

**UNIVERSIDAD POLITÉCNICA SALESIANA**

**SEDE QUITO**

**UNIDAD DE POSTGRADO**

**MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS**

**Tesis previa a la obtención del título de: MAGISTER EN ADMINISTRACIÓN DE  
EMPRESAS**

**TEMA:**

**“PROPUESTA PARA LA CREACIÓN DE UN MODELO DE GESTIÓN  
FINANCIERO PARA MEJORAR EL FINANCIAMIENTO DE LA CAJA FISCAL EN  
ECUADOR MEDIANTE LA UTILIZACIÓN DE CETES”.**

**AUTORA:**

**ANGÉLICA MARICELA DUQUE MANOSALVAS**

**DIRECTOR:**

**ING. PEDRO MONTERO**

**Quito, Mayo2013**

## **DECLARATORIA DE RESPONSABILIDAD**

Los conceptos desarrollados, análisis realizados y conclusiones del presente trabajo, PROPUESTA PARA LA CREACIÓN DE UN MODELO DE GESTIÓN FINANCIERO PARA MEJORAR EL FINANCIAMIENTO DE LA CAJA FISCAL EN ECUADOR MEDIANTE LA UTILIZACIÓN DE CETES, son de exclusiva responsabilidad de la autora.

Quito, Mayo 10 del 2013

---

## DEDICATORIA

A mis padres, quienes me dieron el ser y gracias a ellos tengo una segunda oportunidad, para vivir plenamente, lograr mis objetivos y construir un mejor porvenir.  
Sin su apoyo incondicional, nada de esto sería posible y tampoco me encontraría con vida en este momento.

A mi mamá Lolita, por su inmenso amor, dedicación y cuidados en la primera etapa de mi vida, realmente nos hace demasiada falta.  
Sé que ahora desde el cielo siempre nos acompaña.

“La muerte sigue a la vida con tanta seguridad como la noche sigue al día, el invierno sigue al otoño o la vejez sigue a la juventud”.  
Daisaku Ikeda

## SIGLAS Y ACRÓNIMOS

<b>ASOCAVAL:</b>	Asociación de casas de Valores
<b>BCE:</b>	Banco Central del Ecuador
<b>BEDE:</b>	Banco Ecuatoriano del Estado
<b>BG:</b>	Banco de Guayaquil
<b>BVG:</b>	Bolsa de Valores de Guayaquil
<b>BVQ:</b>	Bolsa de Valores de Quito
<b>CAF:</b>	Corporación Andina de Fomento
<b>CAPEIPI:</b>	Cámara de la Pequeña Industria de Pichincha
<b>CETES:</b>	Certificados de Tesorería
<b>CNC:</b>	Consejo Nacional de Competencias
<b>CNV:</b>	Consejo Nacional de Valores
<b>COOTAD:</b>	Código Orgánico de Ordenamiento Territorial, Autonomía y Descentralización
<b>COPYFP:</b>	Código Orgánico de Planificación y Finanzas Públicas
<b>EP:</b>	Empresa Privada
<b>GAD:</b>	Gobiernos Autónomos Descentralizados,
<b>ICE:</b>	Impuesto a los Consumos Especiales
<b>IESS:</b>	Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social
<b>IVA:</b>	Impuesto al Valor Agregado
<b>PGC:</b>	Presupuesto del Gobierno Central
<b>PGE:</b>	Presupuesto General del Estado
<b>PIB:</b>	Producto Interno Bruto
<b>PND:</b>	Plan Nacional de Descentralización
<b>SENAE:</b>	Servicio Nacional de Aduanas del Ecuador
<b>SINFIP:</b>	Sistema Nacional de Finanzas Públicas
<b>SRI:</b>	Servicio de Rentas Internas
<b>TBC:</b>	Títulos del Banco Central

## ÍNDICE

DECLARATORIA DE RESPONSABILIDAD .....	2
DEDICATORIA .....	3
SIGLAS Y ACRÓNIMOS .....	4
ÍNDICE DE CUADROS .....	7
ÍNDICE DE GRÁFICOS .....	9
RESUMEN EJECUTIVO .....	10
SUMMARY .....	11
CAPÍTULO I .....	12
ASPECTOS GENERALES.....	12
1.1. El problema .....	12
1.1.1. Antecedentes del Problema .....	13
1.2. Justificación.....	13
1.3. Objetivos .....	15
1.3.1. General .....	15
1.3.2. Específicos .....	15
1.4. Metodología.....	15
1.4.1. Tipo de investigación.....	15
1.4.2. Métodos.....	16
1.5. Variables: .....	18
1.5.1. Variable Independiente .....	18
1.5.2. Variable Dependiente.....	18
1.6. Hipótesis.....	18
1.7. Ubicación Geográfica del caso de estudio .....	18
CAPÍTULO II.....	19
MARCO TEÓRICO.....	19
2.1. Fundamentación Teórica .....	19
2.1.1. Presupuesto General del Estado .....	19
2.1.2. Caja Fiscal.....	23
2.1.3. Alternativas de Financiamiento Temporal para la Caja Fiscal aprobadas por el Mercado de Valores .....	24
2.1.4. Certificados de Tesorería del Estado CETES .....	26
2.1.5. Mercado de Valores.....	31
2.1.6. Bolsa de Valores.....	34
2.1.7. ¿Qué se comercializa en las Casas de Valores? .....	42
2.1.8. Valores de Renta Fija.....	42
2.1.9. Modelo Financiero.....	49
2.2. Fundamentación Conceptual.....	49

2.3. Fundamentación Legal .....	51
CAPÍTULO III .....	57
SITUACIÓN ACTUAL DE LA DEUDA INTERNA Y EL MODELO DE GESTIÓN PROPUESTO .....	57
3.1. Análisis de contexto de la economía ecuatoriana .....	57
3.2. Análisis del Presupuesto del Estado .....	62
3.2.1. Desglose del presupuesto por tipo .....	64
3.2.2. Financiamiento del presupuesto a través de deuda interna .....	65
3.2.3. Financiamiento a través de CETES .....	69
3.2.4. Tasas de financiamiento de los diferentes instrumentos.....	69
3.3. Proyecciones del presupuesto sin implementación .....	70
3.4. Costos del financiamiento futuro de acuerdo a las tendencias actuales .....	81
3.5. Análisis .....	82
3.6. Modelo de gestión financiera para el financiamiento de la caja fiscal. ....	82
3.6.1 Principios para la implantación del modelo de gestión financiera.....	82
3.6.2. Objetivo General .....	82
3.6.3. Lineamientos principales .....	82
3.6.4 Estructura del modelo de gestión .....	84
3.6.5 Políticas de la gestión y emisión de CETES .....	84
3.7 Resultados y potenciales beneficios de las políticas aplicadas .....	87
CAPÍTULO IV .....	91
CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES .....	91
4.1 Conclusiones .....	91
4.2 Recomendaciones.....	92
BIBLIOGRAFÍA .....	94
ANEXOS .....	96
Anexo 1 .....	96
DETALLES SOBRE EL PRESUPUESTO GENERAL DEL ESTADO .....	96
Anexo 2 .....	99
ESTRUCTURA DE LA DEUDA INTERNA Y EXTERNA DEL ECUADOR .....	99
Anexo 3 .....	101
PRESUPUESTO GENERAL DEL ESTADO CONTINÚA BAJO EL DOMINIO DEL PETRÓLEO .....	101
Anexo 4 .....	104
CETES: ANALISTAS CRITICAN EMISIÓN .....	104
Anexo 5 .....	106
EL DÉFICIT FISCAL SE ALIVIARÁ EN EL 2013 CON MÁS DEUDA.....	106

## ÍNDICE DE CUADROS

Cuadro 1. Certificados de Tesorería negociados desde 2006 hasta 2012 .....	30
Cuadro 2. Casas de valores miembros de la Bolsa de Valores de Quito .....	37
Cuadro 3. Valores de Renta Fija Negociados desde 2007 hasta 2012 (en Millones de USD) .	45
Cuadro 4. Valores de renta fija negociados desde 2007 hasta 2012.....	46
Cuadro 5. Valores de renta variable negociados desde 2007 hasta 2012.....	48
Cuadro 6. PIB del Ecuador 1999 - 2011 .....	57
Cuadro 7. Tasa de crecimiento real del PIB Ecuador 1999 - 2011.....	59
Cuadro 8. Deuda pública como porcentaje del PIB Ecuador 2004 - 2011.....	60
Cuadro 9. Deuda interna desde 2002 hasta 2012.....	62
Cuadro 10. Presupuesto General del Estado 2009 - 2012 .....	62
Cuadro 11. Ingresos del presupuesto por tipo .....	64
Cuadro 12. Gastos del presupuesto por tipo .....	65
Cuadro 13. Financiamiento del presupuesto a través de deuda interna años 2007 al 2012 .....	66
Cuadro 14. Tasas de financiamiento de los diferentes instrumentos .....	69
Cuadro 15. Análisis de tendencia (medias móviles) de los Bonos del Estado .....	72
Cuadro 16. Proyección de los Bonos del Estado 2013 - 2017.....	73
Cuadro 17. Análisis de tendencia (medias móviles) de los Certificados de inversión .....	74
Cuadro 18. Proyección de los Certificados de Inversión 2013 - 2017.....	75
Cuadro 19. Proyección de los Certificados de Tesorería 2013 - 2017.....	77
Cuadro 20. Proyección de las Notas de Crédito 2013 - 2017.....	78
Cuadro 21. Proyección de las Titularizaciones 2013 - 2017.....	79
Cuadro 22. Proyección del total de la deuda .....	80
Cuadro 23. Proyección del financiamiento de la deuda interna 2013 – 2017 (Sin implementación) .....	80
Cuadro 24. Costos del financiamiento futuro de acuerdo a las tendencias actuales.....	81
Cuadro 25. Resultados y potenciales beneficios de las políticas aplicadas .....	87
Cuadro 26. Disminución del porcentaje de bonos y certificados de inversión en función de los CETES.....	88

Cuadro 27. Disminución del porcentaje de certificados de inversión reemplazado por los CETES.....	89
---	----



## ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1. PIB del Ecuador 1999 - 2011 .....	58
Gráfico 2. Tasa de crecimiento real del PIB Ecuador 1999 – 2011.....	59
Gráfico 3. Deuda pública como porcentaje del PIB Ecuador 2004 - 2011 .....	61
Gráfico 4. Presupuesto General del Estado 2009 - 2012 .....	63
Gráfico 5. Financiamiento del presupuesto a través de deuda interna 2007 - 2012 .....	66
Gráfico 6. Financiamiento a través de Bonos del Estado 2006 - 2012.....	67
Gráfico 7. Financiamiento a corto y largo plazo .....	68
Gráfico 8. Análisis de tendencia lineal de los Bonos del Estado .....	71
Gráfico 9. Análisis de tendencia (medias móviles) de los Bonos del Estado .....	72
Gráfico 10. Proyección de los Bonos del Estado 2013 - 2017 .....	73
Gráfico 11. Análisis de tendencia lineal de los Certificados de inversión.....	74
Gráfico 12. Análisis de tendencia (medias móviles) de los Certificados de inversión.....	75
Gráfico 13. Análisis de tendencia lineal de los Certificados de tesorería.....	76
Gráfico 14. Proyección de los Certificados de Tesorería 2013 – 2017 .....	77
Gráfico 15. Proyección de las Notas de Crédito 2013 – 2017 .....	78
Gráfico 16. Proyección de las Titularizaciones 2013 - 2017 .....	79
Gráfico 17. Estructura del modelo de gestión propuesto .....	84

## RESUMEN EJECUTIVO

En la presente investigación se ha realizado un estudio de la emisión de las herramientas financieras que permiten cubrir el déficit del Presupuesto del Estado ecuatoriano y determinar el mejor mecanismo para financiar los requerimientos de capital líquido en la caja fiscal, principalmente a través de los certificados de tesorería, CETES.

Se profundiza a través de la fundamentación teórica del mercado de valores, caja fiscal, bolsa de valores y los diferentes instrumentos financieros de renta fija de corto y largo plazo. Se analiza el marco legal que indica el uso de los CETES y muestra que es viable emplearlos para financiar parte de la deuda.

Finalmente, se trata la deuda interna y su relación con las principales variables macroeconómicas, hasta llegar a cómo se financia internamente el Presupuesto del Estado y cuáles son las proyecciones en los próximos años, mientras se mantenga el mismo modelo, con el fin de comparar con la propuesta presentada, en la cual se definen los porcentajes y criterios para considerar a los CETES como instrumentos válidos de financiamiento y con ello lograr un menor costo de la deuda interna siendo de beneficio para nuestro país y su población.

**Palabras claves:** Presupuesto del Estado ecuatoriano, caja fiscal, CETES, Certificados de Tesorería.

## SUMMARY

In the present investigation a study of the emission of the financial tools has been carried out that permit to cover the deficit of the Budget of the Ecuadorian State and to determine the best mechanism to finance the requests of liquid capital in the fiscal box, chiefly through the certificates of treasury, CETES (treasury certificate works as government bonds).

It is deepened through a theoretical form of the stock market, fiscal box, stock exchange and the different financial instruments of fixed income of short and long time limit. The legal framework is analyzed that indicates the use of the CETES and sample that is viable to employ them to finance part of the debt.

Finally, it treats the internal debt and their relation with the main macroeconomic variables, until arriving at how the Budget of the State is financed internally and which are the projections in the next years, while the same model be maintained, in order to compare with the proposal presented, in which the percentages they are defined and criteria to consider to the CETES as valid instruments of financing and with it achieving a smaller cost of the internal debt being of benefit for our country and their population.

**Keywords:** Budget of the Ecuadorian State, fiscal box, CETES, Treasury Certificates.

## CAPÍTULO I

### ASPECTOS GENERALES

#### 1.1. El problema

La liquidez de la caja fiscal garantiza el funcionamiento de todas las áreas de responsabilidad del Estado, la falta de obtención inmediata de los ingresos presupuestados puede dar origen a paralizaciones de servicios que comprometen el desarrollo del país. Los mismos que se relacionan con los sectores estratégicos y necesidades básicas de la población, como salud y educación, que no deberían ser perjudicados por la falta inmediata de recursos para cubrir sus gastos, siendo esta situación un ancla para el crecimiento del país.

El problema que enfoca la presente investigación se relaciona a las garantías de operatividad de los servicios denominados “básicos”, mismos que demandan la liquidez de la caja fiscal. La dependencia de las fuentes de ingreso como tasas, impuestos y áreas de negocio del Estado, tienen períodos de cobranza los cuales pueden generar déficit temporales que afecten el cumplimiento del gasto aprobado. De igual manera, al ser el mercado una variable, la obtención del ingreso proyectado no es seguro, pudiendo presentarse situaciones que originen falta de circulante y por ende déficit presupuestario.

Los países con moneda propia con iliquidez en la caja fiscal, recurren a la emisión de la mayor cantidad de billetes, generando una enorme liquidez con papel moneda sin respaldo, es decir, dinero inorgánico. Ecuador, al tener una economía dolarizada, no está facultado para emitir su moneda, por tanto requiere diferentes alternativas para financiar el déficit, dentro de estas encontramos a los certificados de tesorería, CETES.

En base a lo expuesto se cita lo siguiente:

¿Son los CETES instrumentos adecuados para satisfacer inmediatamente la falta de liquidez de la caja fiscal?

¿Cómo se puede evitar el desfinanciamiento de la Caja Fiscal con menor impacto de deuda posible relacionada a los CETES?

### **1.1.1. Antecedentes del Problema**

La presente investigación será aplicada en la caja fiscal del Presupuesto General del Estado, PGE, siendo su ejecución el gestor del control tanto del ingreso como el gasto necesario en cada sector social y económico del país. Para ello, se concentrará en los certificados de tesorería CETES, instrumentos utilizados para establecer procesos de financiamiento a corto plazo requeridos para garantizar la disponibilidad de recursos inmediatos.

Como todo instrumento financiero, el desarrollo del estudio se centrará en las variables de mercado como el riesgo, costo de oportunidad, beneficio rentable y temporalidad del instrumento, aspectos que permitirán compararlo con otros similares de renta fija o variable. El manejo y administración de cada una, determinará la efectividad del instrumento, siendo elementos que permitan conocer la viabilidad de la propuesta a desarrollar.

### **1.2. Justificación**

Las garantías del cumplimiento de las obligaciones del Estado en los diversos campos sociales y económicos demandan de un Presupuesto General del Estado, PGE, debidamente aprobado que determine las fuentes de ingreso existentes y gastos a producirse durante un período establecido. La caja fiscal actúa como enlace entre el cumplimiento del presupuesto y la obtención de los recursos necesarios en el tiempo previsto, evitando de esta manera generar paralizaciones a la operatividad de los ámbitos requeridos de funcionamiento del país.

Se entiende de esta manera, que el cumplimiento del PGE es elemental para mantener los servicios generales (educación, salud, producción) en rendimiento óptimo, garantizando el cumplimiento de los derechos de todos los ciudadanos debidamente fijados en el Art 3.de la Constitución de la República del Ecuador.

No obstante, como todo proceso financiero, la caja fiscal depende del cumplimiento de los escenarios previstos en relación a las fuentes de ingreso proyectadas, siendo la liquidez el determinante en la asignación de los fondos aprobados. Como es lógico, en la práctica existen diferencias entre las proyecciones y lo real, creando vacíos de recursos financieros inmediatos que pueden poner en riesgo el cumplimiento de los servicios anteriormente descritos.

El estudio de propuestas y alternativas viables acorde al cumplimiento de la ley para minimizar los riesgos de desfinanciamiento representa un aporte al conocimiento de la ejecución del Mercado de Valores, mismo que puede ser emulado en varios países, principalmente de América Latina que tienen los mayores desfases en la obtención del ingreso presupuestados. La importancia que tiene la liquidez en la caja fiscal hace del presente estudio una alternativa necesaria para el normal desempeño de todas las actividades relacionadas a las necesidades básicas de la población. Sin duda, la aplicación del tema tiene un alto interés social ya que estos por ser responsabilidad primaria del Estado deben estar garantizados, siendo esto solo posible con la disponibilidad oportuna de fondos y recursos financieros.

Ecuador pese a ser uno de los países pioneros en América Latina en desarrollar la estructura de comercialización bursátil, misma que sirvió de modelo para su desarrollo en muchos países como Chile por ejemplo, ha tenido un retroceso en el avance de la aprobación de instrumentos de inversión, concentrando sus mayores movimientos en la renta fija (BVQ, Rueda de Bolsa, 2012).

Esta situación no solo afecta a las empresas sino también a los presupuestos del Estado, que demanda de recursos inmediatos para hacer frente al cumplimiento de sus obligaciones. Es por lo tanto vital el desarrollo de propuestas que alineadas al marco jurídico generen instrumentos que permitan solventar la temporalidad existente en la consolidación del ingreso previsto. Sin estos mecanismos la demora del ingreso representa la imposibilidad de cubrir con los gastos, generando reclamos de la población en general por la afeción en la calidad de los servicios existentes. De igual manera, tiene esta situación a provocar paralizaciones de los servidores públicos por la falta del cumplimiento en sus pagos por concepto de honorarios, produciendo un claro retroceso al desarrollo del país.

### **1.3. Objetivos**

#### **1.3.1. General**

Desarrollar un modelo de gestión financiera para mejorar el financiamiento de la caja fiscal en Ecuador mediante la utilización de CETES

#### **1.3.2. Específicos**

- Analizar la teoría del Mercado de Valores, modelos de gestión y CETES para comprender el comportamiento de los precios de las acciones, bonos, certificados de tesorería que se cotizan en el Mercado de Valores y su impacto en la liquidez de la caja fiscal.
- Evaluar las alternativas de financiamiento temporal posibles a utilizar en el financiamiento de la caja fiscal aprobadas por la Ley de Mercado de Valores
- Crear el modelo de gestión financiera para mejorar el financiamiento de la caja fiscal en Ecuador mediante la utilización de CETES
- Demostrar que la propuesta planteada en el modelo de gestión financiera produce beneficios al financiamiento de la caja fiscal, frente a los CETES actuales.

### **1.4. Metodología**

#### **1.4.1. Tipo de investigación**

La metodología a aplicar se conformará de elementos cualitativos y cuantitativos que permitan obtener toda la información necesaria para el desarrollo del modelo de gestión financiera requerido, que permita la optimización del aprovechamiento de los CETES en el financiamiento temporal de la caja fiscal.

#### **1.4.1.1. Cualitativa**

Los elementos cualitativos se basarán en la descripción de las características principales dadas en la utilización de los CETES, señalando las tasas de interés, los plazos y los procesos necesarios para su emisión.

#### **1.4.1.2. Cuantitativa**

El elemento cuantitativo, establecerá el comportamiento del uso de este mecanismo de desintermediación financiera, verificando si los resultados obtenidos han sido beneficiosos en el financiamiento de la caja fiscal. Adicionalmente, la información obtenida permitirá desarrollar proyecciones que permitan definir posibles escenarios de ocurrencia futura en base al comportamiento histórico.

#### **1.4.2. Métodos**

La utilización de estos elementos, demanda el uso de diversas metodologías, mismas que deben estar debidamente relacionadas y se detallan a continuación:

**Método Inductivo:** Es aquel que parte de aspectos específicos y los proyecta a nivel general. Este método será utilizado en la generalización de las ventajas y desventajas provocadas en la utilización de los CETES en el financiamiento de la caja fiscal en Ecuador. Permitirá establecer patrones de comportamiento, basados en la experiencia del Estado en su utilización, así como, del análisis de los eventos particulares ocurridos en los últimos años, será posible generalizar, para determinar un modelo de aplicación para el financiamiento del presupuesto del estado.

**Método Descriptivo:** El método descriptivo es aquel que detalla las características esenciales del objeto de estudio. En la investigación desarrollada este método será utilizado en la presentación general de la información, pues tanto el marco teórico, así como también en el análisis de la situación actual del Presupuesto del Estado y los resultados propuestos por la investigación, será necesario la información tanto analítica como gráfica, de forma descriptiva.



**Método Sistémico:** Permite la organización lógica y ordenada de los elementos que conforman la investigación. Faculta además la utilización de procedimientos técnicos de estudio para evaluar el comportamiento del objeto de estudio. El método sistémico se orientará en el estudio cuantitativo, para lo cual se apoyará en técnicas estadísticas que permitan comprender el comportamiento de los CETES. Las técnicas básicas a ser utilizadas son:

- **Mínimos Cuadrados:** Permitirá definir ecuaciones lineales que permitan proyectar el uso de los CETES en el futuro a partir de los datos históricos obtenidos, así como las proyecciones generales de la deuda interna. Su uso establecerá la tendencia de comportamiento, determinando la viabilidad del uso de este instrumento.
- **Proyecciones a través de medias móviles:** Existen diferentes tipos de metodologías para aplicar como pronóstico, una de las más aplicables para el caso de indicadores con alta variabilidad y con tendencias a los últimos años. Este tipo de proyección será un método alternativo para las proyecciones del presupuesto así como de los componentes de la deuda interna.

Es necesario señalar que para el tipo de estudio que se va a realizar, no existe una población específica para aplicar un muestreo, sino que se partirá de información secundaria como las cifras históricas del Presupuesto del Estado, así como de la deuda del país, obtenida de fuentes oficiales como el Ministerio de Finanzas, Banco Central, así como también de la Bolsa de Valores y Casa de Valores, ya que estas últimas son intermediarios para negociar instrumentos financieros.

## **1.5. Variables:**

### **1.5.1. Variable Independiente**

Modelo de gestión financiera

### **1.5.2. Variable Dependiente**

Rendimiento de los CETES en el financiamiento de la caja fiscal

## **1.6. Hipótesis**

El diseño de un modelo de gestión financiera haciendo mayor uso de CETES permitirá financiar con menor costo la liquidez de la caja fiscal del Ecuador.

## **1.7. Ubicación Geográfica del caso de estudio**

La investigación se desarrollará dentro del territorio ecuatoriano, en la región Sierra, en la provincia de Pichincha, en la ciudad de Quito.

La ciudad capital, es el centro político del país, ya que en ella se encuentran los principales organismos gubernamentales, administrativos, al igual que las principales instituciones financieras y comerciales, ya que la mayoría de empresas transnacionales que trabajan en Ecuador tienen su matriz en esta urbe. De acuerdo con el último censo económico de 2011, Quito, es la nueva capital económica.<sup>1</sup>(Diario La Hora, 2011)

---

<sup>1</sup>Quito ahora es la ciudad que tiene más ingresos económicos a nivel nacional, superando a Guayaquil, que antes ocupaba este lugar. Así lo determinan los resultados del censo económico, que fueron presentados el pasado miércoles. Allí se establece que el 45.9% de los ingresos nacionales corresponden a Pichincha, mientras que el 27.2% a Guayas.

## **CAPÍTULO II**

### **MARCO TEÓRICO**

#### **2.1. Fundamentación Teórica**

##### **2.1.1. Presupuesto General del Estado**

El Presupuesto es: “un cálculo previo y un programa de acción elaborado por el Estado, para coordinar la aplicación de sus medios a la obtención de sus fines, dentro de un período de referencia, generalmente de un año” (Araneda, 2010, pág. 155).

El Presupuesto General del Estado, PGE, es una relación entre el conjunto de gastos de un periodo y los ingresos que se prevén para cubrirlos (Rodríguez, 2009).

Al presupuesto del Estado, se lo puede definir también, como una previsión contable agrupada, ordenada y formal que cumple una función práctica a la hora de ejecutar los objetivos propuestos (Ager, 2008).

La Constitución de la República del Ecuador en su artículo 297, define al Presupuesto General del Estado, PGE, como el instrumento para la determinación y gestión de los ingresos y egresos, con excepción de los pertenecientes a la seguridad social, banca pública, las empresas públicas y los gobiernos autónomos descentralizados.

El PGE es una proyección de los ingresos y egresos a obtenerse durante un año, el cual permite la planificación y asignación de recursos por parte del Gobierno en los distintos sectores. Hasta el año 2008 en nuestro país, el PGE estaba conformado por el Presupuesto del Gobierno Central, PGC, entidades descentralizadas y de seguridad social. Dentro del PGC se

encontraban 19 sectores y no se incluía a la banca pública, empresas públicas, gobiernos autónomos descentralizados<sup>2</sup> (Asamblea Nacional, 2013).

Con la aprobación de la Nueva Constitución, a partir del año 2009 se elimina la figura de Presupuesto del Gobierno Central, denominándose solo como Presupuesto General del Estado, el cual estaría conformado por los mismos sectores, entidades descentralizadas y se excluye a la seguridad social, para el año 2010 se incluye dentro del PGE los sectores electoral, transparencia y control social.

En este mismo año, es aprobado el Código Orgánico de Ordenamiento Territorial, Autonomías y Descentralización (COOTAD), en el que se establecen normas y lineamientos sobre descentralización, el organismo encargado para la implementación es Consejo Nacional de Competencias (CNC), a través del Plan Nacional de Descentralización 2013-2015 (PND) (Ministerio de Finanzas, 2010).

La asignación de recursos a los Gobiernos Autónomos Descentralizados, GAD, permite una mejor planificación como un reparto más equitativo, ya que se toman en cuenta algunos criterios como: densidad poblacional, necesidades básicas insatisfechas, planes y proyectos de cada gobierno seccional, lo que años atrás no sucedía al manejar el presupuesto de manera centralizada, ya que el Gobierno Central atendía prioritariamente a las principales urbes y capitales provinciales, dejando de lado a las pequeñas poblaciones, lo que se ve reflejado en el desigual desarrollo económico y social que existe en las diferentes ciudades del país.

---

<sup>2</sup> Asamblea Nacional, Comisión de Régimen Económico y Tributario y su Regulación y Control, el Ministerio de Coordinación de Desarrollo Social (MCDS) y el Fondo de las Naciones Unidas para la Infancia (UNICEF). 30/05/2011. “La Inversión Social en el Presupuesto General de Ecuador en el año 2011”. [http://www.unicef.org/ecuador/policy\\_rights\\_20929.htm](http://www.unicef.org/ecuador/policy_rights_20929.htm) 21/01/2013.

El Presupuesto del Gobierno Central (PGC) estaba compuesto por 19 sectoriales: Ambiente, Asuntos Internos, Defensa Nacional, Asuntos del Exterior, Finanzas, Educación, Bienestar Social, Trabajo, Salud, Agropecuario, Recursos Naturales, Comercio Exterior, Industrialización, Pesca y Competitividad, Turismo, Comunicaciones, Desarrollo Urbano y Vivienda.

Por tanto, es beneficioso que los Estados apliquen una política de descentralización de tal manera que los recursos y responsabilidades se transmiten a los gobiernos seccionales, quienes son los encargados de potenciar un desarrollo igualitario en la población.

En nuestro país se destina, a los Gobiernos Autónomos Descentralizados, GAD el 21% de los ingresos permanentes y 10% de los no permanentes del Presupuesto General del Estado, para que sean invertidos en la ejecución de obras (Ministerio de Finanzas, 2012).

Es importante señalar, que todos los recursos económicos se concentran en la Caja Fiscal, los mismos que son distribuidos en función a la Proforma Presupuestaria de cada año.

#### **2.1.1.1. Estructura del Presupuesto General del Estado, PGE**

El PGE está constituido por ingresos y egresos permanentes y no permanentes, en ambos casos. Los ingresos permanentes se perciben de las recaudaciones de las instituciones públicas de forma continua, periódica y previsible, estos pueden ser por concepto de tasas, impuestos y contribuciones.

La proyección de los ingresos por impuestos tiene como base las leyes tributarias y arancelarias vigentes, así como las metas de recaudación definidas por el Servicio de Rentas Internas (SRI) y el Servicio Nacional de Aduanas el Ecuador (SENAE) respectivamente (Ministerio de Finanzas, 2012).

En el año 2012 se superó las expectativas de recaudación de tributos y aranceles, alcanzando 11.267 millones de dólares<sup>3</sup> (Diario EL Telegrafo de Guayaquil, 2013), convirtiéndose así, en una de las principales fuentes de ingreso del PGE.

---

<sup>3</sup>Durante el ejercicio fiscal 2012, el Servicio de Rentas Internas (SRI) recaudó 11.267 millones de dólares, esta cifra es considerada la más alta de su historia en un año y representa el 53% del Presupuesto General del Estado para 2013. La cifra recaudada en 2012 continúa con la tendencia registrada en los seis últimos años que han marcado récords en el cobro de tributos. Es así que desde 2007 se ha registrado un crecimiento del 136% en la recaudación efectiva si se compara a los períodos 2001-2006 y 2007-2012; pues en el primero la suma total del sexenio llegó a los 20.321 millones de dólares, mientras que en el segundo ascendió a 47.906 millones.

Los ingresos no permanentes son temporales u ocasionales y pueden generarse por venta de activos o endeudamiento público, en esta categoría entra el petróleo, que históricamente ha permitido financiar el PGE.

En el primer semestre del 2012, la venta de petróleo generó de 5.944 millones de dólares, lo cual es mayor comparado con los ingresos permanentes obtenidos por impuestos en el mismo período que son de alrededor 5.660 millones de dólares<sup>4</sup> (Diario Hoy, 2012).

De acuerdo con el Banco Central del Ecuador al final del año 2012, los ingresos petroleros fueron de alrededor de 9.000 millones de dólares, cifra menor a la recauda por concepto de impuestos que fue de 11.267 millones de dólares.

Los egresos permanentes son de tipo operativo, repetitivos y proveen de forma continua bienes y servicios públicos a la sociedad, dentro de los cuales encontramos gasto en personal, bienes y servicios de consumo, gastos financieros, estos últimos se refieren a pago de intereses y comisiones de deuda interna y externa. (Ministerio de Finanzas, 2012)

Los egresos no permanentes son temporales, dentro de estos se incluye gastos de mantenimiento realizados exclusivamente para reponer el desgaste del capital también proyectos de inversión de las entidades que forman parte del PGE. (Código de Planificación y Finanzas Públicas, Art 79)

Es importante resaltar que de acuerdo al Código Orgánico de Planificación y Finanzas Públicas (COPYFP) vigente desde octubre 2010, los gastos permanentes serán financiados con ingresos permanentes y los gastos no permanentes con ingresos no permanentes. En el Art 126 se especifican algunas excepciones que podrían ser cubiertas como por ejemplo educación, salud y justicia.

---

<sup>4</sup>El petróleo sigue manteniendo el dominio en el financiamiento del Presupuesto General del Estado, seguido por las recaudaciones tributarias. Según datos de EP Petroecuador, en el primer semestre de 2012 los ingresos petroleros ascendieron a \$5 944.1 millones por la exportación de los crudos Oriente y Napo. Entre tanto, las recaudaciones fiscales correspondientes a los impuestos a la renta, al valor agregado (IVA), a los consumos especiales (ICE) y otros, produjeron ingresos de \$5 660 millones, de enero a junio del presente año.

Con la aplicación de esta normativa, el petróleo deja cubrir los gastos permanentes, pese a que su financiamiento dentro del PGE ha representado alrededor del 20 y 40% <sup>5</sup> (Diario Hoy, 2012), este cambio es justificado por la variabilidad del precio del petróleo, ya que depende del valor que se maneja en los mercados internacionales, en caso de existir una caída en su precio se desfinanciaría al PGE, afectando directamente a liquidez la caja fiscal, lo que implicaría dejar de pagar los gastos permanentes designados para educación, salud, seguridad, etc.

### **2.1.2. Caja Fiscal**

“La caja fiscal es el repositorio al que llegan los recursos financieros de propiedad de un Estado, y desde el cual se realizan los pagos que corresponden a las obligaciones de dicho Estado”. (López, 2010, pág. 31)

Por tanto, la caja fiscal es el saldo existente entre los ingresos y gastos del Estado, hay un saldo positivo o superávit cuando los ingresos son mayores a los egresos, lo que permite que se cumpla a tiempo todas las obligaciones.

La existencia de superávit, no quiere decir que al Estado le sobre dinero, sino que esos recursos ya están destinados para cubrir necesidades de sectores específicos. Por otra parte, cuando existe un nivel de gasto mayor a los ingresos hablamos de déficit, para cubrir este déficit se buscan varios mecanismos, deuda interna o externa, por ejemplo para financiar el presupuesto del 2005, el Ministerio de Economía vendió certificados de tesorería

---

<sup>5</sup> Refiriéndose a cifras del Banco Central, el consultor Alexis Valencia dijo que los fondos petroleros en el primer semestre representan el 36% del total de ingresos del sector público no financiero, que comprende el Gobierno Central, los gobiernos seccionales y las empresas públicas.

Según Valencia, la participación de los ingresos petroleros en las operaciones de dicho sector pasaron del 29% en 2006, al 41% en 2011. Sin embargo, el crecimiento se debe más al buen precio del hidrocarburo en el mercado internacional y no a un incremento de la producción.

El consultor apuntó que los ingresos petroleros no solo son dominantes, sino que su participación en el Presupuesto General del Estado ha crecido por los "excelentes precios".

(CETES)<sup>6</sup>(Ecuador Inmediato, 2004), de igual manera en 2010 se emitieron 554 millones de dólares <sup>7</sup> (Diario Hoy, 2010), en CETES con el fin de obtener liquidez inmediata.

En el año 2011, de acuerdo con las cifras del Banco Central del Ecuador el déficit presupuestario ascendió a 4.951 millones de dólares<sup>8</sup> (Banco Central Del Ecuador, 2012). El PGE en el año 2012 fue de 26.109 millones de dólares y se estimó un financiamiento de 4.858 millones de dólares.<sup>9</sup> (Dirección Nacional de Consistencia Presupuestaria, 2012)

Las cifras anteriores muestran que en nuestro país ha existido un déficit en el PGE, el mismo que año tras año en las proformas presupuestarias busca ser cubierto empleando diferentes mecanismos.

Para el año 2013, se mantendrán el mismo presupuesto fijado para 2012, ya que al ser un año electoral, hasta que se poseione el nuevo el Presidente regirá el presupuesto inicial del año anterior, en caso de reelección de Presidente se aprobará un mes después. (COPYFP Art 106 y 107).

### **2.1.3. Alternativas de Financiamiento Temporal para la Caja Fiscal aprobadas por el Mercado de Valores**

Además de los CETES se han empleado otros títulos para financiar la caja fiscal, tales como: bonos del Estado y títulos de Banco Central, los mismos que constituyen parte de la deuda interna.

---

<sup>6</sup>El Ministro de Economía, Mauricio Yépez, respira tranquilo, asegura tener como financiar la proforma 2005 gracias a que el IESS compró mayoritariamente los certificados de Tesorería (CETES), que colocó el Ministerio de Economía en el mercado, a través de la Bolsa de Valores de Quito y de Guayaquil

<sup>7</sup>El gobierno está "desesperado por tener liquidez". Así lo sostuvieron ayer varios analistas económicos al comentar la reciente emisión, por parte del Ministerio de Finanzas, de \$554 millones en Certificados de Tesorería (Cetes).

La víspera, el Ministerio informó sobre la inscripción de los Cetes en el Registro del Mercado de Valores; los Certificados podrán ser empleados durante tres años.

El ministro del ramo, Patricio Rivera, dijo la emisión tiene como fin gestionar liquidez de forma inmediata y dinamizar el mercado de títulos valores; añadió que esto se hizo de acuerdo las disposiciones del Código de Planificación y Finanzas Públicas.

<sup>8</sup>La caja fiscal en 2011 requirió un financiamiento de 4.951 millones de dólares. De eso, el Banco del Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social (BIESS) cubrió 335 millones de dólares en bonos del Estado.

<sup>9</sup>El Presupuesto General del Estado del año 2012 aprobado por la Asamblea Nacional y publicado en la Edición Especial del Registro Oficial No. 237 de 30 de enero de 2012 ascendió a USD 26.109 millones, representando el 36% del PIB estimado para ese año; y, se prevé un financiamiento de USD 4.848 millones, es decir inferior al previsto en el 2011.



De acuerdo con el Ministerio de Finanzas, se emplearon bonos entre abril y diciembre del 2012 para el pago de las obligaciones del Gobierno con uno de los sectores estratégicos como es la seguridad social.<sup>10</sup>(Ministerio de Finanzas, 2012).

Los bonos del Estado cubren la mayor parte de la deuda interna, año a año han ido incrementando su participación, así en 2007 alcanzaron los 307 millones de dólares para el 2012 llegaron a 6.503 millones de dólares.

#### **2.1.3.1. Títulos Banco Central**

Son valores que el Banco Central del Ecuador ubica en el mercado para regular la liquidez de la economía. (Bolsa de Valores de Quito, 2006).

Los títulos del Banco Central no generan un interés fijo, su rendimiento depende del margen de descuento de las negociaciones, el Banco Central del Ecuador fija los montos, plazos y condiciones de negociación.

#### **2.1.3.2. Bonos del Estado**

Son títulos de deuda emitidos por el Gobierno a través del Ministerio de Finanzas para cubrir el déficit del Presupuesto del Estado o invertir en proyectos. (Bolsa de Valores de Quito, 2006).

Los montos, plazos e intereses a devengarse se fijan al momento de su emisión por decreto ejecutivo, el Ministerio de Finanzas negocia directamente con las instituciones públicas y con las privadas por medio de la bolsa de valores.

---

<sup>10</sup>El 80% de las obligaciones del Gobierno con el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social (IESS), se pagaron con bonos entre abril y diciembre del 2012. Esto tiene implicaciones legales y evidencia la falta de liquidez fiscal. La emisión de deuda interna para cancelar este rubro se estableció vía Acuerdo Ministerial 108, firmado el 24 de abril del 2012, donde se fijó que: “las transferencias que se realicen al Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social se efectuarán en efectivo y dación en pago con bonos del Estado”.

### **2.1.3.3. ¿Cómo se han empleado los bonos del Estado y títulos del Banco Central en los últimos años?**

Según informes del Banco Central del Ecuador, nuestro país ha realizado 25 emisiones de bonos, desde el año 2000 hasta el año 2012. En este último año se han llevado a cabo 7 emisiones de papeles, las mismas que tienen como fin, ser empleadas en obras públicas.

En el año 2011, se emitieron bonos por 300 millones de dólares que cubrieron proyectos establecidos en el Plan Anual de Inversiones de ese período<sup>11</sup>.

A mediados de 2010 se colocaron por medio de las bolsas de valores bonos del Estado por un valor de 1.515,3 millones de dólares, destinados a financiar el presupuesto para las inversiones de 2010 y 2011.<sup>12</sup>

### **2.1.4. Certificados de tesorería del Estado, CETES**

#### **2.1.4.1. Definiciones**

Los certificados de tesorería, CETES “son títulos de crédito al portador en los cuales se consigna la obligación del Gobierno Federal a pagar su valor nominal a la fecha de su vencimiento.” (Vidaurri, 2010, pág. 190)

Los CETES son instrumentos de deuda gubernamental, cuya función es permitir al gobierno captar recursos privados para sus planes de desarrollo nacional. (Mendez, 2011).

---

<sup>11</sup>Diario El Universo.18/10/2011. “ 300 millones en bonos del Estado se emitirán para inversión pública ”

<http://www.eluniverso.com/2011/10/18/1/1356/300-millones-bonos-estado-emitiran-inversion-publica.html> 23/02/2013

El Comité de Deuda y Financiamiento autorizó al Ministerio de Finanzas la emisión de 300 millones de dólares en bonos de deuda interna, con el fin de “financiar total o parcialmente los programas y proyectos constantes en el Plan Anual de Inversiones”. Mediante un acta resolutive del 7 de septiembre pasado, aprobó el monto y características de los papeles. El plan es que con estos papeles se pague el 80% del costo de las obras y el 20% restante se cancelará en efectivo

<sup>12</sup> Diario Hoy.14/05/2010. “Los bonos del Estado aún no se negocian”

<http://www.hoy.com.ec/noticias-ecuador/los-bonos-del-estado-aun-no-se-negocian-407785.html> 23/02/2013

En las Bolsas de Valores de Quito y Guayaquil debía iniciarse ayer la comercialización de los bonos emitidos por el Estado, por un valor de \$1 515,3 millones, como metodología parcial del financiamiento presupuestario para el programa de inversión de 2010 a 2011. A pesar de que la emisión de los bonos se realizó el pasado 12 de mayo, su colocación en las Bolsas de Valores no llegó a concretarse durante su primer día el mercado bursátil.

La emisión de los 300 millones de dólares en bonos fue autorizada el 7 de septiembre pasado por el Comité de Deuda y Financiamiento, una vez que se cumplieron los trámites preliminares respectivos que pasan por las autorizaciones de la Secretaría Nacional de Planificación, informes del Ministerio de Finanzas.

Los certificados de tesorería, CETES son títulos de valor que permiten la obtención de recursos para cubrir los déficits temporales de caja. Los mismos que podrán financiar recursos permanentes o no permanentes del PGE. (Ministerio de Finanzas, 2012)

En nuestro país, el organismo emisor de los CETES es el Ministerio de Finanzas, estos instrumentos de renta fija y de corto plazo, ya que su tiempo máximo de negociación es de 360 días. Considerados como de riesgo cero, al ser una deuda que el Estado pagará a sus acreedores, el precio se fija en función de las condiciones de mercado.

Cabe recalcar que tener riesgo cero, no significa que la tasa de retorno sea del 0%. La tasa de retorno está compuesta por la tasa de retorno real, la inflación y la prima de riesgo.

La tasa real que es la que exigen los inversionista, entre el 2% y 3 %, la inflación promedio en nuestro país es del 4,5%, al combinar la tasa de retorno real y la inflación se determina la tasa de retorno libre de riesgo que compensa al inversionista por el empleo de su dinero y la pérdida de valor a causa de la inflación, por tanto la tasa libre de riesgo en este caso sería de un 7,5% aproximadamente.

La prima de riesgo, para los certificados de tesorería es de cero, ya que se toma en función de la capacidad de las empresas para pagar las deudas al vencimiento, al ser el Estado el deudor, el riesgo financiero será cero.

A partir de 2010 en el Código Orgánico de Planificación y Finanzas Públicas (COPYFP), en su artículo 171 se resalta que los CETES no se registrarán como deuda interna.

#### **2.1.4.2. Proceso de emisión de los CETES**

La Subsecretaría de Financiamiento Público presenta un informe técnico de emisión de CETES al Ministro de Finanzas, que da el visto bueno para proceder con la creación de la Escritura Pública de Emisión de CETES.

El informe técnico a cargo de la Subsecretaría de Financiamiento Público parte del análisis de dos informes:

- Proyección de la Caja Fiscal (Secretaria Tesoro Nacional)
- Optimización de la Liquidez en la Economía (Subsecretaria Política Fiscal)

El informe de Proyección de la Caja Fiscal, se lo realiza mensualmente contiene proyecciones de la Cuenta Única del Tesoro Nacional, ingresos, egresos, mientras que el informe para la Optimización de la Liquidez en la Economía es trimestral, refleja un exceso o déficit de liquidez en la economía, en base a lo presupuestado. (Normativa del Sistema de Administración Financiera del Sector Público, 2012)

Al momento de emitir, los CETES se incluye la siguiente información:

- Emisor
- Moneda
- Monto nominal
- Plazo
- Tipo de título

De acuerdo al Art 5.4.1.6 de la Normativa del Sistema de Administración Financiera del Sector Público, los CETES en circulación no deben superar al total de CETES emitidos.

### **2.1.4.3. Negociación de los CETES**

- La Escritura Pública de emisión de los CETES es inscrita el Registro de Mercado de Valores, para posteriormente ser negociados.
- La Subsecretaría de Financiamiento Público fija las estrategias de negociación de CETES y el costo financiero de los CETES es incluido en las Proformas Presupuestarias.
- Según la reforma a la Normativa del Sistema de Administración Financiera del Sector Público, vigente desde octubre de 2012, en su Art 5.6.2, indica que los CETES pueden ser negociados en mercados bursátiles y extrabursátiles.
- El encargado del pago al vencimiento de los CETES, es el Banco Central del Ecuador

### **2.1.4.4. ¿Cómo se ha empleado los CETES en los últimos años?**

Durante los últimos 6 años, la emisión de Certificados de Tesorería ha tenido variaciones, en 2006 se comercializó alrededor de 750 millones de dólares, en 2008 y 2009 no se emitieron estos títulos.

Dentro de los factores que influyeron para que no se comercialicen los Certificados de Tesorería fueron los ingresos adicionales que obtuvo el Estado por conceptos de préstamos, en 2008 de la Corporación Andina de Fomento, CAF de 310 millones de dólares y en 2009 de 1.000 millones de dólares con China.

En 2010 el Ministerio de Finanzas colocó en la bolsa de valores 554 millones de dólares en Certificados de Tesorería que podrían ser empleados por tres años.

En el mes de julio de 2011, la Ley de Régimen Monetario y Banco del Estado, es reformada y se establece que las instituciones financieras deben tener 1% de valores de renta

fija del sector no financiero de emisores nacionales públicos dentro de la estructura de las reservas de liquidez.<sup>13</sup>(Revista Judicial, 2011).

A raíz de esta disposición, la dinámica en la compra de valores del Estado se incrementó, así en ese mismo mes las bolsas de valores de Quito y Guayaquil, comercializaron 50,2 millones de dólares en Certificados de Tesorería, CETES y 74,4 millones de dólares en bonos del Estado de corto plazo (Boletín Mensual Bolsa de Valores de Quito, 2011).

La venta de Certificados de Tesorería, CETES en 2011 fue la más alta en los últimos 6 años como se puede apreciar en el siguiente cuadro.

**Cuadro 1. Certificados de Tesorería negociados desde 2006 hasta 2012**

Año	Montos de CETES Negociados
2006	752.013.964
2007	26.273.508
2008	0
2009	0
2010	24.474.332
2011	169.746.884
2012	42.926.871

Fuente: Boletín Mensual, Bolsa de Valores de Quito, Valores Deuda Pública 2012

Elaboración: La autora

En contraste con el año 2011, en el 2012 hubo una notoria disminución de la negociación de los Certificados de Tesorería, CETES. Lo cual es explicable ya que se obtuvo

<sup>13</sup>Capítulo II “Constitución de las Reservas Mínimas de Liquidez”, del Título XIV “Reservas Mínimas de Liquidez y Coeficiente de Liquidez Doméstica” de la Codificación de Regulaciones del Banco Central del Ecuador.

		PORCENTAJE SOBRE CAPTACIONES SUJETOS A RESERVAS MÍNIMAS DE LIQUIDEZ			
Tramo	Activos	Bancos	Sociedades Financieras	Mutualistas	Cooperativas
Reservas Locales	Valores de renta fija del sector no financiero de emisores nacionales públicas	Mínimo 1%	Mínimo 1%	Mínimo 1%	Mínimo 0%

ingresos por recaudación de impuestos (11.267 millones de dólares) y emisión de bonos del Estado (180.073 millones de dólares).

Los Certificados de Tesorería, CETES han sido empleados para obtener liquidez inmediata en la Caja Fiscal y a su vez cubrir el déficit presupuestario, hasta 2009 eran considerados como deuda interna.

A partir de 2010 no se contabilizan como deuda interna, sin embargo siguen siendo un mecanismo para captar recursos para cumplir con lo planificado en Presupuesto General del Estado para financiar programas y proyectos de inversión social y en caso de requerirlo cubrir gastos permanentes.

Por todo lo anterior, se puede concluir que los CETES han sido y seguirán siendo una fuente de financiamiento, que permiten cubrir las necesidades inmediatas de efectivo.

### **2.1.5. Mercado de Valores**

El mercado de valores es una parte del sistema financiero, cuya finalidad es la movilización de recursos económicos a mediano y largo plazo, desde los ahorristas hacia las actividades productivas, lo cual se hace por medio de la compra y venta de documentos, llamados títulos de valor. (Andrade, 2003).

Actualmente en el Ecuador existen bolsas de valores en Quito y Guayaquil con un movimiento bursátil en creciente avance, las operaciones en la Bolsa de Valores se realizan a través de las denominadas "rueda de bolsa" que es una reunión de los operadores de las distintas casas de valores.

### 2.1.5.1. ¿Qué es el Mercado de Valores?

El mercado de valores es parte del mercado de capitales, en el cual se negocian valores o títulos con el fin de canalizar recursos para actividades productivas (Ley del Mercado de Valores, 2012).

Un valor es el derecho o conjunto de derechos que se negocian en este mercado, así tenemos: acciones, bonos, obligaciones, cédulas, cuotas de fondos de inversión, permutas financieras, opciones de compra y venta, valores de contenido crediticio de participación mixta que provengas de procesos de titularización (Ley del Mercado de Valores, Art 2, 2012).

Por tanto, este mercado es una fuente directa de financiamiento y una interesante opción de rentabilidad para los inversionistas.

### 2.1.5.2. Clasificación del Mercado de Valores

Dentro del mercado de valores encontramos los siguientes segmentos:

- **Bursátil.-** Cuando las negociaciones son dentro de la bolsa de valores con títulos inscritos en el Registro del Mercado de Valores y Bolsa de Valores
- **Extrabursátil.-** Se trata de negociaciones fuera de la bolsa de valores en la que participan intermediarios autorizados, inversionistas institucionales y negocian valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores.
- **Privado.-** Las negociaciones son directas entre comprador y vendedor sin intermediarios, como las casas de valores.
- **Público.-** Negociaciones con la intermediación de una casa de valores o inversionistas institucionales.
- **Primario.-** Cuando se coloca por primera vez los valores en el mercado y el emisor desea obtener directamente los recursos.
- **Secundario.-** Se negocian valores emitidos en el mercado, posteriores a la primera colocación.



### 2.2.5.3. ¿Quiénes participan en el Mercado de Valores?

Dentro del mercado de valores intervienen algunos actores como:

- **Emisores.**- Pueden ser empresas privadas o públicas que colocan valores en el mercado, para financiar sus actividades.
- **Inversionistas.**- Son personas naturales o jurídicas que compran valores, que les generen utilidad. Para participar en el mercado de valores no se requiere de montos mínimos de inversión.
- **Bolsas de valores.**- Son corporaciones civiles sin fines de lucro que prestan a sus miembros los servicios y asesoran con los mecanismos adecuados para la negociación de valores.
- **Casas de valores.**- Compañías anónimas autorizadas, para la intermediación de valores en los mercados bursátiles, extrabursátiles, así como para estructurar emisiones y colocaciones de emisiones primarias.
- **Deposito centralizado de compensación y liquidación de valores.**-Compañía anónima, que recibe los depósitos de los valores inscritos, se encarga de la custodia, liquidación, registro de transferencia de los valores y es también cámara de compensación.
- **Calificadoras de riesgo.**- Son compañías de responsabilidades limitadas o anónimas, que califican el riesgo de las entidades emisoras como de los valores emitidos.
- **Administradoras de fondos y fideicomisos.**-Compañías anónimas que administran fondos de inversión y negocios fiduciarios.

### 2.2.5.4. Entidades de Control

El mercado de valores está regido por las siguientes entidades de control:

- **Consejo Nacional de Valores.**- Es el órgano rector del mercado valores, encargado de fijar la política general y regular su funcionamiento, es anexo a la Superintendencia de Compañías.

- **Superintendencia de Compañías.-** Es la encargada de ejecutar la política general del mercado de valores y controlar a sus participantes.
- **Bolsas de Valores.-**Fija los reglamentos, normas internas de aplicación general y controla a los miembros e impone sanciones.

#### 2.2.5.5. Mecanismos del Mercado de Valores

Para negociar un título en el mercado de valores atraviesa por los siguientes pasos:

- **Registro del Mercado de Valores.-**Es donde se inscriben a valores, emisores, casas de valores y demás partícipes del mercado. Esta información es de carácter público.
- **Oferta Pública.-**Es la propuesta abierta al público en general, para negociar los valores.
- **Calificación de Riesgo.-** Las calificadoras de riesgo determinan la solvencia del emisor de valores e indican al mercado y al público para que tomen sus decisiones.
- **Rueda de Bolsa.-** Es el sistema de interconexión de operadores de valores, que realizan transacciones con valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores y en la bolsa. Las ruedas pueden ser de dos tipos, rueda de piso que se realiza en un lugar físico y rueda electrónica, que no es necesario de instalaciones sino a través de una red de computadoras.

#### 2.1.6. Bolsa de Valores

La bolsa de valores es una corporación civil sin fin de lucro, controlada por la Superintendencia de Compañías, ofrece los servicios necesarios y mecanismo para negociar en el mercado de valores (Ley del Mercado de Valores, 2012).

En nuestro país, en 1969 se expide la Ley No.111 que permite la creación de la bolsa de valores, como sociedad anónima, en ese mismo año se constituyen las dos bolsas de

valores, BVQ, bolsa de valores de Quito y BVG, bolsa de valores de Guayaquil, que existen hasta la actualidad.<sup>14</sup>

En el año 1993, con la publicación de la primera Ley del Mercado de Valores, se determina que las bolsas de valores deben ser corporaciones civiles en lugar de sociedades anónimas.

Hasta el año 2008, al momento de realizar una negociación el Estado debía invertir en forma equitativa en las dos bolsas de valores, ya que la Bolsa de Valores de Quito destinaba los recursos a las regiones de la Sierra y Amazonía, mientras que la Bolsa de Valores de Guayaquil a la Costa e Insular. Actualmente, no es obligatorio que las entidades del sector público coloquen sus recursos de forma igualitaria por región.

#### **2.1.6.1. Funciones de la Bolsa de Valores**

Dentro de las principales funciones de la bolsa de valores se puede citar:

- Fijar mecanismos y sistemas para asegurar la negociación de valores de una manera transparente, competitiva y promoviendo al mercado de valores
- Mantener información actualizada sobre los valores cotizados, casas de valores y operaciones bursátiles.
- Controlar a las casas de valores miembros con el fin de dar cumplimiento a las normas reglamentarias y de autorregulación.
- Brindar el servicio de compensación, liquidación de valores, así como expedir certificaciones de las operaciones transadas en lo referente a precios, montos y volúmenes.

---

<sup>14</sup>Marzo 26 de 1969: Se expide la Ley No.111 que faculta el establecimiento de bolsas de valores, compañías anónimas, otorgando facultad a la Comisión de Valores – Corporación Financiera Nacional para fundar y promover la constitución de la Bolsa de Valores de Quito C.A.

Mayo 30 de 1969: Se autoriza el establecimiento de las Bolsas de Valores en Quito y Guayaquil.

Agosto 25 de 1969: Se otorga Escritura de Constitución de la Bolsa de Valores de Quito C. A.

Septiembre 2 de 1969: Se otorga Escritura Pública de Constitución de la Bolsa de Valores de Guayaquil C. A.

Mayo 28 de 1993: Se expide la primera Ley de Mercado de Valores, en donde se establece que las Bolsas de Valores deben ser corporaciones civiles y dispone la transformación jurídica de las compañías anónimas

### **2.1.6.2. ¿Qué se negocia en la Bolsa de Valores?**

En la bolsa se comercian valores ya sean títulos o registros contables, los cuales para ser negociables deben encontrarse inscritos en el Registro del Mercado de Valores y ser reconocidos por el Consejo Nacional de Valores (CNV).

Un valor puede representar un crédito a favor de su titular y deuda para quien lo haya emitido. En otros casos es un reconocimiento de participación patrimonial en la entidad emisora. A los valores de acuerdo al tipo de renta, se los clasifica en fijos y variables

### **2.1.6.3. Casas de Valores**

De acuerdo al Código Orgánico de Planificación y Finanzas Públicas, en el Art 144 todos los bonos y demás títulos emitidos por el Estado deberán ser comercializados en las casas de valores, se exceptúan las negociaciones directas entre entidades públicas, a partir del año 2010.

Las casas de valores son intermediarios para la negociación de los instrumentos financieros con el sector privado y hasta 2010 lo fueron para el sector público.

En la actualidad existen 33 casas de valores, que se encuentran operando en la Bolsa de Valores de Quito, como a continuación se detalla:

**Cuadro 2. Casas de Valores miembros de la Bolsa de Valores de Quito**

RAZÓN SOCIAL	UBICACIÓN
 ACCIVAL CASA DE VALORES S.A.	QUITO
 ADVFINS S.A.	QUITO Y GUAYAQUIL
 ALBION CASA DE VALORES	GUAYAQUIL
 ANALYTICA	QUITO
 CITITRADING	QUITO
 HOLDUN	QUITO
 COMBURSATIL CASA DE VALORES S.A.	QUITO
 BANRIO CASA DE VALORES	GUAYAQUIL
 Ecofsa CASA DE VALORES S.A.	QUITO
 FIDUVALOR S.A.	QUITO
 ibcorp CASA DE VALORES S.A.	QUITO
 INMOVALOR CASA DE VALORES S.A.	QUITO
 MERCAPITAL CASA DE VALORES S.A.	QUITO
 MB MERCHANT VALORES CASA DE VALORES S.A.	QUITO
 METROVALORES CASA DE VALORES S.A.	QUITO
 MOREANO BORJA CASA DE VALORES S.A.	QUITO
 SCCV SILVERCROSS S.A.	GUAYAQUIL
 PICAVAL CASA DE VALORES PICAVAL S.A.	QUITO Y GUAYAQUIL
 PLUS VALORES CASA DE VALORES S.A.	QUITO Y GUAYAQUIL
 PORTAFOLIO CASA DE VALORES S.A.	QUITO
 PRO BROKER CASA DE VALORES	QUITO
 PRODUVALORES CASA DE VALORES	QUITO Y GUAYAQUIL
 R&H ASOCIADOS CASA DE VALORES R&HVAL S.A.	QUITO
 SANTA FE CASA DE VALORES S.A.	QUITO
 STRATEGA CASA DE VALORES S.A.	QUITO
 SUCAVAL	QUITO
 APOLO S.A.	QUITO
 CASA DE VALORES DEL PACIFICO VALPACIFICO S.A.	QUITO Y GUAYAQUIL
 VALUE CASA DE VALORES	QUITO
 VENTURA CASA DE VALORES VENCASA S.A.	GUAYAQUIL
 VECTOR GLOBAL WMG CASA DE VALORES S.A.	QUITO

Fuente: Lista de Casas de Valores Febrero 2013

Elaboración: Bolsa de Valores de Quito

Entre las principales casas de valores se puede resaltar a ADVFINSA que fue constituida en el año 2000 es miembro de la Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil, premiada por su desenvolvimiento en los años 2008, 2009 y 2010.

Casa de Valores BANRIO S.A., lleva en el mercado 10 años, pertenece a las dos bolsas de valores, fue fundada como una casa de valores independiente.

PROBROKERS S.A. casa de valores inicia sus actividades en el año de 1997 bajo el nombre de ING BARINGS ECUADOR, en el 2002 cambia su denominación a PROBROKERS S.A. CASA DE VALORES. En el año 2009 es adquirida por OBLICORP. Desde el año 2009 realiza la colocación de importantes emisiones de obligaciones y titularizaciones de activos, así como realiza la intermediación de otros valores inscritos en la Bolsa de Valores de Quito.

#### **2.1.6.4. Características generales de las Casas de Valores**

Las casas de valores son compañías anónimas, que tienen como función principal la intermediación en el mercado de valores, deben encontrarse legalmente constituidas, contar con permiso de funcionamiento y ser miembros de una o más bolsas de valores. (Ley del Mercado de Valores, 2012)

Los operadores de valores, son personas naturales que realizan la intermediación y actúan bajo responsabilidad de las casas de valores.

#### **2.1.6.5. Requisitos de conformación y funcionamiento de las Casas de Valores**

Para poder constituirse como casa de valores se requiere cumplir algunos parámetros societarios, de mercado y bursátiles, con el fin de garantizar el buen desempeño.

De manera general, es necesario contar con un monto mínimo de 105.156 dólares, a la fecha de la apertura de la cuenta de integración de capital, que está dividido en acciones nominativas.

#### **2.1.6.6. Ámbito Societario**

Las casas de valores se han constituido como compañías anónimas, las cuales son inscritas en Registro del Mercado de Valores y sus actividades se rigen en la Ley de Mercado de Valores.

#### **2.1.6.7. Ámbito de Mercado**

Una sociedad anónima de intermediación de valores para poder participar en el mercado requiere:

- Una cuota patrimonial, autorizada por el Directorio de la Bolsa de Valores
- Certificación de la cuota patrimonial, la cual es otorgada por las respectivas bolsas a sus miembros.
- Inscripción en el Registro del Mercado de Valores, lo que se tramita con una solicitud a la Superintendencia de Compañías junto con la lista de administradores y operadores, manual orgánico funcional y reglamento interno.
- Autorización de funcionamiento emitido por la Superintendencia de Compañías.

#### **2.1.6.8. Ámbito Bursátil**

Una casa de valores puede operar en la Bolsa de Valores de Quito si cumple con los siguientes requisitos:

- Ser propietario de la cuota de membresía y presentar la carta cesión original.
- Entregar el Fondo de Garantía de Ejecución de 13.144,50 dólares.
- Obtener la calificación de sus operadores de valores por parte de la bolsa.
- Inscribir a los operadores en el Registro del Mercado de Valores.

- Presentar a la bolsa la siguiente documentación:
  - ✓ Copia de la Escritura de Constitución.
  - ✓ Copia de los certificados de inscripción de la casa de valores y operadores en el Registro del Mercado de Valores.
  - ✓ Copia del certificado de autorización de funcionamiento expedido por la Superintendencia de Compañías.
  - ✓ Copia del nombramiento del representante legal.
  - ✓ Nómina de directores y administradores.
  - ✓ Nómina de accionistas y de administradores
  - ✓ Nombramientos inscritos en el Registro Mercantil y en el Registro del Mercado de Valores.
  - ✓ Resolución y certificado de inscripción en el Registro del Mercado de Valores.
  - ✓ Acreditación de la solvencia financiera y moral de los accionistas y administradores
  - ✓ Declaración juramentada de los accionistas y administradores de que los fondos utilizados para constituir la compañía no provienen de actividades ilícitas.

#### **2.1.6.9. Funciones de las Casas de Valores**

Dentro de las principales funciones que se les atribuye a las casas de valores tenemos.  
(Ley del Mercado de Valores, Art 58, 2012)

- Operar en los mercados bursátiles y extrabursátiles, según acuerdos con los comitentes.
- Administrar portafolios de valores.
- Adquirir o enajenar valores por cuenta propia.
- Realizar operaciones de underwriting<sup>15</sup> con personas jurídicas de los sectores público, privado y con fondos colectivos.
- Estabilizar los precios únicamente durante la oferta pública primaria de valores.

---

<sup>15</sup>Underwriting es un contrato en el cual una Casa de Valores y una persona emisora o tenedora de valores, convienen en que la primera asuma la obligación de adquirir una emisión, garantice su colocación y venta en el mercado.



- Realizar operaciones de reporto bursátil y marketmaker.

#### **2.1.6.10. Prohibiciones de las Casas de Valores**

Las casas de valores no pueden realizar lo siguiente:

- Intermediación financiera.
- Recibir captaciones del público y negociar valores no inscritos en el Registro del Mercado de Valores, excepto en casos previstos en Ley.
- Efectuar operaciones ficticias para manipular precios o cotizaciones.
- Garantizar rendimientos o asumir pérdidas de sus comitentes.
- Divulgar directa o indirectamente información falsa, imprecisa o privilegiada.
- Operar de marketmaker con acciones emitidas por empresas vinculadas con la casa de valores.
- Ser accionista de una administradora de fondos y fideicomisos.

#### **2.1.6.11. Reformas a la Ley y las Casas de Valores**

Los grupos financieros, las instituciones del sistema financiero privado, podrán establecer casas de valores, si constituyen una filial distinta de la entidad que funge como cabeza de grupo en la que el porcentaje de su propiedad sea el autorizado por la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero. (Ley del Mercado de Valores, 2012, pág. 23).

Con lo citado anteriormente, los grupos financieros contaban con la posibilidad de establecer casas de valores, sin embargo con la resolución 2011 -1973 emitida por la Junta Bancaria<sup>16</sup> (Diario Hoy, 2012), las instituciones financieras, directivos y accionistas principales no tienen permitido la participación en empresas distintas de su naturaleza operativa, por tanto no deberán ser dueños de casas de valores.

---

<sup>16</sup>La Junta Bancaria (JB) emitió la resolución con la que obliga a las instituciones financieras a vender sus acciones o participaciones. En días pasados, la Junta Bancaria (JB) emitió la resolución 2011 -1973, con la que obliga a las instituciones financieras, a sus directivos y accionistas principales a vender, hasta el 12 de julio del 2012, sus acciones o participaciones en empresas mercantiles que son ajenas a su naturaleza operativa.

En el país existían 10 casas de valores que eran propiedad de los bancos tales como: Accival perteneciente al Proamérica, Picaval del Banco del Pichincha, Produvalores, del Produbanco, Capital Markets del Banco Amazonas, Multivalores BG del Banco de Guayaquil, Cofivalores del Banco Cofiec, Valores Bolivariano del Banco Bolivariano, la casa COVSA del Banco de Machala, Valpacífico del Banco del Pacífico, e Intervalores del Banco Internacional, la casa de valores Cititrading es relacionada con el Citibank, pero no está obligada a cumplir la norma. De acuerdo con el presidente de la asociación de casas de valores, ASOCAVAL, la venta de las casas de valores fueron de alrededor de 3 millones de dólares.

Para algunos clientes que las casas de valores, sean de propiedad de los bancos, les creaba de cierto modo confianza, ya que consideraban que estaban bajo el respaldo de esa institución.

Con estas nuevas medidas las casas de valores se encuentran en igualdad de condiciones, lo que anteriormente no sucedía ya que las que pertenecían a los bancos, incurrían en menores costos frente a las casas de valores independientes.

#### **2.1.7. ¿Qué se comercializa en las Casas de Valores?**

Como anteriormente se mencionó las casas de valores comercializan títulos o valores, los mismos que pueden ser de renta fija o variable.

#### **2.1.8. Valores de Renta Fija**

En los valores de renta fija, su rendimiento se determina al momento de emisión, es aceptado por las partes y no en función del rendimiento de la empresa emisora. (Ley del Mercado de Valores, 2012)

La rentabilidad de los valores de renta fija es por:

- Intereses ganados o por ganar, en función de la tasa y plazo establecidos en la emisión
- Descuento o premio, al negociar el precio en el mercado.

#### **2.1.8.1. Clasificación Valores Renta Fija**

En la bolsa de valores se negocian títulos de renta fija de corto y largo plazo, como a continuación se describen:

#### **2.1.8.2. Valores de corto plazo**

Los valores de corto plazo tienen una vigencia menor a 360 días, contada desde la fecha de emisión hasta su vencimiento, pueden ser con tasa de interés o con descuento.

##### **a) Valores de corto plazo con tasa de interés**

Los valores de corto plazo que devengan tasa de interés, comercializados en la bolsa de valores de nuestro país son:

- Pagarés
- Pólizas de Acumulación
- Certificados de Depósito
- Certificados de Inversión
- Certificados de Ahorro
- Certificados Financieros
- Papel Comercial

## **b) Valores de corto plazo con tasa de descuento**

Los valores de corto plazo con descuento, no devengan una tasa de interés, su rendimiento se fija por el descuento en el precio de compra y venta. Dentro de los principales están:

- Cupones
- Letras de Cambio
- Cartas de Crédito Domestica
- Aceptaciones Bancarias
- Certificados de Tesorería
- Títulos del Banco Central TBC

### **2.1.8.3. Valores de largo plazo**

Son valores de deuda con un plazo de vigencia superior a 360 días y devengan una tasa de interés, entre los principales tenemos:

- Bonos del Estado
- Cédulas Hipotecarias
- Obligaciones
- Valores de Titularización

### **2.1.8.4. Valores a la Vista**

En la bolsa de valores, también puede negociarse las notas de crédito, sirven para operaciones de crédito tributario, se comercian en base a su precio, no tienen plazo de vencimiento, no devengan intereses.

De acuerdo a las estadísticas de la Bolsa de Valores de Quito, el sector privado ha tenido una mayor negociación de valores de renta fija, en comparación al sector público como a continuación se puede observar:

**Cuadro 3. Valores de Renta Fija Negociados desde 2007 hasta 2012 (en Millones de USD)**

Año	Sector Público	Sector Privado	Total
2007	509	1.070	1.578
2008	554	1.889	2.443
2009	816	1.616	2.433
2010	1.078	1.259	2.337
2011	552	1.168	1.720
2012	519	1.090	1.609

Fuente: Boletín Mensual, Bolsa de Valores de Quito, Valores Deuda Pública 2012

Elaboración: La autora

Durante los años 2008 y 2009 se negociaron el mayor monto de valores de renta fija, para el año 2010, la participación del sector público incrementó considerablemente en un 46% frente a un 54% del sector privado.

Para los siguientes los períodos 2011 y 2012 existe un decrecimiento de manera general en la comercialización de valores de renta fija y el sector privado mantiene la mayor participación con 68%.

Dentro de los valores de renta fija negociados por el Estado ecuatoriano en los últimos 6 años en el mercado de valores, se encuentran bonos, certificados, cupones, notas de crédito y valores no inscritos:

**Cuadro 4. Valores de renta fija negociados desde 2007 hasta 2012**

Valores	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Bonos de Estado	444.504.165	389.107.684	278.975.373	575.420.045	91.600.725	180.073.898
Certificados de Depósito		20.400.000	53.000.000			
Certificados de Inversión	13.550.000	88.500.000	464.333.393	403.681.885	220.595.408	275.917.878
Certificados de Tesorería	26.273.508			24.474.332	169.746.884	42.926.871
Cupones de Capital	2.386.901				162.632	
Notas de Crédito		22.088.525	19.830.272	20.989.081	17.313.435	13.042.307
Reporto		33.434.148				
Titularizaciones				24.100.000	46.549.971	7.392.917
Valores no inscritos REVNI		78.145		29.283.148	5.539.256	
<b>Total</b>	<b>508.661.424</b>	<b>553.608.501</b>	<b>816.139.037</b>	<b>1.077.948.491</b>	<b>551.508.315</b>	<b>519.353.871</b>

Fuente: Boletín Mensual, Bolsa de Valores de Quito, Valores Deuda Pública 2012

Elaboración: La autora

Los instrumentos financieros más negociados durante los años 2007, 2008, y 2009 fueron los bonos del Estado, seguidos de los certificados de inversión, a partir de 2010 se diversifica la negociación de títulos. En 2011 existe una disminución notable de bonos y un incremento del 594% de certificados de tesorería, siendo el año con la más alta comercialización de estos valores.

Se explica el incremento de los certificados de tesorería por la resolución, 020-20011, expedida en ese mismo período, con la que se obliga a la banca a comprar papeles del Estado, para de esta manera poder financiar el gasto público.

Los certificados de inversión tienen la mayor participación durante 2011 y 2012, mientras que las titularizaciones tienen una tendencia a la baja y los valores no inscritos dejan de comercializarse en 2012.

#### **2.1.8.5. Valores De Renta Variable**

“Son el conjunto de activos financieros no tienen un vencimiento fijo, su rendimiento es en forma de dividendos y capital, variará según el desenvolvimiento del emisor”. (Ley del Mercado de Valores, Art 32, 2012)

Los valores de renta variable se negocia de únicamente de manera bursátil, sea en el mercado primario o secundario.

#### **2.1.8.6. Clasificación Valores Renta Variable**

Entre los valores de renta variable se encuentran las acciones y las cuotas de participación.

#### **2.1.8.7. Acciones**

Las acciones son partes iguales en las que se divide el capital de una empresa, las cuales se pueden emitir al constituir una compañía o al incrementar su capital social.

Grandes empresas de los distintos sectores negocian sus acciones en el mercado de valores de nuestro país, así en el financiero podemos citar a los bancos de Guayaquil, Pichincha, Produbanco, entre otros, en el industrial a Holcim, Cementos Chimborazo, La Farge Cementos, Cervecería Nacional, Continental Tire Andina, etc. y en servicios al Hotel Colón, Corporación Favorita, Cepsa, etc.

#### **2.1.8.8. Cuotas de participación**

Son aportes realizados por los constituyentes de un fondo colectivo y requieren de una calificación de riesgo.

En el año 2012 se negociaron 104 millones de dólares en valores de renta variable, existe un incremento considerable en relación de 2011 donde se negociaron 73 millones de dólares.

**Cuadro 5. Valores de renta variable negociados desde 2007 hasta 2012**

Año	Valor Efectivo Total Negociado (USD)	Número Transacciones	Número Valores de Renta Variable Negociados
2007	230.929.192	4.134	20.128.991
2008	83.717.184	5.695	18.506.684
2009	472.621.040	3.895	35.621.036
2010	71.884.138	3.813	22.586.849
2011	72.865.199	4.023	22.796.477
2012	104.202.392	3.242	61.897.984

Fuente: Boletín Mensual, Bolsa de Valores de Quito, Valores Deuda Pública 2012

Elaboración: La autora

Como se puede apreciar en el cuadro anterior, en 2008 se realizó el mayor número de transacciones, mientras que en los años posteriores decrecieron, en 2011 se alcanza un alto número de transacciones 4.023.

Para el año 2012 las transacciones fueron menores, 3.242, sin embargo el monto de valor de efectivo aumentó considerablemente, al igual que el número de valores negociados que se triplicaron en comparación al año anterior.

Para la presente investigación, no se profundizará sobre las acciones, cuotas de participación ya que pertenecen a instrumentos de renta variable, que son negociados en el sector privado, sino se tendrá como objeto de estudio a los instrumentos de renta fija, negociados por el sector público.



### **2.1.9. Modelo Financiero**

Un modelo representa una estructura de lo que existe en la realidad aunque con cierto grado de precisión, sin pretender ser una réplica exacta.

“Los modelos son muy útiles para describir, explicar o comprender mejor la realidad, cuando es imposible trabajar directamente en la realidad en sí.” (Rodríguez, 2008)

“Un modelo financiero es una herramienta de gestión que permite proyectar el resultado futuro de las decisiones que se planean tomar en el presente” (Invop, 2010).

El modelo financiero es muy útil para realizar la planificación, dando lineamientos para el seguimiento y control de los planes.

Por tanto, los modelos económicos muestran una realidad, donde intervienen supuestos, hipótesis y variables, las cuales permitirán entender el comportamiento del fenómeno de estudio y predecir lo que sucederá. En esta investigación se considerará el actual mecanismo de financiamiento del Presupuesto General del Estado y el uso de instrumentos financieros como los CETES.

## **2.2. Fundamentación Conceptual**

Para el presente estudio es necesario partir de algunos conceptos y definiciones que se emplearan durante su desarrollo, así se puede sintetizar:

**Presupuesto General del Estado:** es una proyección de los ingresos y egresos a obtenerse durante un año, el cual permite la planificación y asignación de recursos por parte del Gobierno en los distintos sectores.

**Caja fiscal:** es el saldo existente entre los ingresos y gastos del Estado, si el saldo es positivo se trata de un superávit, de lo contrario, es un déficit, que debe cubrirse con recursos provenientes de varias fuentes

**Mercado de Valores:** parte del mercado financiero que canaliza el ahorro a mediano y largo plazo, donde se negocian títulos o valores para captar recursos, es una fuente directa de financiamiento, en el cual invierten empresas del sector público y privado.

**Bolsa de Valores:** son corporaciones civiles sin fines de lucro, que asesoran en la comercialización de valores.

**Casa de Valores:** compañías anónimas que sirven de intermediarios para la comercialización y brindan asesoramiento en la negociación de títulos en el mercado de valores

**Valor o título:** es un documento que indica el derecho sobre una sociedad o sobre un deudor.

**Valores renta variable:** su rendimiento es en dividendos y capital, varía según el desenvolvimiento de la empresa emisora, no tiene un vencimiento fijo.

**Valores renta fija:** su rendimiento se determina al momento de la emisión y no en función de los resultados de la empresa, su rentabilidad se da por la tasa, plazo, y descuento al negociar el precio en el mercado.

En este estudio se tratará más a fondo los valores de renta fija, emitidos por el sector público, como son los bonos del Estado, Títulos del Banco Central y de manera especial los certificados de tesorería, CETES.

**Bonos del Estado:** son valores de deuda con el fin de financiar el presupuesto del Estado, las condiciones de negociación se fijan al momento que son emitidos.

**Títulos del Banco Central, TBC:** su rendimiento está dado por el margen de descuento que se negocie, no generan interés fijo. Su función es regular la liquidez en la economía del país.

**Certificados de Tesorería:** son instrumentos de renta fija, emitidos por el Ministerio de Finanzas que se comercializan en el mercado de valores o de manera directa entre instituciones públicas. Negociados en un tiempo máximo de 360 días, su objetivo es inyectar liquidez inmediata a la caja fiscal.

A estos instrumentos se los considera de riesgo cero, lo cual no quiere decir que la tasa de retorno sea del 0%.

**La tasa de retorno:** está compuesta por la tasa de retorno real, la inflación y la prima de riesgo.

**La prima de riesgo:** para los certificados de tesorería es de cero, ya que se toma en función de la capacidad de las empresas para pagar las deudas al vencimiento, al ser el Estado el deudor, el riesgo financiero será cero.

### **2.3. Fundamentación Legal**

Iniciando con la Constitución del Ecuador, el artículo 286 establece que las finanzas públicas, en todos los niveles de gobierno, se conducirán de forma sostenible, responsable, transparente y procurarán la estabilidad económica.

Por su parte el artículo 70 del Código Orgánico de Planificación y Finanzas Públicas, (COPYFP) define al Sistema Nacional de Finanzas Públicas (SINFIP), como el conjunto de normas, políticas, instrumentos, procesos, actividades, registros, operaciones que las entidades u organismos del sector público deben realizar para gestionar los ingresos, gastos, y financiamiento público sujetos al Plan Nacional de Desarrollo, así como a las políticas públicas establecidas en dicha Ley.

Así mismo, refiriéndose a la capacidad de utilizar ciertos instrumentos financieros, el artículo 74 del Código Orgánico de Planificación y Finanzas Públicas, numeral 22, determina que es atribución del ente rector de las finanzas públicas emplear instrumentos financieros del

Mercado de Valores nacional o internacional, para optimizar la gestión financiera del Estado, dando con ello la opción de que exista un financiamiento que pueda ser negociado a través de la Bolsa de Valores, como actualmente se está haciendo.

Por otra parte, el artículo 108 del Código Orgánico de Planificación y Finanzas Públicas indica que todo flujo de recurso público deberá estar contemplado obligatoriamente en el Presupuesto General del Estado.

Más específicamente, el artículo 171 del Código Orgánico de Planificación y Finanzas Públicas señala que el ente rector de las finanzas públicas, en caso de existir deficiencias temporales o para la optimización de la liquidez en la economía, puede emitir certificados de tesorería, CETES para financiar egresos permanentes o no permanentes.

Se presenta también el Acuerdo Ministerial No. 447, publicado en el Suplemento del Registro Oficial No. 259 de 24 de enero de 2008, donde se detalla las Normas Técnicas de Tesorería, que fueron modificadas con Acuerdos Ministeriales No. 283 de 22 de octubre de 2010 y No. 281, que consta en Registro Oficial 618 de 13 de Enero del 2012 y en Registro Oficial 629 de 30 de Enero del 2012, en lo referente a los numerales 4.9, 4.9.1, 4.9.2, 4.9.3, 4.9.4 y 4.9.5 que tratan sobre certificados de tesorería.

En el Acuerdo Ministerial No. 254, inscrito en el Registro Oficial Edición Especial No. 219 de 14 de diciembre de 2011, se indican las atribuciones y responsabilidades de la Dirección Nacional de Negociación y Financiamiento Público que, entre otras, son las de administrar, así como controlar la emisión de certificados de tesorería.

Mientras que, la Dirección Nacional de Análisis de Mercados Financieros, es la encargada de elaborar reportes, analizar, recomendar sobre instrumentos financieros y condiciones financieras en mercados nacionales e internacionales, a su vez asesorar y proveer de la información necesaria a la Dirección de Negociación y Financiamiento Público.

El Acuerdo Ministerial No. 254, Registro Oficial Edición Especial No. 219 de 14 de diciembre de 2011, publica las atribuciones, responsabilidades de la Subsecretaría del Tesoro

Nacional de elaborar, aprobar y ejecutar la programación de la caja, así como también gestionar los requerimientos de financiamiento en períodos de insuficiencia de recursos de la caja fiscal.

El Registro Oficial No 813- Viernes 19 de Octubre del 2012 realiza algunos ajustes, en el numeral 5 del Acuerdo Ministerial No. 447, publicado en el Suplemento del Registro Oficial No. 259 de 24 de enero de 2008, la siguiente norma técnica:

5. Norma Técnica para la emisión, negociación, registro y pago de certificados de tesorería, CETES

5.1. Definición de certificados de tesorería.- Título valor, que permite al ente rector de las finanzas públicas obtener recursos que contribuyan a cubrir los déficits temporales de caja o para la optimización de la liquidez de la economía, para financiar recursos permanentes o no permanentes previstos en el Presupuesto General del Estado.

5.2. Características de los certificados de tesorería.- Instrumento de corto plazo no superior a 360 días, desmaterializado, cupón cero, cuya emisión es revolvente y su rendimiento se determina de acuerdo a las condiciones del mercado.

5.3. Proceso de Emisión de CETES.- La Subsecretaría de Financiamiento Público determinará la necesidad de crear o modificar las Escrituras Públicas de Emisión de CETES, a partir de su análisis de los siguientes informes:

5.3.1 Informe de Proyección de la Caja Fiscal, preparado por la Subsecretaría del Tesoro Nacional, que determina las proyecciones de caja de la Cuenta Única del Tesoro Nacional y la eventual necesidad de recursos a financiarse.

5.3.2 Informe para Optimización de la Liquidez en la Economía, elaborado por la Subsecretaría de Política Fiscal, en el que se indica la existencia de un exceso o déficit de liquidez en la economía.

5.4 De la Escritura Pública de Emisión de CETES.-Una vez que se cuente con la aprobación y autorización del Ministro de Finanzas se procederá a efectuar la creación o modificación de la Escritura Pública de Emisión de CETES.

5.5. Proceso de Negociación de CETES.- La Subsecretaría de Financiamiento Público, a través de la Dirección correspondiente efectuará la negociación de CETES Financieros o Económicos

5.6. Aspectos Generales.-

5.6.1 Los CETES podrán ser recomprados siempre que las condiciones financieras del mercado sean favorables y representen un beneficio económico o financiero para el Estado.

5.6.2 Los canales de colocación de CETES en el mercado son bursátiles y extrabursátiles, de conformidad con la ley.

5.6.3 Dentro de la Proforma Presupuestaria, la Subsecretaría de Financiamiento Público incluirá el valor generado por concepto del costo financiero de los CETES programados en el correspondiente ejercicio fiscal.

5.6.4 La contratación del servicio de Administración y Liquidación de Valores está a cargo de la Subsecretaría de Financiamiento Público, quien contratará dicho servicio con el Banco Central del Ecuador.

5.6.5 El pago de obligaciones a vencimiento que generen los CETES será efectuado por el Agente Oficial del Estado, Banco Central del Ecuador.

Las normas que viabilizan la aplicación y el funcionamiento del SINFIP y sus componentes dada por el Registro Oficial No. 372 de Jueves, 27 de enero de 2011 indican lo siguiente:

## ***INVERSIONES FINANCIERAS***

La unidad responsable del Tesoro Nacional, determina las necesidades de colocaciones de corto plazo, para financiar deficiencias temporales de ingresos a la caja, o para optimizar la liquidez en la economía, a través de la emisión y colocación de Certificados de Tesorería.

### ***CERTIFICADOS DE TESORERÍA***

Certificados de tesorería “CETES”, constituyen una herramienta financiera de la Tesorería de la Nación, que permite obtener recursos y mantener la liquidez de la caja para la eficiente asignación prevista en el Presupuesto General del Estado del respectivo ejercicio y ayudar a su ejecución.

El CETE es un título valor con plazo de pago no superior a 360 días y cero cupones. El mecanismo de pago será determinado por la unidad a cargo de la Tesorería de la Nación.

### ***EMISIÓN POR DEFICIENCIAS DE INGRESOS EN LA CAJA***

En el evento de presentarse deficiencias temporales de ingresos, que afecten la programación de caja, la unidad responsable del Tesoro Nacional procederá de inmediato y sin necesidad de autorización alguna, a realizar los trámites para la emisión y negociación de CETES, en los montos que interesen a la administración financiera, para la que observará el marco legal vigente.

### ***EMISIÓN PARA OPTIMIZAR LA LIQUIDEZ EN LA ECONOMÍA***

En el caso de que la emisión de CETES sea para la optimización de la liquidez en la economía, se requerirá la autorización del Ministro de Finanzas, las unidades pertinentes presentarán un informe de carácter económico financiero en el que se señalen los beneficios específicos y características de la emisión.

## ***CONTENIDO Y EMISIÓN DE LOS CETES***

Los CETES contendrán obligatoriamente los términos y características que determine en forma previa a la emisión, la unidad a cargo de la Tesorería de la Nación.

Los CETES podrán emitirse y negociarse luego del registro correspondiente de la escritura pública.

Los CETES serán recomprados siempre que las condiciones financieras del mercado sean favorables y se cuente con la suficiente liquidez.

De esta manera, la base legal para la emisión y legalidad de los CETES está normada desde la Constitución hasta las Resoluciones Ministeriales para su operación, presentadas.

Para poder implementar la propuesta del modelo de gestión financiera, se debería levantar una normativa, iniciando con un Acuerdo Ministerial, en el cual se consideren los lineamientos, políticas y porcentajes de emisión. Especificando que la herramienta de aplicación de los instrumentos financieros corresponde al Código Orgánico de Planificación y Finanzas Públicas, donde se indican las atribuciones y responsabilidades de la Dirección Nacional de Negociación y Financiamiento Público que es la encargada de administrar, controlar la emisión de Certificados de Tesorería.



**CAPÍTULO III**  
**SITUACIÓN ACTUAL DE LA DEUDA INTERNA Y EL MODELO DE GESTIÓN**  
**PROPUESTO**

**3.1. Análisis de contexto de la economía ecuatoriana**

Para poder entender el contexto del actual Presupuesto General del Estado y la deuda interna es necesario conocer sus principales términos y la situación de la economía ecuatoriana.

El primer indicador que permite tener mayor claridad sobre la situación general de la economía en el país corresponde al PIB y su tasa de variación real.

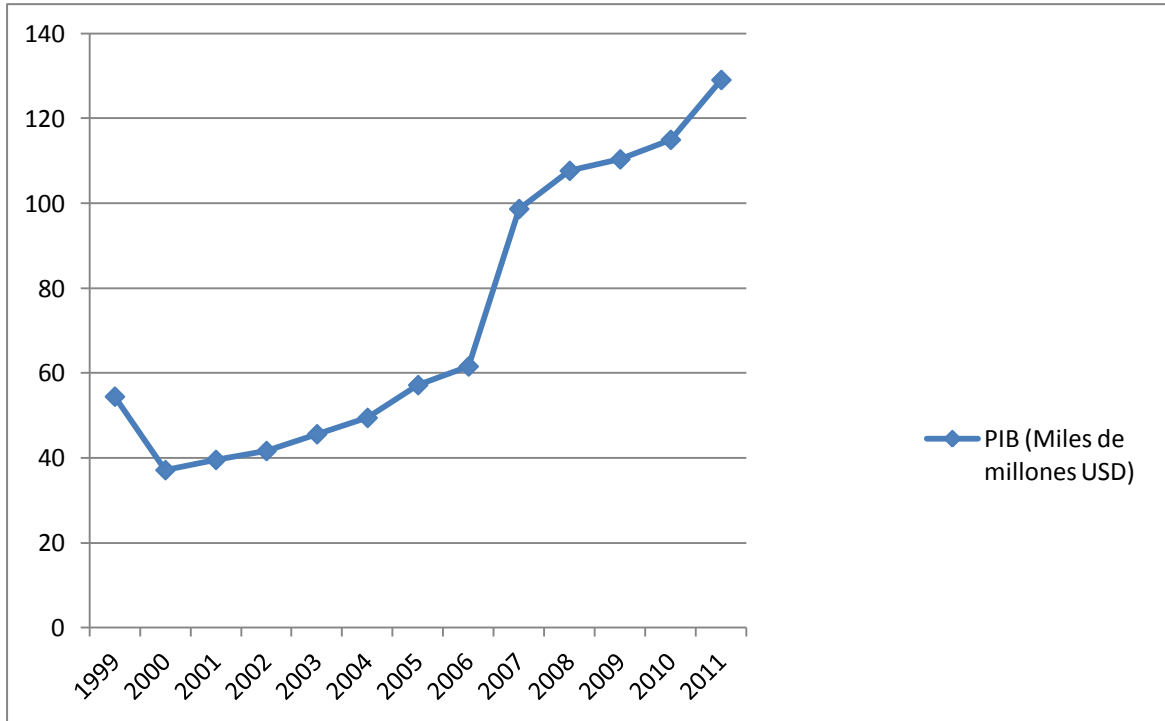
**Cuadro 6. PIB del Ecuador 1999 - 2011**

Año	PIB (Miles de millones USD)
1999	54,5
2000	37,2
2001	39,6
2002	41,7
2003	45,65
2004	49,51
2005	57,23
2006	61,62
2007	98,71
2008	107,7
2009	110,4
2010	115
2011	129,1

Fuente: Indexmundi (2013)

Elaboración: La autora

**Gráfico 1. PIB del Ecuador 1999 - 2011**



Fuente: Indexmundi (2013)

Elaboración: La autora

Como se puede apreciar en el gráfico, el PIB tiene un crecimiento importante que ha venido incrementándose desde el año 2000, luego de la crisis económica interna en el país. En el año 2007 existe un crecimiento significativo, mientras que en 2009 existe un estancamiento principalmente atribuido a la crisis mundial.

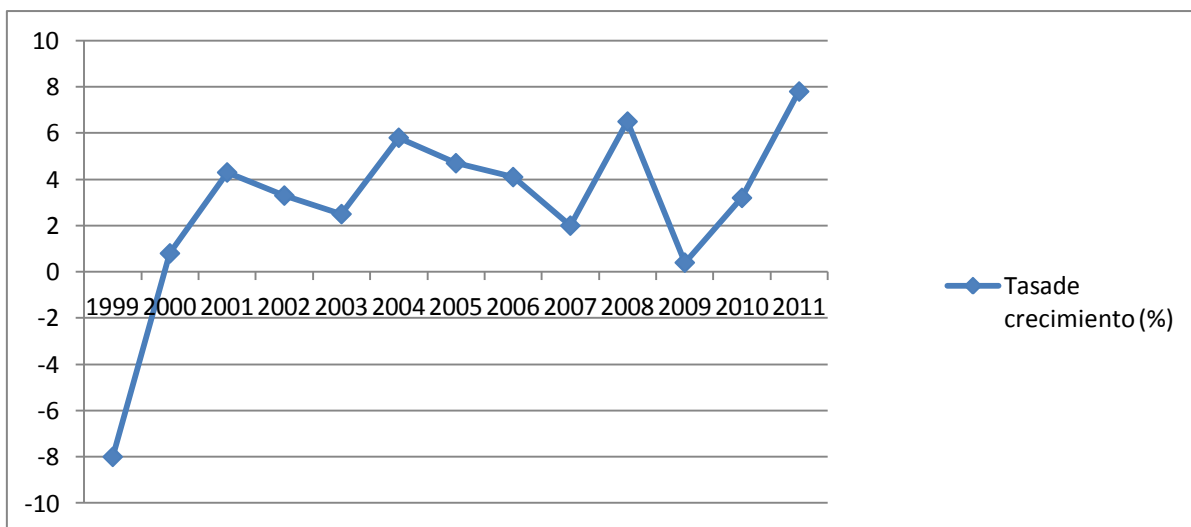
A continuación se presenta la tasa de crecimiento real de la economía, que permitirá realizar un mejor análisis.

**Cuadro 7. Tasa de crecimiento real del PIB Ecuador 1999 - 2011**

Año	Tasa de crecimiento PIB (%)
1999	-8
2000	0,8
2001	4,3
2002	3,3
2003	2,5
2004	5,8
2005	4,7
2006	4,1
2007	2
2008	6,5
2009	0,4
2010	3,2
2011	7,8

Fuente: Indxmundi (2013)

Elaboración: La autora



Fuente: Indxmundi (2013)

Elaboración: La autora

**Gráfico 2. Tasa de crecimiento real del PIB Ecuador 1999 – 2011**

El crecimiento real en los últimos años ha sido importante, siendo un 3,2% para el 2010 y un 7,8% para el 2011. Se identifica un crecimiento incipiente en el año 2009 debido a la crisis mundial, sin embargo no llega a ocasionar una recesión para el Ecuador, como lo fue para otros países de Latinoamérica. De esta manera, se evidencia una mejora considerable en la economía ecuatoriana, la misma que se mantiene estable incluso con las variables a nivel mundial.

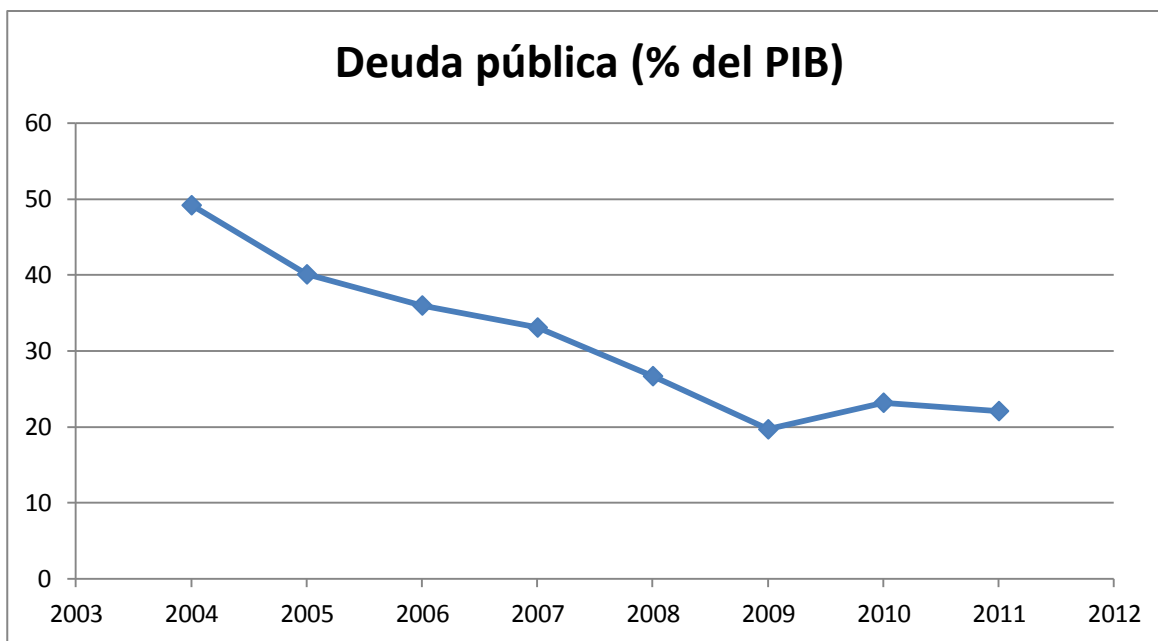
Por otro lado, es fundamental conocer la deuda pública y su relación al PIB, teniendo lo siguiente:

**Cuadro 8. Deuda pública como porcentaje del PIB Ecuador 2004 - 2011**

Año	Deuda pública (% del PIB)
2004	49,2
2005	40,1
2006	36
2007	33,1
2008	26,7
2009	19,7
2010	23,2
2011	22,1

Fuente: Indexmundi (2013)

Elaboración: La autora



Fuente: Indexmundi (2013)

Elaboración: La autora

### Gráfico 3. Deuda pública como porcentaje del PIB Ecuador 2004 - 2011

La deuda pública tiende a la baja, pese a un ligero incremento del financiamiento en el 2010, finalmente disminuye para el año 2011. Eso muestra por una parte la mejora de la economía y una menor dependencia del financiamiento para cubrir los gastos del Estado. Por otra parte, esta disminución explica también la tendencia a reducir la deuda interna que posteriormente se analiza.

En los últimos años la deuda interna ha ido acrecentándose, contrario a lo que sucede con la deuda pública, dándose así un cambio en su estructura. A continuación se presenta la evolución de la deuda interna considerando los principales componentes.

### Cuadro 9. Deuda interna desde 2002 hasta 2012

(En Millones de Dólares)

Período	Total	Bonos del Estado	Certificados de Tesorería	BCE, IESS, BDE
2002	2.771	2.547	122,4	102
2003	3.016	2.612	301,6	103
2004	3.489	2.983	414,60	91
2005	3.686	2.831	680,59	175
2006	3.278	2.825	292,66	160
2007	3.240	3.087	0,05	154
2008	3.645	3.559	0,05	86
2009	2.842	2.729	-0,04	113
2010	4.665	3.698	-	967
2011	4.506	3.659	-	848
2012	7.335	6.503	-	832

Fuente: Banco Central del Ecuador, Boletín Macroeconómico 2012

Elaboración: La autora

### 3.2. Análisis del Presupuesto del Estado

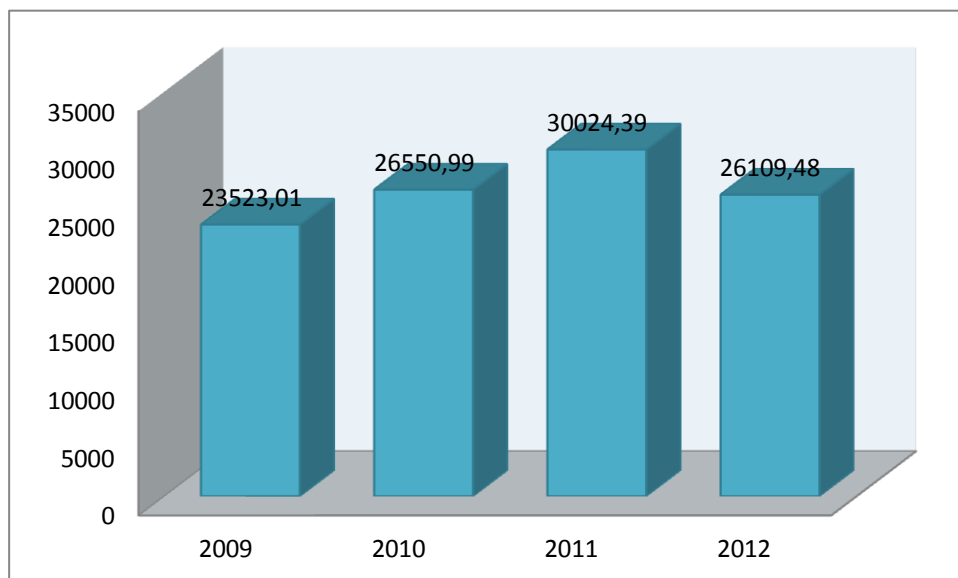
#### Cuadro 10. Presupuesto General del Estado 2009 - 2012

(En Millones de Dólares)

	2009	2010	2011	2012
Presupuesto	23.523	26.551	30.024	26.109

Fuente: Banco Central del Ecuador, Boletín Macroeconómico 2012

Elaboración: La autora



Fuente: Banco Central del Ecuador, Boletín Macroeconómico 2012

Elaboración: La autora

#### Gráfico 4. Presupuesto General del Estado 2009 – 2012 (En Millones de Dólares)

El Presupuesto General del Estado se ha incrementado de forma importante en los últimos años, desde el 2009 al 2011 a una tasa promedio del 8,47% partiendo del siguiente cálculo:

$$\text{Tasa de crecimiento} = \sqrt[3]{\frac{\text{Valor último año}}{\text{Valor año inicial}}} - 1 = \sqrt[3]{\frac{30.024,3}{23.523,01}} - 1 = 8,47\%$$

A partir de la administración del actual gobierno, ha existido un aumento en el Presupuesto General del Estado, lo que se justifica con el crecimiento de los ingresos en la economía del Ecuador, así como también por la tendencia del régimen a incrementar el gasto público, lo cual incide en un mayor consumo interno, sin embargo en el último año se ha estabilizado con una ligera disminución.

### 3.2.1. Desglose del presupuesto por tipo

El Presupuesto General del Estado, dado que es muy amplio, normalmente se lo presenta en función de diversas variables, entre ellas, el tipo de gastos e ingresos.

A continuación tenemos a manera de referente el presupuesto del estado en el año 2012 por tipo:

**Cuadro 11. Ingresos del presupuesto por tipo**

Grupo de ingresos	Proforma	Porcentaje de contribución
Impuestos	10.362.488.276	39,7%
Tasas y contribuciones	949.216.040	3,6%
Venta de bienes y servicios	110.695.616	0,4%
Rentas de inversiones y multas	180.736.712	0,7%
Transferencias y donaciones corrientes	4.574.677.931	17,5%
Otros ingresos	308.851.221	1,2%
Venta de activos no financieros	2.913.032	0,0%
Recuperación de inversiones	535.436	0,0%
Transferencias y donaciones de capital e inversión	3.915.128.496	15,0%
Financiamiento público	4.848.330.928	18,6%
Saldos disponibles	850.856.588	3,3%
Cuentas pendientes por cobrar	4.840.000	0,0%
	26.109.270.276	

Fuente: Ministerio de Finanzas

Elaboración: La autora



## Cuadro 12. Gastos del presupuesto por tipo

Grupo de gastos	Proforma	Porcentaje de contribución
Gastos en personal	7.546.570.920	28,9%
Bienes y servicios de consumo	5.996.040.439	23,0%
Gastos financieros	708.044.897	2,7%
Otros gastos corrientes	95.758.841	0,4%
Transferencias y donaciones corrientes	2.351.853.951	9,0%
Gastos en personal para inversión	381.026.959	1,5%
Bienes y servicios para inversión	1.751.851.282	6,7%
Obras públicas	2.164.818.061	8,3%
Otros gastos de inversión	1.203.194	0,0%
Bienes de larga duración	625.120.764	2,4%
Inversiones financieras	\$ 5.899.153	0,0%
Transferencias y donaciones de capital	3.016.043.400	11,6%
Amortización de la deuda pública	1.458.233.621	5,6%
Pasivo circulante	1.200	0,0%
Otros pasivos	6.803.594	0,0%
	26.109.270.276	

Fuente: Ministerio de Finanzas

Elaboración: La autora

El Presupuesto del Estado está conformado de diferentes rubros, donde los principales son los gastos en personal, así como los bienes de consumo, alcanzando solamente con estos más del 50% del presupuesto requerido. Por otra parte, los principales requerimientos se financian en mayor medida a través de impuestos.

### 3.2.2. Financiamiento del presupuesto a través de deuda interna

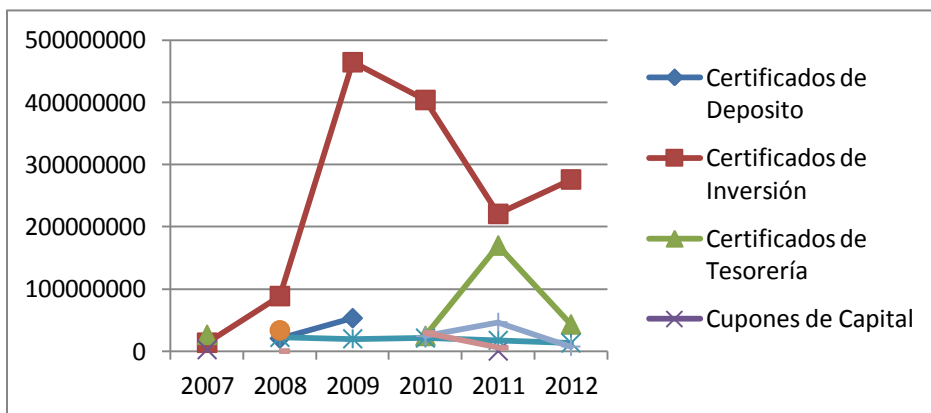
A continuación se mostrará el financiamiento que ha tenido el Estado ecuatoriano a través de deuda interna:

**Cuadro 13. Financiamiento del presupuesto a través de deuda interna años del 2007 al 2012**

Valores	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Bonos de Estado	444.504.165	389.107.684	278.975.373	575.420.045	91.600.725	180.073.898
Certificados de Deposito		20.400.000	53.000.000			
Certificados de Inversión	13.550.000	88.500.000	464.333.393	403.681.885	220.595.408	275.917.878
Certificados de Tesorería	26.273.508			24.474.332	169.746.884	42.926.871
Cupones de Capital	2.386.901				162.632	
Notas de Crédito		22.088.525	19.830.272	20.989.081	17.313.435	13.042.307
Reporto		33.434.148				
Titularizaciones				24.100.000	46.549.971	7.392.917
Valores no inscritos REVNI		78.145		29.283.148	5.539.256	
<b>Total</b>	<b>508.661.424</b>	<b>553.608.501</b>	<b>816.139.037</b>	<b>1.077.948.491</b>	<b>551.508.315</b>	<b>519.353.871</b>

Fuente: Boletín Mensual, Bolsa de Valores de Quito, Deuda Pública 2012

Elaboración: La autora



Fuente: Boletín Mensual, Bolsa de Valores de Quito, Deuda Pública 2012

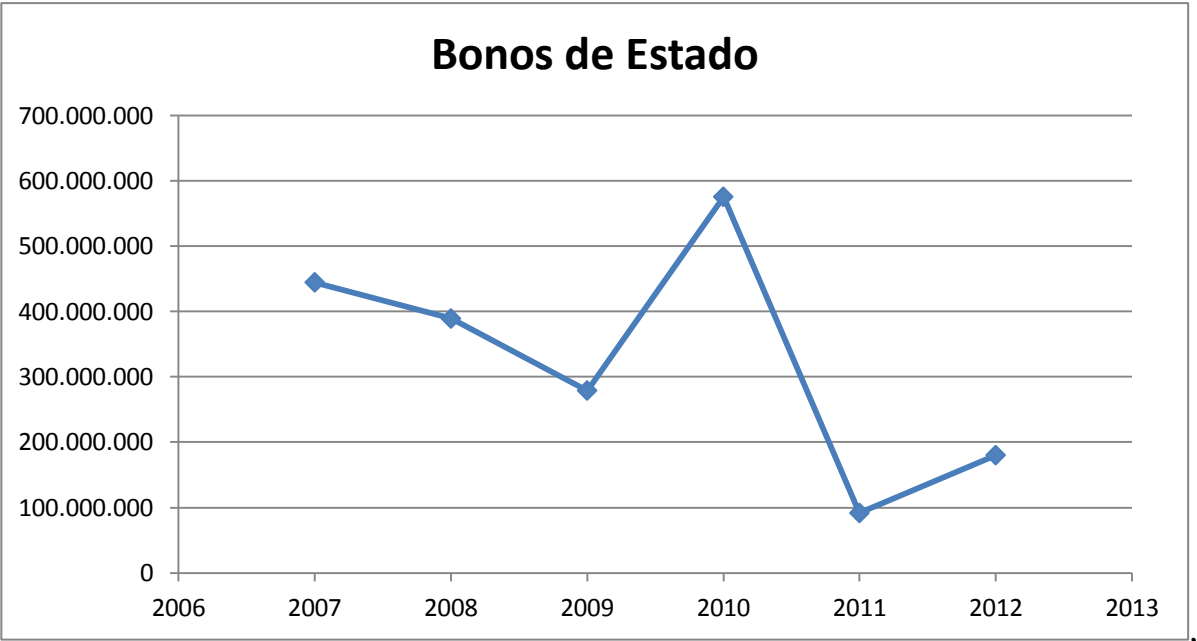
Elaboración: La autora

**Gráfico 5. Financiamiento del presupuesto a través de deuda interna 2007 - 2012**

Dentro de los valores de renta fija negociados por el Estado ecuatoriano en los últimos 6 años en el mercado de valores, se encuentran bonos, certificados, cupones, notas de crédito y valores no inscritos.

Al analizar los instrumentos financieros de renta fija negociados por el Estado de forma histórica, es decir la deuda interna, se nota la alta variabilidad existente. Los certificados de inversión han tomado protagonismos, con un monto mayor en relación a los otros instrumentos empleados en corto plazo.

Por otro lado, los bonos se manejan de forma diferente ya que son títulos empleados para financiar a largo plazo, por tanto sus cifras son superiores, sin embargo al analizarlos independientemente tienen un comportamiento también variable.



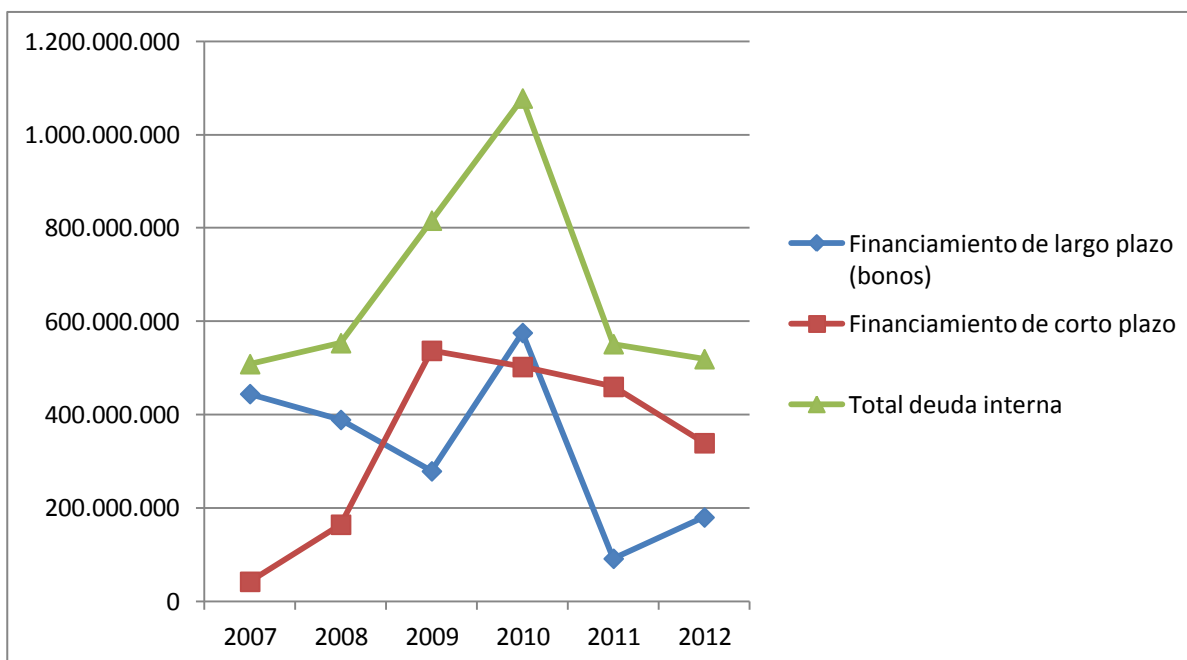
Fuente: Boletín Mensual, Bolsa de Valores de Quito, Deuda Pública 2012

Elaboración: La autora

**Gráfico 6. Financiamiento a través de Bonos del Estado 2006 - 2012**

En el año 2010 ha existido un alto financiamiento por medio de bonos, si se exceptúa este período, su tendencia es decreciente, lo que se explica con la disminución de la deuda pública en los últimos años, como se mencionó en el análisis de contexto de la economía ecuatoriana, debido a sus altas variaciones serán tratados más adelante.

Al comparar el total de la deuda interna y el financiamiento de corto y largo plazo tenemos lo siguiente:



Fuente: Boletín Mensual, Bolsa de Valores de Quito, Deuda Pública 2012

Elaboración: La autora

### Gráfico 7. Financiamiento a corto y largo plazo

En un inicio, el financiamiento de largo plazo dado principalmente a través de bonos tenía un volumen superior, sin embargo al año 2008 fue superado por el financiamiento a corto plazo, con una tendencia a la baja en los últimos años en proporción a la deuda interna total.

### 3.2.3. Financiamiento a través de CETES

De acuerdo al cuadro N°13, los instrumentos financieros más negociados durante los años 2007, 2008, y 2009 fueron los bonos del Estado, seguidos de los certificados de inversión, a partir de 2010 se diversifica la negociación de títulos. En 2011 existe una disminución notable de bonos y un incremento del 594% de certificados de tesorería, siendo el año con la más alta comercialización de estos valores. Se explica el incremento de los certificados de tesorería por la resolución, 020-20011, expedida en ese mismo período, con la que se obliga a la banca a comprar papeles del Estado, para de esta manera poder financiar el gasto público.

Los certificados de inversión tienen la mayor participación durante 2011 y 2012, mientras que las titularizaciones tienen una tendencia a la baja y los valores no inscritos dejan de comercializarse en 2012.

### 3.2.4. Tasas de financiamiento de los diferentes instrumentos

Los instrumentos financieros son emitidos con diferentes tasas de financiamiento, para el presente estudio, se trabajará con el promedio de las tasas de cada instrumento en el año 2012, por ser el mejor referente actual de las tasas.

**Cuadro 14. Tasas de financiamiento de los diferentes instrumentos**

Título	Valor efectivo	Tasa (EA) promedio ponderada (%)	Plazo promedio ponderado	Precio promedio ponderado
Bonos del Estado	3.117.512	9,95	1438	84,18
Bonos del Estado C/P	1.153.944	4,29	253	100
Certificad de inversión L/P	21.523.000	4	364	100
Certificados de inversión	20.730.000	3,06	128	100
Certificados de tesorería	16.339.048	2,53	267	98,13
Notas de crédito	1.898.523			99,59
	64.762.027	3,61	312	98,76

Fuente: Boletín Mensual, Bolsa de Valores de Quito, Deuda Pública 2012

Elaboración: La autora

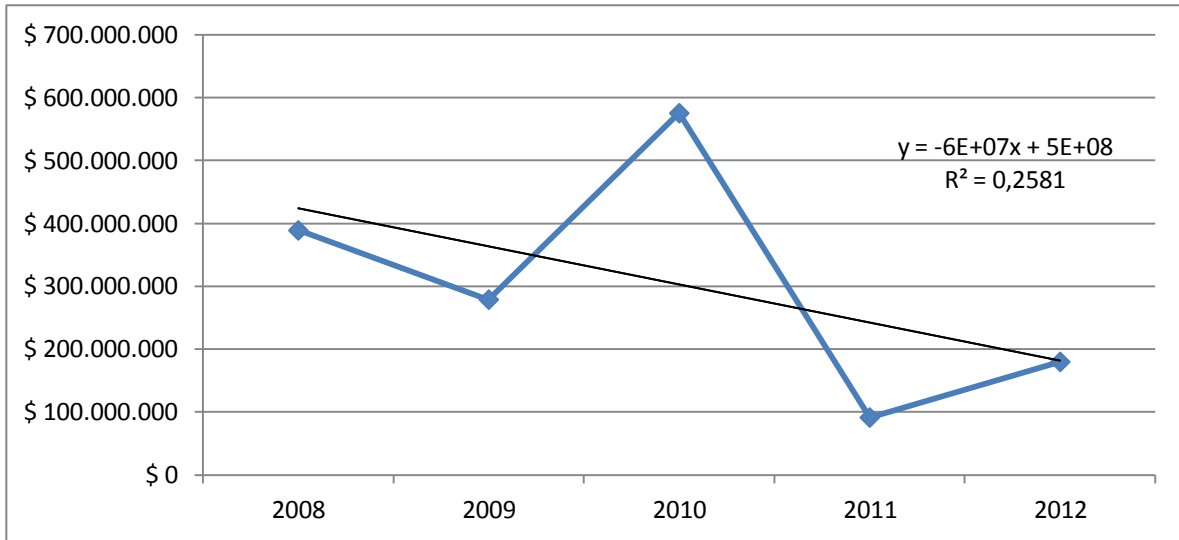
Los bonos generales representan un costo para el Estado de 9,95%, mientras que el de los bonos de corto plazo, C/P es de 4,29%, considerando que tienen una variabilidad por distintos factores, emplear su tasa promedio ponderada para los cálculos es lo más indicado.

Los certificados de inversión le cuestan al Estado ecuatoriano entre el 3% y 4%, lo cual es menor en comparación a los bonos, sin embargo al ser instrumentos a corto plazo, no pueden reemplazar a los bonos, que son a largo plazo y por tanto permiten un financiamiento por un tiempo mayor, pese a esto, no dejan de ser deuda pública.

Los certificados de tesorería tienen un porcentaje aún más bajo, con una tasa (efectiva anual) promedio ponderada de 2,53%, siendo la menos atractiva para los compradores y con un costo muy por debajo para el Estado en relación a las otras herramientas financieras, sin embargo han sido utilizados solamente en un 8,3% del total de la deuda interna y un 12,7% del total de instrumentos de corto plazo, razón principal del presente estudio, para investigar las causas y determinar un mejor modelo de gestión para el financiamiento de la caja fiscal.

### **3.3. Proyecciones del presupuesto sin implementación**

Del cuadro N° 13 financiamiento del presupuesto de la deuda interna presentado previamente, se emplea los datos para ver la tendencia existente y proyectar los resultados como sigue:



Fuente: Boletín Mensual, Bolsa de Valores de Quito, Deuda Pública 2012

Elaboración: La autora

### Gráfico 8. Análisis de tendencia lineal de los Bonos del Estado

La variabilidad de los bonos es considerable, su comportamiento es decreciente, por lo que se buscará un ajuste econométrico a través de una regresión lineal, como posible mejor estimador de proyección.

En el gráfico se ha presentado el resultado de la función de proyección, sin embargo, el coeficiente de determinación  $r^2$  es de 0,26, es decir un valor demasiado bajo, por tanto, la tendencia no se explica a través de la regresión lineal, por lo que se ha considerado otras metodologías, pese a esto, no existen ajustes exponenciales, cíclicos que se acoplen, de tal manera que se ha tomado en cuenta algunos factores para realizar la proyección.

Los principales factores para proyectar la tendencia del financiamiento a través de bonos del Estado son los siguientes:

- Alta variabilidad
- Ligeras tendencias que pueden estar marcadas por la situación de los años anteriores, pues se considera una economía estable y se mantiene el mismo gobierno.
- Los valores de los últimos años tienen mayor cercanía a la tendencia futura.

- La variabilidad existente no es posible calcular, sin embargo es factible de promediar para los años futuros.

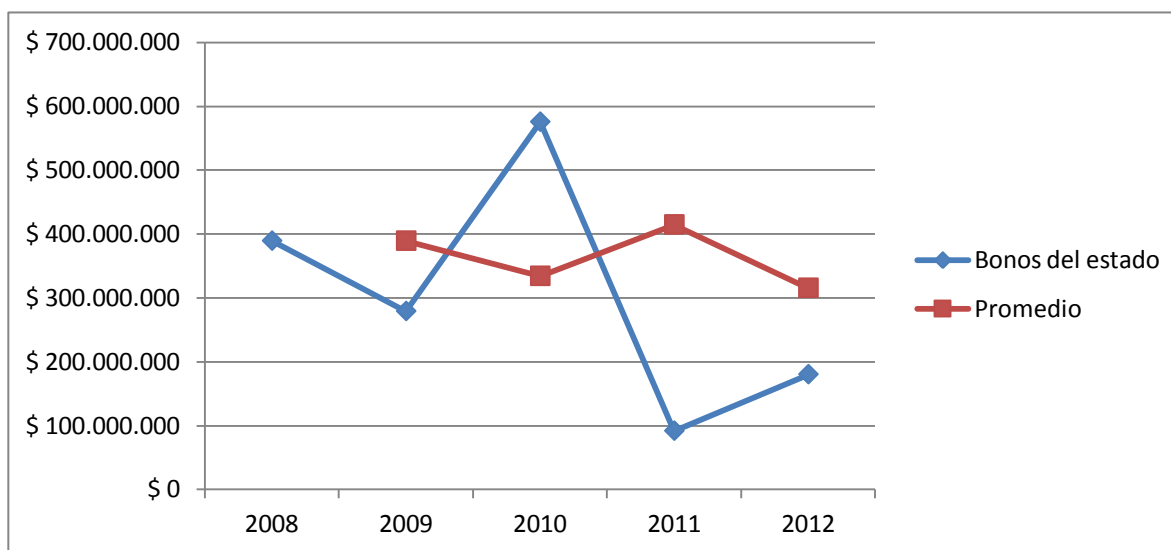
Por todo lo anteriormente mencionado y luego de realizar varias pruebas, el mejor modelo de ajuste es el de las medias móviles, para tres períodos, en base a la información existente.

**Cuadro 15. Análisis de tendencia (medias móviles) de los bonos del Estado**

	2008	2009	2010	2011	2012
Bonos del Estado	389.107.684	278.975.373	575.420.045	91.600.728	180.073.898
Promedio		389.107.684	334.041.529	414.501.034	315.332.049

Fuente: Boletín Mensual, Bolsa de Valores de Quito, Deuda Pública 2012

Elaboración: La autora



Fuente: Boletín Mensual, Bolsa de Valores de Quito, Deuda Pública 2012

Elaboración: La autora

**Gráfico 9. Análisis de tendencia (medias móviles) de los bonos del Estado**

El gráfico muestra que el ajuste a través de las medias móviles presenta cierta diferencia, sin embargo su tendencia marca un valor más cercano en los últimos años a través de su promedio, por tanto es más acertado a la realidad y suaviza las tendencias futuras. Los resultados de la proyección son los siguientes:

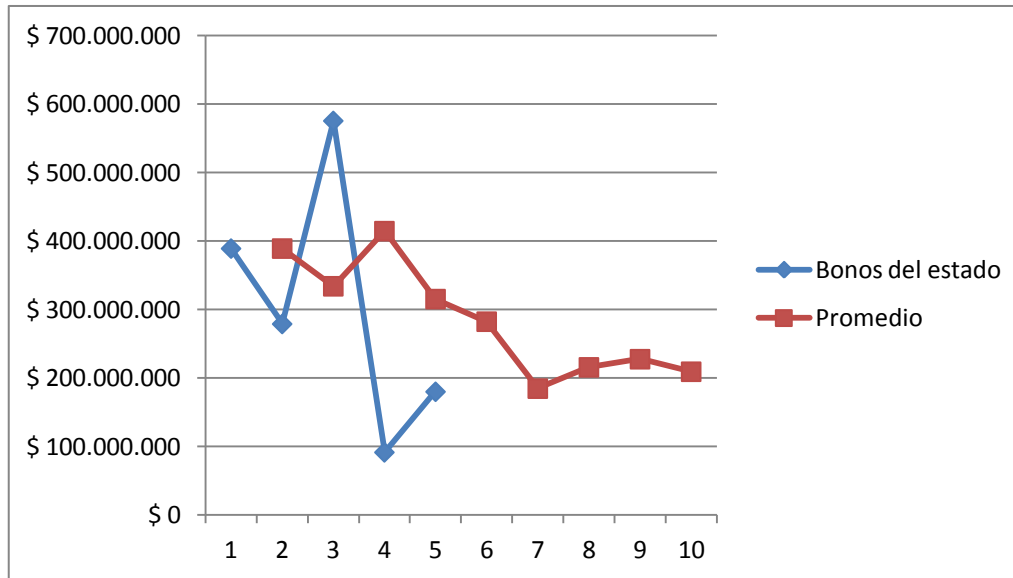


**Cuadro 16. Proyección de los bonos del Estado 2013 - 2017**

	2013	2014	2015	2016	2017
Bonos del Estado					
Promedio	282.364.890	184.679.839	215.706.209	227.583.646	209.323.231

Fuente: Boletín Mensual, Bolsa de Valores de Quito, Deuda Pública 2012

Elaboración: La autora

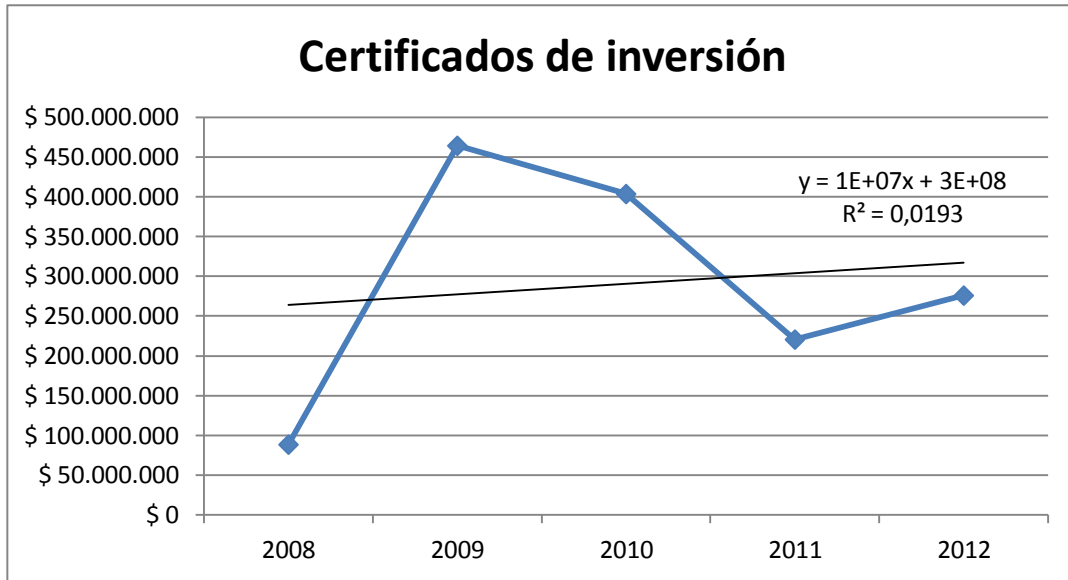


Fuente: Boletín Mensual, Bolsa de Valores de Quito, Deuda Pública 2012

Elaboración: La autora

**Gráfico 10. Proyección de los Bonos del Estado 2013 - 2017**

Los bonos se han caracterizado por un comportamiento variable, con la proyección de medias móviles tienden a un valor centrado y algo estable para los siguientes años, mostrando una posible perspectiva de la realidad en sus valores medios.



Fuente: Boletín Mensual, Bolsa de Valores de Quito, Deuda Pública 2012

Elaboración: La autora

**Gráfico 11. Análisis de tendencia lineal de los Certificados de inversión**

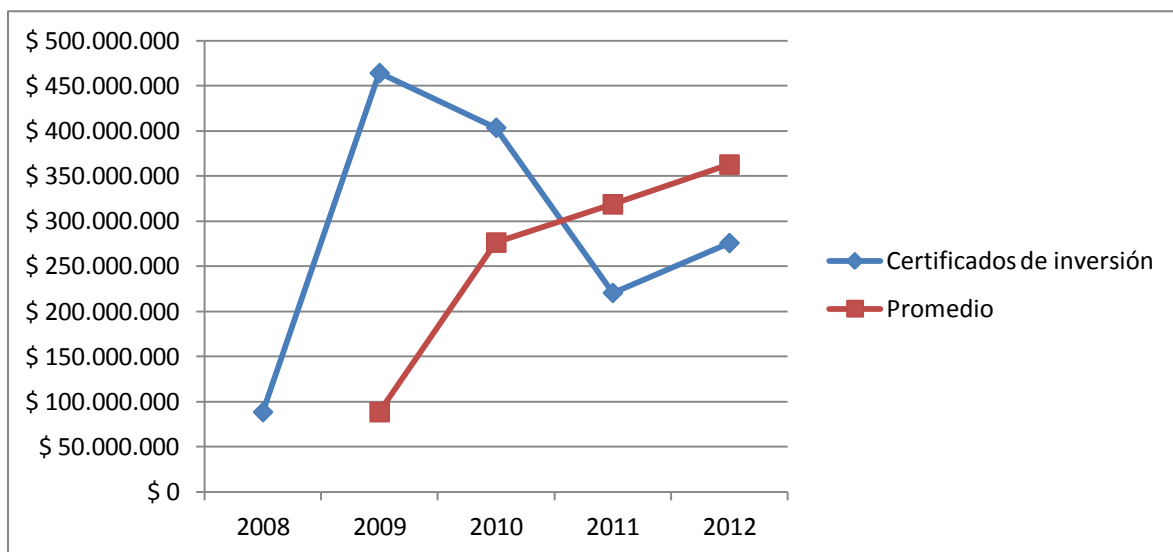
Los certificados de inversión son muy variables, difícilmente pueden ajustarse a través de una regresión lineal, se comprueba en el gráfico con la ecuación de proyección y el  $r^2$ , cuyo valor es aún menor que en el caso de los bonos y por tanto no existe una tendencia, siendo la aplicación de medias móviles el ajuste más exacto como sigue:

**Cuadro 17. Análisis de tendencia (medias móviles) de los Certificados de inversión**

	2008	2009	2010	2011	2012
Certificados de inversión	88.500.000	464.333.393	403.681.885	220.595.408	275.917.878
Promedio		88.500.000	276.416.697	318.838.426	362.870.229

Fuente: Boletín Mensual, Bolsa de Valores de Quito, Deuda Pública 2012

Elaboración: La autora



Fuente: Boletín Mensual, Bolsa de Valores de Quito, Deuda Pública 2012

Elaboración: La autora

### Gráfico 12. Análisis de tendencia (medias móviles) de los Certificados de inversión

Por un mejor ajuste y su proximidad para las proyecciones a futuro tenemos:

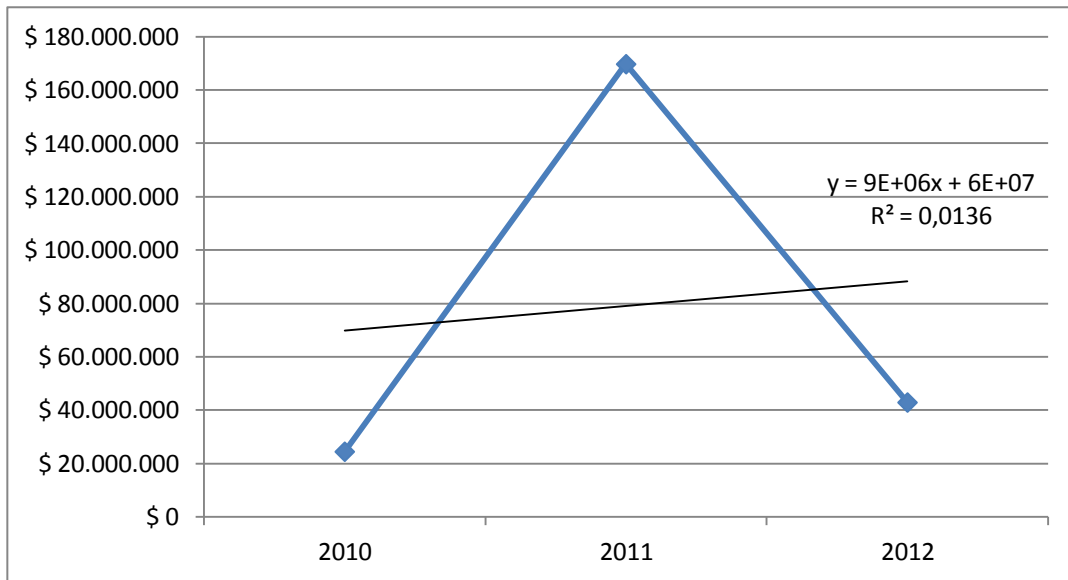
### Cuadro 18. Proyección de los Certificados de Inversión 2013 - 2017

	2013	2014	2015	2016	2017
Certificados de inversión					
Promedio	300.065.057	265.526.114	280.503.016	282.031.396	276.020.176

Fuente: Boletín Mensual, Bolsa de Valores de Quito, Deuda Pública 2012

Elaboración: La autora

De esta manera, con las mismas consideraciones se han proyectado los certificados de tesorería:



Fuente: Boletín Mensual, Bolsa de Valores de Quito, Deuda Pública 2012

Elaboración: La autora

### **Gráfico 13. Análisis de tendencia lineal de los Certificados de tesorería**

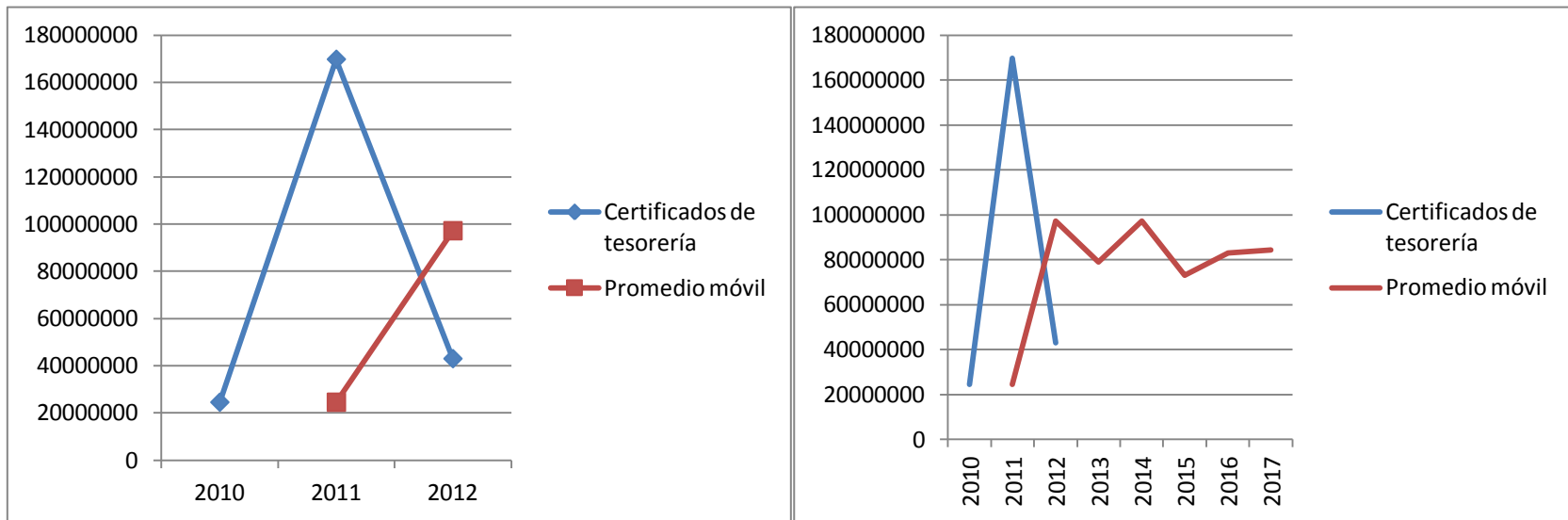
De los CETES existe un histórico de tan solo 3 años, por ende su comportamiento no puede indicar una tendencia, al emplear la regresión lineal y el coeficiente de determinación, por esta razón las medias móviles son también de ayuda para hacer las proyecciones.

**Cuadro 19. Proyección de los Certificados de Tesorería 2013 - 2017**

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Certificados de tesorería	24.474.332	169.746.884	42.926.871					
Promedio		24.474.332	97.110.608	79.049.362	97.241.039	73.072.424	83.120.942	84.478.135

Fuente: Boletín Mensual, Bolsa de Valores de Quito, Deuda Pública 2012

Elaboración: La autora



Fuente: Boletín Mensual, Bolsa de Valores de Quito, Deuda Pública 2012

Elaboración: La autora

**Gráfico 14. Proyección de los Certificados de Tesorería 2013 – 2017**

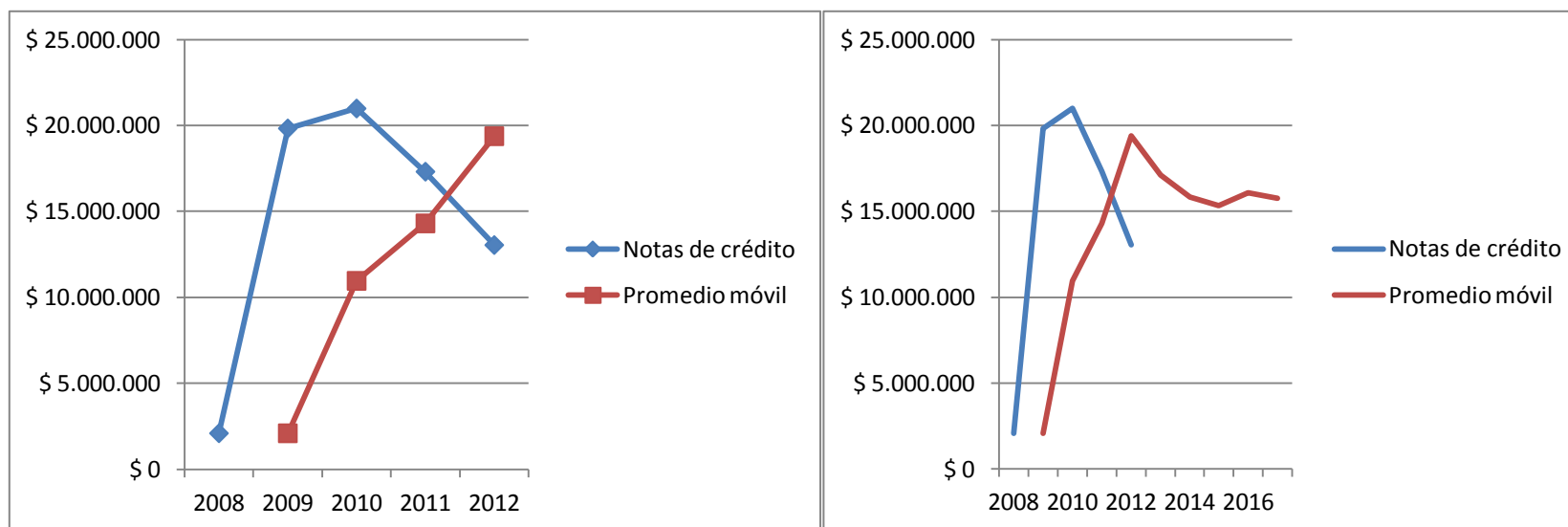
Los certificados de tesorería, con un reducido número de datos históricos para evaluar y una variabilidad mayor, con el empleo de medias móviles tienden a un valor centrado medio, siendo así un mejor pronóstico.

**Cuadro 20. Proyección de las Notas de Crédito 2013 - 2017**

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Notas de crédito	2.088.525	19.830.272	20.989.081	17.313.435	13.042.307			
Promedio		2.088.525	10.959.399	14.302.626	19.377.596	17.114.941	15.823.561	15.326.936

Fuente: Boletín Mensual, Bolsa de Valores de Quito, Deuda Pública 2012

Elaboración: La autora



Fuente: Boletín Mensual, Bolsa de Valores de Quito, Deuda Pública 2012

Elaboración: La autora

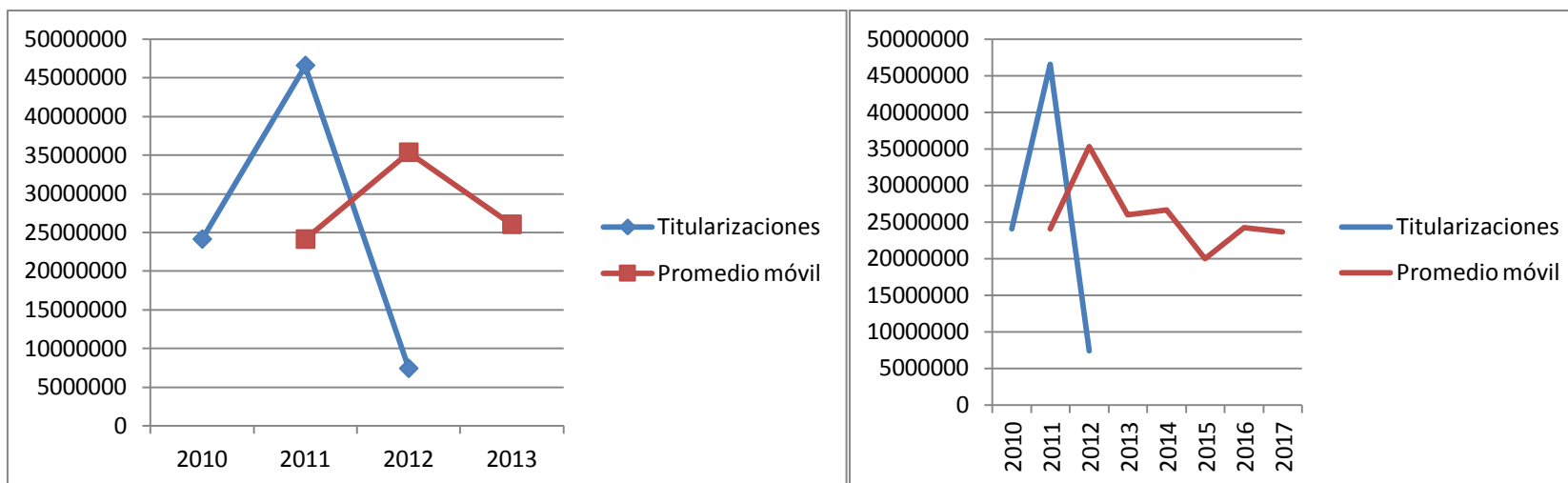
**Gráfico 15. Proyección de las Notas de Crédito 2013 – 2017**

**Cuadro 21. Proyección de las Titularizaciones 2013 - 2017**

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Titularizaciones	24.100.000	46.549.971	7.392.917					
Promedio		24.100.000	35.324.986	26.014.296	26.652.395	20.019.869	24.228.853	23.633.706

Fuente: Boletín Mensual, Bolsa de Valores de Quito, Deuda Pública 2012

Elaboración: La autora



Fuente: Boletín Mensual, Bolsa de Valores de Quito, Deuda Pública 2012

Elaboración: La autora

**Gráfico 16. Proyección de las Titularizaciones 2013 - 2017**

Estas proyecciones centradas estiman la potencial situación de los montos de financiamiento para los próximos 5 años.

Se calcula el total de deuda interna, aplicando las medias móviles, es decir se parte de las cifras de los tres últimos años para las proyecciones, como sigue a continuación:

**Cuadro 22. Proyección del total de la deuda**

	2013	2014	2015	2016	2017
Promedio del financiamiento por deuda interna	716.270.225	595.710.803	610.444.967	640.808.665	615.654.812

Fuente: Boletín Mensual, Bolsa de Valores de Quito, Deuda Pública 2012

Elaboración: La autora

Con los montos obtenidos al proyectar cada uno de los instrumentos financieros que conforma la deuda interna, tenemos lo siguiente:

**Cuadro 23. Proyección del financiamiento de la deuda interna 2013 – 2017 (Sin implementación)**

	2013	2014	2015	2016	2017
Bonos del Estado	282.364.890	184.679.839	215.706.209	227.583.646	209.323.231
Certificados de inversión	300.065.057	265.526.114	280.503.016	282.031.396	276.020.176
Certificados de tesorería	79.049.362	97.241.039	73.072.424	83.120.942	84.478.135
Cupones de capital					
Notas de crédito	17.114.941	15.823.561	15.326.936	16.088.479	15.746.326
Reporto					
Titularizaciones	26.014.296	26.652.395	20.019.869	24.228.853	23.633.706
Valores no inscritos REVNI	17.411.202	11.475.229	14.443.216	14.443.216	13.453.887
Otros					
<b>Total</b>	<b>722.019.749</b>	<b>601.398.177</b>	<b>619.071.671</b>	<b>647.496.532</b>	<b>622.655.460</b>

Fuente: Boletín Mensual, Bolsa de Valores de Quito, Deuda Pública 2012

Elaboración: La autora



La proyección de financiamiento interno es de 716 millones para el 2013 (cantidad resultante de aplicar medias móviles al total de la deuda), que comparado con los 722 millones que fueron proyectados con cada uno de los componentes de deuda analizados en forma individual en el mismo año, son valores muy cercanos, confirmándose así los cálculos realizados.

En el 2014, disminuye el financiamiento, se dan ciertas variaciones en los siguientes años, sin embargo su comportamiento tiende a estabilizarse.

Con estas proyecciones es posible establecer el costo del financiamiento interno para el estado, a través de las diferentes tasas de los instrumentos financieros.

### 3.4. Costos del financiamiento futuro de acuerdo a las tendencias actuales

**Cuadro 24. Costos del financiamiento futuro de acuerdo a las tendencias actuales**

TÍTULO	Tasa	Costo 2013	2014	2015	2016	2017
Bonos del Estado	8,4	23.777.771	15.551.774	18.164.485	19.164.677	17.626.979
Certificados de inversión	3,06	9.181.991	8.125.099	8.583.392	8.630.161	8.446.217
Certificados de tesorería	2,53	1.999.949	2.460.198	1.848.732	2.102.960	2.137.297
<b>Total</b>		<b>34.959.711</b>	<b>26.137.071</b>	<b>28.596.610</b>	<b>29.897.797</b>	<b>28.210.493</b>

Elaboración: La autora

Al emplear las actuales herramientas para el financiamiento, en el 2013 se cargará un costo para el estado de alrededor de 34 millones, con una tendencia a la baja en los siguientes períodos, sin embargo a lo largo de 5 años, es un costo significativo que asciende a de \$147 millones de dólares.

### **3.5. Análisis**

La deuda pública del país tiende a disminuir, principalmente en relación al PIB, aspecto que es favorable para el Ecuador, mediante este estudio se ha conocido sobre cómo se están empleando las herramientas financieras para cubrir la deuda interna, la cual también ha decrecido.

Sin embargo, en los últimos años se han incrementado los porcentajes financiados a corto plazo en CETES y en certificados de inversión, siendo manejados de manera inestable, sin tendencias definidas, ni políticas de uso, ya que se carece de un modelo específico para su aplicación, lo que repercute directamente, en los altos costos generados para el Estado.

Dichos costos pueden ser optimizados, es por ello la importancia, de determinar parámetros claros para el uso de estas herramientas financieras, principalmente de los CETES, ya que tienen una mejor tasa, por tanto le costará menos al país.

### **3.6. Modelo de gestión financiera para el financiamiento de la caja fiscal**

#### **3.6.1 Principios para la implantación del modelo de gestión financiera**

Para implantar las estrategias de endeudamiento interno que permitan mejorar la gestión financiera pública, así como cubrir las necesidades de corto plazo es necesario fijar lineamientos y políticas para el modelo de gestión financiera.

#### **3.6.2. Objetivo General**

Obtener capital interno mediante financiamiento de corto plazo, para cubrir las necesidades de recursos al menor costo posible, considerando el marco legal vigente, con un riesgo prudente y consistencia entre las distintas herramientas financieras.

#### **3.6.3. Lineamientos principales**

1. Establecer las bases para sustentar los criterios de financiamiento optimizando el uso de los recursos y herramientas financieras.

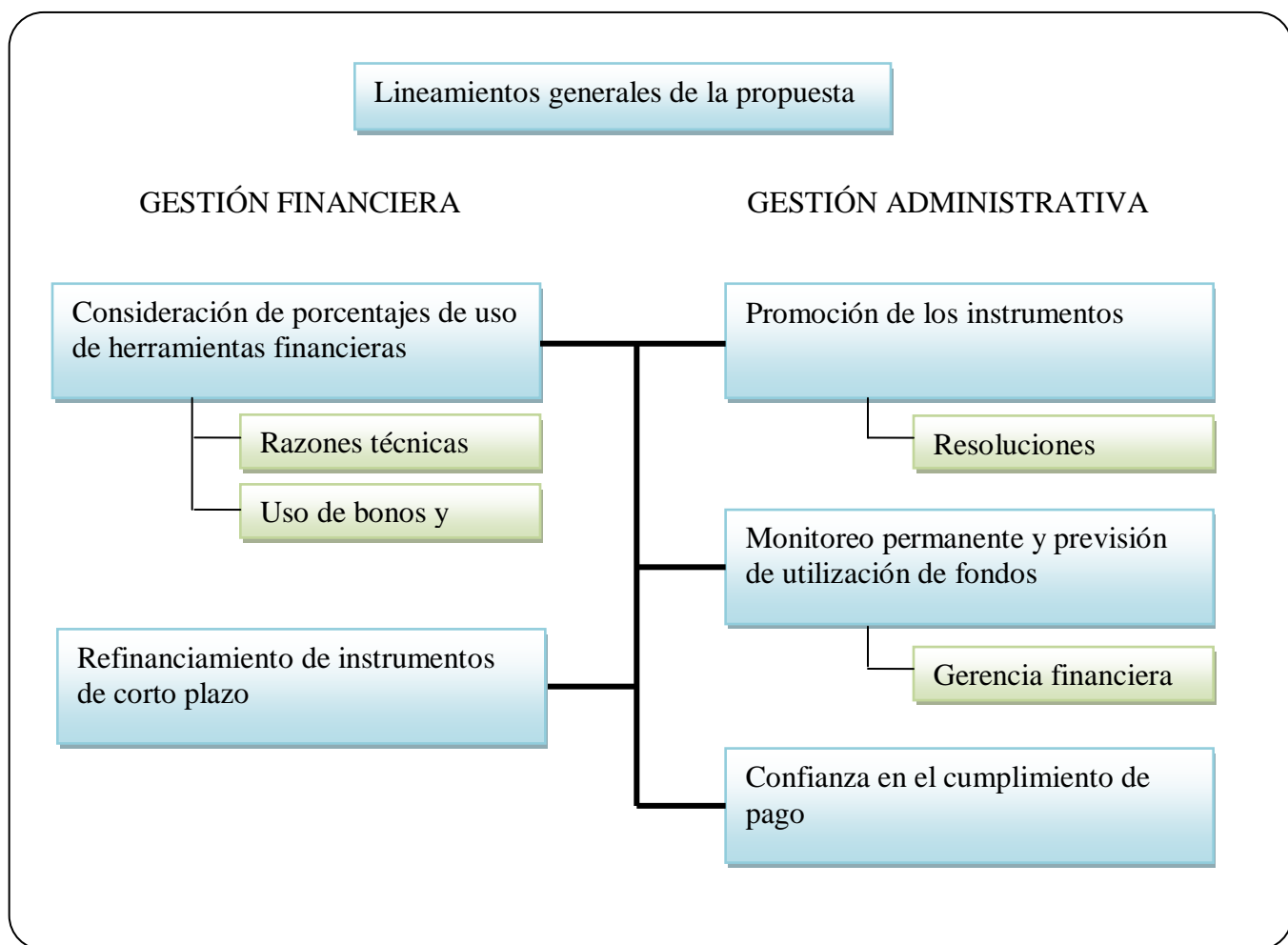
2. Identificar las diferentes fuentes de financiamiento que permitan la mejor mezcla de costo y requerimientos considerando los siguientes instrumentos:

- a) Bonos del Estado
- b) Certificados de inversión
- c) Certificados de tesorería
- d) Notas de crédito
- e) Titularizaciones

3. Administrar los recursos obtenidos conforme al Presupuesto del Estado y bajo una gerencia financiera, asumiendo niveles de riesgo razonables.

4. Buscar las mejores herramientas que fomenten el desarrollo del mercado, a su vez promuevan un clima de confianza en los inversionistas y permitan acceder a los recursos necesarios para el Estado.

### 3.6.4 Estructura del modelo de gestión



Elaboración: La autora

**Gráfico 17. Estructura del modelo de gestión propuesto**

### 3.6.5 Políticas de la gestión y emisión de CETES

1. El financiamiento interno a través de bonos del Estado a largo plazo no podrá superar un 65% de la deuda interna

\* El uso y su propósito estarán determinados por la legislación buscando la optimización de los recursos y bajo un esquema de sustentabilidad de los proyectos financiados

\*Deberá registrarse y presupuestar los desembolsos para los futuros pagos de forma técnica y en base a los límites de endeudamiento establecidos por la ley.

CRITERIO: Esta consideración está basada en el análisis, donde los bonos cubren más de un 68% de la deuda interna del Estado, lo cual es entendible por ser instrumentos de largo plazo, sin embargo pueden reemplazar o refinanciar en cierta proporción por instrumentos de corto plazo, a un menor costo, limitándose hasta un máximo de 65%, en caso de ser menos existiría un mayor beneficio, lo que dependerá de una eficiente administración financiera.

2. El financiamiento a través de certificados de inversión no deberá superar un 16% de la deuda interna, cuyo restante será financiado por:

\* CETES

\* Notas de crédito

\* Titularizaciones

CRITERIO: Los certificados de inversión tienen un menor costo, sin embargo por debajo tenemos a los CETES, notas de crédito y titularizaciones.

Para el mercado son bastante atractivos estos certificados, siendo de salida rápida, sin embargo deben limitarse y por ello se ha considerado que no superarán el 16%, pues de esta manera se abre la posibilidad del uso de CETES, los mismos que son de interés para las instituciones financieras, a quienes hay que fomentar la compra incluso expidiendo resoluciones para incrementar su demanda, como se lo ha hecho anteriormente (año 2011).

3. A los CETES negociados en la Bolsa de Valores se los promocionará entre las diferentes entidades segmentadas por su interés de adquisición y diversificación de portafolio, principalmente a los bancos, que son a quienes les resulta de mayor conveniencia.

CRITERIO: Para las entidades financieras, los CETES son beneficiosos, por lo que se debe impulsar su compra, por otro lado, cabe destacar otras características como el riesgo cero, que resulta atractivo, para todos los inversionistas, incrementándose así la demanda de CETES y adquiriendo liquidez en un menor tiempo.

4. Buscar el refinanciamiento de los instrumentos de liquidez de corto plazo para mantener un financiamiento a plazo mayor, manteniendo las prácticas de transparencia y seriedad con los inversionistas.

CRITERIO: Todas las herramientas de corto plazo tienen la opción de convertirse en instrumentos de mayor tiempo siempre que sean refinanciados, lo cual debe manejarse con transparencia y previo conocimiento de los inversionistas. La parte reinvertida, puede llegar a ser en un instrumento de soporte de un mayor tiempo de financiamiento.

5. Monitorear permanentemente el riesgo para las finanzas del Estado el impago de pasivos garantizando el cumplimiento de la legislación para evitar iliquidez.

CRITERIO: La gerencia financiera en relación al manejo de la caja fiscal, la emisión de bonos y certificados debe ser respaldada con estudios de factibilidad, para identificar las mejores alternativas de inversión y financiamiento, con los criterios del modelo expuesto y un manejo técnico permanente será posible tener menores variabilidades y optimizar los recursos del estado.

6. Fomentar la confianza del mercado en la gestión de deuda, vigilando las prácticas presupuestales en base a la ley y el presente modelo.

CRITERIO: Para que exista un mayor número de compradores de estos instrumentos, es necesario que se de seguridad, a quienes adquieren los títulos, amparándose en un marco

jurídico y legal, de tal manera que la disminución del riesgo permita que las tasas se reduzcan también.

### 3.7 Resultados y potenciales beneficios de las políticas aplicadas

Con la proyección del financiamiento interno, de acuerdo a las políticas y decisiones planteadas en la presente propuesta, se analizará el porcentaje que cada instrumento financiero tiene en relación al total financiado.

**Cuadro 25. Resultados y potenciales beneficios de las políticas aplicadas**

TÍTULO	Costo	%
Bonos del Estado	23.777.771	68,01%
Certificados de inversión	9.181.991	26,26%
Certificados de tesorería	1.999.949	5,72%
<b>Total</b>	<b>34.959.711</b>	<b>100,00%</b>

Elaboración: La autora

Los bonos del Estado son un 68% del total financiado de manera interna, mientras que los certificados de inversión alcanzan un 26% y los certificados de tesorería solamente cerca de un 6% de la liquidez, lo que muestra la forma poco técnica del uso de instrumentos financieros para cubrir el déficit en el presupuesto, pese a que es distinto el financiamiento con bonos, pues al ser de largo plazo, ayudan al Estado recuperar o utilizar fondos con mayor tiempo de pago.

De esta forma, a pesar de existir diferentes cambios a considerar para una mejor utilización de los instrumentos financieros, se analiza dos casos específicos para dar una solución, que sea de beneficio para el Estado.

**Cuadro 26. Disminución del porcentaje de bonos y certificados de inversión en función de los CETES**

<b>TÍTULO</b>	<b>%</b>	<b>Tasa</b>	<b>Costo 2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
Bonos del estado	63,00%	8,4	14.979.996	9.797.617,5	11.443.626	12.073.746,3	11.104.997
Certificados de inversión	17,00%	3,1	1.560.938	1.381.266,8	1.459.176,7	1.467.127,3	1.435.857
Certificados de tesorería	20,00%	2,5	399.990	492.039,7	369.746,5	420.592,0	427.459
<b>Total</b>	<b>100,00%</b>		<b>16.940.924</b>	<b>11.670.924</b>	<b>13.272.549</b>	<b>13.961.466</b>	<b>12.968.313</b>

Costo del estado	68.814.175
Diferencia con costo previsto	78.987.506

Elaboración: La autora

El costo para el Estado a 5 años considerando una disminución de un 5% en bonos, así como con una reducción del 26% al 17% en relación a los certificados de inversión y el restante financiándose mediante certificados de tesorería, alcanzando un 20% sería de 68 millones, es decir 79 millones menos que con el financiamiento actual, una cifra muy importante a través de la cual el gobierno podría estar invirtiendo en nuevos proyectos.

Ahora, es discutible este planteamiento, ya que los bonos son fuentes de financiamiento a largo plazo y por tanto no serían reemplazados por instrumentos a corto plazo, lo cual sí es dable con un análisis adecuado de los instrumentos y volviéndolos a financiar al final del período, de cualquier manera hay otras alternativas.



**Cuadro 27. Disminución del porcentaje de certificados de inversión reemplazado por los CETES**

TÍTULO	%	Tasa	Costo 2013	2014	2015	2016	2017
Bonos del Estado	68,01%	8,4	16.172.399	10.577.505	12.354.535	13.034.813	11.988.951
Certificados de inversión	11,26%	3,1	1.034.305	915.251	966.876	972.144	951.424
Certificados de tesorería	20,72%	2,5	414.404	509.771	383.071	435.749	442.863
<b>Total</b>	<b>100%</b>		<b>17621108</b>	<b>12002527</b>	<b>13704481</b>	<b>14442706</b>	<b>13383238</b>

Costo del Estado	71.154.060
Diferencia con costo previsto	76.647.622

Elaboración: La autora

En el caso de reemplazar solamente los certificados de inversión mediante certificados de tesorería, se logra un importante ahorro correspondiente a 76 millones de dólares, lo que es un valor relativamente alto en 5 años.

De esta manera, se evidencia que el uso de CETES, pese a sus variables y limitaciones, permiten cubrir de mejor manera la liquidez en el Estado y si bien existen otros mecanismos que por varias razones son aplicados, los CETES tienen un costo menor y por tanto es adecuado incrementar su porcentaje de participación en el financiamiento, lo cual beneficia al país y da la operatividad de los recursos del Estado de forma legal y sin complicaciones futuras.

En caso de no aplicar el modelo de gestión financiera, las alternativas de financiamiento vendrían encaminadas en mantener lo que actualmente se maneja, es decir obtener ingresos adicionales sea por incremento de tributos y aranceles, venta anticipada de petróleo, préstamos con organismos internacionales o con otros países, siendo estos últimos usualmente de costo elevado para el país. De acuerdo con el estudio realizado, se ha comprobado que al usar los porcentajes sugeridos en la emisión de los instrumentos

financieros los costos para el Estado disminuyen considerablemente, por lo que su ejecución sería ventajosa y factible.

Al existir una variación de las tasas de interés, es evidente que los costos de financiamiento se verán afectados directamente, es decir el porcentaje de interés de los CETES, así como de los demás instrumentos financieros, incrementándose la tasa o disminuyendo en el caso específico, sin embargo si se analiza el modelo financiero, no está relacionado a un costo de los CETES sino en su porcentaje de uso, por lo que la propuesta no se modificaría al variar las tasas de interés, pues todo costo en el mercado está en función de los cambios de las tasas de interés. Con el incremento de las tasas de interés, habrá de manera general, encarecimiento en el financiamiento.

## **CAPÍTULO IV**

### **CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES**

#### **4.1 Conclusiones**

El estudio parte del funcionamiento del Mercado de Valores, como intermediario de las herramientas de financiación. Por un lado, las entidades requieren financiar sus operaciones o inversiones y por otro, quienes buscan instrumentos como fuente de rentabilidad para obtener mayores beneficios sobre su capital sin movimiento.

De acuerdo a las cifras del Presupuesto del Estado, nuestro país en los últimos años, ha disminuido la deuda en relación al PIB, alcanzando cierta estabilidad, esto ha generado que tanta deuda interna, como externa hayan tenido una reducción.

La deuda interna está financiada principalmente por bonos del Estado, así como también por certificados de depósito, certificados de inversión y certificados de tesorería, CETES. Cada una de estas herramientas tiene sus respectivos costos y por tanto un impacto en el presupuesto futuro del Estado y su liquidez.

En los últimos años se han incrementado los porcentajes financiados a corto plazo en CETES y en certificados de inversión, siendo manejados de manera inestable, sin tendencias definidas, ni políticas de uso, ya que se carece de un modelo específico para su aplicación, lo que repercute directamente, en los altos costos generados para el Estado.

Los certificados de tesorería tienen un costo más bajo en comparación con otras herramientas de financiamiento y son instrumentos de corto plazo, sin embargo, resultan una importante alternativa para cubrir períodos de iliquidez en la caja fiscal, es por ello la relevancia que ha tenido su análisis y la consideración de emplearlos como principal medio de financiamiento en función del costo que representan a la caja fiscal ecuatoriana. Demostrándose también a través del estudio del marco legal de los CETES que es factible su utilización y que no existe restricciones en cuanto al empleo propuesto.

Para implantar las estrategias de endeudamiento interno que permitan mejorar la gestión financiera pública, así como cubrir las necesidades de corto plazo es necesario fijar lineamientos y políticas para el modelo de gestión financiera.

La gerencia financiera en relación al manejo de la caja fiscal, la emisión de bonos y certificados debe ser respaldada con estudios de factibilidad, para identificar las mejores alternativas de inversión y financiamiento, con los criterios del modelo expuesto y un manejo técnico permanente será posible tener menores variabilidades y optimizar los recursos del Estado.

La presente investigación ha mostrado la alta variabilidad de cada uno de los instrumentos que componen el financiamiento de deuda interna, lo cual deja al descubierto la falta de políticas y normativas encaminadas a buscar las mejores condiciones para cubrir la liquidez de la caja fiscal.

Al evidenciar la carencia de un modelo de gestión como criterios para aplicación, se desarrolla una propuesta fijando porcentajes de emisión, de acuerdo a diversos puntos de vista, principalmente financieros y de resultados, demostrándose cómo a través de la mayor cantidad de CETES utilizados, el costo para el Estado disminuye, existiendo así una optimización de recursos, lo que favorece a la economía del Ecuador y por tanto a todos sus habitantes.

## **4.2 Recomendaciones**

Partir de criterios técnicos y estudios previos para determinar la forma más adecuada de cubrir el déficit presupuestario. Por tanto, el presente estudio puede ser una guía en el empleo de los instrumentos financieros para solventar la iliquidez de la caja fiscal, pues se ha podido demostrar su factibilidad y conveniencia para el país, por lo que su aplicación es posible, considerando todas las alternativas planteadas.

Por otro lado, así como se ha realizado esta investigación orientado al mejoramiento del uso de CETES sería oportuno y necesario que se hagan otros estudios en cuanto al uso de los fondos del Estado, ya que existiendo tanto capital, pequeñas variaciones hacen grandes diferencias y por ello la importancia de manejar con criterios técnicos el presupuesto y en general los recursos públicos.

El fundamento legal respalda el uso de los CETES, en base a su estudio se ha planteado el modelo de gestión financiera, para que pueda ser puesto en práctica debería levantarse una normativa, por lo que se recomienda iniciar con un Acuerdo Ministerial, en el cual se consideren los lineamientos, políticas y porcentajes de emisión. Especificando que la herramienta de aplicación de los instrumentos financieros corresponde al Código Orgánico de Planificación y Finanzas Públicas, donde se indican las atribuciones y responsabilidades de la Dirección Nacional de Negociación y Financiamiento Público que es la encargada de administrar, controlar la emisión de Certificados de Tesorería, si bien este tipo de regulación no suele especificarse en una ley, los mecanismos adecuados corresponden a los mencionados.

En caso de no aplicar el modelo de gestión financiera, las alternativas de financiamiento vendrían encaminadas en mantener lo que actualmente se maneja, es decir obtener ingresos adicionales sea por incremento de tributos y aranceles, venta anticipada de petróleo, préstamos con organismos internacionales o con otras naciones, siendo estos últimos usualmente de costo elevado para el país.

De acuerdo con el estudio presentado, se ha comprobado que al usar los porcentajes sugeridos en la emisión de los instrumentos financieros los costos para el Estado disminuyen considerablemente, por lo que su ejecución sería ventajosa y factible. Al existir una variación de las tasas de interés, es evidente que los costos de financiamiento se verán afectados directamente, es decir el porcentaje de interés de los CETES, así como de los demás instrumentos financieros, incrementándose la tasa o disminuyendo en el caso específico, sin embargo si se analiza el modelo financiero, no está relacionado a un costo de los CETES sino en su porcentaje de uso, por lo que la propuesta no se modificaría al variar las tasas de interés, pues todo costo en el mercado está en función de la cambios de las tasas de interés.

## BIBLIOGRAFÍA

- Andrade, R. (2003). Legislación económica del Ecuador. Quito: Abya Ayala.
- Bernstein, A. (2007). Análisis de estados financieros. Teoría, aplicación e interpretación. Madrid: Civitas.
- Borja, F. (2002). Sistema Financiero Mexicano. Mexico DF: PAC.
- Carten, M.(1999). Las nuevas Finanzas en México. Guadalajara. Premiere.
- Cuervo, A. (2004). Análisis y planificación de la empresa . Madrid:
- Cuerdo, M. (2009). Introducción a la Microeconomía (pág. 355). Madrid: Esic.
- Delgado, J. . (2008). El Análisis Técnico Bursátil: Los Mercados Financieros. Madrid: Diaz de Santos
- Derecho Ecuador. (2011). Tomado de:  
[http://www.derechoecuador.com/index.php?option=com\\_content&task=view&id=6065&Itemid=608](http://www.derechoecuador.com/index.php?option=com_content&task=view&id=6065&Itemid=608)
- Díaz, A. (2005). Finanzas Básicas (pág. 342). Guadalajara: Universitaria.
- Esteo, F. (2006). El análisis económico-financiero de la empresa. Barcelona: Española.
- Falconi, F. (2004). Economía Ecuatoriana. Quito: Flacso.
- Gallardo, J. (2008). Evaluación Económica y Financiera: Proyectos y portafolios de inversion. Mexico DF: Fomento.
- Koonta, H. (1996). Elementos de la Administración. México: Pearso Price.
- Larraga, P. (2008). Mercado de Productos derivados: futuros, forwards, opciones y productos. Barcelona: Bresca.
- Lizanda, J. (2009). El nuevo PGC en Pymes y Microempresas. Barceloa: Bresca.
- Martínez, R. (1996). Teoría Monetaria y Política Financiera. México D.F: Ciudad Universitaria.
- Mateo, R. (2004). Creacion de Empresas, Teoría y Práctica. Madril: Mc Graw Hill.
- Mendez, T. (2011). Nueva alternativa de inversión: CETES directos. Join Agencia Ciudadana de Noticias .
- Ortega, A. (1997). El Mercado de valores (pág. 366). Santiago.
- Quilez, R. (2008). Crash, los protagonistas. El mundo , QUILEZ , Raquel.2008. Crash, los protagonistas.

<http://www.elmundo.es/especiales/2008/10/economia/crisis2008/quienesquien/index.html>, 04-06-2012.

Quito, B. d. (s.f.). Obtenido de [http://www.bolsadequito.info/uploads/casas-de-valores/casas-de-valores/lista-de-c-v/120920153629-cbf9a12288044f678d1d1807630fb64a\\_listaCVV.pdf](http://www.bolsadequito.info/uploads/casas-de-valores/casas-de-valores/lista-de-c-v/120920153629-cbf9a12288044f678d1d1807630fb64a_listaCVV.pdf)

Rodríguez, E. (2008). Metodología de la Investigación. Juárez: Tabasco.

Rueda A (2007)., Para entender la Bolsa : Financiamiento e inversión en el mercado de valores (pág. 480). México DF: Thomsom.

Trejos, A. (2010). La crisis internacional, orígenes y sus efectos. Nicaragua.

Vargas, G. (2010). Introducción a la teoría económica un enfoque Latinoamericano. México DF: Pearson Prentice Hall.

Vidaurri, H. (2010). Matemática Financiera. México: CENANGE learning.

## ANEXOS

### Anexo 1

#### DETALLES SOBRE EL PRESUPUESTO GENERAL DEL ESTADO

El Presupuesto General del Estado es la estimación de los recursos financieros que tiene el Ecuador; es decir, aquí están los **Ingresos** (venta de petróleo, recaudación de impuestos, etc.) pero también están los **Gastos** (de servicio, producción y funcionamiento estatal para educación, salud, vivienda, agricultura, seguridad, transporte, electricidad, etc de acuerdo a las necesidades identificadas en los sectores y a la planificación de programas de desarrollo)

El Presupuesto del Gobierno Central (PGC) es la parte del Presupuesto General del Estado (PGE) directamente administrada por el Gobierno y sus instituciones, a través del Ministerio de Finanzas.

Para entenderlo mejor; en su hogar usted tiene que estimar los ingresos que tendrá como consecuencia de su sueldo, otro ingreso puede ser por la venta de un bien (terreno, auto, muebles, etc.); pero también usted tiene que estimar sus gastos tales como: pagar la pensión por educación de sus hijos, pago de agua, luz, teléfono, arreglo del vehículo, etc.

Para un correcto uso de los ingresos que financiarán los gastos a través del Presupuesto General del Estado (PGE), el Gobierno establece prioridades para atender problemas estructurales como la pobreza y las desigualdades sociales.

Las instituciones públicas harán una planificación priorizando sus necesidades para poder prestar sus bienes y servicios a la población. Por ejemplo el Ministerio de Salud detalla las prioridades: Rehabilitación en infraestructura hospitalaria, compra de medicamentos, intervención en campañas de prevención de enfermedades en el sector rural, etc ; es decir indicarán cuánto dinero necesitan para cumplir con esos objetivos ministeriales.

El estado tiene un presupuesto que será distribuido a las instituciones públicas de acuerdo a las prioridades establecidas a los ingresos y gastos con los que cuenta el país.



1.- El Gobierno Central tiene su propio presupuesto. Antes debemos entender que al decir Gobierno Central hablamos de la Presidencia de la República, Vicepresidencia de la República, Ministerios y Secretarías de Estado y sus entidades adscritas, también están los presupuestos de las Funciones Legislativa (Asamblea Nacional), la Función Judicial (Corte Nacional de Justicia), además del Consejo Nacional Electoral y la Corte Constitucional.

2.- Organismos de control y regulación como la Contraloría, Superintendencia de Bancos y Compañías, Defensoría del Pueblo, etc. De la misma manera, instituciones autónomas y descentralizadas con personería jurídica, como Correos del Ecuador, Ferrocarriles, que son instituciones creadas por ley para prestar un servicio público, también tienen su presupuesto.

3.- Hay presupuesto de las instituciones de seguridad social creadas por ley, como el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social.

4.- Existe Presupuesto de los Ingresos Preasignados por ley (Código Orgánico de Organización Territorial – COOTAD), es decir, que anticipadamente según las necesidades de los municipios, prefecturas, juntas parroquiales se destina un porcentaje de los recursos del Presupuesto General del Estado para estos gobiernos locales.

5.- Existen presupuestos de los Fondos creados por ley, determinada mediante aprobación de la Asamblea Nacional para financiar programas y / o proyectos prioritarios.

### **¿QUIÉNES PLANIFICAN?**

Antes de identificar quiénes planifican, debemos entender qué es planificación. Planificar no es otra cosa que la elaboración de una hoja de ruta donde se detallan objetivos y metas a mediano, corto y largo plazo, que buscan el desarrollo para el buen vivir y la reducción de desigualdades. Los planes deben incorporar la respectiva asignación de recursos.

Igual cosa ocurre en los hogares, por ejemplo si usted piensa ir de vacaciones con sus hijos e hijas usted hará su hoja de ruta, en ella detallará a dónde irá, por cuántos días, en qué hotel dormirá, qué lugares visitará, cuánto dinero dispone para gastos sin que estos alteren los gastos

mensuales del hogar; a esto se le llama planificación. Así como en el hogar la responsabilidad de planificar recae en el padre o la madre. En el estado también hay un responsable de la planificación, que es la SENPLADES, (Secretaría Nacional de Planificación y Desarrollo). Veamos que dice el Art. 280 de la Constitución:

*El Plan Nacional de Desarrollo es el instrumento al que se sujetarán las políticas, programas y proyectos públicos; la programación y ejecución del presupuesto del Estado; y la inversión y la asignación de los recursos públicos; y coordinar las competencias exclusivas entre el Estado Central y los Gobiernos Autónomos Descentralizados. Su observancia será de carácter obligatorio para el sector público e indicativo para los demás sectores.*

Ahora bien, TODAS las instituciones Gubernamentales bajo las directrices establecidas por la SENPLADES planificarán de acuerdo a sus necesidades de tal forma que les permita alcanzar los objetivos del Plan Nacional del Buen Vivir (2009-2013), de observancia obligatoria para el sector público, y que busca eliminar la pobreza y desigualdad social.

Ministerio de Finanzas. <http://www.finanzas.gob.ec/el-presupuesto-general-del-estado/.html>

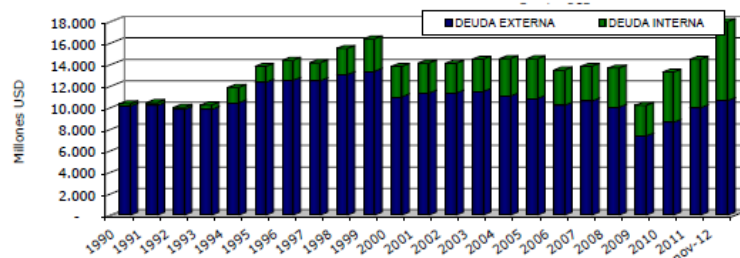
## Anexo 2

### ESTRUCTURA DE LA DEUDA INTERNA Y EXTERNA DEL ECUADOR

#### DEUDA PÚBLICA

ESTRUCTURA DE LA DEUDA PÚBLICA							
Periodo	DEUDA INTERNA	% Creci.	DEUDA EXTERNA	% Creci.	DEUDA TOTAL	% Creci.	DEUDA TOTAL/ PIB*
1990	213		10.135		10.348		100%
1991	252	18,19%	10.201	0,66%	10.454	1,02%	92%
1992	193	-23,40%	9.824	-3,70%	10.017	-4,18%	84%
1993	410	112,27%	9.830	0,07%	10.240	2,23%	68%
1994	1.435	250,04%	10.440	6,21%	11.875	15,97%	64%
1995	1.478	3,01%	12.351	18,30%	13.829	16,45%	68%
1996	1.863	26,08%	12.531	1,45%	14.394	4,09%	68%
1997	1.658	-11,01%	12.495	-0,28%	14.153	-1,67%	60%
1998	2.435	46,82%	13.062	4,54%	15.497	9,49%	67%
1999	3.015	23,82%	13.372	2,38%	16.387	5,75%	98%
2000	2.833	-6,04%	10.987	-17,84%	13.820	-15,67%	87%
2001	2.801	-1,10%	11.338	3,19%	14.139	2,31%	67%
2002	2.771	-1,08%	11.337	-0,01%	14.108	-0,22%	57%
2003	3.016	8,84%	11.484	1,30%	14.500	2,78%	51%
2004	3.489	15,68%	11.059	-3,70%	14.548	0,33%	45%
2005	3.686	5,65%	10.851	-1,89%	14.537	-0,08%	39%
2006	3.278	-11,09%	10.215	-5,85%	13.493	-7,18%	32%
2007	3.240	-1,15%	10.605	3,82%	13.845	2,61%	30%
2008	3.645	12,51%	10.028	-5,44%	13.673	-1,24%	25%
2009	2.842	-22,03%	7.364	-26,56%	10.206	-25,35%	20%
2010	4.665	64,13%	8.622	17,08%	13.287	30,18%	23%
2011	4.506	-3,40%	9.973	15,67%	14.480	8,98%	22%
nov-12	7.335	62,77%	10.648	6,77%	17.983	24,19%	25%

Nota: La reducción de la deuda externa pública en 2009 se da por la recompra de los Bonos Global por parte del Gobierno ecuatoriano.  
Fuente: BCE



Niveles de Endeudamiento	Año	Valor
Mínimo	1992	10.017
Máximo	1999	17.983
Promedio		13.470

#### Comentarios

- La relación Deuda Pública/PIB se ha reducido permanentemente desde el año 1999, es decir que el peso de esta variable sobre la economía ha sido cada vez menor. Este hecho se ha dado no sólo por la reducción de la deuda pública, sino también por permanente crecimiento de la economía a partir del año 2000.

- La deuda interna creció significativamente a partir de la década de los noventa. En los últimos cinco años el saldo de deuda supero los USD 3000 millones, sin embargo en el 2009 regresó a los niveles de inicios de la presente década (USD 2.842 millones) y el 2011 repuntó nuevamente (USD 9.973 millones)

- La evolución de la deuda externa ha sido distinta, sobrepasando los USD 10.000 millones desde 1990. En 1999, durante la última crisis económica que vivió el país, se alcanzó el mayor nivel de endeudamiento externo bordeando los USD 13.000 millones. Luego de 10 años de haberse presentado este hecho el saldo de endeudamiento externo se ha reducido alcanzando un nivel de endeudamiento de USD 10.097 millones.

## DEUDA PÚBLICA INTERNA

DEUDA PUBLICA INTERNA				
Periodo	Total	Bonos del Estado	Certificados de Tesorería	BCE, IESS, BDE
1991	252	211	-	41
1992	193	162	-	32
1993	410	364	-	46
1994	1.435	1.320	-	115
1995	1.478	1.313	16,20	149
1996	1.863	1.551	131,00	181
1997	1.658	1.485	16,80	156
1998	2.435	2.240	66,50	129
1999	3.015	2.893	67,70	54
2000	2.833	2.759	19,00	55
2001	2.801	2.732	-	69
2002	2.771	2.547	122,40	102
2003	3.016	2.612	301,60	103
2004	3.489	2.983	414,60	91
2005	3.686	2.831	680,59	175
2006	3.278	2.825	292,66	160
2007	3.240	3.087	0,05	154
2008	3.645	3.559	0,05	86
2009	2.842	2.729	-0,04	113
2010	4.665	3.698	-	967
2011	4.506	3.659	-	848
nov-12	7.335	6.503	-	832

## DEUDA PÚBLICA EXTERNA

DEUDA PUBLICA EXTERNA					
Periodo	Desembolsos	Amortizaciones	Intereses	Ajustes (1)	Saldo Final del Periodo
1990	803	865	619	278	10.135
1991	755	774	486	86	10.201
1992	804	1.089	513	-92	9.824
1993	519	594	307	82	9.830
1994	902	554	648	262	10.440
1995	7.268	5.483	4.043	126	12.351
1996	1.097	574	653	-343	12.531
1997	1.351	1.113	761	-273	12.495
1998	1.180	740	712	127	13.062
1999	864	540	606	-14	13.372
2000	4.761	6.991	956	-155	10.987
2001	1.871	1.381	1.111	-139	11.338
2002	569	783	635	212	11.337
2003	807	905	694	246	11.484
2004	376	905	637	105	11.059
2005	1.020	1.042	679	-187	10.851
2006	928	1.630	760	67	10.215
2007	1.357	1.054	746	87	10.605
2008	355	984	666	52	10.028
2009	862	3.527	345	1	7.364
2010	1.874	626	327	10	8.622
2011	2.435	1.090	370	7	9.973
nov-12	1.722	1.046	391	-2	10.648

Para mayor información por favor comunicarse con:

Ing Bernardo Ortega  
Ec. Gustavo Endara  
Andrés Mogollón

bernardoortega@bolsadequito.com  
gustavoendara@bolsadequito.com  
andresmogollon@bolsadequito.com

Fuente:

Bolsa de Valores de Quito, Boletín Mensual 2012.

### Anexo 3

## **PRESUPUESTO GENERAL DEL ESTADO CONTINÚA BAJO EL DOMINIO DEL PETRÓLEO**



En el primer semestre generó ingresos por \$5 944.1 millones, por los buenos precios del petróleo en el mercado antes que por la producción

El petróleo sigue manteniendo el dominio en el financiamiento del Presupuesto General del Estado, seguido por las recaudaciones tributarias.

Según datos de EP Petroecuador, en el primer semestre de 2012 los ingresos petroleros ascendieron a \$5 944.1 millones por la exportación de los crudos Oriente y Napo.

En ese período se vendieron 38.2 millones de barriles de crudo Oriente que, al precio promedio de \$103,90 por barril, generaron ingresos del orden de \$3 953.3 millones.

Del mismo modo, la venta de 19.7 millones de barriles de crudo Napo causó ingresos de \$1 991.7 millones, al precio promedio de \$100,2 por barril.

Entre tanto, las recaudaciones fiscales correspondientes a los impuestos a la renta, al valor agregado (IVA), a los consumos especiales (ICE) y otros, produjeron ingresos de \$5 660 millones, de enero a junio del presente año.

A septiembre, la recaudación efectiva (sin considerar devoluciones de impuestos) se ubicó en \$8.531,0 millones, con un crecimiento nominal de 17,4% frente al mismo período de 2011, informó el Servicio de Rentas Internas (SRI).

Refiriéndose a cifras del Banco Central, el consultor Alexis Valencia dijo que los fondos petroleros en el primer semestre representan el 36% del total de ingresos del sector público no

financiero, que comprende el Gobierno Central, los gobiernos seccionales y las empresas públicas.

Según Valencia, la participación de los ingresos petroleros en las operaciones de dicho sector pasaron del 29% en 2006, al 41% en 2011. Sin embargo, el crecimiento se debe más al buen precio del hidrocarburo en el mercado internacional y no a un incremento de la producción.

El consultor apuntó que los ingresos petroleros no solo son dominantes, sino que su participación en el Presupuesto General del Estado ha crecido por los "excelentes precios".

Las estadísticas del Banco Central dan a conocer que la extracción de crudo nacional, entre pública y privada, fluctúa entre 501 mil y 508 mil barriles por día.

El ex ministro de Energía, Fernando Santos, afirmó que la extracción está en caída pese a los cientos de millones que se presupuestan para Petroecuador.

Cifras del Ministerio de Recursos Naturales No Renovables dan cuenta que en 2006 la producción llegó a 196 millones de barriles y para este año se esperan apenas 188 millones de barriles. Entre tanto, el consumo interno previsto para 2012 asciende a 88 millones de barriles de derivados.

Santos lamentó que en un entorno internacional de altos precios, el Estado descuide la producción y ésta se reduzca.

No obstante, eso no quita que se ha hecho un gran esfuerzo para incrementar la recaudación de los impuestos internos, dijo Valencia..

Insistió que si bien los tributos han subido "fuertemente" en términos absolutos en relación a los ingresos totales del sector público no financiero, en términos relativos, el IVA, por ejemplo, ha bajado su participación del 22% en el año 2006 al 13% en 2011, y en el caso del Impuesto a la Renta, del 13% al 10%. (TH)

## **Mayores precios**

Enero de 2012 fue el mes que mayor volumen de crudo Oriente exportó Petroecuador: 7.6 millones de barriles. Le sigue mayo con 7.0 millones de barriles y junio con 6.7 millones. En este último mes, el precio también fue el más bajo, con \$87,9 por barriles, después de que entre enero y mayo fluctuó entre \$101,3 y \$113,7, por problemas especulativos en el mercado internacional.

El crudo Napo, de más baja calidad que el Oriente tuvo precios de \$112,3 por barril en marzo, según datos oficiales.

Fuente:

<http://www.hoy.com.ec/noticias-ecuador/el-presupuesto-general-del-estado-continua-bajo-el-dominio-del-petroleo-564130.html>

24/01/2013

## Anexo 4

### CETES: ANALISTAS CRITICAN EMISIÓN

#### Certificados de tesorería por \$554 millones



El gobierno está "desesperado por tener liquidez". Así lo sostuvieron ayer varios analistas económicos al comentar la reciente emisión, por parte del Ministerio de Finanzas, de \$554 millones en Certificados de Tesorería (Cetes).

La víspera, el Ministerio informó sobre la inscripción de los Cetes en el Registro del Mercado de Valores; los Certificados podrán ser empleados durante tres años.

El ministro del ramo, Patricio Rivera, dijo la emisión tiene como fin gestionar liquidez de forma inmediata y dinamizar el mercado de títulos valores; añadió que esto se hizo de acuerdo las disposiciones del Código de Planificación y Finanzas Públicas.

Para el ex ministro de Economía, Mauricio Pozo, la emisión de Cetes hace ver que el Estado requiere obtener liquidez de forma rápida y que el proceso de endeudamiento continúa. "Hay que ver cuáles son las condiciones del endeudamiento y, sobre todo, cuál será el comprador del mismo", manifestó.



Para el ex funcionario, los Certificados significan deuda interna y, aun cuando este tipo de emisiones está excluido de la contabilización de la deuda, representan endeudamiento público.

Asimismo, para Marcos López, ex vocal del Directorio del Banco Central del Ecuador (BCE), la emisión de Cetes refleja la desesperación que tiene el Gobierno por liquidez, ya que se evidencia la falta de dinero en la caja fiscal; el analista sostuvo que las reservas existentes en el país son de \$350 millones y que esa sería toda la liquidez con que cuenta actualmente el BCE para responder todas las cuentas corrientes que tiene abiertas.

Por su parte, Ricardo Flor, presidente de la Cámara de la Pequeña Industria de Pichincha (CAPEIPI) consideró que la emisión responde a la necesidad que tiene el Gobierno de obtener liquidez.

El directivo sostuvo que el Gobierno debería evitar este tipo de emisiones y en lugar de eso "generar producción, que es lo más importante", manifestó.

Entre tanto, la presidenta ejecutiva de la Bolsa de Valores de Quito, Mónica Villagómez confirmó a HOY que el estatal Banco del Pacífico cerró una compra por \$10 millones de los Cetes emitidos por el Gobierno, la transacción se realizó en la Bolsa de Valores de Quito por parte de la Casa de Valores del Banco del Pacífico.

Fuente:

<http://www.hoy.com.ec/noticias-ecuador/cetes-analistas-critican-emision-446757.html>  
26/01/2013

## Anexo 5

### EL DÉFICIT FISCAL SE ALIVIARÁ EN EL 2013 CON MÁS DEUDA

Antes que el incremento de tributos, el endeudamiento público debería convertirse en la principal alternativa que el Gobierno tendrá para suplir el déficit fiscal del presupuesto del 2013 que, según el Ministerio de Finanzas, bordearía los 6.000 millones de dólares.

Según cifras del Banco Central del Ecuador (BCE), a octubre del 2012, la deuda total pública del país sumó 17.417 millones de dólares, frente a los 14.321 millones de dólares que se contabilizaron en igual periodo del año pasado. En diciembre, el Gobierno consiguió otros 2 mil millones de dólares de China.

Las deudas internas son las que más se han disparado. Hasta el décimo mes del 2012, ese saldo llegó a los 6.708 millones de dólares; es decir, 53,4% más que lo registrado en el mismo mes de 2011.

Actualmente, el endeudamiento del Estado bordea el 22% del Producto Interno Bruto (PIB), muy por debajo del techo permitido (40%). La cifra -a criterio de Gustavo Solórzano, doctor en Economía- es manejable, si se toma en cuenta que "en los años noventa este número era mayor al 80 por ciento y llegó a más del 90 por ciento en la crisis. Los países europeos con problemas económicos también tienen niveles muy superiores, siendo Grecia e Italia los peores casos con más del 100%".

El país atraviesa por un periodo de fuerte demanda propiciada por el gasto del Gobierno Central, por lo que el aumento de la deuda es una consecuencia normal. No obstante, dice Solórzano, eso tiene sus riesgos más aún si los principales financistas son el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social (IESS), Banco Central del Ecuador (BCE) y el Banco del Estado (BEDE).

El primero será la capacidad de pago que pueda tener el Gobierno, la cual en gran medida dependerá del comportamiento que adopte, este año, el precio internacional del petróleo. "De no ser sostenible podrían arriesgarse las pensiones jubilares. Segundo, de ofrecer el Gobierno

una tasa más baja que la que el IESS puede conseguir en el mercado sería un perjuicio para las pensiones jubilares".

En diciembre pasado, el ministro de Finanzas, Patricio Rivera, anunció que una tercera parte de ese 'bache fiscal' podría financiarse con un crédito chino de \$ 2.000 millones. "Es un monto importante de libre disponibilidad que está negociado ya, pero que no se ha utilizado este año (2012) y que lo utilizaremos el siguiente (este año)", señaló el funcionario.

Ante la dificultad de financiamiento externo, se espera que el Gobierno recurra nuevamente a deuda interna para cubrir el resto del desfase, tal como lo hizo el año pasado cuando comprometió sus finanzas con la compra de bonos a un valor de \$ 5.873 millones, un 66,9% más que lo alcanzado hasta octubre del 2011. El endeudamiento directo con el IESS llegó a los \$ 834 millones.

Los expertos señalan que otra opción es modificar su plan de obras públicas y postergar su ejecución, lo que tendría una repercusión negativa en el empleo y el crecimiento económico.

Mariela Méndez, catedrática de Economía de la Escuela Superior Politécnica (Espol), coincide con Solórzano a la hora de anotar los riesgos de utilizar dinero de los afiliados y jubilados para financiar el déficit; sin embargo, anota que en términos financieros conviene hacerlo.

"Eso reduce los costos para el país. Si afuera se endeuda a una tasa del 10 por ciento, internamente lo hará a al 5, 8 por ciento dependiendo del tipo de deuda", explica.

El peligro es que el régimen concentre su deuda a nivel interno en medio de una política que no propicia una austeridad fiscal. "Estamos en campaña electoral y vemos que el gasto incrementa mucho más".

Eso no es sano para una economía, añade, más cuando se tiene un nivel de déficit que alcanza el 22% del presupuesto estatal, aunque en años anteriores esa relación fue superior.

Fuente:

<http://expreso.ec/expreso/plantillas/nota.aspx?idart=4020276&idcat=19308&tipo=2.html>

27/01/2013