, neto de los intereses pagados a los títulos y de los gastos de operación del Fideicomiso, ha fortalecido la capacidad de pago de las clases emitidas.

Las clases A4 y A5 también se han beneficiado del fortalecimiento de la estructura y muestran una posición más sólida dentro de un escenario de estrés consistente con su calificación.

Banco Rumiñahui, el originador y administrador de cartera no mantiene actualmente una calificación global con Bankwatch Ratings. En la calificación inicial se analizó la infraestructura, políticas y procedimientos de originación y cobranza del Banco, concluyendo que este posee la capacidad técnica y operativa para desempeñarse exitosamente como administrador de la cartera a transferirse al fideicomiso.

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

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 abril-2012 se ejecutó el traspaso de créditos al BIESS cuyos deudores habían solicitado dicho

cambio a lo largo del 2011 y primeros meses del 2012.

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

PRESENTACIÓN DE CUENTAS

El presente análisis ha sido realizado en función de la siguiente documentación:

- Estados financieros del Fideicomiso a diciembre-2011 auditados por la empresa PricewaterhouseCoopers, con opinión limpia 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 enero-2013, 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 de CTH a diciembre-2011 y a diciembre-2012, preparados bajo las normas contables establecidas por la SBS. Los estados financieros del 2011 fueron revisados por la firma auditora PricewaterhouseCoopers, quien emitió una opinión limpia sobre la razonabilidad de los estados financieros.

ENTORNO ECONÓMICO Y RIESGO SECTORIAL

Ver anexos 1 y 2

ANÁLISIS DE CAPACIDAD DE PAGO

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

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

fondos disponibles e inversiones que mantiene 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 (antes de recuperaciones por vía legal) para un escenario base 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.

Cabe indicar que actualmente el 1.0% del saldo insoluto de la cartera se encuentra en proceso de demanda legal o tiene más de 6 cuotas vencidas; adicionalmente, 2.8% de la cartera corresponde a cartera reestructurada con una o más cuotas de atraso. Para todos estos créditos se considera, dentro de los escenarios de estrés, el inicio del proceso judicial y, una vez concluido dicho proceso, la consecuente recuperación parcial a través de la liquidación de sus garantías.

Para la demás cartera titularizada, se estima que en un escenario base esta tendría una pérdida bruta de 7.31% de su saldo insoluto actual. Si se incluye la cartera en proceso de demanda legal, la pérdida bruta proyectada sobre el saldo insoluto actual sería del 10.84%.

Es importante indicar que 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 4.1%, porcentaje inferior a la pérdida de 5% utilizada en la calificación inicial.

La pérdida bruta a utilizarse en cada escenario de calificación se obtiene a través del uso de múltiples 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 la diferencia entre la tasa de los créditos titularizados y la del mercado a cada momento, mayor es la probabilidad de prepago. Los créditos hipotecarios titularizados tienen tasa reajutable, lo cual haría que el prepago dado por el caso explicado anteriormente sea menos frecuente. No obstante, el prepago puede incrementarse en respuesta de las condiciones de plazo y tasa que ofrezca el BIESS en el futuro para créditos de vivienda hipotecaria.

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.

La estructura se ha fortalecido desde el inicio de la etapa de amortización, acumulando un sobrecolateral de cartera y fondos disponibles que a la fecha de corte representan el 20.44% de la cartera transferida. Adicionalmente, la estructura contempla como mecanismo de garantía el hecho de que la clase A2 tiene prelación de pago de su capital frente a las demás clases, y la clase A3 lo tiene en relación a las clases A4 y A5. 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
A2	73.5%	6.78
A3	47.0%	4.33
A4	20.4%	1.89
A5	20.4%	1.89

Se espera que dicha cobertura continúe incrementándose por la generación mensual de interés de la cartera, que es superior a los gastos operativos y financieros del Fideicomiso. 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.

La clase A2 supera holgadamente el nivel de estrés correspondiente a un escenario AAA. El fortalecimiento de la estructura a través del tiempo permite además que la clase A3 pueda, a partir de este seguimiento, pagarse en tiempo y forma en el mismo escenario que la clase preferente. La capacidad de pago de estas clases no es sensible a variaciones en los niveles prepago.

Por su parte, las clases A4 y A5 se podrían pagar en tiempo y forma en un escenario de calificación "A-", y muestran mayor solidez dentro de su calificación que en seguimientos anteriores.

Las calificaciones AAA y A- implican superar un escenario de al menos 6 y 3.5 veces la pérdida bruta base, respectivamente.

BANCO RUMIÑAHUI

(Originador y Administrador de Cartera)

Banco Rumiñahui (BGR) tiene como principal mercado objetivo las instituciones y empresas de las Fuerzas Armadas del Ecuador, las personas del servicio activo y pasivo y las personas civiles que trabajan en las instituciones y empresas de las FFAA. El Banco tiene cobertura nacional gracias al convenio establecido para acceder directamente a la red del Banco Pichincha S.A.

Bankwatch Ratings no asigna actualmente una calificación global pública a BGR. En la calificación inicial se analizó la infraestructura, políticas y procedimientos de originación y cobranza, concluyendo que el Banco posee la capacidad técnica y operativa para desempeñarse exitosamente como administrador de la cartera a transferirse al fideicomiso.

A inicios del 2009 el Banco delega la gestión de cobranza a una empresa, hecho que de acuerdo a la Administración, es en parte responsable del deterioro que sufrió la cartera en ese año. A partir

de noviembre-09 el Banco retoma la gestión de cobranza, lo que se refleja en el 2010 en una recuperación de la calidad de la cartera hipotecaria de su balance.

CORPORACIÓN DE DESARROLLO DE MERCADO SECUNDARIO DE HIPOTECAS CTH S.A.

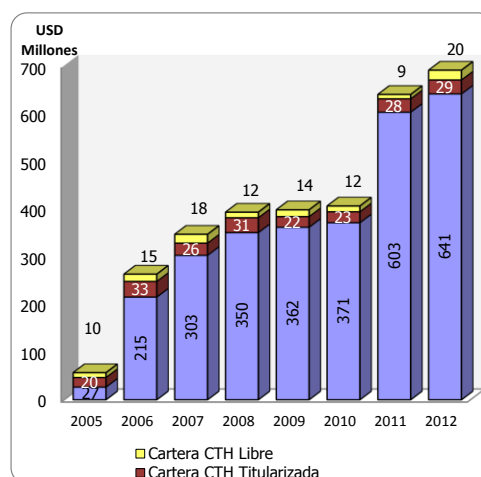
(Agente de Manejo)

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, confirmada por Bankwatch Ratings en diciembre-2012, con información a septiembre-2012. Consideramos que CTH tiene la suficiente experiencia, capacidad profesional y técnica para actuar como agente de manejo 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.

La CTH administra la mayoría de las titularizaciones de cartera de vivienda del País. A diciembre-2012, la Institución administra cartera propia por USD 29.22MM y cartera de terceros por USD 640.85MM. A continuación se muestra un gráfico de la evolución de su negocio:



FINANCIAMIENTO ESTRUCTURADO

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

EVOLUCIÓN DE LA EMISIÓN

El 17 de marzo de 2008 el Fideicomiso emitió valores por un total de USD 51.5 MM divididos en distintas clases, de acuerdo al detalle que se encuentra en la primera página de este análisis. A partir del 6 de marzo de 2009 toda la clase A1 entró en etapa de amortización.

La primera porción de la clase A1 en entrar en etapa de amortización se pagó completamente a inicios de enero-2012; la segunda se canceló el primer día hábil de agosto-2012; y la última porción lo hizo en octubre 01 de 2012. El mismo día, se empezó a amortizar la clase A2, que le sigue en prelación.

Considerando el pago realizado el primer día hábil de febrero-2013, se han realizado cinco amortizaciones de capital de la clase A2, que suman USD 2.0 MM. Las clases A3 y A4 continúan recibiendo tan solo pagos mensuales de interés, respetando la prelación existente entre ellas.

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	41,807
(-)	Compra de Cartera para reposición	10,032
	Flujo Proveniente de Capital	31,775
(+)	Interés recaudado (cartera+otros)	21,512
(-)	Gastos del fideicomiso	2,031
(-)	Interés ordinario pagado a clases A1, A2, A3 y A4	11,521
(-)	Pagos al originador*	387
	Flujo Proveniente de Exceso de Interés	7,573
	Efectivo Generado por Capital e Interés	39,348
(-)	Capital pagado a clases**	35,504
(-)	Interés devuelto al originador y a clase A5 ***	3,318
	Efectivo pendiente de utilización	528
Ajustes:		
(+)	Intereses pagados inversionistas después del corte	99
(+)	Pago de capital a inversionistas después del corte	435
	Efectivo final según balance (31-enero-2013)	1,062

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

*Pagos realizados al Originador por intereses transcurridos y no cobrados de la cartera del Fideicomiso, en la compra inicial de cartera.

** Incluye el pago de capital realizado el primer día hábil de febrero-2013.

*** Interés generado por la cartera antes de la emisión y devuelto al Originador, más interés extraordinario pagado a la clase A5, y premio pagado por la cartera inicialmente transferida.

Desde la fecha de constitución del Fideicomiso hasta la fecha de corte de este análisis, se han registrado gastos operativos (excluyendo gastos de interés y prima de cartera) por USD 2.0 MM, de los cuales el 88% corresponde a gastos variables

(honorarios del agente de manejo y comisiones por administración de cartera). Hasta la fecha de corte de la información, los gastos de operación se han mantenido por debajo de los niveles proyectados inicialmente.

ACTIVO DE RESPALDO

Resumen Colateral	Calif. Inicial	ene-11	ene-12	ene-13
Fondos Disponibles (USD MM)	0.0	1.8	1.3	1.1
Monto Cartera Original (USD MM)	54.4	54.4	54.4	54.4
Saldo de Cartera (USD MM)	54.4	31.3	24.7	19.4
Número de Créditos actual	2,431	1,579	1,355	1,112
Monto Prom Crédito Actual (USD)	22,396	19,829	18,265	17,463
Deuda/ Gtía promedio pond(%)	52.10	43.03	40.40	37.39
Dividendo/ Renta prom. pond (%)*	23.30	21.59	21.86	22.12
Plazo transc. prom. pond (meses)	16	54	65	77
Plazo reman. prom. pond (meses)	117	89	82	75
Tasa Interés prom. pond (%)	12.00	10.35	10.44	10.44
Concentración Regional (%):				
Pichincha	67.0%	66.6%	66.6%	65.5%
Guayas	28.9%	29.6%	29.7%	30.7%
Otras Provincias	4.2%	3.8%	3.7%	3.8%

* Se excluye del cálculo a la cartera de deudores con ingresos reportados especialmente altos respecto a la media.

El activo del Fideicomiso se mantiene atomizado en 1,112 operaciones de crédito de cartera con garantía hipotecaria. La estructura cuenta también con efectivo por USD 1.1MM, destinado a la amortización de capital de inicios de febrero y marzo de 2013, y al interés ordinario de las series a pagarse a inicios de febrero del mismo año.

Conforme transcurre el tiempo, la cartera gana mayor madurez, y la cobertura de la deuda con la vivienda hipotecada mantiene una tendencia a mejorarse, en función de la amortización de los créditos. Por este motivo, se espera una mayor estabilidad en la calidad de la cartera vigente.

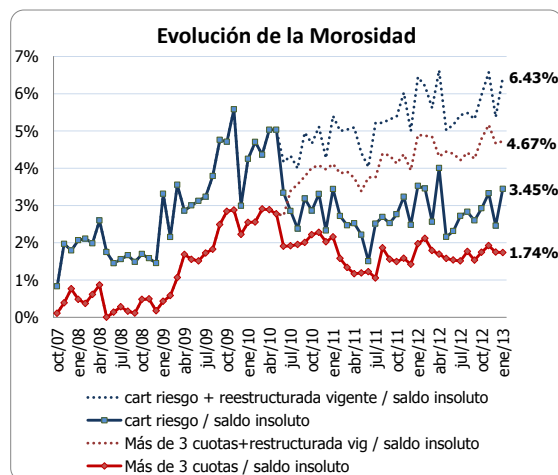
Por su parte, el CIN se estabiliza aunque en un mejor nivel que en la calificación inicial. La evolución del DAV y el CIN es favorable para el Fideicomiso, dado que estos se encuentran estadísticamente relacionados con la morosidad futura de la cartera.

Con respecto a la tasa de interés promedio de la cartera, esta se redujo de forma importante a partir del 2009 y desde el 2011 tiende a estabilizarse. El motivo de este comportamiento fue la aplicación de limitaciones legales a las tasas activas, y la reducción de la tasa pasiva referencial publicada por el Banco Central del Ecuador (BCE), con base en la cual se reajusta la tasa de interés del 99% de la cartera titularizada. Si bien una menor tasa de interés genera una reducción del interés proyectado, la estructura financiera de la titularización mitiga esta situación al atar la tasa de los títulos a la que en promedio mantenga la cartera.

Por último, el plazo promedio ponderado remanente de la cartera es de 75 meses frente a un plazo

promedio ponderado remanente de los valores en circulación de 61 meses. La cartera presenta dispersión en cuanto a su plazo al vencimiento.

Evolución de la calidad de la cartera hipotecaria



Luego del incremento de la morosidad de la cartera en el año 2009, a partir del 2010 se nota mayor estabilidad en los indicadores de calidad de cartera, hecho que se atribuye tanto a la mejora en la gestión de cobranzas como a la reestructuración de créditos que mostraban dificultad en el pago bajo las condiciones establecidas.

El 48.5% de los créditos reestructurados tiene retraso en dos cuotas mensuales, lo que demuestra un mayor riesgo de crédito que la cartera total; no obstante, únicamente 11.3% tiene 3 o más cuotas vencidas, lo que también refleja una gestión importante para evitar un mayor deterioro de estas operaciones.

Considerando que la estructura no permite que entre nueva cartera en la etapa de amortización, se espera que conforme se reduzca el saldo insoluto de la misma, el peso de la cartera en riesgo se incremente; sin embargo, es importante indicar que desde el segundo semestre del 2010 la cartera ha tenido un mejor comportamiento que el esperado en la calificación inicial.

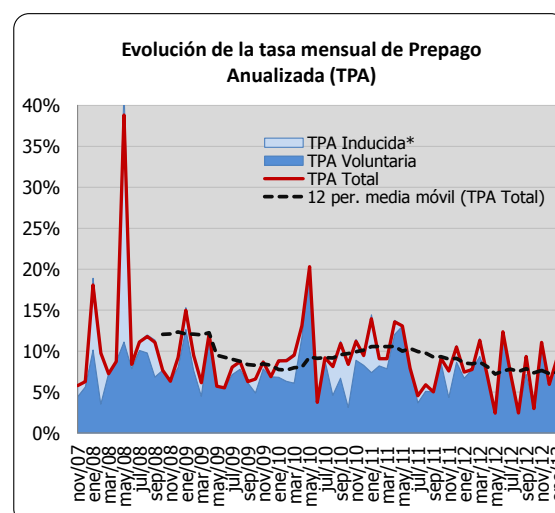
Evolución del Prepago

El prepago acelera las amortizaciones de capital de los créditos titularizados, acortando su plazo promedio remanente, y reduciendo la generación futura de interés. El exceso de interés (sobre los gastos y pago de intereses) normalmente ayuda a que las clases se paguen dentro del plazo legal y contrarresta la morosidad de la cartera.

La cartera que actualmente se encuentra transferida al Fideicomiso muestra una Tasa de Prepago Anual

(TPA) promedio de 9.28%, influenciada en parte por las recompras de cartera que realiza mensualmente el Originador. Sin considerar la recompra inducida, la TPA se ubicaría en 7.5%.

Si bien la TPA es mayor que la calculada en la calificación inicial (6.5%), esta ha mantenido relativamente estable y con una tendencia a decrecer desde el 2010.



*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 la generación futura de interés por parte de la cartera.

DESCRIPCIÓN DE LA ESTRUCTURA

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

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.

PRESENCIA BURSÁTIL DEL VALOR

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

Ecuador

Entorno Macroeconómico

	2011	2012	2013 prev.
Inc. PIB (Mill. Año base 2007)%	7,78	5,01	3,50
PIB CORRIENTE (Mill USD)	78.190	84.950	90.730
Inc. PIB CORRIENTE%	15,22%	8,64%	6,80%
Inflación Anual %	5,41	4,16	4,00%
Total Ingresos	17.301	19.855	19.555
Total Gastos	18.338	21.124	22.560
Deficit / Superavit	(1.037)	(1.269)	(3.005)
Deuda Gobierno	14.552	17.974	
Deuda Interna	4.506	7.781	
Deuda externa	10.046	10.913	
Deuda total del Gobierno / PIB%	18,6%	25,0%	
Deuda externa del Gobierno / PIB%	12,8%	14,9%	
Deuda interna del Gobierno / PIB%	5,8%	11,0%	
Gasto Sector Publico no Financanc.	31.114	34.800	36.300
Gasto Corriente Gobierno / PIB%	23,5%	25,3%	24,9%
Precio del Petroleo / barril USD (ref)	99,75	91,82	91,00
estimación Ec Jaime Carrera - OPF			
Fuente Banco Central			

ANTECEDENTES

El Banco Central cambio el año base del 2000 a 2007 en la metodología de cálculo de las Cuentas Nacionales, lo que modificó las cifras de crecimiento económico del 2012, incorporando información más desagregada de la economía y con mayor coherencia en relación a la estructura productiva del País.

SECTOR REAL

Producto Interno Bruto (PIB): El 2012 no tuvo resultados similares al año anterior, notándose una desaceleración de la economía; de acuerdo a cifras del Banco Central, el PIB crece en 5.01%, cuando en el 2011 se obtuvo un crecimiento del 7.8%.

Las proyecciones para el 2013 son menos alentadoras, ya que el Banco Mundial estima que la economía crecería a un ritmo menor al 2012; la CEPAL menciona un decrecimiento de 1.2%, para llegar a 3.5%, y el BCE aspira a que se llegue a 4,0%; en todos los casos, las proyecciones apuntan a una desaceleración en el crecimiento.

Los mayores aportes al crecimiento del año 2012 se dieron en administración pública (5.2%), explotación de minas y canteras (2.3%), construcción y servicios manufactureros (2.7%).

El petróleo continúa siendo el principal motor de la economía y sus ingresos tienen incidencia directa en el financiamiento del presupuesto del Estado. En el

2012 el precio promedio USD 98.5 el barril, registrando un alza de USD 0.90, respecto al 2011.

Durante el 2012 el precio del barril se mantuvo bastante estable, con variaciones al alza en los meses de febrero, marzo, abril y mayo (USD 104.1, USD 112.5, USD 111.9 y USD 101.5, respectivamente) para descender y terminar a diciembre en USD 93.0.

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

La inflación anual del 2012, se ubicó en 4.16%, porcentaje inferior a la del 2011; los segmentos de mayor incremento acumulado fueron: bebidas alcohólicas, tabaco y estupefacientes (18.91%); restaurantes y hoteles (6.75%); y educación (6.52%).

El Mercado Laboral: Las tasas de subocupación en el área urbana y rural del País disminuyeron respecto a diciembre 2011, ubicándose en 39.8% y 74.6% respectivamente. La tasa de desempleo, disminuyó en 0.1%, tanto a nivel urbano como rural, situándose en diciembre 2012 en 5.0% y 2.3%, respectivamente. En la misma línea, las tasas de ocupación plena urbana y rural aumentaron, situándose en 52.1% y 22.7% respectivamente.

El salario básico tuvo un incremento del 10.6%, bajo la metodología aplicada para calcular el ingreso familiar básico y la canasta básica de bienes y servicios.

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

SECTOR EXTERNO

La balanza Comercial a diciembre 2012, presenta un déficit acumulado de USD 142.8 millones FOB, el cual es menor al obtenido el 2011 (USD 687 millones); los resultados se apoyaron en el saldo positivo de la balanza comercial petrolera que registró un superávit de USD 8,350 millones, gracias a los altos precios del petróleo.

La balanza comercial no petrolera no corre la misma suerte ya que presentó un déficit acumulado de

USD 8,493 millones, superior al presentado en el 2011.

EXPORTACIONES USD 23,898.7 millones.

Las exportaciones crecieron 7.1%. Las petroleras suman USD 13,791.2 millones, y crecen en 6.5% (incluidos los derivados). Por volumen estas crecen 4.5%, debido al incremento en barriles de 135 a 141 millones. Las exportaciones petroleras representan el 57.7% del total.

Las exportaciones no petroleras suman USD 10,106.8 millones; en valores monetarios se incrementan en 7.86% pero disminuyen en volumen en 3.2%. Las exportaciones no tradicionales incrementan su participación frente a las tradicionales, aunque los productos con mayor participación siguen siendo el banano (20.7%), el camarón (12.6%), los productos de mar (11.1%) y las flores (7.3%).

IMPORTACIONES USD 24,041.5 millones.

A diciembre 2012 las importaciones se incrementan en 4.7% en términos monetarios, aunque disminuyen en volumen en 1.4%.

No se registran crecimientos significativos en importación de bienes de consumo (1.7%) ni en materias primas (0.8%), a diferencia de los bienes de capital, que tienen un incremento de 9.8% y los combustibles y lubricantes, que crecen en 7.0%.

Se puede observar un cambio en la tendencia que anteriormente mantenían las importaciones, al reducirse la participación del grupo de ALADI, ALBA y CAN.

Las importaciones de la Unión Europea (UE), se incrementan de 9.6% a 11.4%, y caen las exportaciones, incurriendo en un déficit comercial con la UE.

SECTOR PÚBLICO.

El Presupuesto General del Estado (PGE) a diciembre 2012 registra un déficit de USD 1,289 millones, y el crecimiento del gasto público se mantiene mayor al de los ingresos. Se espera que el precio del petróleo, del cual se alimenta el presupuesto, se mantenga estable o con ligera tendencia a la baja.

PRESUPUESTO GENERAL DEL ESTADO

	2011	2012	Variac 2011/2012
TOTAL INGRESOS	17.301	19.853	14,8%
TRIBUTARIOS	9.642	11.958	24,0%
Renta	3.030	3.278	8,2%
IVA	4.202	5.255	25,1%
ICE	618	677	9,5%
Arancelarios	921	1.132	22,9%
Salida de Divisas	491	1.145	133,2%
Vehiculos	174	200	14,9%
Otros	206	271	31,6%
PETROLEROS	5.552	5.407	-2,6%
NO TRIBUTARIOS	1.085	1.266	16,9%
Transf Corrientes	657	669	1,8%
Otros, autogestion.	365	553	51,5%

Fuente: Ministerio de Finanzas

Elaboración BWR

	2011	2012	Variacion2012/2011
TOTAL GASTOS	18.338	21.124	15,2%
Gasto Corriente	10.345	12.485	20,7%
- Sueldos	6.466	7.353	13,7%
- Bienes y servicios	1.280	1.658	29,5%
- Tranf Ctes.	1.836	2.413	31,4%
IESS, ISFA, ISSPOL	300	1.042	247,3%
Bono Des Humano	700	720	2,9%
Otras Transferencias	836	651	-22,1%
Otros Gastos Corrient	86	114	32,6%
Intereses	677	947	39,9%
Gasto de Capital	7.993	8.639	8,1%
Gobiernos Autoctonos	2.499	2.670	6,8%
Gto Corriente y otros	1.072	1.175	9,6%
Credit China, CAF, BID	500	1.100	120,0%
Otros	3.922	3.694	-5,8%
PIB Cta Base 2007	78.189	84.950	
Gasto / PIB	23,45%	25,30%	

Fuente: Ministerio de Finanzas

Elaboración BWR

Tributación:

La recaudación de impuestos crece en 24% frente al 2011, hasta USD 11,958 millones, monto que representa el 60.2% del total de ingresos. De acuerdo a datos del SRI, en 2012 se cumplieron las metas de recaudación en el 116%, teniendo especial incidencia el impuesto a la renta y el impuesto a la salida de divisas.

Gastos:

El comportamiento del gasto es cada vez mayor, disminuyendo la flexibilidad de la economía ecuatoriana, en especial porque un alto porcentaje está en gastos corrientes (59.1%), sin que se vea una rectificación de la política del Gobierno.

Los créditos recibidos empiezan a amortizarse, incidiendo en el flujo de los gastos; a diciembre 2012 la deuda total suma USD 17,974 millones, distribuida en: deuda interna de USD 7,781 millones y un



crecimiento de 72.6%, y deuda externa de USD 10,913 millones y un crecimiento de 8.6%.

SECTOR MONETARIO Y FINANCIERO

Durante este año de análisis se emitieron varias regulaciones y leyes que afectaron y afectarán a la banca, especialmente en cuanto a sus modalidades de crédito y a sus utilidades. En el 2012 se emitieron leyes para la regulación de los créditos para vivienda y vehículos, que limitan el cobro de servicios de tarjetas de crédito, se eliminaron los burós de crédito y se emitió la Ley de Redistribución de los Ingresos para el Gasto Social.

El 2012 el sistema financiero (incluye bancos privados, cooperativas, financieras y mutualistas) registra **activos por USD 33,888 millones**, con un crecimiento de 17.2% y en el lado de los pasivos **USD 30.239 millones**, con un crecimiento de 17.7%.

Las **captaciones del público** llegan a **USD 26.644 millones**, con un crecimiento anual de 18.3%; la **cartera** termina el año en **USD 20.471 millones**, con un incremento de 15.8% frente al 2011.

Si bien el tamaño del Sistema continúa creciendo de forma importante, la tendencia no tiene el mismo impulso de años anteriores y es preocupante el crecimiento de la cartera en riesgo (cartera vencida más la que no devenga intereses), que en este año fue de 42.8%.

La morosidad muestra una tendencia creciente en todos los Sistemas, en parte explicada por crecimientos agresivos en los últimos años, especialmente en el segmento de consumo.

La cobertura con provisiones acumuladas muestra una tendencia a reducirse, a pesar de un mayor gasto de provisión en el periodo.

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

Cartera de Crédito

El sistema financiero creció en USD 2,789 millones o 15.8%, tanto en cartera corporativa como en créditos a personas. El sistema cooperativo es el que mayor crecimiento con (22%) influenciado por el segmento de consumo que crece al 25%.

Resultados USD 412 millones.

Las utilidades del sistema financiero en 2012 se vieron reducidas en USD 78 millones o 15.9%. Los bancos y las financieras son los más afectados, con una reducción de utilidades de 20% y 11.8%, respectivamente; en contraste, las cooperativas y mutualistas mejoran sus resultados en 13% y 6.5%, respectivamente.

PERSPECTIVAS 2013

En febrero del 2013 tuvieron lugar las elecciones de Presidente y Asambleístas, que dieron un triunfo rotundo al Gobierno en los dos frentes. La mayoría obtenida en la Asamblea por parte del Gobierno es suficiente para cambiar la Constitución, si fuera requerido.

Bajo este panorama se esperaría que continúe la política de endeudamiento público y aumento del gasto en mayor proporción que el crecimiento económico.

La política de subsidios seguiría y en lo internacional no se vislumbran acuerdos de libre comercio. Se mantendría una política tributaria con mayores cargas impositivas y bajos niveles de inversión extranjera.

Se espera que la estrategia de crecimiento económico mediante gasto público, soportado por el alto precio del petróleo y el crédito externo, se mantenga durante el 2013.

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

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

SECTOR PRIVADO

El entorno para la inversión privada es cada vez más incierto y desfavorable, (reformas tributarias, incrementos de salarios en mayor proporción que los incrementos en la producción, leyes antimonopolio sin considerar previamente opiniones 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 antes anotadas, el incremento de costos laborales y las deficiencias estructurales en los servicios limitan la capacidad de competir en los mercados internacionales, lo cual limita el crecimiento potencial de las exportaciones.

Un hecho relevante que confirma el interés del Gobierno de controlar el mercado para las empresas privadas es la 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.

Fuentes: Multienlace, BCE, Análisis Semanal, Revista Cordes, El Comercio.

Elaboración: BWR, abril, 2013.

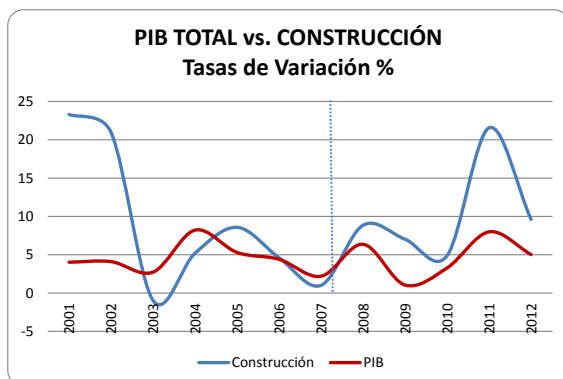
Corte de información: diciembre 2012.

Ecuador

Informe Sectorial – Sistema de Crédito de Vivienda Hipotecaria

El año 2012 fue un período de expansión para el sector de la construcción, esta actividad creció a una tasa superior al crecimiento del PIB. Según las últimas cifras publicadas por el Banco Central del Ecuador (BCE), la tasa de crecimiento del PIB en el 2012 fue 5%, mientras que el sector de la construcción creció en 9.5%, con una contribución de cerca de 10% a la producción bruta nacional.

Dentro de la rama de construcción, el segmento de vivienda particular es uno de los más dinámicos en la última década. A partir de la dolarización, y con la estabilidad monetaria generada con el cambio de moneda, la posibilidad de acceder a financiamiento de largo plazo a tasas convenientes provocó el crecimiento entre 10% y 15% anual de la actividad inmobiliaria en promedio en los últimos 10 años en el País.



Fuente: BCE
Elaboración: BWR

El Banco del Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social (BIESS), con base en una política del actual Gobierno de expandir el sector de la construcción, ha inyectado recursos importantes para el financiamiento de vivienda desde el año 2009.

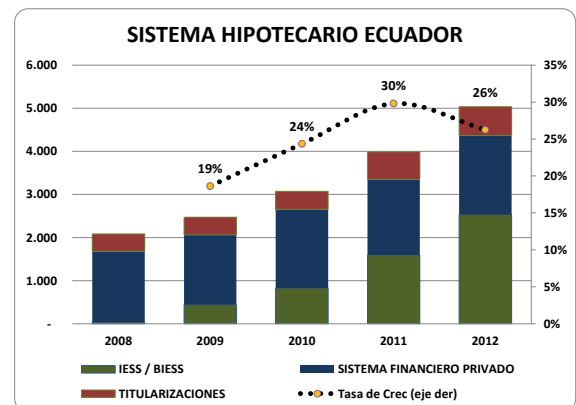
La participación del BIESS en el financiamiento de vivienda ganó mayor espacio en el año 2012; así, mientras la colocación de cartera hipotecaria del BIESS creció en 59% en este año, la cartera de vivienda del sistema financiero privado apenas alcanzó el 5%. Desde el año 2003 hasta el 2008, el promedio de crecimiento de la cartera de vivienda del sistema financiero privado fue 27%.

De acuerdo a información de los mayores promotores inmobiliarios y empresas constructoras del País, en el 2012 el financiamiento para viviendas nuevas fue otorgado en un 70% por el BIESS y en 30% por instituciones financieras privadas.

La importante participación del BIESS se explica principalmente por la amplia capacidad de la Institución de otorgar financiamiento de largo plazo, al tener fuentes de fondeo basadas en los depósitos de pensiones que son igualmente de largo plazo. Además esta es la institución financiera con mayores recursos del País, pues es la canalizadora de los fondos de millones de asegurados.

En contraste, el sistema financiero privado posee mayoritariamente un fondeo de corto plazo, menor a un año, no solo por la necesidad de coordinar un fondeo adecuado a sus activos líquidos, actualmente regulados, sino también para mantener sus indicadores de rentabilidad, pues el fondeo de corto plazo tiene menor costo.

Desde este punto de vista, la competencia generada por el BIESS es fuerte para bancos, cooperativas y mutualistas que mantienen cartera en el segmento de vivienda. Al 2012, el BIESS posee más del 50% de la cartera de este tipo; sin embargo, las instituciones privadas continúan creciendo en cartera hipotecaria, de esta forma el segmento total tuvo una expansión anual de 26% a dic-12.



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

Un motivo para la desaceleración de la colocación de la cartera de vivienda del sistema financiero privado en el 2012, fue la expedición de la Ley Orgánica de Regulación de los Créditos de Vivienda y Vehículos, en junio de dicho año.

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 desestimuló la colocación de la cartera de vivienda por parte de entidades bancarias especialmente, en el segundo semestre del 2012; además, cambiaron las políticas de crédito que restringieron las condiciones para el otorgamiento, al exigir mayor porcentaje de entrada y ajustar los plazos.

Si bien esta medida desaceleró la participación del financiamiento bancario en el segmento de vivienda en el 2012, por otra parte, al finalizar el año 2012 la Junta Bancaria emitió la Resolución JB-2012-2383 en la que resuelve establecer un porcentaje fijo, que las instituciones financieras privadas deben mantener en créditos de vivienda, en relación al patrimonio técnico de cada institución. De esta forma podría haber un crecimiento del financiamiento de vivienda de instituciones privadas a partir del 2013, considerando que no todas las instituciones financieras tienen la misma capacidad de generación de créditos hipotecarios o de vivienda, pero deberán cumplir con la regulación.

En general, el sistema financiero privado de cartera de vivienda está constituido principalmente por la cartera de bancos (75%), cooperativas (13%), mutualistas (9%), 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.

Al analizar la cartera de vivienda del sistema financiero, sin considerar la cartera del BIESS, en promedio el sistema ha manejado indicadores de morosidad estables. A dic-2012, el índice de morosidad total fue 2.25%, y en promedio desde el 2002 ha sido 2.6%; no obstante, al separar cada segmento por tipo de institución, se puede observar comportamientos menos estables especialmente en la cartera de la banca pública y de mutualistas.

La tendencia decreciente de morosidad de la cartera de banca pública refleja la inyección de recursos por parte del Estado desde el año 2008, de manera que el volumen de cartera morosa se diluye en un mayor monto de cartera generada, otorgada especialmente por el Banco Ecuatoriano de la Vivienda (BEV), que es el principal participante.

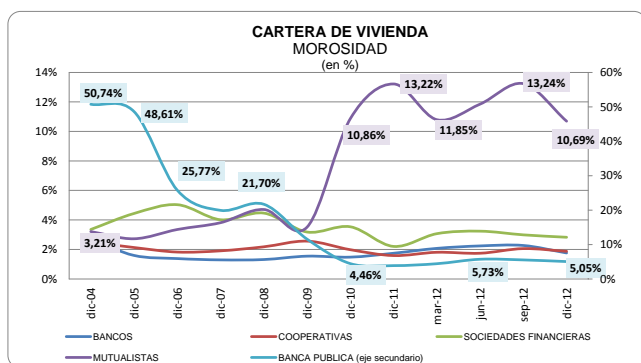
Por su parte, la cartera del segmento de mutualistas, donde Mutualista Pichincha tiene el 72% de la cartera del segmento, muestra una tendencia creciente de la morosidad, que alcanza un índice de 10.7% a dic-2012.

Los índices de morosidad están también afectados por los procesos de titularización de Mutualista Pichincha, que desde el 2010 suman USD 95 MM; sin embargo, la Institución no ha tenido la suficiente capacidad de colocación de mayores volúmenes de cartera en los últimos dos años, para absorber el crecimiento de la cartera en riesgo, de esta forma los índices se incrementan.

En cuanto a la calidad de la cartera del BIESS, 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.

Las perspectivas de crecimiento del sector de construcción, y de vivienda específicamente, se mantienen positivas para el corto y mediano plazo. Esto, basado no solamente en la actual colocación de recursos del BIESS, sino también en las regulaciones que fomentan el crédito de vivienda de las instituciones privadas, como parte de una política general del Gobierno, que da impulso al sector. Además, se debe considerar que en el Ecuador existe un déficit habitacional promedio de 500 mil viviendas, con una constante demanda especialmente en segmentos económicos medios y bajos.

Un cambio en la tendencia de crecimiento del sector de vivienda o en su calidad actual podría darse si las condiciones macroeconómicas en el País cambiaran, el precio del petróleo disminuyera de forma importante, o si la liquidez en la economía bajara a niveles por debajo de los actuales; en estos escenarios sería menor la capacidad de pago de los deudores. Además, el ritmo de incremento se afectaría si los recursos del BIESS dejaran de destinarse al segmento, dependiendo de las políticas del actual Gobierno.



Fuente: Superintendencia de Bancos y Seguros
Elaboración: BWR