

Ecuador  
 Décimo Seguimiento

**Fideicomiso Mercantil Banco  
 Bolivariano 1, BB1 – Valores BB-TH1**

**Calificación**

Tipo Clase	Calif. Anterior	Calif. Actual	Ultimo Cambio
A1	Cancelada en marzo-2013		
A2	AAA	AAA	--
A3	AAA	AAA	--
A4	AAA	AAA	Mar-2013
A5	AAA	AAA	Mar-2013

Calificación Actual: Calificación otorgada en el último comité de calificación.  
 Calificación Anterior: Calificación del valor hasta antes de que se diera el último cambio de calificación.  
 Último Cambio: Fecha del Comité de Calificación en el que se decidió el cambio de calificación.

**Descripción de la Estructura:**

CARACTERÍSTICAS EMISIÓN CLASES A2 Y A3	A2	A3
	Fecha Emisión	11-jun-09
Monto Emitido USD	7,350,000	2,100,000
Saldo Insoluto USD	3,704,814	2,100,000
Tasa (% de TPP)	TPP-4.10%**	TPP-3.45%***
Etapas	Amortización	Amortización
Plazo Legal original	90 meses	106 meses
Plazo legal remanente	40 meses	56 meses
Fecha Vencimiento	16-may-2017	16-sep-2018

CARACTERÍSTICAS EMISIÓN CLASES A4 y A5	A4	A5
	Fecha Emisión	11-jun-09
Monto Emitido USD	3,849,999	1
Saldo Insoluto USD	3,849,999	1
Tasa (% de TPP)	TPP-3.15%****	Ver Nota
Etapas	Amortización	Amortización
Plazo Legal original	136 meses	137 meses
Plazo legal remanente	86 meses	87 meses
Fecha Vencimiento	16-mar-2021	16-abr-2021

\* Si TPP >= 12% o TPP < 5%, la fórmula del cupón cambia a 60.75% \* TPP  
 \*\* Si TPP >= 12% o TPP < 5%, la fórmula del cupón cambia a 65.83% \* TPP  
 \*\*\* Si TPP >= 12% o TPP < 5%, la fórmula del cupón cambia a 71.25% \* TPP  
 \*\*\*\* Si TPP >= 12% o TPP < 5%, la fórmula del cupón cambia a 73.75% \* TPP  
 Nota: La clase A5 recibe el excedente del Fideicomiso luego del pago de las demás obligaciones del Fideicomiso.

**Contactos:**

Carlos Ordóñez  
 (593 2) 226 8057, ext. 105  
[cordonez@bwratings.com](mailto:cordonez@bwratings.com)

Xavier Navas  
 (593 2) 2922 426, ext. 112  
[xnavas@bwratings.com](mailto:xnavas@bwratings.com)

**FECHA COMITÉ: marzo 26, 2014**

**ESTADOS FINANCIEROS A: 31 enero, 2014**

**FUNDAMENTO DE LA CALIFICACIÓN**

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings, luego de analizar la información relativa al Fideicomiso Mercantil Banco Bolivariano 1, BB1, decidió mantener la calificación de las **clases A2, A3, A4 y A5** en “AAA”. De acuerdo a la Ley de Mercado de Valores, dicha categoría 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.”

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.

Las calificaciones se fundamentan en la capacidad que tiene cada clase de honrar en tiempo y forma sus obligaciones, de acuerdo al análisis del flujo teórico proyectado del activo subyacente, ajustado por distintos niveles de estrés propios de cada escenario de calificación.

La calificación AAA implica que todas las clases calificadas tienen una alta capacidad de pagarse en tiempo y forma, aun en escenarios de estrés elevados.

La estructura se ha fortalecido respecto a la calificación inicial debido a: una menor pérdida base estimada de la cartera influenciada por las recompras periódicas de cartera vencida por parte del Originador, y a un mayor sobrecolateral gracias al uso del exceso de interés generado para la amortización de la clase preferente.

Las clases A2 y A3 aprovechan la estructura de subordinación que les permite soportar niveles de pérdida más altos, mientras que las clases subordinadas A4 y A5 se benefician del sobrecolateral de cartera que se ha acumulado desde el inicio de la etapa de amortización.

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



Banco Bolivariano, el originador y administrador de cartera, tiene una calificación de AAA- en escala local, otorgada por BankWatch Ratings. A criterio de la Calificadora, Banco Bolivariano posee la capacidad técnica y operativa para desempeñarse exitosamente como administrador de la cartera transferida al fideicomiso.

De forma similar, se considera que CTH S.A. tiene la suficiente experiencia, capacidad profesional y técnica para actuar como agente de manejo de la presente titularización. CTH S.A cuenta con una calificación local de AA otorgada por BankWatch Ratings.

### **PRESENTACIÓN DE CUENTAS**

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

- Estados financieros del Fideicomiso a diciembre-2012 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-2014, 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-2012 y a diciembre-2013, preparados bajo las normas contables establecidas por la SBS. Los estados financieros del 2012 fueron revisados por la firma auditora PricewaterhouseCoopers, quien emitió una opinión limpia sobre la razonabilidad de los estados financieros.
- Informe de calificación global de Banco Bolivariano actualizado en diciembre-2013 con datos a septiembre-2013.

### **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 debe cumplir dentro de los plazos legales establecidos, bajo distintos escenarios de estrés.

La principal fuente de recursos del Fideicomiso es la cartera fideicomitada, cuyos flujos se estresan con 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 recuperación 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, 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.

La pérdida bruta de la cartera titularizada en un escenario base se estimó en 3.50% 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 entre la tasa de los créditos titularizados y las del mercado a cada momento, mayor será la probabilidad de prepago.

En el futuro el prepago podría incrementarse en respuesta de las condiciones de plazo y tasa que ofrezca el IESS para créditos de vivienda hipotecaria. Los traspasos históricos de créditos al BIESS se encuentran incorporados dentro de la tasa de prepago que la calificadora calcula mensualmente.

El flujo obtenido luego de la aplicación de todos los puntos explicados anteriormente 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 dentro de su plazo legal correspondiente. 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 en su conjunto el 20.49% 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	69.83%	20.0
A3	52.41%	15.0
A4	20.49%	5.9
A5	20.49%	5.9

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.

A través del análisis explicado se concluye que todas las clases vigentes se pagan en tiempo y forma en un escenario “AAA”, lo que implica una cobertura de al menos seis veces la pérdida base de acuerdo a los múltiplos de estrés aplicados al modelo.

Pese a que las clases A4 y A5 no se benefician de la subordinación de otras clases, su capacidad de pago está respaldada por el sobrecolateral acumulado y el exceso de interés que se genera todos los meses.

También aporta a la fortaleza de la estructura la elevada madurez de la cartera y su alta calidad, influenciada por las recompras de cartera vencida realizadas por el Originador.

**EVOLUCIÓN DE LA EMISIÓN**

El 11 de junio del 2009 el Fideicomiso Mercantil Banco Bolivariano 1, BB1 emitió títulos de contenido crediticio denominados BB-TH 1, por USD 35 millones, respaldado por créditos hipotecarios. Los títulos valores se clasifican en cinco clases: A1, A2, A3, A4 y A5.

En octubre-09 el Originador vende la primera porción de la clase A1 (USD 5 millones), iniciándose así la etapa de amortización parcial de esta clase. En diciembre-09, se realiza una segunda venta por el saldo restante de los títulos de la clase A1, con lo cual desde esa fecha la totalidad de la emisión se encuentra en etapa de amortización.

Las distintas clases pagan una tasa de interés que está en función de la tasa promedio ponderada (TPP) del colateral. La fórmula cambia si es que la TPP disminuye a porcentajes inferiores al 5%, o supera el 12%, para proteger a la estructura de un menor exceso de interés.

CLASES	TASA DE INTERES	
	Si 5 < TPP < 12	Si TPP ≤ 5 ó ≥ 12
A1	TPP - 4.71%	60.75%
A2	TPP - 4.10%	65.83%
A3	TPP - 3.45%	71.25%
A4	TPP - 3.15%	73.75%

En el caso de la clase A5, esta tiene valor nominal de USD 1, y no recibe una tasa de interés a lo largo de la vida del Fideicomiso. Esta clase recibe los excedentes del Fideicomiso luego del pago total de las demás clases emitidas.

El Fideicomiso ha cumplido hasta el momento con todas sus obligaciones contractuales. La clase A1 terminó de pagarse en marzo-2013, 25 meses antes del plazo máximo legal establecido. En el mismo mes el capital de la clase A2 empezó a amortizarse, de acuerdo a la prelación establecida en la escritura del Fideicomiso.

A enero-2014 se han realizado once pagos de capital de la clase A2 y se han cancelado cincuenta y seis cupones de interés de todas las clases vigentes.

**Flujos del Fideicomiso**

A continuación se presentan las fuentes y los usos de fondos disponibles del Fideicomiso desde su creación hasta la fecha de corte:

GENERACIÓN DE FONDOS DISPONIBLES (USD Miles)		
	<b>Efectivo inicial (mayo-09)</b>	<b>1</b>
(+)	Capital recuperado	25,528
(-)	Compra de Cartera para reposición	2,586
	<b>Flujo Proveniente de Capital</b>	<b>22,942</b>
(+)	Interés recaudado (cartera+otros)**	11,153
(-)	Gastos del fideicomiso	1,338
(-)	Interés ordinario pagado a clases A1, A2, A3 y A4 **	5,952
(-)	Pagos al originador	241
	<b>Flujo Proveniente de Exceso de Interés</b>	<b>3,621</b>
	<b>Efectivo Generado por Capital e Interés</b>	<b>26,563</b>
(-)	Capital pagado a clases*	25,345
(-)	Interés extraordinario pagado a clase A5	785
	<b>Efectivo final según balance (31-enero-14)</b>	<b>434</b>

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

Como se observa en el cuadro anterior, el Fideicomiso ha obtenido su liquidez principalmente de la recaudación del capital e interés de la cartera titularizada y la ha utilizado para cubrir los gastos mensuales y pagar cupones de capital e interés a las clases emitidas, en función de la prelación existente. Se aprecia también claramente el importante margen de interés existente entre la cartera y los títulos.

El saldo de efectivo a enero-2014 se encuentra destinado principalmente a la próxima amortización de la clase A2 a realizarse en el siguiente mes.

Los gastos del Fideicomiso se han mantenido en niveles menores a lo proyectado. La calificadora incluye un estrés adicional de 20% al monto estimado para la cobertura de imprevistos.

**ACTIVO DE RESPALDO****Descripción del Activo de Respaldo**

El principal activo de respaldo de la presente titularización es cartera hipotecaria de vivienda originada por Banco Bolivariano. Adicionalmente, existen fondos disponibles por USD 434M, los cuales se encuentran en una cuenta corriente en Banco Bolivariano.

Resumen Colateral	Calif. Inicial	31-ene-14
Monto Cartera Original (USD MM)	35	35
Saldo de Cartera (USD MM)	35	12
Número de Créditos actual	900	538
Monto Promedio Crédito Actual (USD)	38,889	22,417
Deuda/ Gtía promedio ponderado(%)	48.69	33.97
Dividendo/ Renta prom. pond. (%)*	11.08	13.38
Plazo transc. prom. pond. (meses)	26	77
Plazo reman. prom. pond. (meses)	108	64
Tasa Interés prom. ponderada (%)	10.55	9.58
<b>Concentración Regional (%):</b>		
Guayas	70.01%	72.08%
Pichincha	23.22%	22.78%
Azuay	4.58%	3.14%
Otras Provincias (<1%)	2.19%	2.00%

\* Para el cálculo de este indicador se excluye un 9.3% de la cartera conformada por créditos cuyos deudores reportan ingresos superiores a USD 15M.

La cartera muestra concentración geográfica en la provincia del Guayas, la principal plaza comercial del Banco, y en menor proporción en Pichincha. Este riesgo se encuentra mitigado en parte por la diversificación por emisor, la calidad de la cartera, la cobertura de sus garantías, y la importancia de las dos plazas en la economía del País.

La cartera es fundamentalmente madura, y muestra una relación promedio entre el saldo insoluto de los créditos y el avalúo de su hipoteca (DAV) de 33.97%, porcentaje que al ser bajo, influye positivamente en la voluntad de pago de los deudores y en la capacidad de recuperación de estos por vías judiciales.

En cuanto a la relación dividendo – ingresos (CIN) este se encuentra en un nivel muy conservador (13.38%), demostrando una alta capacidad de pago promedio de la cartera titularizada.

Cabe indicar que el indicador de CIN ha sido ajustado hacia arriba, al aislar de su cálculo a créditos con deudores que reportan ingresos mayores a USD 15M (9.3% del monto de cartera). Esto por cuánto se estima que en ese segmento hay mayor probabilidad de errores o imprecisiones en la información reportada.

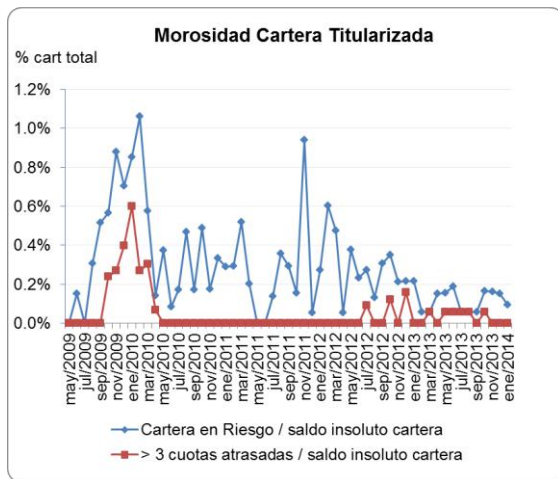
El cuadro siguiente muestra la distribución de la cartera de acuerdo a intervalos de CIN y DAV:

Distrib. DAV		Distrib. CIN	
Intervalos	% de cartera	Intervalos	% de cartera
< 10%	2.45%	< 10%	25.48%
entre 10% y 19%	9.53%	entre 11% y 20%	45.93%
entre 20% y 29%	26.31%	entre 21% y 30%	15.33%
entre 30% y 39%	31.10%	entre 31% y 35%	3.28%
entre 40% y 49%	21.47%	Más de 35%	0.68%
entre 50% y 59%	8.95%	excluidos n/d*	9.29%
entre 60% y 69%	0.00%	<b>Total</b>	<b>100%</b>
entre 70% y 75%	0.20%		
Mayor a 75%	0.00%		
<b>Total</b>	<b>100%</b>		

Corresponde a créditos de deudores con ingresos superiores a USD 15M, que fueron excluidos de los demás rangos.

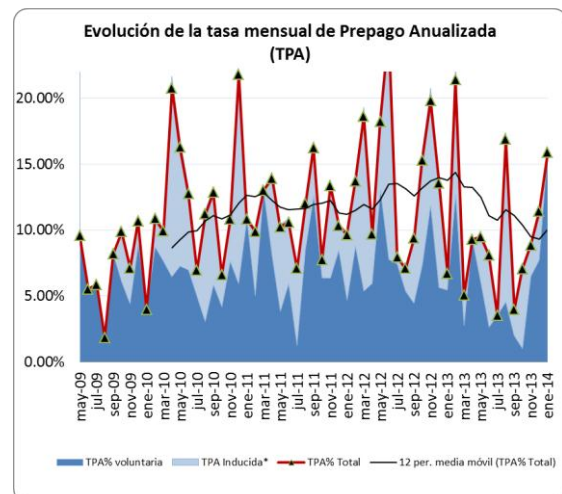
Si bien la tasa de interés de los créditos es inferior a la de la calificación inicial, desde el segundo semestre del 2012 se mantiene estable. La fórmula de reajuste de las clases emitidas se ajusta en función de la tasa promedio ponderada de la cartera, protegiendo el margen de interés de movimientos de la tasa de los créditos.

La morosidad de la cartera titularizada es casi nula, en concordancia con la baja morosidad de la cartera propia del Originador y las recompras periódicas que este realiza de la cartera vencida del fideicomiso. Solamente un crédito tiene más de dos cuotas vencidas y no hay créditos en procuración judicial. En el siguiente gráfico se puede apreciar la evolución de la morosidad del Fideicomiso:



Con respecto al prepago, su evolución está influenciada por las recompras de cartera que ha realizado periódicamente el Originador. Si bien la tasa mensual anualizada de prepago (TPA) promedio desde el inicio de la titularización se sitúa en 11.13%, sin el efecto de las ventas de cartera este indicador se ubicaría en 6.69%, porcentaje más cercano al estimado en la calificación inicial (6.18%).

El incremento del prepago acelera la cobranza de los flujos de capital de la cartera, lo que reduce la generación futura de intereses, afectando principalmente a las clases con mayor subordinación. Este riesgo se encuentra mitigado actualmente por el alto nivel de sobrecolateral existente.



Adicionalmente, el prepago se encuentra influenciado por traspasos de créditos hacia el BIESS. El mayor impacto de esta medida en la tasa de prepago se observó a fines del 2010. De forma similar, 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.

La escritura del Fideicomiso establece que si el prepago mensual anualizado supera el 12% y si en el mismo período la morosidad mayor a 120 días supera el 11.50%, el Originador deberá proceder a intercambiar cartera por el excedente de prepago sobre el 12%. Este factor contribuye a mitigar el riesgo de niveles altos de prepago.

**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 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. Esta última fue cancelada en marzo-2013 por lo que la clase A2 se considera actualmente la clase preferente.

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.

**BANCO BOLIVARIANO**

**(Originador y Administrador de Cartera)**

Banco Bolivariano actúa como originador y administrador de la cartera transferida a este



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

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

La revisión de los procedimientos de originación y cobranza de Banco Bolivariano evidencia un enfoque conservador basado en las políticas del Banco y en la experiencia de los responsables de su análisis, lo cual se refleja en índices de morosidad consistentemente bajos dentro del período de análisis.

Banco Bolivariano C.A., cabeza del Grupo Financiero Bolivariano, funciona en Ecuador desde 1978. La calificación global en escala local de Banco Bolivariano, otorgada por BankWatch Ratings en diciembre 2013 con información a septiembre-2013 es AAA-.

Su principal línea de negocio ha estado dirigida mayormente hacia el sector corporativo exportador del país, en el cual se encuentra bien posicionado, y en la última década también hacia el segmento de personas, con resultados positivos.

La buena imagen de la institución a nivel nacional se basa en la capacidad de la misma de sobrepasar crisis financieras y económicas del país, así como poder establecer estrategias comerciales de accesibilidad a nivel nacional, disponibilidad de servicios a través de canales electrónicos y precios competitivos.

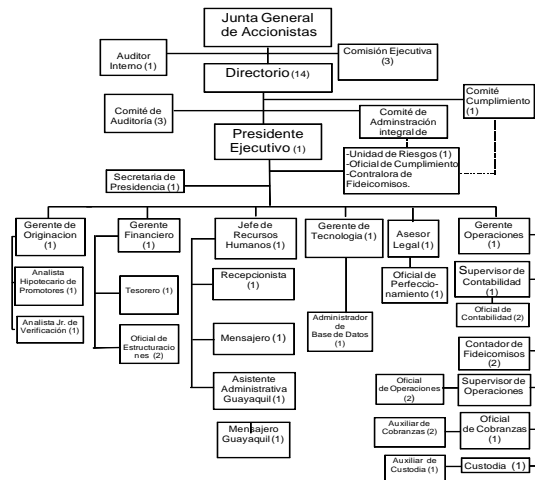
Al ser una entidad mayormente corporativa, históricamente ha manejado una alta calidad crediticia en sus operaciones activas, que se refleja en niveles de morosidad menores a sus pares y al promedio del sistema.

La cartera de vivienda muestra históricamente en su balance una morosidad inferior a 1%. A diciembre-2013 la morosidad de la cartera hipotecaria es de 0.62%.

### **CORPORACIÓN DE DESARROLLO DE MERCADO SECUNDARIO DE HIPOTECAS CTH S.A.** (Agente de Manejo)

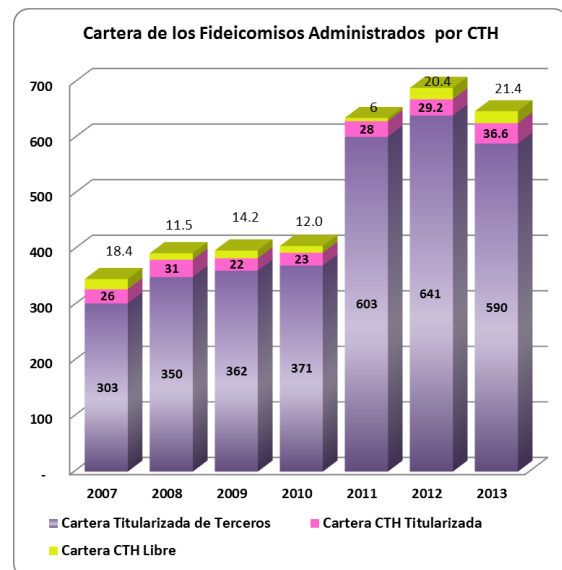
CTH S.A., según lo permitido en el Art. 1 de la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero, actúa en el presente proceso de titularización, como Agente de Manejo. Esta institución cuenta con calificación de "AA" en escala local, confirmada

por BankWatch Ratings en diciembre-2013, con información a septiembre-13. Consideramos que CTH tiene la suficiente experiencia, capacidad profesional y técnica necesaria para actuar como agente de manejo de la presente titularización.



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.

CTH administra titularizaciones de cartera de vivienda propia por USD 21.4MM y estructuras originadas por terceros de USD 590MM de cartera titularizada a diciembre-2013. A continuación se muestra un gráfico de la evolución del negocio de la Compañía:





A sep-2013 la Institución cuenta con oficinas administrativas ubicadas en Quito y Guayaquil y tiene a su cargo 36 funcionarios de tiempo completo.

### **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****DATOS GENERALES**

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

Fuentes: Ministerio de Finanzas  
**\*\* Observatorio Política Fiscal**  
**\* Ministerio de Finanzas**

**NOTA ACLARATORIA**

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

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

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

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

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

Factores externos como el estancamiento o caída del precio del petróleo, una revalorización del dólar frente a las monedas de los países vecinos, la desaceleración de la economía China, nuestro

principal proveedor de fondos, incidiría en limitar el crecimiento planificado del País.

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

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

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

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

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

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

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

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

Las condiciones del mercado hacen prever que el precio del petróleo no tendrá mayores variaciones y que mantendrá un promedio similar o ligeramente inferior para el 2014, lo cual generaría mayores retos al Gobierno por la dependencia que tiene la economía en el petróleo y el hecho de que los gastos continúan aumentando en mayor proporción a los ingresos.

La producción petrolera a noviembre 2013 registra una variación positiva de 504 a 545 barriles diarios, incremento que se da en la producción de empresas públicas, ya que las privadas siguen contrayéndose, sin que se avizore nuevas participaciones privadas.

**FINANCIAMIENTO ESTRUCTURADO**



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

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

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

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

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

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

**Las tasas de interés** referenciales no han registrado cambios, conservándose estables desde el 2011 y no se esperarían variaciones en el corto, plazo. La tasa pasiva referencial se mantiene en 4.53% y la tasa activa referencial en 8.17%.

Las tasas de interés de los segmentos crediticios registran pequeñas variaciones negativas del año anterior al 2013, así vemos que la tasa corporativa se reduce de 8.37% a 7.81%; Productiva Empresarial de 9.56% a 9.41%; Productiva Pymes 11.24% a 11.14%; Vivienda de 10.93% a 10.87%. Consumo es la única que registra un leve incremento de 15.94% a 16.0%. En el caso de las tasas de Microcrédito (Acumulado ampliada, acumulado simple y minorista), registran bajas de -0.28%, -0.31% y -0.33%, respectivamente.

### **SECTOR EXTERNO**

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

**La balanza comercial** a noviembre 2013, presenta un saldo negativo de USD -1.352mm FOB, mayor al obtenido a noviembre 2012, que fue de USD -507 millones. Esta diferencia se debe a un mayor incremento de las importaciones petroleras que

crecen en mayor proporción que las exportaciones. El cierre parcial de la Refinería de Esmeraldas influyó en el aumento de importación de combustibles.

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

### **EXPORTACIONES USD 22.765mm (nov 2013).**

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

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

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

### **IMPORTACIONES USD 24,117mm (nov 2013).**

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

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

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

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

### **SECTOR PÚBLICO**

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

Entre diciembre 2012 y 2013 los ingresos crecen 3.2% y los gastos aumentan 19.1% dando como resultado una situación no compatible. El crecimiento del gasto público se mantiene mayor al de los ingresos.

Se espera que el precio del petróleo, el cual alimenta el presupuesto, se mantenga estable o con ligera tendencia a la baja. La disminución en el crecimiento de China, la situación reprimida de Europa, la paralización de la refinería de Esmeraldas, entre otros factores, tendría incidencia negativa en los ingresos petroleros del País.

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



anticipada de petróleo con la China. Sin embargo, otra de las posibilidades que ha mencionado el Gobierno es salir a los mercados internacionales con la emisión de deuda por un monto estimado de USD 500 a 1.000 millones. (Fuente: Economía y Entorno Político. Multienlace).

### INGRESOS

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

Fuente: Ministerio de Finanzas  
elaborado por: Observa política Fiscal

### Tributación: a diciembre 2013 USD 13.599mm

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

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

### EGRESOS

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

Fuente: Ministerio de Finanzas  
elaborado por: Observa política Fiscal

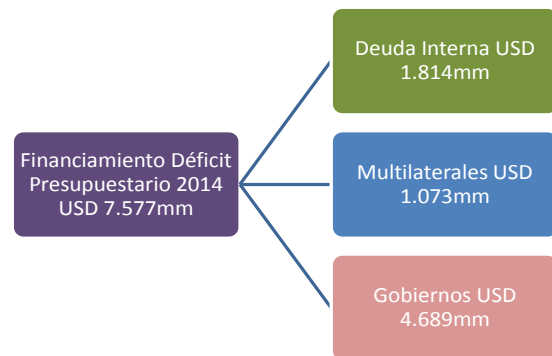
El cambio ajustado a precios constantes del 2007 da como resultado que el peso de las cuentas nacionales en la economía sea menor, lo que da mayor holgura al gasto público para seguir creciendo.

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

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

el 191.05% respectivamente. De acuerdo a este informe (BC) se conoce que los países con mayores aportes de capital fueron los europeos, que en este periodo invirtieron USD 148,45 millones, presentando un incremento interanual del 61.52%, en comparación de los USD 91,91 millones registrados en el 2012. Los créditos recibidos, tanto del exterior como internos, empiezan a amortizarse, incidiendo en el flujo de los gastos; a diciembre 2013 la deuda total suma USD 22.846 millones, distribuida en: deuda interna de USD 9.927 millones y deuda externa de USD 12.920 millones. El porcentaje de la deuda PIB, es de 24.4% a dic 2013 y de 21.3% en dic 2012.

### FINANCIAMIENTO DEL DEFICIT FISCAL



Fuente: Presupuesto 2014  
Elaboración: BWR

### SECTOR MONETARIO Y FINANCIERO

Las regulaciones y leyes emitidas en el 2012 han impactado en los resultados del Sistema Financiero, especialmente en cuanto a las tendencias y modalidades de crédito y a la obtención de utilidades, las mismas que de acuerdo a las expectativas, se han reducido substancialmente.

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

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

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

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

**Resultados USD 268 millones.**



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

### **PERSPECTIVAS 2014**

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**Plan Energético**, con énfasis en la inversión de proyectos hidroeléctricos, para sustituir la energía

térmica y de gas, solucionando en parte el alto subsidio de combustibles.

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

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

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

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

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

El presupuesto proyectado para el 2014 refleja una desaceleración de la economía, continúa la política de endeudamiento público y aumento del gasto en mayor proporción que el crecimiento económico.

La política de subsidios con el nuevo presupuesto se mantiene y en lo internacional se complican las relaciones comerciales con nuestros principales socios.

Las expectativas de incentivar o conseguir mayor inversión extranjera no son muy prometedoras.

Se espera que la estrategia de crecimiento económico mediante gasto público, soportado por el alto precio del petróleo y el crédito externo, se mantenga durante el 2014.

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

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

**Elaboración:** BWR, febrero 2014.

Ecuador

## Riesgo Sectorial: Sistema Crédito de Vivienda-Hipotecario

### Resumen

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

Fuente: BIESS, Superintendencia de Bancos y Seguros

#### Analista:

Lorena Oliva  
(5932) 292 2426

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

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

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

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

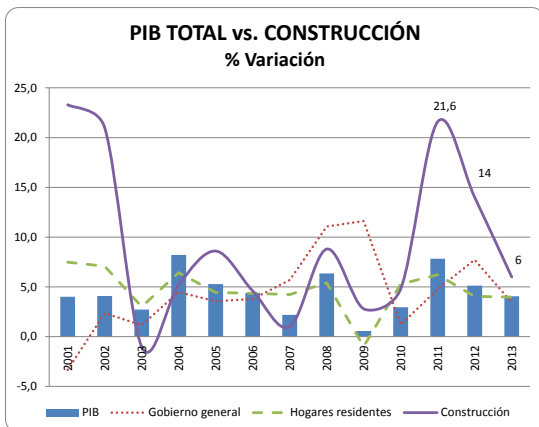
**Adecuada calidad de cartera.** Si bien no existen datos publicados oficiales sobre el nivel de mora que maneja el BIESS en la cartera hipotecaria, se estima probable que los índices sean bajos, dado el mecanismo de recuperación directa a través de roles de pago que maneja la institución. La cartera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

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

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

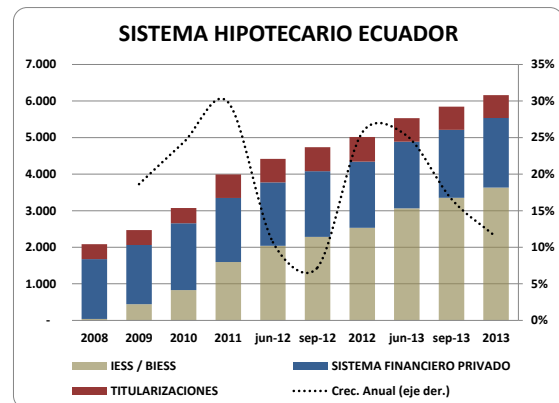
**Perspectivas.** Se espera que las condiciones del crédito de vivienda en general se mantengan estables, con mayor participación del BIESS y con un crecimiento bajo del sistema bancario en este segmento. Tanto las condiciones macro como la liquidez del sistema se perfilan menores en comparación al 2013, por tanto se podría esperar una desaceleración en el crecimiento tanto de la construcción como de su financiamiento. La desaceleración de la economía se evidencia en el crecimiento del PIB trimestral del 1T 2013, el cual fue de 0.2% en comparación a 1.5% del 1T 2012. En relación al sector de la construcción, segmento que ha sido uno de los más dinámicos en la economía desde el 2009, este también muestra menor ritmo de crecimiento y al 1T 2013 crece en 1.4%, cuando en el mismo período del año anterior creció al doble (3.1%).

### Condiciones Macro



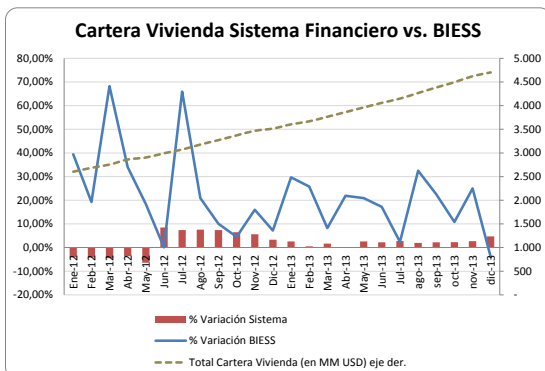
Fuente: Banco Central del Ecuador  
Elaboración: BWR

### Participación de cartera de vivienda



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

### Crecimiento de la cartera de vivienda



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