

Ecuador  
 Títulos con Respaldo de  
 Créditos Hipotecarios  
 Noveno Seguimiento

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

**Calificación**

Tipo Instrumento	Calif. Anterior	Calif. Actual	Ultimo Cambio
Clase A1	AAA	AAA	--
Clase A2	AAA	AAA	--
Clase A3	A	A+	Mar-11
Clase A4	A	A-	Mar-09
Clase A5	A	A-	Mar-09

**Descripción de la Estructura:**

**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 CLASE A1			
	A1	A1	A1
Fecha Emisión	17-mar-08	17-mar-08	17-mar-08
Monto Emitido USD	10,000,000.00	16,000,000.00	7,462,408.56
Saldo Insoluto USD	cancelado	2,540,203.20	2,156,211.93
Tasa (% de TPP)	56.13%	56.13%	56.13%
Etapa	Amortización	Amortización	Amortización
Inicio Etapa Amort	11-abr-08	20-oct-08	06-mar-09
Plazo Legal Original*	76 meses	76 meses	76 meses
Plazo Legal Remanente	cancelado	36 meses	41 meses
Fecha Vencimiento	01-ago-2014	01-feb-2015	01-jul-2015

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	7,722,094.28	5,148,062.86
Tasa (% de TPP)	62.15%	70.16%
Etapa	Amortización	Amortización
Plazo Legal Original*	97 meses	102 meses
Plazo Legal Remanente	62 meses	67 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**
Etapa	Amortización	Amortización
Plazo Legal Original*	127 meses	128 meses
Plazo Legal Remanente	92 meses	93 meses
Fecha Vencimiento	01-oct-2019	01-nov-2019

\* Plazo Legal Original a partir del inicio de la etapa de amortización

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

**Contactos**

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

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

**FECHA COMITE: Marzo 30, 2012**

**ESTADOS FINANCIEROS A: Enero 31, 2012**

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 sus subsidiarias. Contribuyen al proceso, la información pública disponible, información obtenida en las reuniones y conversaciones sostenidas con los ejecutivos de la institución, así como de otras fuentes que BankWatch-Ratings considera que son confiables. BankWatch-Ratings no audita ni verifica la información proporcionada. Las calificaciones de riesgo pueden modificarse, o dejarse sin efecto, como resultado de ausencia de información, cambios en la situación de la entidad u otros motivos. La calificación de riesgo no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener algún tipo de valores. Las Calificaciones de riesgo no constituyen un comentario respecto de la suficiencia del precio de mercado, la conveniencia para un inversionista en particular o la naturaleza de una posible exención tributaria, o de imposiciones tributarias que afecten al instrumento calificado. La información de este reporte es propiedad de BankWatch Ratings y podrá ser reproducida únicamente con indicación de la fuente.

**FUNDAMENTO DE LA CALIFICACIÓN**

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings, luego de analizar la información relativa al Fideicomiso Mercantil Banco General Rumiñahui 1, decidió mantener la calificación de las clases **A1** y **A2** en "AAA"; mantener la calificación de la clase **A3** en "A+"; 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+/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 incorporan 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 con esta calificación podrían superar un escenario de al menos seis veces la pérdida base, mientras que las clases calificadas A+ y A- podrían soportar escenarios de al menos 4.33 veces y 3.5 veces la pérdida base, respectivamente.

Luego del incremento de la morosidad de la cartera en el año 2009, en el 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 en la restructuración de créditos que mostraban dificultad en el pago bajo las condiciones establecidas, la cual se realiza desde junio del 2010. Incluyendo la cartera reestructurada, desde el 2011 se aprecia una mayor estabilidad de los indicadores de morosidad.

La contribución del margen de interés entre la cartera y los títulos, neto de los gastos mensuales, hacen que la estructura se fortalezca en el tiempo. De continuar la tendencia positiva, la calificación de la clase A3 podría incrementarse en próximos seguimientos.

En contraste, la calificación de las clases subordinadas A4 y A5, es más sensible al comportamiento de la morosidad de la cartera titularizada y por tanto su calificación podría verse afectada por un deterioro adicional de la misma.

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.

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

## **HECHOS RELEVANTES Y SUBSECUENTES**

### **Pago de Anticipo de Impuesto a la Renta**

El 26 de abril de 2011 se reforma el Reglamento para la Aplicación de la Ley de Régimen Tributario Interno, eliminando el texto que indicaba explícitamente que los Fideicomisos Mercantiles que no realizan actividades empresariales ni operan negocios en marcha, no debían pagar anticipo de impuesto a la renta. Si bien dichos fideicomisos están exentos del pago de impuesto a la renta (previo el cumplimiento de otras obligaciones específicas), la Administradora ha enviado una consulta al Servicio de Rentas Internas para asegurar que aún con la reforma descrita los Fideicomisos de Titularización no deben realizar el pago del anticipo. De forma conservadora, la

Administradora realizó el pago correspondiente al anticipo del presente fideicomiso que administra en junio y septiembre-2011, mientras espera la respuesta del SRI.

El análisis realizado por la calificadora considera el escenario de que el SRI disponga el pago anual del anticipo mencionado, cuyo cálculo consiste en la suma aritmética de los siguientes rubros: 0.2% del patrimonio total, el 0.2% del total de costos y gastos deducibles de impuesto a la renta; el 0.4% de los activos (restados aquellos no monetarios en el caso de instituciones sujetas al control de la Superintendencia de Bancos y Seguros, Cooperativas de ahorro y crédito y similares); y el 0.4% de los ingresos totales.

### **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.

Se espera que en abril-2012 se ejecute el traspaso de créditos al BIESS cuyos deudores habían solicitado dicho cambio a lo largo del 2011 y primeros meses del 2011. En el caso del presente fideicomiso, se esperaría la sustitución de acreedor de solamente un crédito.

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.

## **PRESENTACIÓN DE CUENTAS**

El presente análisis ha sido realizado con base en la siguiente documentación:

- Estados financieros del Fideicomiso a diciembre-2010 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 a diciembre-2011 y enero-2012, 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 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 considera además los fondos disponibles e inversiones que mantiene o mantendrá el Fideicomiso.

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

La pérdida bruta (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 2.03% del saldo insoluto de la cartera se encuentra en proceso de demanda legal y/o mantiene seis o más cuotas vencidas, por lo que no se consideran los flujos teóricos de dicha cartera sino únicamente un supuesto de su recuperación por vía judicial.

Para la demás cartera titularizada, se estima que en un escenario base esta tendría una pérdida bruta de 6.87% de su saldo insoluto actual.

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

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

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

Mientras mayor sea el diferencial de tasas entre la tasa de los créditos titularizados y las del mercado a cada momento, mayor es la probabilidad de prepago. Los créditos hipotecarios titularizados tienen tasa reajutable, lo cual 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.

Como se indicó en los hechos relevantes, el modelo de estrés se incluye como escenario la posibilidad de que el SRI disponga el pago anual del anticipo de impuesto a la renta. Este supuesto se mantendrá hasta que el SRI se pronuncie oficialmente al respecto.

A través del análisis explicado se concluye que las clases A1 y A2 se pagan en tiempo y forma en un escenario de estrés AAA.

Con respecto a la clase A3, estimamos que podría pagarse dentro de un escenario de estrés "A+". La calificación de estas tres clases no es sensible a incrementos en los niveles prepago.

Las clases A4 y A5 se podrían pagar en tiempo y forma en un escenario de calificación "A-", aunque su calificación es sensible al comportamiento futuro de la morosidad y del prepago.

La calificación AAA implica superar un escenario de al menos seis veces la pérdida bruta base, mientras que las calificaciones A+ y A- reflejan escenarios de 4.33 veces y 3.5 veces la pérdida 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.

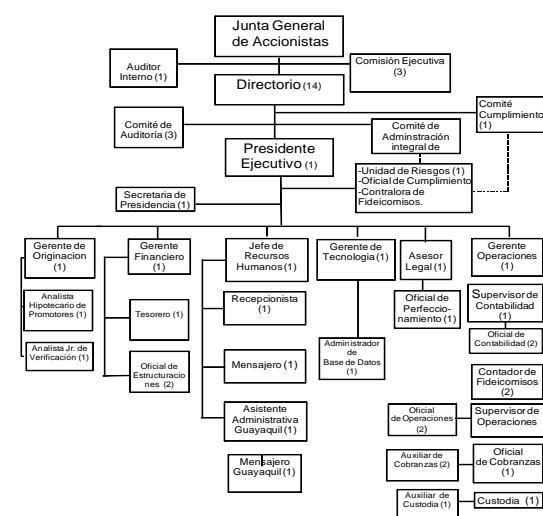
A inicios del 2009 el Banco delega la gestión de cobranza a una empresa, hecho que de acuerdo a la

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. A diciembre-2011 la cartera hipotecaria del Banco muestra una morosidad de 1.28%, inferior al promedio del sistema de bancos privados (1.74%).

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

**(Agente de Manejo)**

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

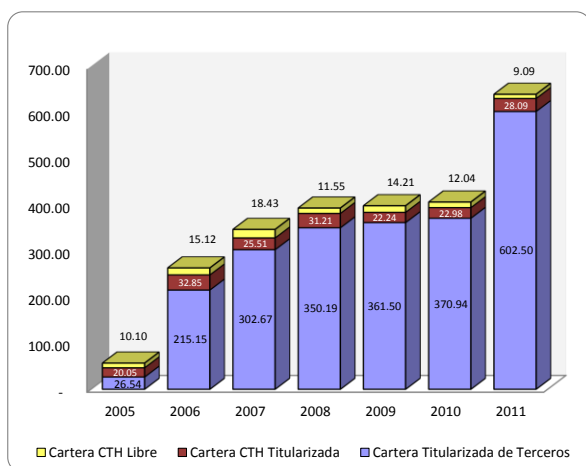


La compañía fue constituida en enero de 1997 con el nombre de Compañía de Titularización Hipotecaria CTH S.A. y en diciembre de 1998 cambió de denominación a Corporación de Desarrollo de Mercado Secundario de Hipotecas CTH S.A.

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

CTH es desarrollar mecanismos financieros que contribuyan al fortalecimiento de la industria de financiamiento de vivienda y actualmente maneja la mayoría de titularizaciones vigentes de este tipo.

CTH administra titularizaciones de cartera de vivienda propia por USD 28.09MM y estructuras originadas por terceros de USD 602.50MM de cartera titularizada a dic-11. A continuación se muestra un gráfico de la evolución del negocio de la Compañía.



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

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

### **EVOLUCIÓN DE LA EMISIÓN**

El 17 de marzo 08 el Fideicomiso emitió valores por un total de USD 51.5 MM divididos en las 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 se encuentra 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, quedando aún vigente el 14% del capital de la clase A1, que es la clase con mayor prelación.

Se ha realizado el pago de 39 y 34 cuotas de capital a las dos porciones vigentes de la clase A1. De mantenerse la amortización de la cartera en los niveles actuales, esta clase podría terminar de pagarse hasta fines del 2012. Las clases A2, A3 y

A4 continúan recibiendo tan solo pagos mensuales de interés, respetando la prelación existente entre ellas.

A continuación se muestra las fuentes y usos de fondos disponibles desde su fecha de integración.

<b>GENERACIÓN DE FONDOS DISPONIBLES (USD Miles)</b>		
	Aporte Inicial Al Fideicomiso	1
(+)	Capital recuperado	36,476
(-)	Compra de Cartera para reposición	10,032
<b>Flujo Proveniente de Capital</b>		<b>26,444</b>
(+)	Interés recaudado (cartera+otros)	19,160
(-)	Gastos del fideicomiso	1,780
(-)	Interés ordinario pagado a clases A1, A2 y B *	10,159
(-)	Pagos al originador**	387
<b>Flujo Proveniente de Exceso de Interés</b>		<b>6,834</b>
<b>Efectivo Generado por Capital e Interés</b>		<b>33,279</b>
(-)	Capital pagado a clases***	29,424
(-)	Interés devuelto al originador y a clase A5 ****	3,318
<b>Efectivo pendiente de utilización</b>		<b>537</b>
<b>Ajustes:</b>		
(+)	Intereses por pagar 01-febrero-11	131
(+)	Capital por pagar 01-febrero-11	658
<b>Efectivo final según balance (31-enero-12)</b>		<b>1,327</b>

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

\* Incluye los intereses pagados en el primer día hábil de febrero-2012

\*\* Pagos realizados por intereses transcurridos y no cobrados de la cartera antes del Fideicomiso en la compra inicial de cartera.

\*\*\* Incluye el pago de capital realizado el primer día hábil de febrero-2012.

\*\*\*\* Interés generado por la cartera antes de la emisión y devuelto al originador, interés extraordinario pagado a 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 (excluyendo gastos de interés) por USD 1,8 MM, de los cuales el 84% corresponde a honorarios del agente de manejo y comisiones por administración de cartera. A la fecha de corte de la información, los gastos de operación se han mantenido dentro de los niveles proyectados inicialmente.

La Fiduciaria realizó en los meses de julio y septiembre del 2011, a nombre del Fideicomiso, el pago del anticipo de impuesto a la renta (USD 23M.) Si bien el Fideicomiso se encuentra exento del pago de impuesto a la renta, la reforma explicada en Hechos Relevantes de este informe motivó el pago y la respectiva consulta al Servicio de Rentas Internas.

**ACTIVO DE RESPALDO**

Resumen Colateral	Calif. Inicial	ene-10	ene-11	ene-12
Fondos Disponibles (USD MM)	0.0	1.7	1.8	1.3
Monto Cartera Original (USD MM)	54.4	54.4	54.4	54.4
Saldo de Cartera (USD MM)	54.4	39.6	31.3	24.7
Número de Créditos actual	2,431	1,824	1,579	1,355
Monto Prom Crédito Actual (USD)	22,396	21,716	19,829	18,265
Deuda/ Gtía promedio pond(%)	52.10	46.32	43.03	40.40
Dividendo/ Renta prom. pond (%)	23.30	21.93	21.59	21.86
Plazo transc. prom. pond (meses)	16	44	54	65
Plazo reman. prom. pond (meses)	117	97	89	82
Tasa Interés prom. pond (%)	12.00	10.76	10.35	10.44
<b>Concentración Regional (%):</b>				
Pichincha	67.0%	67.9%	66.6%	66.6%
Guayas	28.9%	29.3%	29.6%	29.7%
Otras Provincias	4.2%	2.8%	3.8%	3.7%

\* Se excluye del cálculo del CIN a la cartera de deudores con ingresos reportados especialmente altos respecto a la media. A enero-2012 estos préstamos representan 2.6% de la cartera total.

El activo del Fideicomiso se encuentra conformado casi en su totalidad por fondos disponibles y cartera, los cuales a la fecha de corte tienen un saldo de USD 1.3MM y USD 24.7MM, respectivamente.

Los fondos disponibles se mantienen en Banco Rumiñahui y están destinados principalmente a realizar los pagos de capital e interés de los títulos el primer día hábil de febrero, y al dividendo de capital de la clase A1 para el mes de marzo-2012.

La cartera titularizada se compone de 1355 créditos de vivienda hipotecaria originados por BGR. Tales créditos deberán ser de propiedad exclusiva del Originador y estar libres de todo gravamen y limitación de dominio, de acuerdo a lo establecido en el artículo 143 de la Ley de Mercado de Valores, salvo los inherentes a la naturaleza de los contratos que se transfieren al Fideicomiso. Así mismo, los créditos hipotecarios deben contar con el contrato de mutuo y la escritura de hipoteca.

El rendimiento promedio de la cartera se ha reducido respecto a la calificación inicial, principalmente por las limitaciones legales existentes respecto a las tasas activas y por la disminución de la tasa pasiva referencial en el 2010, a la que el 98% de la cartera se reajusta periódicamente. La estructura financiera de la titularización mitiga esta situación al atar la tasa de los títulos a la que en promedio mantenga la cartera, protegiendo así la generación de interés en exceso, que ayuda a fortalecer la estructura en el tiempo.

La tendencia de la relación entre deuda y avalúo de la garantía (DAV) continúa mejorando, conforme transcurre el tiempo y se reduce el saldo insoluto de la deuda. Por su parte, el CIN se estabiliza aunque en un mejor nivel que en la calificación inicial. La evolución de estos indicadores es favorable para el Fideicomiso, dado que estos se encuentran

estadísticamente relacionados con la morosidad futura de la cartera.

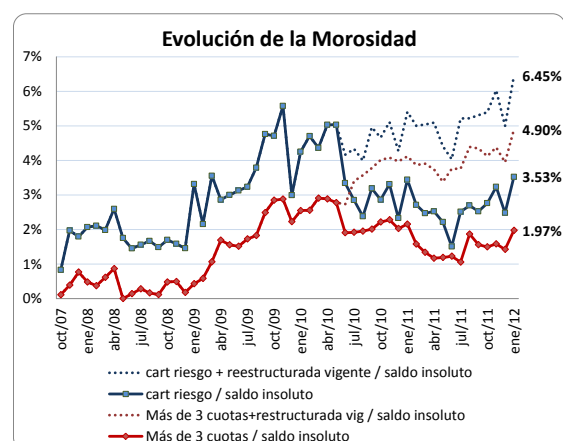
A continuación el cuadro muestra la distribución de la cartera de acuerdo a intervalos de CIN y DAV.

Distribución DAV		Distribución CIN	
Intervalos	% de cartera	Intervalos	% de cartera
< 10%	3.11%	< 10%	5.16%
entre 10% y 19%	7.85%	entre 11% y 20%	33.01%
entre 20% y 29%	13.58%	entre 21% y 30%	44.98%
entre 30% y 39%	19.59%	entre 31% y 35%	13.21%
entre 40% y 49%	26.58%	Más de 35%	1.04%
entre 50% y 59%	22.26%	Otros*	2.60%
entre 60% y 69%	7.05%	<b>Total</b>	<b>100.00%</b>
entre 70% y 80%	0.00%		
Mayor a 80%	0.00%		
<b>Total</b>	<b>100.00%</b>		

\* Se excluye del cálculo del CIN un 2.60% de la cartera total, correspondiente a deudores con ingresos reportados especialmente altos respecto a la media.

Por último, el plazo promedio ponderado remanente de la cartera es de 82 meses frente a un plazo promedio ponderado remanente de los valores en circulación de 66 meses. La cartera presenta dispersión en cuanto a su plazo al vencimiento, que llega en algunos casos hasta 175 meses.

**Evolución de la calidad de la cartera hipotecaria**



Luego del incremento de la morosidad de la cartera en el año 2009, en el 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 en la reestructuración de créditos que mostraban dificultad en el pago bajo las condiciones establecidas, la cual se realiza desde junio del 2010.

**Evolución del Prepago**

El prepago acelera las amortizaciones de capital de la cartera, acortando el plazo promedio remanente

de la misma, 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 9.72%, influenciada en parte por las recompras de cartera que realiza mensualmente el Originador. Sin considerar la recompra extraordinaria de cartera realizada en mayo-08, la TPA se ubicaría en promedio en 9.19%.

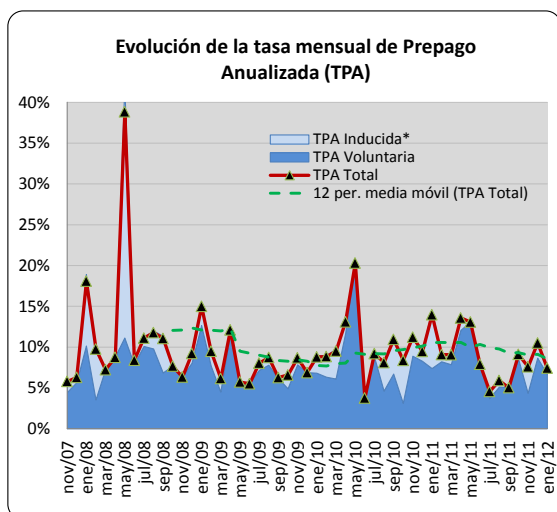
Si bien la TPA es mayor que la calculada en la calificación inicial (6.5%), esta ha mantenido relativamente estable y en los últimos seis meses presenta una tendencia a decrecer.

**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](http://www.bankwatchratings.com), se puede encontrar un resumen de las principales características de la estructura.



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

## Ecuador

## Entorno Macroeconómico

El comportamiento real del 2011, superó las expectativas. Se espera que en el 2012 haya una desaceleración pero seguirá siendo un buen año considerando sobretodo que la economía mundial está estancada.

En el 2012, las actividades que se dirigen a los mercados externos tendrán que enfrentar los mayores riesgos, no solo por las perspectivas económicas de dichos mercados sino por el deterioro del entorno operativo interno para las exportaciones en torno a varios factores: crecimiento de los costos internos, una aparente tendencia al fortalecimiento del dólar, el nuevo impuesto del 5% a la salida de divisas y a los fondos que los exportadores mantienen en el exterior y la actitud de las autoridades frente a los principales mercados del Ecuador.

A mediano plazo (2013-2015) surgen preocupaciones en función de las perspectivas de la economía global. Se mantiene la preocupación en cuanto a que la estabilidad del Ecuador depende del gasto público que mantiene una tendencia creciente y que este a su vez está íntimamente ligado al precio del petróleo y a su capacidad de seguir consiguiendo nuevos créditos. Por otro lado el gasto corriente representa la mayor parte del gasto del gobierno y este está financiado con fuentes adicionales a los impuestos.

El entorno para la inversión privada es cada vez más incierto y desfavorable, lo que impide aprovechar localmente el incremento de la demanda y la disponibilidad de crédito.

## COMPORTAMIENTO HISTÓRICO Y PREVISIÓN 2012

	2008	2009	2010	2011prev.	2012 prev.
PIB ( USD Mill 2000)	24,032	24,119	24,983	26,608	28,031
Inc. PIB (Mill.2000)%	7.24	0.36	3.60	6.50	5.40
PIB CORRIENTE ( M Mill USD)	54,208	52,022	57,978	65,945	71,625
Inc. PIB CORRIENTE%		-4.03%	11.45%	13.74%	8.61%
Inc.anual oferta y demanda global% (usd 2000)	8.10	-3.60	7.40	5.80	4.90
Inflación Anual %	8.83	4.31	3.33	5.53**	
Deuda total del Gobierno/PIB%	25.34	19.67	23.40	21.72***	
Deuda externa del Gobierno/PIB%	19.19	14.39	15.22	15.09***	
Deuda interna del Gobierno/PIB%	6.65	5.28	8.18	6.63***	
Cuenta Corriente/PIB %	2.0	-0.35	-3.31	0.17	
Presupuesto General del Estado/PIB%	-1.10	-4.30	-1.60	-2.40	-5.20
Ingreso Sector Publico/PIB %	40.70	35.33	39.98	46.8****	
Gasto Corriente Gobierno /PIB%	27.20	26.80	29.16	32.36****	
Inversión del Gobierno /PIB%	12.91	12.84	12.45	12.59****	
Precio del Petroleo/ barril USD (ref)	97.70	64.00	84.50	100.68*	
estimación BCE Nov/11					
fuente: Análisis Semanal - 2007 - 2011 BCE devengado , 2012 registro oficial y proforma PIB					
Debe notarse que la deuda del Gobierno no contabiliza deuda contraída a plazos menores de 360 días.					
**BCE inflación anual a noviembre 2011					
*** deuda a octubre 2011/ PIB corriente proyectado					
**** BCE con datos a agosto 2011anualizado					
* diciembre 2 de 2011					

El BCE ha actualizado su estimación en cuanto al crecimiento económico para el 2011 a 6.5%. Este crecimiento del PIB ha estado fomentado principalmente por inversión pública, lo que ha privilegiado el crecimiento del sector de la construcción, del agua y energía. El sector de la construcción ha sido apoyado también por el crédito del BIESS. El crecimiento real del año podría llegar alrededor de un 7% según algunas expectativas.

Algunos de los sectores que se han destacado durante el año 2011 se muestran a continuación, junto a las expectativas de su variación para el año 2012:

Sectores	2011 prev	2012 prev
Refinación de Petróleo	25.4%	-12.1%
Electricidad y Agua	8.0%	5.0%
Construcción	14.0%	5.5%
Comercio	6.6%	6.0%
Explotación de Minas y Canteras	5.4%	0.4%
Intermediación Financiera	7.8%	3.5%
Agricultura/Ganadería	4.6%	5.0%
Productos de Madera y elaboración	10.0%	11.0%
Silvicultura y extracción de Madera	9.4%	9.0%
Pesca	7.6%	7.6%

\* la tabla anterior muestra el crecimiento del PIB en valores constantes por actividad económica. Fuente:BCE

La oferta y demanda global que suma al PIB el comercio exterior, en el 2011 frente al año anterior, muestra una desaceleración con un crecimiento del 5.8% frente a un importante 7.4% del 2010.

El comportamiento de la oferta global también variaría con respecto al año anterior. En el 2010 el PIB aumentó en 3.6% y las importaciones en un importante 16.3%. Para el 2011, el incremento del PIB sería de un 6.5% y el de las importaciones del 3.96%. Considerando el comportamiento esperado de las exportaciones y de la demanda interna, lo cual se expone más adelante, se esperará que el aumento de las importaciones sea mayor.

El comportamiento de la demanda global, muestra que la demanda interna se desacelera de un 9.1% de crecimiento en el 2010 a un 6% en el 2011, mientras que las exportaciones que crecieron en el 2010 en un magro 2.3%, en el 2011, se recuperan en un 5.1%.

El desempeño de la demanda interna y las previsiones del BCE para el 2011, se muestra en la tabla siguiente:

COMPOSICIÓN DEMANDA INTERNA	2008	2009	2010	2011
PREVISIÓN DEL BCE	Tazas de crecimiento			
DEMANDA INTERNA	9.9%	-2.7%	9.1%	6.0%
1) Consumo	7.4%	-0.1%	6.9%	5.2%
Estado	11.5%	4.0%	1.4%	4.6%
Hogares	6.9%	-0.7%	7.7%	5.2%
2) FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO	16.1%	-4.3%	10.2%	7.5%
3) EXISTENCIAS	13.7%	-30.8%	45.3%	10.3%

Se destaca en el desempeño de la demanda interna la formación bruta de capital que muestra una desaceleración importante con respecto al año anterior. Esta desaceleración se da en el segundo semestre del año luego de que en el primer trimestre el crecimiento anual fue del 15.4%. Así mismo, el consumo de los hogares mostraría una desaceleración en el segundo semestre del 2011, llegando a 5.2% al fin de año, luego del crecimiento de 8.3% en el primer semestre.

Las perspectivas antes expuestas, tanto de la formación bruta de capital como la del consumo de los hogares, están incorporadas en las expectativas de crecimiento para el 2011 de 6.5%. **Expertos estiman que esta desaceleración tan pronunciada es poco probable por lo que se esperaba que el crecimiento real del PIB para el 2011, supere el 7%.**

El crecimiento del gasto público en la formación de capital está impulsado por el alto precio del petróleo y el mayor endeudamiento público con la banca china. Se estima que aun cuando la recaudación de impuestos a mostrado una tendencia creciente, esta expansión no ha sido suficiente para cubrir por sí sola el creciente gasto corriente.

Como consecuencia de la política económica, altamente dependiente del gasto público, resulta que las importaciones crezcan más que las exportaciones, que las tasas de crecimiento tanto de la formación bruta de capital como del consumo de los hogares sean más volátiles y muestren variaciones más pronunciadas y que el sector productivo sea el de menor crecimiento.

#### PERSPECTIVAS 2012

OTRAS EXPECTATIVAS DE CRECIMIENTO 2012	BCE	FITCH	CEPAL	FMI
	5.4%	4.8%	5.0%	4.0%

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

El precio del petróleo tiene buenas perspectivas pero no tendrá un incremento importante frente al 2011. Existen fondos disponibles adicionales de China y Rusia para proyectos hidroeléctricos, pero estos llegarán a un límite en un momento dado que pudiera no ser el próximo año.

La desaceleración del PIB al 5.4%, explica el BCE, por la paralización de la refinera de Esmeraldas durante la mitad del año. El PIB petrolero según estas expectativas crecerá en apenas 0.3% en el 2012. El PIB no petrolero se desacelerará de 6.7% en el 2011, a 6.1% en 2012.

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

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

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

#### PERSPECTIVAS 2013 – 2015

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

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

El FMI concuerda con las tendencias de crecimiento esperadas.

#### SECTOR PRIVADO

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

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

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

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

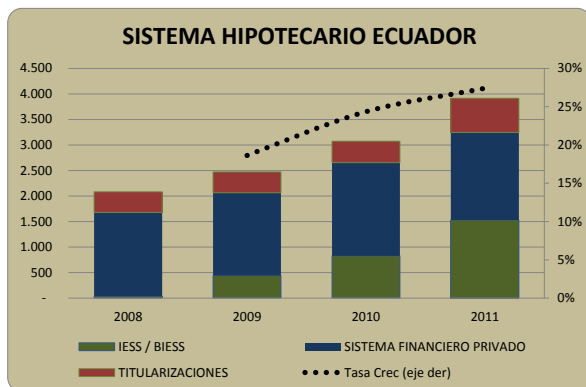
Fuentes: BCE, Ecuador Análisis, El Comercio; Elaboración BW

Ecuador

**Informe Sectorial – Mercado Hipotecario**

El sistema hipotecario en el país está conformado por tres grandes componentes: la cartera de vivienda generada por el sistema financiero privado (bancos, mutualistas, cooperativas y sociedades financieras), los préstamos hipotecarios colocados por el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social (IESS) ahora Banco del IESS (BIESS) y la cartera que ha sido separada de los balances siendo sujeta a procesos de titularización y administrada bajo esta modalidad.

Existe una participación minoritaria de organismos del sector público como el Banco Ecuatoriano de la Vivienda, sin embargo estos créditos están dirigidos hacia un segmento de constructores más que a financiar vivienda al consumidor final.



Fuente: Superintendencia de Bancos y Seguros/ Estadísticas BIESS / BVG  
Elaboración: BWR  
\* 2011: se refiere a información al mes de octubre.

En base a información publicada por la Superintendencia de Bancos y Seguros y las estadísticas del BIESS, el mercado hipotecario al mes de octubre 2011, ascendería a USD 3,916 MM, donde el sistema financiero privado tendría una participación del 44%, el BIESS el 39% y la cartera titularizada representa el 17%.

Como se puede observar en el gráfico, a partir del 2008 el BIESS ingresa agresivamente al mercado hipotecario colocando un promedio de USD 497 MM por año desde el 2008 hasta el 2011. Si bien la institución financia también construcción y remodelación, el mayor volumen de crédito otorgado es para vivienda terminada.

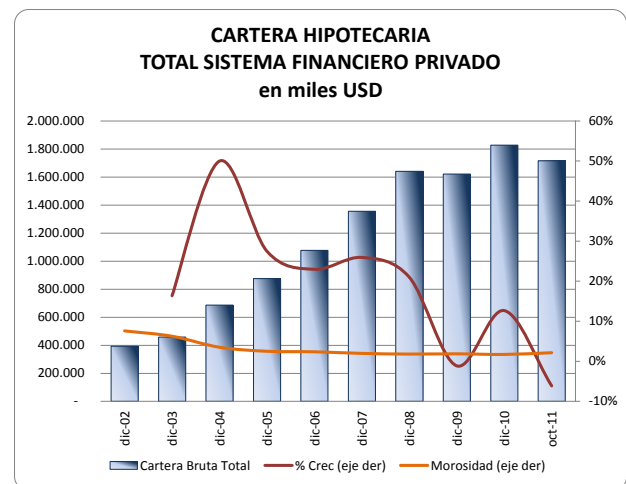
El BIESS ha flexibilizado las condiciones del crédito en el último año. Se otorgan montos hasta USD 100 M, sin entrada, se disminuyó la tasa de interés de 9.67% a 7.9%, y se ha planteado reformar el plazo máximo para ampliar de 25 hasta 30 años.

La competencia que genera el BIESS para el sistema financiero es fuerte, no solo porque la institución tiene los recursos para la colocación sino porque además el fondeo del IESS es de largo plazo y puede otorgar plazos mayores a 20 años, mientras que las fuentes de fondeo del sistema financiero son de corto plazo y máximo pueden ofrecer financiamiento hasta 15 años.

Según el presupuesto del BIESS se espera USD 725 MM en nuevos créditos hipotecarios colocados en el 2011. De cumplirse este presupuesto la cartera total del BIESS estaría cerca de igualar la cartera total de vivienda del sistema financiero. Hasta el mes de noviembre 2011 la colocación de cartera hipotecaria del BIESS, según su reporte estadístico, ascendió a USD 701 MM.

No existe información publicada sobre niveles de morosidad de la cartera hipotecaria que posee ahora el BIESS, sin embargo dado que los pagos de préstamos se realiza a través de descuento directo en roles de pagos se podría estimar que la morosidad sea baja por la efectividad de este mecanismo, siempre que no se incrementen los niveles de desempleo.

La cartera bruta total de vivienda del sistema financiero al mes de octubre 2011 ascendió a USD 1,715 MM, de los cuales el 75% corresponde a la cartera de bancos. La cartera de vivienda de bancos al mes de octubre muestra un decrecimiento anual de -6%, influenciado principalmente por el retiro de cartera de Banco Pichincha por alrededor de USD 300MM, la cual fue titularizada, de la misma forma también hubo la disminución de USD 30 MM que fueron titularizados por Produbanco. Sin contar estos montos, la cartera del sistema de vivienda creció 12%.



Fuente: Superintendencia de Bancos y Seguros  
Elaboración: BWR



La siguiente cartera en importancia es la generada por las cooperativas. Este segmento es el que mayor crecimiento registra en los dos últimos años. Hasta el año 2009, la cartera de vivienda de las cooperativas crecía en promedio al 10%, durante el 2011 el segmento presenta un ritmo de crecimiento promedio anual 28%, observándose una desaceleración en el crecimiento en el último trimestre del año.

El segmento de cooperativas en general no cuenta con fuentes de fondeo de largo plazo, la mayor parte proviene de depósitos a la vista. El acelerado crecimiento en cartera de vivienda, que es un activo de largo plazo, generaría mayores descuales de plazo en los balances de este tipo de instituciones.

Sin embargo, existe una política del Gobierno de financiamiento a través del sistema de cooperativas por lo que se ha visto que instituciones financieras del sector público están financiando a este segmento a mediano plazo. Además, con la publicación de la Ley de Economía Popular y Solidaria, las cooperativas podrían también acceder a financiamiento a través de mercado de valores.

Desde el año 2004, los indicadores de morosidad del sistema hipotecario en el país han tenido una clara tendencia a disminuir. En general, el segmento hipotecario es uno de los sectores tendencialmente de menor morosidad y más estable por tratarse de un activo de largo plazo. Además, el portafolio de vivienda al ser respaldado por el mismo bien tiene adecuadas coberturas de garantía.

El indicador de morosidad de la cartera de vivienda del sistema financiero privado muestra un ligero incremento en relación al histórico, influenciado también por la disminución de la cartera productiva del sistema a partir de las titularizaciones de Banco Pichincha y Produbanco. La cartera en riesgo representa 2.16% de la cartera total al mes de octubre 2011.

Pese a la alta competencia que genera el BIESS en el mercado, la colocación de cartera hipotecaria en los segmentos más grandes del sistema (bancos y cooperativas) aún se muestra creciente en el 2011. Dado el déficit habitacional del país, la base de personas que están accediendo a créditos de vivienda se ha extendido y es así que todos los segmentos crecen, pese a la incursión del BIESS.

Sí se observa que la participación de bancos ha ido disminuyendo. En el caso de las cooperativas, al estar dirigidas a un nicho de mercado diferente al de bancos y con acceso a fuentes de financiamiento del Gobierno han podido crecer de forma importante.

En cuanto a la calidad de los activos, se estima que en las actuales condiciones de crecimiento agresivo y alta competencia se podría llegar a la flexibilización de condiciones para otorgar créditos por parte de las instituciones y mostrar posteriores deterioros. Se observa actualmente que existe una tendencia cada vez mayor en el sistema al incremento del endeudamiento en los hogares, tanto en consumo como en vivienda, lo que sería un factor de riesgo en la economía en un momento de estrés o de iliquidez, o en condiciones macroeconómicas desfavorables.