

“LOS PROBLEMAS ESTRUCTURALES DEL MERCADO DE VALORES ECUATORIANO, 1970-1980*”

Econ. Juan Carlos Pitarque**

I INTRODUCCION

En 1980 el mercado de valores ecuatoriano, organizado en las Bolsas de Valores de Quito y Guayaquil, cumplió su primera década de operaciones. El crecimiento rápido del volumen de sus operaciones en este período ha revelado que este mercado es potencialmente un medio importante para la captación del ahorro interno del país. El Plan Nacional de Desarrollo para el quinquenio 1980-1984 reconoce esto y adopta el “desarrollo del mercado de capitales mediante el fortalecimiento de las Bolsas de Valores” como un objetivo de la política monetaria y financiera interna¹. Su papel en el Plan de Desarrollo es apoyar la captación del ahorro interno que asciende a 320 mil millones de sucres, representando el 85,0 por ciento de la inversión bruta para el quinquenio. Esta suma es superior en un 75 por ciento al ahorro interno bruto del quinquenio 1975-1979, que apenas alcanzó 183 mil millones de sucres².

Sin embargo, la década transcurrida ha permitido observar ciertas características y tendencias del mercado de valores que pueden estar impidiendo que éste cumpla eficazmente su objetivo básico, que es captar el ahorro interno y canalizarlo hacia proyectos de inversión del sector privado y público. Es más, estas tendencias, si no son corregidas, pueden detener el desarrollo del mer-

* Este estudio fue presentado a la Gerencia de Estudios Monetarios con fecha 29 de Mayo de 1981. El autor desea agradecer los comentarios muy útiles que recibió de los señores Ing. José Corsino Cárdenas, Econ. Joaquín González y Dr. Ramiro Viteri.

** Economista, graduado en Harvard University en 1977. Master en Administración de Empresas, con especialidad en Finanzas, en Columbia University en 1979. Actualmente es Director de Análisis Financiero en la Gerencia de Estudios Monetarios del Banco Central del Ecuador.

1 “El Plan Nacional de Desarrollo del Gobierno Democrático, 1980-1984”, República del Ecuador, 1980, Primera Parte, página 169.

2 “Plan Nacional de Desarrollo”, Primera Parte, páginas 127, 132.

cado de valores y, por consiguiente, su participación efectiva en el financiamiento de las inversiones del Plan de Desarrollo.

El propósito de este estudio es señalar algunas de estas tendencias y características del mercado de valores del país, investigar por qué está desarrollándose de esa manera y determinar qué factores están influyendo para que la oferta y la demanda de valores presenten las características actuales. Después de identificar los problemas, este estudio presentará algunas medidas, varias de ellas dadas por las experiencias de otros países latinoamericanos, que podrían ser útiles para resolver los problemas, desarrollar el mercado de valores y encaminarlo hacia el eficaz cumplimiento de su objetivo básico.

II LA ESTRUCTURA DEL MERCADO DE VALORES

Un breve análisis de la estructura de los valores negociados en las dos Bolsas de Valores del país desde 1970 revela unas importantes tendencias del mercado. Primeramente, se puede observar que el volumen total de operaciones ha experimentado un fuerte crecimiento. De 1971, el primer año completo de operaciones de las bolsas, a 1980, el volumen creció a una tasa compuesta promedio de 46 por ciento por año, aumentando de 322 millones de sucres en 1971 a 9.617 millones en 1980 (ver Cuadro 1). Aún en términos reales la tasa de crecimiento, 29 por ciento anual, es bastante alta. Esta tasa de crecimiento se debe principalmente a los Bonos de Estabilización Monetaria cuya negociación ha tenido un ritmo de crecimiento de 165 o/o por año desde su introducción en 1972.

En segundo lugar, se pueden advertir varias tendencias que evidencian un desplazamiento gradual de los valores del sector privado por aquellos del sector público. En 1971, por ejemplo, 35 por ciento de las operaciones fueron en títulos emitidos por el sector privado; en 1980 estos títulos apenas alcanzaron el 19 por ciento de las operaciones de las Bolsas. En la totalidad del período 1970-1980 se negociaron cerca de 46 mil millones de sucres; de este monto, el 85 por ciento fue en valores del sector público. En 1971 las Cédulas Hipotecarias fueron los segundos valores de importancia, después de Bonos del Estado, representando el 26 por ciento de las operaciones efectuadas; en 1980, éstas representaron solamente el 16 por ciento de las operaciones y fueron apenas superiores en volumen a Certificados de Abono Tributario y Aceptaciones Bancarias, dos valores de corto plazo negociados por el sec-

tor público.

El desplazamiento de los valores emitidos por el sector privado es acentuado por la marginación casi total que ha sufrido la negociación de acciones. En 1971 el 5 por ciento de las operaciones de las bolsas fueron en títulos de renta variable; en 1980 este rubro representaba solamente el 0.2 por ciento del total. Es más, la tasa (nominal) compuesta promedia de crecimiento de acciones en el mercado de valores es mínima, el 1.5 por ciento anual, aumentado de 16 millones de sucres en 1971 a 19 millones en 1980; en términos reales el crecimiento es negativo, -10 por ciento.

Otra tendencia importante que surge del análisis del volumen de operaciones es una evidente preferencia de empresas a financiarse mediante deuda en vez de capital social. Esto se puede deducir de la alta tasa de crecimiento compuesta promedio anual del rubro "Obligaciones" para el período 1971-1980, 30.8 por ciento, en comparación con aquel para "Acciones", 1.5 por ciento. Además, el monto de obligaciones negociadas es inferior o aproximadamente igual al monto de acciones hasta 1974, cuando se eleva el monto de obligaciones. En 1980 la cantidad de obligaciones negociadas superó a acciones negociadas por un factor de 5.2 a 1.

CUADRO I

VOLUMEN DE OPERACIONES TOTALES DE LAS BOLSAS DE VALORES DE QUITO Y GUAYAQUIL¹

1970 - 1980

-En miles de Sucre-

	1970 ²		1971		1972		1973		1974	
	Valor	o/o	Valor	o/o	Valor	o/o	Valor	o/o	Valor	o/o
SECTOR PUBLICO	33.069	50.4	208.107	64.7	367.360	75.1	1.562.657	93.0	1.774.703	86.4
Del Gobierno Central	33.069	50.4	208.107	64.7	365.160	74.7	761.527	45.3	1.086.188	52.9
Bonos del Estado	30.750	46.8	188.737	58.7	286.978	58.7	639.094	38.0	899.107	43.8
Certif. Abono Tributario	1.639	2.5	17.869	5.6	28.528	5.8	82.715	4.9	173.045	8.4
Pagarés del Estado	-	-	324	0.1	49.495	10.1	39.718	2.4	14.036	0.7
Notas de Crédito	680	1.0	1.177	0.4	161	-	-	-	-	-
Del Banco Central	-	-	-	-	2.200	0.4	801.130	47.7	688.515	33.5
Bonos de Estabil. Monet.	-	-	-	-	2.200	0.4	801.130	47.7	688.515	33.5
Aceptac. Bancarias ³	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
SECTOR PRIVADO	32.571	49.6	113.498	35.3	121.577	24.9	118.447	7.0	280.001	13.6
Cédulas Hipotec. Banc.	27.155	41.4	82.303	25.6	78.916	15.7	90.909	5.4	217.494	10.6
Obligaciones	400	0.6	8.650	2.7	13.625	2.0	14.381	0.9	48.911	2.4
Acciones	3.850	5.9	16.426	5.1	10.346	2.1	10.157	0.6	10.648	0.5
Letras de Cambio	750	1.1	5	-	30	-	3.000	0.2	1.419	0.1
Certif. Dep. Plazo Fijo	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Bonos y Certif. Financ. COFIEC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Bonos FINANSA	-	-	5.9094	1.8	20.660	4.1	-	-	-	-
Certif. Cuotas Café	-	-	205	0.1	-	-	-	-	-	-
Puestos de Bolsa	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Productos	416	0.6	-	-	-	-	-	-	-	-
Opciones	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Otros ⁵	-	-	-	-	-	-	-	-	1.529	0.1
TOTAL	65.640	100.0	321.604	100.0	488.936	100.0	1.681.104	100.0	2.054.704	100.0

CONTINUACION.

	1975		1976		1977		1978		1979		1980	
	Valor	o/o	Valor	o/o	Valor	o/o	Valor	o/o	Valor	o/o	Valor	o/o
SECTOR PUBLICO	2.109.418	85,2	2.543.447	80,5	7.349.656	93,3	8.074.649	89,2	7.454.444	81,5	7.776.200	80,9
Del Gobierno Central	1.134.488	45,8	1.403.222	44,4	3.041.963	38,6	1.939.306	21,4	983.106	10,7	1.253.400	11,0
Bonos del Estado	161.913	34,8	967.106	30,6	2.161.668	27,4	1.266.389	14,0	119.674	3,5	212.700	2,2
Certif. Abono Tribut.	258.160	10,4	435.438	13,8	-868.541	11,0	632.402	7,0	661.869	7,2	1.028.200	10,7
Pagars del Estado	14.359	0,6	400	-	10.000	0,1	40.000	0,4	1.510	-	10.400	0,1
Notas de Crédito	56	-	278	-	756	-	515	-	1.053	-	2.100	-
Del Banco Central	974.930	39,4	1.140.225	36,1	4.307.693	54,7	6.135.343	67,8	6.471.338	70,7	6.522.800	67,8
Bonos de Estabil. Mon.	974.930	39,4	1.140.225	36,1	3.636.675	46,2	5.539.950	61,2	5.941.045	64,9	5.303.400	55,1
Aceptac. Bancarias ³	-	-	-	-	671.018	8,5	395.393	6,6	530.293	5,8	1.219.400	12,7
SECTOR PRIVADO	365.076	14,8	615.621	19,5	528.736	6,7	974.737	10,8	1.693.747	18,5	1.840.300	19,1
Cédulas Hipot. Banc.	239.463	9,7	429.913	13,6	387.404	4,9	846.846	9,4	1.536.321	16,8	1.530.400	15,9
Obligaciones	82.955	3,4	47.500	1,5	97.265	1,2	56.740	0,6	76.595	0,8	97.200	1,0
Acciones	23.892	1,0	24.160	0,8	21.779	0,3	25.567	0,3	66.294	0,7	18.700	0,2
Letras de Cambio	13.543	0,5	66.085	2,1	-	-	1.111	-	-	-	122.300	1,3
Cert. Dep. Plazo Fijo	485	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Bonos y Cert. Fin. COFIEC	-	-	-	-	-	-	20.000	0,2	12.118	0,1	49.700	0,5
Bonos FINANSA	-	-	-	-	-	-	-	-	2.019	-	22.000	0,2
Cert. Cuotas Café	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Puestos de Bolsa	-	-	-	-	-	-	400 ⁵	-	200 ⁵	-	-	-
Productos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Opciones	-	-	-	-	-	-	540	-	-	-	-	-
Otros ⁶	4.738	0,2	47.963	1,5	22.288	0,3	23.533	0,3	200	-	-	-
T O T A L	2.474.494	100,0	3.159.068	100,0	7.878.392	100,0	9.049.386	100,0	9.148.191	100,0	9.616.500	100,0

1 Debido a que no existen cifras oficiales para el volumen de las dos Bolsas, se tuvo que usar varias fuentes, algunas de las cuales tenían cifras contradictorias. El Banco Central actualmente se encuentra estableciendo cifras oficiales.

2 1970 no fue un año completo de operaciones ya que la Bolsa de Quito inició sus operaciones el 10 de agosto y la Bolsa de Guayaquil el 2 de septiembre de ese año.

3 Emitidas por el sector privado y negociadas por el Banco Central.

4 Corresponde al rubro "Certificados Cuotas de Café y Productos".

5 Corresponde al rubro "Puestos de Bolsa y Producción".

6 Este rubro suele usarse para valores negociados no especificados. Sin embargo, en vista de que en algunos años este rubro asciende a montos importantes, se puede deducir que también incluye "errores y omisiones".

FUENTES: 1970-1973: "La Bolsa de Valores y el Mercado de Capitales", Bolsa de Valores de Quito, 1974.

1974: "Memoria 1975", Banco Central del Ecuador, 1976.

1975-1979: "Boletín Anuario, No. 3", Banco Central del Ecuador, 1980.

1980: Informe interno del Banco Central del Ecuador.

Por último, se puede advertir la preferencia del mercado por títulos a corto plazo. En 1980 el 68 por ciento de los títulos negociados fueron Bonos de Estabilización Monetaria y Aceptaciones Bancarias, dos clases de títulos altamente líquidos. Esta tendencia, cabe señalar, está reflejada también en el creciente desinterés por Cédulas Hipotecarias, que son títulos de largo plazo.

De estas características y tendencias exhibidas por el mercado de valores en su primera década surgen varias preguntas. ¿Es conveniente que la negociación de títulos del sector público tenga una participación tan considerable del total negociado en las Bolsas? ¿Hay una competencia injusta entre los títulos del Estado y los del sector privado? ¿Por qué están tan débiles la oferta y la demanda de títulos del sector privado, particularmente acciones, y qué políticas se pueden adoptar para estimularlas? ¿Cuál ha sido el efecto de la actual estructura legal de tasas de interés sobre los precios y el volumen de títulos de renta fija, particularmente bonos? ¿Por qué existe una preferencia tan marcada a invertir en títulos de corto plazo? Las secciones siguientes pretenden responder a estos interrogantes.

III LA OFERTA DE VALORES

Como en otros mercados, la oferta de valores en el Ecuador es compuesta de valores de renta fija (títulos de endeudamiento) y valores de renta variable (acciones). En el Ecuador, sin embargo, existe una prevalecencia de oferta de títulos de renta fija como son Bonos del Estado, títulos de control de la liquidez interna como Bonos de Estabilización Monetaria, Cédulas Hipotecarias, Obligaciones y Bonos de Garantía General o Específica. Estos títulos representaron el 99.8 por ciento del total negociado en el mercado de valores del país en 1980. Es más, nunca han representado menos del 94.1 por ciento del valor negociado en un año.

A. Títulos de renta fija

La oferta de títulos de renta fija es compuesta por siete tipos principales de títulos (ver Cuadro 2)³. Los plazos autorizados a ofrecerse van de 30 días a 50 años. Sin embargo, el mercado ha

3 En general, se excluye al Certificado de Abono Tributario de este análisis ya que no es un instrumento de ahorro e inversión. Dada su característica de redención a la vista y su bajísimo rendimiento, este título es más un sustituto de dinero.

concentrado su interés en títulos de plazo de hasta 180 días⁴ y ha ignorado aquellos mayores a diez años. Desde 1977, ininterrumpidamente, y principalmente debido a los Bonos de Estabilización, más del 50 por ciento de los títulos de renta fija negociados han sido de plazos inferiores a 180 días⁵. En 1980 estos títulos de cortísimo plazo representaron el 68 por ciento del total de títulos de renta fija negociados. Además, en los últimos años no se han negociado Cédulas Hipotecarias de más de diez años plazo.

CUADRO 2

**TÍTULOS DE RENTA FIJA AUTORIZADOS PARA OFRECERSE
EN EL MERCADO DE VALORES ECUATORIANO, 1981**

Título	Plazo	Rendimiento Legal ¹
A. Corto Plazo (< 1 año)		
Bonos de Estabilización	30 días - 1 año	14 o/o ²
Aceptaciones Bancarias	180 días - 270 días	9 o/o
Certificados Financieros	270 días - 360 días	10 o/o ³
B. Mediano Plazo (1-5 años)		
Obligaciones	2 años - 3 años	12 o/o
Certificados Financieros	360 días - 540 días	11 o/o ³
Certificados Financieros	540 días - 2 años	12 o/o ³
Certificados Financieros	2 años - 3 años	13 o/o ³
C. Largo Plazo (> 5 años)		
Obligaciones	hasta 10 años	12 o/o
Cédulas Hipotecarias	hasta 50 años	15 o/o ³
Bonos de Garantía General y Específica	hasta 10 años	15 o/o ³
Bonos del Estado	hasta 10 años	15 o/o ³

1 El rendimiento es anualizado.

2 Junta Monetaria autorizó a que se negocie hasta este rendimiento mediante Resolución JM-052-BEM del 10 de abril de 1981.

3 Autorizados por Junta Monetaria mediante Regulación No. 1123-81 del 18 de marzo de 1981. Los demás rendimientos fueron fijados por la Regulación No. 755-75 del 16 de enero de 1975 y siguen vigentes.

FUENTES: "Ley General de Bancos". Corporación de Estudios y Publicaciones, actualizado a enero de 1981, págs. 55, 57.

"Ley de Compañías", Corporación de Estudios y Publicaciones, actualizado a enero de 1981, pág. 51.

"Ley de Compañías Financieras", Corporación de Estudios y Publicaciones, actualizado a septiembre de 1980, pág. 7.

"Vocabulario Explicativo Utilizado en la Banca Central del Ecuador", Dr. Gonzalo Muirragui, Banco Central del Ecuador, 1980, págs. 12-15.

Regulaciones 1123-81, JM-052-BEM, 755-75, Junta Monetaria.

ELABORACION: Asesoría de la Gerencia de Estudios Monetarios, Banco Central del Ecuador.

4 Hasta abril de 1981, el plazo máximo de los Bonos de Estabilización Monetaria era 180 días. Posteriormente el plazo fue aumentado a 360 días.

5 Excluyendo Certificados de Abono Tributario.

Como también se puede observar en el Cuadro 2, las tasas de interés legales que pueden ofrecer estos títulos varían generalmente según el plazo, de 9 por ciento anual a 15 por ciento anual. Esta estructura de tasas de interés ha sido reformada tres veces desde 1970. La última reforma, de marzo de 1981, elevó la tasa máxima del 12 por ciento al 15 por ciento anual.

Al analizar las características de los títulos de renta fija, sin embargo, se pueden advertir varios problemas serios que sin duda contribuyen a la falta de interés por estos títulos en el mercado y a las tendencias problemáticas discutidas en la sección anterior. Primeramente, se puede observar que legalmente ningún instrumento financiero (menos uno), puede ofrecer un plazo mayor a diez años. Esta prohibición crea un mercado de valores poco profundo ya que sí existen inversores que tienen habilidad e interés en invertir a mayores plazos, por ejemplo 20 ó 30 años. Este tipo de inversor suele ser el inversionista institucional, como compañías de seguros y fondos de pensiones de empleados, que disponen de ingresos inmediatos y egresos a muy largo plazo.

El instrumento que sí puede ofrecerse a plazos mayores a diez años es la Cédula Hipotecaria de Amortización Gradual. Sin embargo, este instrumento no se ha cotizado recientemente en plazos mayores a diez años porque las varias estructuras de tasas de interés vigentes no han dado ningún incentivo para ello. La estructura de tasas de interés actual, por ejemplo, permite la misma tasa de interés máxima, el 15 por ciento anual, para las cédulas (y bonos) de 5 años plazo que para las de 50 años plazo.

Aparte de que no confiere incentivos para emitir instrumentos de deuda a plazos mayores de cinco años, la estructura de tasas de interés vigente causa otras distorsiones en la oferta de títulos de renta fija. En primer lugar, la estructura de tasas de interés no permite reconocer un premio por riesgos adicionales a un título cuyo plazo sea similar al de otro título pero cuyo riesgo sea mayor. Así, por ejemplo, Bonos del Estado de 10 años, cuyo riesgo de incumplimiento de pago ("default risk") es mínimo, pagan la misma tasa de interés, el 15 por ciento anual, que Cédulas Hipotecarias emitidas por bancos privados, que por definición tienen mayor riesgo de incumplimiento de pago que el Estado.

Es más, en la estructura se dan casos perversos en que los títulos que tienen más riesgo de incumplimiento de pago se ofertan con menores rendimientos nominales. Este caso se presenta con los títulos de hasta un año plazo: Bonos de Estabilización Monetaria emitidos por el Banco Central y Certificados Financieros emiti-

dos por las compañías financieras del país. Los primeros, cuyo riesgo es mínimo, están autorizados para reconocer el 14 por ciento de rendimiento anual, mientras que los Certificados Financieros, que tienen mayor riesgo, reconocen apenas el 10 por ciento anual. Esta relación inversa de mayor riesgo-menor rendimiento ha contribuido a la marginación de los títulos del sector privado por aquellos del sector público.

Otra distorsión de la estructura actual de tasas de interés sobre los títulos de renta fija ofrecidos es que no permite reconocer los efectos de la inflación. En vista de que en el Ecuador se fijan las tasas de interés por resolución de Junta Monetaria, no se ajustan con la flexibilidad necesaria para mantener los rendimientos reales positivos. Un problema principal de la oferta del título de renta fija radica en que para que su rendimiento real (neto de la tasa inflacionaria) sea positivo, y sea más competitivo con otras alternativas de inversión, nacionales o extranjeros, tienen que ofrecerse con descuentos fuertes sobre su valor nominal. Al 20 de abril de 1981, por ejemplo, era necesario vender cédulas hipotecarias de primera emisión a 82 por ciento de su valor nominal para que rindan 15.6 por ciento anual en vez del 12 por ciento, el rendimiento máximo legal a ese momento⁶. Además, desde 1975 todos los títulos de renta fija, menos bonos calificados y algunas obligaciones, se han negociado con descuento (ver Anexos 1-11).

B. Títulos de renta variable

Como se mencionó anteriormente, existen dos tendencias en el mercado de valores ecuatoriano que indican un abandono al sector de títulos de renta variable o acciones. Primeramente, su participación porcentual en el mercado de valores ha ido disminuyendo del 5.1 por ciento en 1971 al 0.2 por ciento en 1980. En segundo lugar, el predominio de la negociación de obligaciones sobre acciones indica que las sociedades anónimas del país han preferido endeudarse a aumentar su capital social.

Esta segunda tendencia se confirma haciendo un breve análisis de la manera de financiamiento de la compañía anónima en el país durante la década anterior. Los datos más recientes revelan que de 1974 a 1978, el último año sobre el cual se tiene datos, ha habido una creciente tendencia a financiarse con deuda de corto y

6 "Boletín de la Bolsa de Valores de Quito, C.A., Cotización del Día". Quito, 20 de abril de 1981, página 1.

largo plazo. El análisis indica que mientras en 1974 la deuda representaba el 58 por ciento de la capitalización total de las sociedades anónimas, en 1978 representaba el 65 por ciento⁷.

El número de sociedades anónimas inscritas para negociar sus acciones en las Bolsas de Valores de Quito y Guayaquil también es bastante reducido. Como se puede observar en el Cuadro 3, están inscritas apenas 21 de 2.685 compañías anónimas, 6 de 27 bancos y 3 de 9 financieras. Además, muchas acciones se negocian privadamente; se estima que sólo el 8 por ciento de las acciones de empresas se negocian por las Bolsas de Valores⁸.

CUADRO 3

NOMINA DE COMPAÑIAS Y BANCOS CON ACCIONES INSCRITAS EN LAS BOLSAS DEL PAIS¹

I. COMPAÑIAS ANONIMAS	II. BANCOS
A. Quito y Guayaquil Cía. de Cervezas Nacionales Cía. Ecuatoriana de Petróleo, CEPESA Quito Motors S.A.C.I.	A. Guayaquil Azuay
B. Guayaquil Bolsa de Valores de Guayaquil La Cemento Nacional FADESA IMSA Almagro	B. Quito Pacífico Pichincha Popular Prestamos Producción
C. Quito Artepráctico Cables Elec. Ecuatorianos, CABLEC Casa Cristóbal Cobo C.A. Centros Comerciales Cervecería Andina Cía. Ecuatoriana de Caucho, ERCO Ecuatoriana de Artefactos, ECASA Fábrica de Tejidos La Internacional Hotel Colón Internacional Lab. Ind. Farmacéuticos Ecuato., LIFE Máquinas de Comercio, MACOSA Supermercados La Favorita Textiles Nacionales S.A., TENASA	III. COMPAÑIAS FINANCIERAS A. Quito y Guayaquil COFIEC Financiera Andina, FINANDES Financiera Nacional, FINANSA

1 Para Quito los datos son de 1980; para Guayaquil son de 1979.

FUENTES: "Informes y Memoria Anual 1980", Bolsa de Valores de Quito, C.A.; "Informes y Estados Financieros al 31 de diciembre de 1979", Bolsa de Valores de Guayaquil, C.A.

ELABORACION: Asesoría de la Gerencia de Estudios Monetarios, Banco Central del Ecuador.

7 "Informe de Labores de Agosto de 1979-1980" Superintendencia de Compañías, Quito, Cuadros 14 y 15.

8 "Ampliarán Mercados de Valores", El Comercio, miércoles 22 de abril de 1981, Año LXXVI. No. 27.870, página 1.

Existen varios factores que influyen para que la oferta de acciones sea tan reducida. Primeramente, es más económico para las empresas financiar su crecimiento mediante endeudamiento que por medio de la emisión de acciones. Debido a que la Ley de Impuesto a la Renta del país permite que empresas deduzcan de sus impuestos "los intereses de deudas contraídas con motivo del giro de un negocio"⁹, el costo de la deuda de más de cinco años no es 15 por ciento sino 7.5 por ciento anual¹⁰. Es más, la alta tasa de inflación del país hace del endeudamiento una alternativa no sólo gratuita sino subsidiada en términos reales. En comparación, el costo (explícito o implícito) de capital social es, en promedio para todas las compañías anónimas del país, el 41.4 por ciento anual¹¹.

Otro factor detrás de la escasa oferta de acciones en el mercado es la estructura de propiedad de las empresas del país que permanece bastante cerrada. Aunque desde 1975 ha habido una tendencia a abrir las empresas a más accionistas, la apertura no ha sido muy significativa: mientras en 1975 había un promedio de 8.3 accionistas por compañía anónima, en 1978 el promedio era de 11.0¹².

Además, las pocas compañías de capital abierto que existen no tienen ninguna obligación legal o incentivo económico para cotizar sus acciones en bolsa. Esta sería falta de normalización legal es la principal causa del hecho de que sólo el 8 por ciento de las acciones de empresa se negocian en bolsa¹³. La falta de legislación

9 "La Ley de Impuesto a la Renta", Quito, actualizada a febrero de 1981, página 26, Art. 39.

10 Este resultado se obtiene si se considera que la tasa de imposición marginal más alta es del 50 por ciento. Si se asume que las sociedades anónimas del país están en este nivel de imposición, eso implica que pueden deducir de sus impuestos el 50 por ciento de sus gastos de interés. El cálculo sería el siguiente:

$$\begin{aligned} C &= \text{Costo de deuda después de impuestos} \\ DI &= \\ C &= \text{Costo de la deuda antes de impuestos} = 15\%/o \\ AI &= \\ t &= \text{tasa impositiva} = 50\%/o \\ C &= C \times (1-t) \\ DI &= \\ &= \frac{AI}{7.5\%/o} \times (.50) \\ &= \end{aligned}$$

11 La rentabilidad promedio sobre el capital pagado de las compañías anónimas ecuatorianas para 1979 fue 41.4 0/0. ("Informe de Labores Agosto 1979-1980", Superintendencia de Compañías, Quito, Cuadro 15). Este es el costo de obtener nuevo capital social ("cost of Equity") aunque la empresa no distribuye la totalidad de sus utilidades como dividendos, ya que el costo se define como la cantidad de utilidad neta por acción de capital que la empresa debe mantener para no diluir su relación utilidades acciones en circulación. ("Techniques of Financial Analysis", de Erich A. Helfert, Richard Irwin, Inc.; Homewood, Illinois; Fourth Edition, 1977, págs. 191-195).

12 "Informe de Labores de Agosto 1979-1980", Superintendencia de Compañías, 1980, Cuadro 13.

13 Ver nota 8.

también tiene sus efectos sobre la demanda de acciones, como se discutirá en la próxima sección, ya que el comprador-inversionista no siempre puede disponer de información completa o confiable.

Un reciente estudio del mercado de valores argentino encontró varios factores que incidían en la reducida oferta de acciones en bolsa, algunos de ellos similares a los discutidos aquí para el caso ecuatoriano. El estudio encontró, por ejemplo, que a las compañías anónimas argentinas no les interesaba cotizar en bolsa porque eran de estructura cerrada; se resistían a las formas de control impuestas por la Bolsa y Comisión Nacional de Valores (exhibición de libros, inspección, etc.); y preferían el endeudamiento a la emisión de más acciones ya que la alta inflación hacía del endeudamiento una alternativa gratuita¹⁴. Además, el estudio encontró que no había mayor oferta de acciones por el horizonte limitado para las inversiones productivas que tenían las empresas. Es decir, la falta de confianza en la economía y de visión de largo plazo de los industriales se manifestaba en una falta de inversiones a largo plazo.

Sin embargo, cabe mencionar que en el Ecuador no existe el desincentivo a la oferta de acciones que existe en algunos países industrializados: el impuesto a la capitalización de compañías anónimas. El impuesto y varios timbres, a la constitución y aumentos de capital existían en el Ecuador hasta agosto de 1975 en que fueron derogados mediante Decreto 733¹⁵.

IV LA DEMANDA DE VALORES

Analizada la situación de la oferta de valores en el Ecuador, se debe examinar el otro aspecto del mercado, la demanda. La demanda de valores en el Ecuador, como en otros mercados, es determinada por varios factores. El determinante principal es la comparación por parte de cada inversor de la relación rendimiento-riesgo de los varios valores ofrecidos en el mercado. Además, existen otros factores que establecen la demanda de valores. Algunos de ellos, que también se discutirán en esta sección, son la existencia de instituciones inversionistas, los participantes más importantes en cualquier mercado; la cantidad y confiabilidad de la infor-

14 "Por qué 100 Empresas Líderes No Cotizan en Bolsa. . .?", Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas, Buenos Aires, Marzo de 1977, páginas 64-67.

15 Decreto 733 del 22 de agosto de 1975, publicado en el Registro Oficial No. 878 del 29 de agosto de 1975.

mación disponible para el público inversionista; y la existencia de incentivos o desincentivos especiales en el mercado particular.

A. La curva de rendimientos del mercado ecuatoriano

El principal determinante de la demanda de valores en un mercado está dado por la interrelación entre los deseos de los inversionistas y las características de rendimiento y riesgo que presentan los varios tipos de títulos ofrecidos. Cada inversionista busca obtener el máximo rendimiento posible con el mínimo de riesgo. El riesgo, por lo tanto, influye en la demanda de valores.

La teoría financiera habla de cuatro tipos básicos de riesgo: el riesgo de incumplimiento de pago ("default risk"), el riesgo de la tasa de interés, el riesgo de liquidez, y el riesgo del poder de adquisición¹⁶. El riesgo de incumplimiento de pago, como se mencionó en secciones anteriores, se refiere al riesgo de que el emisor del título no pague el monto del principal según el plan acordado. El riesgo de la tasa de interés se refiere a la variación en el precio de un título de renta fija causado por un cambio en las tasas de interés del mercado. Ya que en un título de largo plazo una importante parte de su rendimiento total se debe a ingresos por intereses, una fluctuación en la tasa de interés tiene importantes repercusiones en el precio.

El tercer tipo de riesgo, el riesgo de liquidez, se refiere a la habilidad de colocar un título en el mercado secundario. Si un título es de una empresa poco conocida, o por alguna otra razón no goza de un mercado secundario amplio, tendría que venderse con un fuerte descuento si fuera necesario hacerlo antes de su plazo de vencimiento. Por último, el riesgo de poder de adquisición se refiere al riesgo de que la inflación reduzca el poder de compra de un monto fijo de dinero. Este riesgo está presente cuando el rendimiento de un título no compensa la tasa inflacionaria.

Todos estos riesgos se magnifican, en mayor o menor grado, según el plazo del título. Mientras más largo es el plazo del título, es lógico esperar que tenga más riesgo de incumplimiento de pago, más riesgo de la tasa de interés, más riesgo de liquidez, y, en un ambiente inflacionario, más riesgo de poder de adquisición. Por esta razón se puede esperar que los títulos de más largo plazo, que tienen más riesgo, ofrezcan mayores rendimientos. Esta relación

16 "Financial Management: Theory and Practice", por Eugene F. Brigham: The Dryden Press, Inc.; Hinsdale, Illinois: 1977, págs. 233-235.

rendimiento-plazo, donde el plazo representa el riesgo, tendería a ser positiva en casos normales. Teóricamente, entonces, la gráfica explicativa de la relación rendimiento-plazo (riesgo) tendría una inclinación hacia arriba. Esta gráfica se denomina la "curva de rendimientos" ("yield curve")¹⁷.

Utilizando los títulos y rendimientos efectivos actualmente autorizados para el mercado del país (Cuadro 4), se puede obtener la curva de rendimientos vigente (Cuadro 5). Esta curva es particularmente útil para analizar las distorsiones en la demanda de valores en el mercado ecuatoriano.

La forma de la curva, y los puntos fuera de ella, permiten advertir que en el mercado ecuatoriano no existe una relación directa y positiva entre el rendimiento y el riesgo del título, en este caso representado por el plazo. En vez de ser una curva ascendente, es una curva que primero desciende bruscamente, es decir castiga al inversionista que se arriesga más, y luego asciende. La forma se explica al considerar que la estructura de tasas de interés del país permite mayores rendimientos nominales a los títulos del sector público, y que, además, las leyes ecuatorianas los exonera de impuestos y timbres.

La curva de rendimientos ayuda a explicar, entonces, algunas de las tendencias ya observadas en el mercado de valores. Primeramente, la preferencia por títulos de corto plazo se explica ya que la estructura de tasas de interés del país castiga al inversionista que se arriesga invirtiendo a más largo plazo. La curva muestra que para poder obtener mayor rendimiento que el 14 por ciento que ofrecen los Bonos de Estabilización de un año plazo, el inversionista tiene que invertir en Bonos del Estado de diez años plazo que rinden 15 por ciento anual. Para el inversionista, entonces, la decisión se convierte en invertir a un año o a diez años plazo. Dado el pequeñísimo castigo en rendimiento que debe aceptar el inversionista que invierte a corto plazo, es racional esperar que prefiera el Bono de Estabilización.

17 En general, los determinantes de que las tasas de instrumentos de largo plazo sean superiores o inferiores a aquellas de instrumento de corto plazo son tres: las preferencias de riesgo del público, es decir cuanto riesgo le interesa al público aceptar; las condiciones de oferta y demanda de títulos, y las expectativas sobre las tasas de interés a futuro. Se supone en el caso expuesto que el público prefiere aceptar el menor riesgo posible, que existen iguales condiciones de oferta y demanda para títulos de todo plazo, y que se espera que las tasas de interés permanezcan estables a futuro.

CUADRO 4

**RENDIMIENTOS EFECTIVOS DE LOS TITULOS DE RENTA FIJA
AUTORIZADOS PARA OFRECERSE EN EL MERCADO DE
VALORES ECUATORIANO, 1981**

TITULO	Rendimiento Legal	Impuestos	Timbres	Rendimiento Efectivo ¹
A. Corto Plazo				
Bonos de Estabil. (1 año)	14 o/o	—	—	14,0 o/o
Acept. Bancarias (270 días)	9 o/o	—	—	9,0 o/o
Certif. Financieros (1 año)	10 o/o	8 o/o sobre rend. de 7 1/2 o/o	—	9,8 o/o
B. Mediano Plazo				
Obligaciones (2 años)	12 o/o	8 o/o	0,4 o/o	11,0 o/o
Certif. Financ. (3 años)	13 o/o	8 o/o sobre rend. de 7 1/2 o/o	—	12,6 o/o
C. Largo Plazo				
Obligaciones (10 años)	12 o/o	8 o/o	0,4 o/o	11,0 o/o
Céd. Hipot. (10 años)	15 o/o	8 o/o	0,5 o/o	13,7 o/o
Bonos de Garantía (10 años)	15 o/o	8 o/o	0,4 o/o	13,7 o/o
Bonos del Estado (5 y 10 años)	15 o/o	—	—	15,0 o/o

1 Se calcula de la siguiente manera:

RE = Rendimiento efectivo

RL = Rendimiento legal

t = Tasa impositiva = $i \div (1-t)$

i = Impuesto sobre los intereses percibidos por el inversor

ti = Timbres sobre la negociación del título

RE = $RL \times (1-t)$

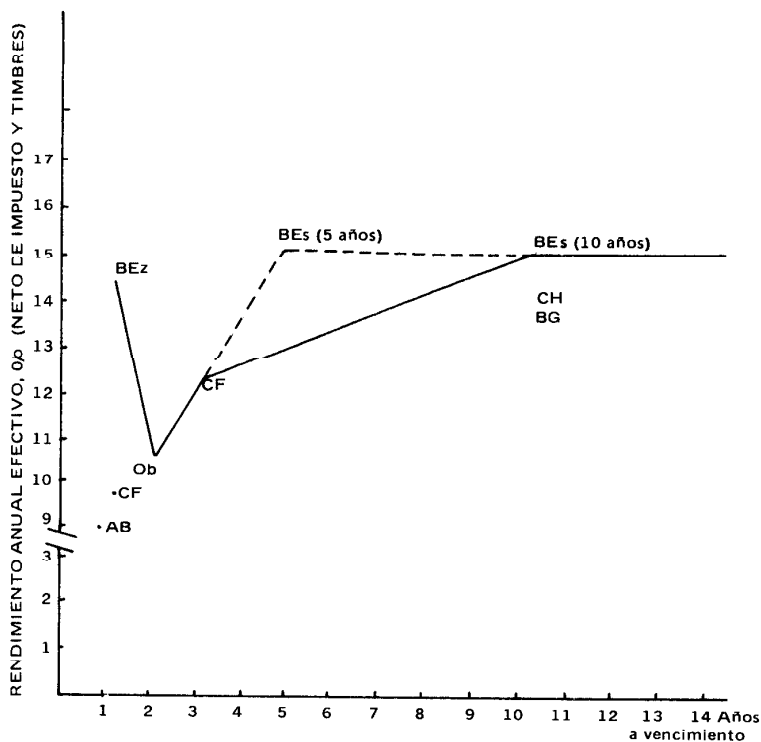
FUENTES: Cuadro 2.

"Ley de Timbres, Tasas Postales y Telegráficas", Corporación de Estudios y Publicaciones, actualizado a abril de 1980, Art. 41.

"Ley de Impuesto a la Renta", Corporación de Estudios y Publicaciones, actualizado a febrero de 1981".

ELABORACION: Asesoría de la Gerencia de Estudios Monetarios, Banco Central del Ecuador.

CUADRO 5

CURVA DE RENDIMIENTOS PARA EL
MERCADO ECUATORIANO, 1981

CODIGO: BEz == Bonos de Estabilización Monetaria
 CF == Certificados Financieros
 AB == Aceptaciones Bancarias
 Ob == Obligaciones
 BEs == Bonos del Estado
 CH == Cédulas Hipotecarias
 BG == Bonos de Garantía

NOTA: Para poder comparar los varios títulos, se asume que todos tienen iguales características de riesgo de incumplimiento de pago y de liquidez. Los únicos riesgos que varían son los de tasa de interés y de poder de adquisición que se supone varían directamente con el plazo del título.

FUENTE: Cuadro 4

ELABORACION: Asesoría de la Gerencia de Estudios Monetarios, Banco Central.

La curva también ayuda a explicar porqué hay una marcada preferencia por títulos del sector público. Además de que en algunos casos pueden ofrecer rendimientos nominales mayores, los títulos del sector público gozan de exención de todo impuesto y timbre. Esto les permite ofrecer mayores rendimientos efectivos que otros títulos del mismo plazo de vencimiento. Por ejemplo, se puede observar que Bonos del Estado de diez años ofrecen aproximadamente dos puntos y medio más de rendimiento que Cédulas Hipotecarias. Así mismo, los Bonos de Estabilización de un año plazo ofrecen casi cuatro puntos más de rendimiento que Certificados Financieros de un año plazo.

La última tendencia que se puede explicar con esta curva de rendimientos es la poca negociación de títulos de plazos mayor a diez años. Como se puede apreciar, la curva alcanza su máximo rendimiento efectivo para títulos del Estado de diez años plazo. Por lo tanto, un inversionista no tiene ningún incentivo para adquirir títulos de plazos mayores a diez años. Es más, como no hay una expresa prohibición, el Estado puede ofrecer títulos con el máximo de rendimiento a plazos inferiores a diez años. Una oferta de títulos del Estado de menor plazo, entonces, reduciría aún más el horizonte del inversionista. Esto se puede observar en el Cuadro 5 que muestra también la curva de rendimientos en el caso de que el Gobierno ofrezca bonos del Estado a cinco años plazo.

B. Los inversionistas institucionales

Otro factor decisivo en la demanda de valores en un mercado es la presencia de inversionistas institucionales. Como estos inversionistas son considerados los más fuertes en el mercado, cabe analizar hacia donde pueden dirigir sus fondos. El Cuadro 6 resume la demanda de valores legalmente autorizada hasta el momento para los inversionistas institucionales más importantes del país. Este cuadro ayuda a detectar algunos de los problemas en la demanda de valores.

Primeramente, se puede observar que la mayor parte de los recursos de estos inversores está legalmente dirigido a títulos de renta fija de largo plazo, es decir de plazos de más de cinco años. Algunas de estas inversiones, en títulos del sector público, tienen carácter de obligatorio. Sin embargo, como ya se mencionó anteriormente, un reducido volumen de estos recursos se colocan a plazos de más de diez años. Cabe mencionar también que, aunque la adquisición de Bonos del Banco Ecuatoriano de la Vivienda (BEV) y Títulos de la Corporación Financiera Nacional (CFN) es obligatoria para algunas instituciones, éstos nunca se han negociado en las Bolsas.

CUADRO 6

DEMANDA DE VALORES LEGALMENTE AUTORIZADA, POR INSTITUCIONES

Títulos	Inversores Institucionales	IESS	Compañías de Seguros	Banca Hipotecaria	Banca de Ahorro	Banca Comercial	Corporación Financiera Nacional	Compañías Financieras
Corto Plazo								
Bonos de Estabilización			X	X	X	X		X
Aceptaciones Bancarias								X
Mediano Plazo								
Obligaciones Privadas		X			X	X		X
Certificados Financieros								X
Largo Plazo								
Cédulas Hipotecarias		X	X	X ¹	X ¹	X	X ²	X
Bonos de Garantía		X	X ³	X	X	X	X ²	X
Bonos del Estado		X	Obligatorio	X ⁴	X	X	X	X
Bonos BEV		X	X		Obligatorio	Obligatorio ⁵		X
Títulos CFN		X	Obligatorio		X	X		X
Acciones								X
En General		X						
Almacenes Generales de Depósito				X	X	X		X
Comp. Financieras			X			X		
Autom. de Sistemas						X		
Bancos, Seguros, Reaseguros			X					

1 Solamente Cédulas Hipotecarias del mismo Banco.

2 Solamente aquellas Cédulas y Bonos emitidos por bancos con fines de desarrollo agropecuario e industrial.

3 Solamente de compañías financieras.

4 Solamente Bonos de Municipios.

5 Obligatorio solamente para bancos comerciales extranjeros.

FUENTES: "Ley General de Bancos", actualizado a enero 1981, Arts. 111, 165, 186 207.

"Ley de Compañías Financieras", actualizado a septiembre 1980, 4, 12.

"Ley General de Compañías de Seguros", actualizado a septiembre 1980, Arts. 30, 31.

"Ley del Banco de la Vivienda y Mutualistas", actualizado a junio 1980, Art. 10.

"Ley de la Corporación Financiera Nacional", diciembre 1977, Arts. 24, 29, 32.

"Reglamento General de Inversiones del IESS", actualizado al 12 de febrero de 1979, Art. 8.

Regulaciones de Junta Monetaria Nos. 661-73, 993-78.

ELABORACION: Asesoría de la Gerencia de Estudios Monetarios, Banco Central del Ecuador.

En segundo lugar, se puede notar que, en general, estas instituciones no pueden participar en el mercado de acciones. El Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social (IESS) sí puede hacerlo pero sólo hasta el 2 por ciento de sus inversiones¹⁸. Este relativo abandono del mercado de títulos de renta variable por parte de las instituciones ayuda a explicar porqué en 1980 el 99.8 por ciento de las operaciones de Bolsa fueron en títulos de renta fija.

Ciertas evidencias, además, señalan que algunos de estos inversores institucionales están sufriendo de determinada debilidad que está limitando su capacidad de ingresar al mercado de valores. Las compañías de seguros, por ejemplo, han experimentado en sus reservas una tasa de crecimiento compuesta anual de apenas 12.6 por ciento en términos nominales desde 1970 a 1979¹⁹. En términos reales, el crecimiento acumulativo anual fue -0.1 por ciento. Esta falta de crecimiento de las reservas, y la obligatoriedad de invertir en Bonos del Estado y Títulos de la CFN, sin duda han contribuido a que las compañías de seguros pierdan fuerza en el mercado de valores.

Otra muestra de debilitamiento de la presencia de los inversores institucionales en el mercado de valores es la negligencia por el IESS del mercado accionario. A pesar de que es uno de los pocos inversores institucionales que puedan participar activamente en el mercado accionario, sus inversiones en acciones decreció en términos reales a un ritmo anual de -0.8 por ciento²⁰. Esto se debe a la reforma al Reglamento General de Inversiones de febrero de 1979²¹ que limitó las inversiones del IESS en acciones al 2 por ciento del volumen total de inversiones, y que desde el año de 1974 se ha registrado un limitado interés en acciones²².

C. Información disponible para el público inversionista

La cantidad y calidad de información de que dispone el inversionista potencial es otro determinante importante de la demanda de valores en un mercado. El inversionista no sólo necesita contar con la información financiera apropiada antes de arriesgar su capi-

18 "Reglamentos y Normas del Seguro Social" Tomo I, Instituto Nacional de Previsión, Quito: Tercera Edición, 1970, páginas 14-16.

19 "Memoria 1979" Superintendencia de Bancos, Junio 1980, páginas 269, 270.

20 "Balances Generales al 31 de diciembre" IESS, 1970-1979.

21 Mediante Resolución No. 328 del Consejo Superior del IESS de fecha 12 de febrero de 1979.

22 Ver nota 20.

tal, sino que también necesita confiar que esa información esté de acuerdo con las regulaciones de una entidad reguladora independiente y, por lo tanto, refleja el verdadero estado financiero de la empresa en cuestión. En el Ecuador existen serios defectos en ambas partes.

Primeramente, en el Ecuador no existe una disposición legal que obligue a las sociedades anónimas a presentar información financiera completa al público inversionista, que no sean ya accionistas u obligacionistas de la entidad, aún en el caso de que la empresa esté ofreciendo algún título en el mercado. En el caso de sociedades anónimas controladas por la Superintendencia de Bancos, como son bancos privados, compañías financieras, compañías de seguros y de reaseguros, el público tiene acceso a los balances generales que no sólo deben ser publicados en la memoria anual del Superintendente, sino que también debe publicarse en la prensa nacional cuatro veces al año²³. Este no es el caso para las sociedades anónimas que son controladas por la Superintendencia de Compañías. El inversionista interesado en invertir en alguna sociedad anónima industrial o comercial no tiene acceso a ninguna información que la empresa presentara a la Superintendencia.

Actualmente la Superintendencia de Compañías exige información anual de cada compañía constituida que esté bajo su control. Además de recibir el Balance General Anual, la Superintendencia de Compañías recibe el Estado de la Cuenta Pérdidas y Ganancias, las memorias e informes, la nómina de los administradores (con nacionalidad), el informe de los comisarios, el Movimiento Financiero de Bienes y Servicios, el programa anual de inversión, el número de personal ocupado y las remuneraciones pagadas²⁴. Así mismo, la Superintendencia de Bancos dispone de información útil para el inversionista como los Balances Generales, "un estado de las entradas y los gastos, y de las ganancias y las pérdidas"²⁵. Este estado también indica cómo se distribuyeron las utilidades netas, las que se pusieron en las varias cuentas de reserva y el monto y el porcentaje de los dividendos declarados. Acceso a esta información, en parte o en su totalidad, podría ser muy útil para el inversor.

El segundo problema que se manifiesta en el país en cuanto

23 "Ley General de Bancos", Corporación de Estudios y Publicaciones, actualizado a enero de 1981, Arts. 36, 90.

24 "Ley de Compañías", Corporación de Estudios y Publicaciones, actualizado a enero de 1981, Art. 20; "Instructivo para llenar el Formulario de Estados Financieros y Anexos", Superintendencia de Compañías, Quito: abril de 1981.

25 "Ley General de Bancos", Art. 92.

a la información disponible para el inversionista, es la limitada confiabilidad de ella. Por esta dificultad, el problema de información no se resolvería simplemente aumentando la cantidad disponible. Aunque en la actualidad existen disposiciones generales obligatorias para presentar los estados financieros (como en la sección VI de la Ley de Compañías), no existe un manual de prácticas contables, con carácter obligatorio, a nivel nacional. Es más, ninguna sociedad anónima establecida en el país tiene la obligación de presentar el informe objetivo e imparcial de un auditor externo; a bancos sólo se la exige tener un auditor interno y a las demás sociedades anónimas sólo un comisario²⁶.

El manual de prácticas contables debería ser una colección de resoluciones de algún órgano regulador, que constantemente esté revisando y actualizando las prácticas contables con el objeto de normar la información suministrada a las entidades estatales y al sector público. De esta manera se eliminarían los casos, que sí se han dado, de que empresas presenten estados financieros distintos a las varias entidades estatales (Ministerio de Finanzas, Superintendencia de Compañías), lo que resta confiabilidad a la información que obtiene el inversionista.

D. Incentivos y desincentivos especiales

Otro factor importante en la determinación de la demanda de valores es la existencia de incentivos y desincentivos a la demanda. Estos usualmente toman la forma de un tratamiento tributario preferencial o discriminatorio. En el Ecuador existen tres mecanismos de incentivo, todos esquemas tributarios, que dirigen la demanda de valores hacia ciertos tipos de títulos, y, por definición, lo distancian de otros.

En primer lugar, el Estado ecuatoriano ha usado concientemente el sistema tributario para orientar la demanda hacia sus títulos mediante la exoneración total de impuestos a la renta sobre los intereses percibidos, además de la exoneración de pago de timbres por la negociación de sus títulos, que debe pagar el comprador-inversionista²⁷. Este mecanismo, usado exitosamente por muchos Estados del mundo, no sólo crea una demanda para los títulos del Estado, sino que también le permite al Estado abaratar los costos

26 "Ley General de Bancos", Art. 102, "Ley de Compañías", Art. 316.

27 "Ley de Impuesto a la Renta", Art. 38, literal 11); "Ley de Timbres y de Tasas Postales y Telegráficas", "Corporación de Estudios y Publicaciones, actualizado a abril de 1980, Art. 42, literal IV.

de servicio de la deuda interna, ya que dada una igualdad de condiciones, puede ofrecer títulos a tasas de interés inferiores a otros títulos cuya renta es imponible.

El sistema ecuatoriano, en segundo lugar, concede el incentivo de imposición parcial a las rentas de ciertos otros títulos. Como se puede observar en el Cuadro 4, la renta de Certificados Financieros sólo paga 8 por ciento por impuestos, y únicamente sobre el rendimiento mayor a 7.5 por ciento anual. Además, existe otro grupo de títulos de renta fija (Obligaciones, Cédulas Hipotecarias y Bonos de Garantía) cuya renta paga solamente el 8 por ciento por impuestos.

Estos incentivos tributarios, de exención total y parcial de impuestos a la renta, dirigen la demanda hacia títulos de renta fija y los distancian de los títulos de renta variable, o acciones. Los títulos de renta variable forman el tercer nivel de este sistema de incentivos tributarios ya que pagan todo el impuesto correspondiente sin ninguna exención. Es más, la Ley ecuatoriana impone una carga tributaria a las acciones del 50 por ciento de su rendimiento, y de casi el 70 por ciento de su rendimiento si las acciones fueran vendidas con una ganancia. Esta carga impositiva se desglosa de la siguiente manera: la empresa que, paga un 20 por ciento sobre las utilidades distribuidas; el inversionista, que recibe los dividendos paga hasta un 30 por ciento; y, si existen ganancias de capital sobre la venta de las acciones, el vendedor, que debe pagar un 18 por ciento más²⁸. Este esquema implica que, suponiendo que el 100 por ciento de las utilidades de una empresa son distribuidas a sus accionistas, éstos tendrían un retorno a su inversión de sólo el 20.7 por ciento anual²⁹. Si la empresa distribuye el 80 por ciento de sus utilidades, el retorno a los accionistas sería apenas el 16.6 por ciento anual. Estos bajos rendimientos influyen en la reducida demanda por acciones.

Por último, debe mencionarse la existencia en el país de un desincentivo a la compra de acciones que es muy común en otros países: la doble imposición a las utilidades empresariales que son distribuidas en forma de dividendos. En el Ecuador las utilidades distribuidas pagan hasta el 50 por ciento en impuestos: 20 por ciento la empresa y hasta 30 por ciento el accionista. Esto crea un fuerte desaliento al accionista potencial.

28 "La Ley de Impuesto a la Renta", Arts. 35, 63, 64, 66, 74; "Reglamento de la Ley de Impuesto a la Renta", Art. 48.

29 Usando la cifra de 1979 de que, en promedio, las empresas obtuvieron una rentabilidad de 41.4 por ciento sobre el capital pagado. Ver nota 11.

V RESUMEN DE LOS PROBLEMAS Y CONCLUSIONES

Este estudio empezó con un análisis de la estructura del mercado de valores ecuatoriano para determinar las tendencias que exhibía el mercado y procedió a analizar las tendencias. El propósito fue buscar los problemas estructurales del mercado ecuatoriano que estaban causando las tendencias exhibidas. A continuación se presenta, en forma resumida, los problemas principales que están afectando tanto la oferta como la demanda de valores.

En cuanto a la oferta de valores en el país, se encontraron varios problemas:

- a. Sólo existe un título de renta fija que legalmente puede ofrecerse a plazos mayores a diez años, Cédulas Hipotecarias. Sin embargo, estos títulos, que pueden ofrecerse hasta 50 años plazo, no se han negociado en los últimos años a plazos mayores de diez años. Por lo tanto, el mercado no ofrece un título para el inversor institucional que desee, y pueda, invertir a plazos de 20 ó 30 años.
- b. No existe la demanda que incentive a ofertar títulos a plazos mayores a diez años ya que la tasa de interés máxima, de 15 por ciento anual, se nivela en ese plazo. Es decir, la tasa máxima es la misma para cualquier título de diez años o más de plazo. El inversionista nacional, en estas circunstancias, prefiriere el plazo más corto, el de diez años.
- c. La estructura de tasas de interés del Ecuador no permite reconocer un premio por riesgos adicionales a un título cuyo plazo sea similar al de otro título pero cuyo riesgo sea mayor. Además, la estructura de tasas de interés presenta casos perversos en que los títulos que tienen más riesgo se ofertan con menores rendimientos. Estos problemas obligan al inversionista racional a escoger los títulos de menor riesgo, los del Estado.
- d. La estructura de tasas de interés del país no es lo suficientemente flexible para permitir que los títulos de renta fija ofrezcan rendimientos reales positivos en tiempos de alta inflación. Esto ha causado una resistencia por parte de los inversionistas a comprar títulos de renta fija, lo que ha incidido en precios bajos para estos títulos y, por lo tanto, en la oferta baja.
- e. El número de sociedades anónimas inscritas para negociar sus acciones en las Bolsas es bastante reducido. Están inscritas apenas 21 de 2.685 compañías anónimas, 5 de 27 bancos y 3

de 9 financieras.

- f. Se estima que apenas el 8 por ciento de las acciones de empresas se negocian por las Bolsas.
- g. En el Ecuador es bastante más económico para las empresas financiar su crecimiento mediante endeudamiento que mediante la emisión de acciones. Es más, en tiempos de alta inflación como los actuales, la alternativa de endeudamiento es gratuita o subsidiada.
- h. La estructura de propiedad de las empresas del país permanece bastante cerrada. Aunque ha habido una tendencia desde 1975 a abrir las empresas a más accionistas, la apertura ha sido mínima: mientras en 1975 había un promedio de 8.3 accionistas por compañía anónima, en 1978 el promedio era 11.0.
- i. No existe ninguna legislación que incentive la apertura de sociedades anónimas y la negociación de las acciones por la Bolsa.

En lo que se refiere a la demanda de valores, se puede destacar lo siguiente:

- a. La estructura de tasas de interés del país, y las exenciones de impuestos y timbres para ciertos títulos, castiga con rendimientos efectivos inferiores al inversionista que invierte a plazos mayores a un año. El principal causante de esta distorsión es el Bono de Estabilización Monetaria que, con un rendimiento efectivo autorizado de 14 por ciento anual, sobrepasa a todo otro título de renta fija con la excepción de Bonos del Estado.
- b. La Junta Monetaria fija los rendimientos en términos *nominales* pero el mercado escoge entre los títulos tomando en cuenta rendimientos *efectivos*, los rendimientos netos de impuestos y timbres. Esto lleva a una competencia injusta entre títulos del sector público y aquellos del sector privado ya que cuando se fija la misma tasa nominal máxima a títulos de los dos sectores, el rendimiento efectivo favorece a título del sector público.
- c. Hay una competencia injusta entre títulos de renta fija del sector público y del sector privado. Los inversionistas prefieren los valores del sector público ya que éstos ofrecen no sólo mayores rendimientos efectivos sino también menor riesgo. El rendimiento es mayor en un 20 - 40 por ciento.
- d. La estructura de tasas de interés vigente no permite que títulos del sector privado, que tienen mayor riesgo, ofrezcan ma-

yores rendimientos para compensar el riesgo. Si pudieran ofertar mayores rendimientos, mediante la autorización de tasas superiores para títulos del sector privado o la legislación de "spreads", entonces sí se pudiera ofrecer al público inversionista una auténtica, y justa, alternativa: títulos del sector público con menor rendimiento pero de menor riesgo, o títulos del sector privado de mayor rendimiento pero también de mayor riesgo.

- e. Ya que el máximo rendimiento efectivo en títulos de renta fija se alcanza con títulos de diez años plazo, un inversionista no tiene ningún incentivo para invertir en títulos de más largo plazo. Por lo tanto, el mercado de valores ecuatoriano tiene muy poca profundidad.
- f. No existen muchos inversionistas institucionales fuertes en el mercado ecuatoriano, es decir instituciones que se caractericen por ingresos inmediatos y egresos a muy largo plazo.
- g. La mayor parte de los recursos de los inversores institucionales están legalmente dirigidos a títulos de renta fija de largo plazo. Sin embargo, el mercado ni ofrece ni da incentivos (mediante mayores rendimientos) para que estos inversores inviertan a plazos más largos, a pesar de estar en capacidad de hacerlo.
- h. Estos inversores institucionales no pueden participar mayormente en el mercado de acciones, lo que ayuda a explicar la marginación de éste. Si bien es cierto que algunas de estas instituciones deben manejarse con el máximo de seguridad para sus fondos, no es necesario eliminarlos del mercado accionario. Se podría legislar su participación en el mercado accionario, eliminando cualquier comportamiento especulativo, indicando que solo pueden invertir en las acciones de las empresas más conocidas, más fuertes financieramente y que paguen dividendos consistentemente, las llamadas "blue chip stocks".
- i. Hay evidencias de un debilitamiento de las compañías de seguros como inversionistas institucionales. Se debe investigar la razón de esto.
- j. Hacen falta instituciones inversoras que puedan invertir asumiendo varios niveles distintos de riesgo.
- k. La cantidad de información disponible para el público inversionista es bastante deficiente actualmente. No existen disposiciones legales que obliguen a las sociedades anónimas a presentar información financiera completa al público inversionista.

ta aún en el caso de que estén ofreciendo algún título para la venta en el mercado.

- l. Además, la poca información que sí es disponible es poco confiable ya que no existe un único formulario, un organismo regulador, un manual de prácticas contables autorizadas y la obligatoriedad de presentar un informe de un auditor externo que regulen la presentación de estados financieros a las varias entidades estatales y al público inversionista. Además, no existe la facultad legal para que las varias entidades estatales puedan cruzar libremente entre ellas la información de las múltiples empresas del país. Lo que se busca es proteger los intereses del público y del Gobierno, evitando que se repitan casos en que empresas presentan estados financieros distintos a diferentes personas o entidades.
- m. El sistema de incentivos tributarios del país para guiar la demanda de valores ecuatoriana es de tres niveles: total exención de impuesto a la renta para títulos del Estado; exención parcial para los otros títulos de renta fija; e imposición completa a los títulos de renta variable, o acciones. Entonces a la vez que el sistema favorece inversiones en títulos de renta fija del Estado, discrimina en contra de acciones.
- n. Además de discriminar tributariamente en contra de acciones, la Ley ecuatoriana le impone una carga bastante alta. Entre el impuesto a la renta y de ganancias de capital, las acciones tienen una carga tributaria de cerca del 70 por ciento de su rendimiento.
- o. En el Ecuador existe otro desincentivo a la compra de acciones: la doble imposición a las utilidades distribuidas pagan hasta el 50 por ciento de impuestos (20 por ciento la empresa y hasta 30 por ciento el accionista) mientras que las utilidades no distribuidas pagan sólo el 20 por ciento.

VI RECOMENDACIONES.- ALGUNAS MEDIDAS PARA DESARROLLAR EL MERCADO DE VALORES

Como se mencionó al inicio de este estudio, el Ecuador se encuentra en un quinquenio cuyo Plan de Desarrollo intenta hacer grandes transformaciones estructurales, transformaciones que requieren de fuertes inversiones. Para lograr canalizar el ahorro interno hacia estas inversiones se necesita de un mercado de valores activo y eficaz. Esta necesidad, que el Plan de Desarrollo actual sitúa como un objetivo, debe comenzar a desarrollarse inmediata-

mente tomando las medidas necesarias para superar los problemas estructurales del mercado de valores actual. Estas medidas se podrían tomar en tres etapas: acciones inmediatas, dentro del primer año, tendientes a eliminar los obstáculos principales al desarrollo del mercado de valores; acciones a mediano plazo, años 2 y 3, tendientes a crear la infraestructura organizacional y legal; y acciones a largo plazo, años 4 y 5, tendientes a apoyar y dar profundidad al mercado primario y secundario.

a. Acciones Inmediatas

1. Explorar la manera de reformar la Resolución JM-052-BEM del 10. de abril de 1981 dictada por Junta Monetaria que autoriza al Banco Central a negociar Bonos de Estabilización Monetaria de un año plazo con un rendimiento efectivo del 14 por ciento anual. Como se puede observar en el Cuadro 5, la negociación de este título en estas condiciones distorsionará totalmente la relación rendimiento-riesgo que representa la curva de rendimientos y significará una mayor concentración de inversión en este instrumento de corto plazo.
2. Reglamentar la Resolución No. 1.123-81 del 18 de marzo de 1981 de Junta Monetaria que revisó el sistema de tasas de interés para que *todo* título que pague el 15 por ciento anual sea de un plazo *mínimo* de diez años. Esta medida evitaría que el Estado se apodere del mercado para títulos del sector privado ofreciendo títulos del 15 por ciento a plazos inferiores de los que pueden ofrecer éstos. El objeto es proteger al mercado de una presencia masiva de títulos del Estado que desalentaría la oferta de títulos del sector privado.
3. Permitir que títulos del sector privado, que no pueden competir con los del Estado en cuanto a riesgo, compitan en igualdad de condiciones en cuanto a rendimiento. Esta reforma se haría autorizando a que las tasas máximas fijadas para Bonos de Garantía y de Prenda y Cédulas Hipotecarias sean tasas *efectivas*, o netas.
4. Abrir el mercado de valores para plazos mayores a diez años permitiendo que los varios títulos actualmente en existencia se oferten a plazos mayores y señalando rendimientos mayores para éstos.
5. Aumentar la cantidad de información disponible para el inversionista potencial haciendo obligatorio el suministro de cierta información mínima para empresas que quieran ofertar

sus valores en el mercado. Además, se podría dar acceso al público a cierta información mínima que reciben las Superintendencias de Compañías y de Bancos.

6. Incentivar la negociación de títulos por las Bolsas organizadas mediante algún incentivo fiscal. En México, por ejemplo, el incentivo es la exoneración del impuesto a las ganancias de capital para títulos negociados por la Bolsa³⁰
7. Fomentar la oferta de acciones, por la Bolsa, usando algún incentivo fiscal como la exoneración del impuesto a las ganancias de capital mencionado en el punto anterior. Además, se podría atar algunos beneficios estatales ya existentes a la apertura de las sociedades anónimas. Esta medida ya está contemplada, por ejemplo, para los incentivos de fomento industrial. En el proyecto de nueva Ley de Fomento Industrial, se establece como un criterio para conceder las distintas clasificaciones, la democratización del capital de las empresas. Se beneficiarían, por ejemplo, compañías anónimas o de economía mixta cuyo 60 por ciento, o más, de su capital pertenezca a 100 o más accionistas quienes individualmente no poseen más del 4 por ciento del capital social de la compañía³¹.
8. Apoyar la demanda de acciones usando medidas como deducciones del impuesto a la renta de un porcentaje del valor que el inversionista tenga en acciones³². Además, se podría eliminar o reducir las prohibiciones de invertir en acciones que actualmente están en vigencia para los inversionistas institucionales.

b. Acciones a mediano plazo

1. Revisar el sistema de tasas de interés estableciendo una relación positiva entre el rendimiento y el riesgo de los varios títulos que se pueden ofertar en el mercado de valores. El nuevo sistema podría establecer márgenes ("spreads") que los tí-

30 "El Panorama Actual del Mercado Mexicano de Valores". Conferencia dictada por el Lic. Silverio Aranda, Primer Vicepresidente de la Comisión Nacional de Valores de México, en el Seminario "Experiencias Latinoamericanas sobre el Desarrollo del Mercado de Valores" organizado por la Superintendencia de Compañías, Quito, 21 de abril de 1981.

31 "Proyecto de nueva Ley de Fomento Industrial", Séptima Versión, Abril de 1981. (Documento reservado del Ministerio de Industrias, Comercio e Integración), página 42.

32 Ver nota 30.

tulos puedan ofrecer por riesgos adicionales, sean éstos debido a plazos mayores o a la solidez financiera del emisor del título.

2. Explorar la manera de unificar o coordinar las actividades de las dos Bolsas del país para elevar a nivel nacional una información de Bolsa única o coordinada. Esta unificación permitiría mejorar las condiciones de negociación de varios títulos a nivel nacional, aumentar el número de participantes (compradores y vendedores) en el mercado nacional; y llegar a pequeñas ciudades con una sólo información mediante interconexión electrónica.
3. Crear una "Comisión Nacional de Valores", que promocioe, vigile y controle la negociación de valores a nivel nacional. Entre sus funciones de regulador, este organismo tendría a su cargo la regulación de la cantidad y calidad de la información disponible para el inversionista.
4. Reformar la Ley de Compañías para que haya una mayor distinción entre los beneficios de una compañía limitada y una compañía anónima, buscando que la concesión de los beneficios para una compañía anónima sea más selectiva. Así, por ejemplo, se podría exigir que para que una empresa mantenga su clasificación de compañía anónima, debería mantener un mercado activo de sus acciones en las Bolsas del país.
5. Fomentar la oferta de acciones mediante la expedición de una Ley de Sociedades Anónimas de Capital Abierto, cuya administración estaría a cargo de la Comisión de Valores, para reglamentar los incentivos para este tipo de sociedades anónimas. Brasil dispone de un modelo interesante para este tipo de Ley³³.

c. Acciones a largo plazo

1. Fomentar la creación de nuevos inversionistas institucionales que puedan canalizar ahorros del público hacia títulos de varios niveles de riesgo. México y Brasil hicieron ésto mediante la creación de "Fondos" que captan ahorros voluntarios, aho-

33 "El Desarrollo del Mercado de Valores Mobiliarios: La Experiencia del Brasil", conferencia dictada por el Dr. Francisco Gross, Director de la Comisión de Valores Mobiliarios del Brasil, en el Seminario "Experiencias Latinoamericanas sobre el Desarrollo del Mercado de Valores", organizado por la Superintendencia de Compañías, Quito, 20 de abril de 1981.

ros obligatorios y montos que el público puede dirigir a los Fondos en vez de pagar impuestos al Fisco³⁴, y los dirigen exclusivamente a inversiones en la Bolsa.

2. Fomentar la actividad de instituciones en “hacer mercado” para acciones. Esta actividad de “underwriting” es fundamental para estimular la oferta de valores.
3. Expedir una Ley de Fomento de Mercados de Capital, cuya administración estaría a cargo de la Comisión Nacional de Valores, para que organice el mercado y regule los varios incentivos mencionados en los dos puntos anteriores y otros mecanismos que se crea conveniente establecer.
4. Crear líneas de crédito de Fondos Financieros para los bancos que conceden crédito a inversores en el mercado, primario o secundario, de valores.

34 Ver notas 30 y 33.

BIBLIOGRAFIA

- Banco Central del Ecuador, "Memoria 1975", Quito.
- Banco Central del Ecuador, "Boletín-Anuario No. 3", Quito, 1980.
- Banco Central del Ecuador, "Vocabulario Explicativo Utilizado en la Banca Central del Ecuador", por el Dr. Gonzalo Muirragui, Quito, 1980.
- Bolsa de Valores de Guayaquil, C.A., "Informes y Estados Financieros al 31 de diciembre de 1979", Guayaquil, 1980.
- Bolsa de Valores de Quito, C.A., "Informes y Memoria Anual 1979", Quito, 1980.
- Bolsa de Valores de Quito C.A., "Informes y Memoria Anual 1980", Quito, 1981.
- Bolsa de Valores de Quito, C.A., "La Bolsa de Valores y el Mercado de Capitales", Quito, 1974.
- Bolsa de Valores de Quito, C.A., "Boletín de la Bolsa de Valores de Quito: Cotización del Día", Quito, 20 de abril de 1981.
- Brigham, Eugene F., "Financial Management: Theory and Practice", The Dryden Press, Inc., Hinsdale, Illinois, 1977.
- El Comercio, "Ampliarán Mercado de Valores", Año LXXVI, No. 27.870, miércoles 22 de abril de 1981, primera página.
- Consejo Superior del Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social, "Resolución No. 328, Reformas al Reglamento General de Inversiones", Quito, 12 de febrero de 1979.
- Corporación de Estudios y Publicaciones, "Ley del Seguro Social Obligatorio", Quito, mayo de 1977.
- Corporación de Estudios y Publicaciones, "Ley de Compañías", Quito, actualizado a enero de 1981.
- Corporación de Estudios y Publicaciones, "Ley de Impuesto a la Renta y Reglamento", Quito, actualizado a febrero de 1981.
- Corporación de Estudios y Publicaciones, "Ley de Compañías Financieras", Quito, actualizado a septiembre de 1980.
- Corporación de Estudios y Publicaciones, "Ley de Timbres, Tasas Postales y Telegráficas", Quito, actualizado a abril de 1980.

- Corporación de Estudios y Publicaciones, "Ley General de Bancos", Quito, actualizado a enero de 1981.
- Corporación de Estudios y Publicaciones, "Ley General de Compañías de Seguros", Quito, actualizado a septiembre de 1980.
- Corporación de Estudios y Publicaciones, "Ley de Banco de la Vivienda y Mutualistas", Quito, actualizado a junio de 1980.
- Corporación Financiera Nacional, "Ley de la Corporación Financiera Nacional", Quito, 29 de diciembre de 1977.
- Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas, "Por qué 100 Empresas Líderes No Cotizan en Bolsa . . . ? por Adela Elizalde, Alejandra de Irigaray, y Santiago Ardissonne, Buenos Aires, marzo de 1977.
- Helfert, Erich A., "Techniques of Financial Analysis", Richard D. Irwin, Inc., Homewood, Illinois, Fourth Edition, 1977.
- Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social, "Nuestra Meta: Protección Integral del Hombre", (Publicación conmemorativa del Cincuentenario del IESS), Quito, 1979.
- Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social, "Boletín-Estadístico: 1978", Quito, 1979.
- Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social, "Balances Generales al 31 de Diciembre", 1970-1979.
- Instituto Nacional de Previsión, Departamento de Investigación Social y Publicaciones, "Reglamentos y Normas del Seguro Social", Tomo I, Quito, Tercera Edición, 1970.
- Junta Monetaria, "Regulaciones Nos. 1123-81; 993-78; 755-75; 661-73; JM-052-BEM", Quito.
- Ministerio de Industrias, Comercio e Integración, "Proyecto de Nueva Ley de Fomento Industrial", (Documento reservado del MICEI), Séptima Versión, febrero de 1981.
- República del Ecuador, "Plan Nacional de Desarrollo del Gobierno Democrático, 1980-1984", 1980.
- República del Ecuador, "Decreto No. 733" del 22 de agosto de 1975, publicado en el Registro Oficial No. 878 del 29 de agosto de 1975.
- Superintendencia de Bancos, "Memoria 1979", Quito, Junio de 1980.
- Superintendencia de Compañías, "Instructivo para Llenar el For-

mulario de Estados Financieros y Anexos", Quito, abril de 1981.

Superintendencia de Compañías, "Informe de Labores, agosto 1979-1980", Quito, 1980.

Superintendencia de Compañías, "El Desarrollo del Mercado de Valores Mobiliarios: La Experiencia del Brasil", Conferencia dictada por el Dr. Francisco Gross, Director de la Comisión de Valores Mobiliarios del Brasil, en el Seminario "Experiencias Latinoamericanas sobre el Desarrollo del Mercado de Valores", organizado por la Superintendencia, Quito, 20 de abril de 1981.

Superintendencia de Compañías, "El Panorama Actual del Mercado Mexicano de Valores", Conferencia dictada por el Lcdo. Silvino Aranda, Primer Vicepresidente de la Comisión Nacional de Valores de México, en el Seminario "Experiencias Latinoamericanas sobre el Desarrollo del Mercado de Valores", organizado por la Superintendencia, Quito, 21 de abril de 1981.

ANEXO 1

BOLSA DE VALORES DE QUITO C.A.
VOLUMEN DE OPERACIONES POR CLASE DE TITULOS

Año: 1970

—En sucres —

TITULOS	Valor	Valor	Cotización Promedia	Partic. Porcentual	
	Nominal	Efectivo		Valor Nominal	Valor Efectivo
Cédulas Hipotecarias					
Bancarias	15.195.000	14.757.081	97.12	36.62	42.59
Bonos Comunes del Estado	23.527.000	16.656.230	70.80	56.70	48.07
Certificados de Abono Tributario	58.043	56.210	96.84	0.14	0.16
Obligaciones	400.000	400.000	100.00	0.96	1.15
Acciones	1.900.930	2.365.681	124.45	4.58	6.83
Certificados de Producción	415.623	415.623	100.00	1.00	1.20
TOTAL GENERAL	41.496.596	34.650.825	83.50	100.00	100.00

FUENTE: Bolsa de Valores de Quito C.A. — Boletín Estadístico

ELABORACION: Gerencia de Estudios Monetarios — Departamento de Mercado de Capitales.

ANEXO 2

**BOLSA DE VALORES DE QUITO C.A.
VOLUMEN DE OPERACIONES POR CLASE DE TITULOS**

Año: 1971

—En sucres —

TITULOS	Valor Nominal	Valor Efectivo	Cotización Promedia	Partic. Porcentual	
				valor Nominal	valor Efectivo
Cédulas Hipotecarias					
Bancarias	34.907.500	34.315.633	98.30	18.39	22.75
Bonos Comunes del					
Estado	127.572.000	86.963.397	68.17	67.20	57.66
Certificados de Abono					
Tributario	3.881.276	3.762.979	96.95	2.05	2.50
Acciones	10.573.250	12.870.790	121.73	5.57	8.53
Obligaciones	8.530.000	8.521.900	99.91	4.49	5.65
Certificados Cuotas de					
Café	2.226.521	2.226.521	100.0	1.17	1.48
Opciones	1.654.826	1.654.827	100.0	0.87	1.10
Puestos de Bolsa	205.000	205.000	100.0	0.11	0.14
Certificados de					
Producción	<u>292.250</u>	<u>292.250</u>	100.0	<u>0.15</u>	<u>0.19</u>
TOTAL GENERAL	189.842.623	150.813.297	79.44	100.00	100.00

FUENTE: Bolsa de Valores de Quito C.A. — Boletín Estadístico

ELABORACION: Gerencia de Estudios Monetarios — Departamento de Mercado de Capitales.

ANEXO 3

BOLSA DE VALORES DE QUITO C.A.
VOLUMEN DE OPERACIONES POR CLASE DE TITULOS

Año: 1972

— En sucres —

TITULOS	Valor Nominal	Valor Efectivo	Cotización Promedia	Partic. Porcentual	
				Valor Nominal	Valor Efectivo
Cédulas Hipotecarias					
Bancarias	36.057.200	35.843.060	99.41	10.61	12.86
Bonos Comunes del					
Estado	224.444.525	172.713.765	76.95	66.05	61.98
Certificados de Abono					
Tributario	2.214.366	2.088.202	94.30	0.65	0.75
Pagarés del Estado	49.495.327	39.251.635	79.30	14.57	14.09
Obligaciones L.I.F.F.	3.330.000	3.278.600	98.46	0.98	1.18
Bonos de COFIEC	9.420.000	9.420.000	100.00	2.77	3.38
Acciones	7.874.100	9.124.478	115.88	2.32	3.27
Certificados Cuotas de					
Café	6.950.293	6.950.293	100.00	2.05	2.49
TOTAL GENERAL	339.785.811	278.670.033	82.01	100.00	100.00

FUENTE: Bolsa de Valores de Quito C.A. — Boletín Estadístico

ELABORACION: Gerencia de Estudios Monetarios — Departamento de Mercado de Capitales.

ANEXO 4

**BOLSA DE VALORES DE QUITO C.A.
VOLUMEN DE OPERACIONES POR CLASE DE TITULOS**

Año: 1973

—En sures —

TITULOS	Valor Nominal	Valor Efectivo	Cotización Promedia	Partic. Porcentual	
				valor Nominal	valor Efectivo
Cédulas Hipotecarias					
Bancarias	62.009.500	62.029.276	100.03	5.33	5.91
Bonos Comunes del Estado	426.258.551	339.302.307	79.60	36.62	32.31
Bonos de Estabili- zación Monetaria	590.505.000	569.250.015	96.40	50.73	54.21
Certificados de Abono Tributario	21.614.502	20.893.171	96.66	1.86	1.99
Pagarés del Estado	39.718.408	32.277.278	81.27	3.41	3.07
Letras de Cambio	3.000.000	2.825.000	94.17	0.26	0.27
Obligaciones	13.781.000	13.843.500	100.45	1.18	1.32
Acciones	<u>7.040.130</u>	<u>9.713.584</u>	137.97	<u>0.61</u>	<u>0.92</u>
TOTAL GENERAL	1.163.927.091	1.050.134.131	90.22	100.00	100.00

FUENTE: Bolsa de Valores de Quito C.A. — Boletín Estadístico

ELABORACION: Gerencia de Estudios Monetarios — Departamento de Mercado de Capitales.

ANEXO 5

**BOLSA DE VALORES DE QUITO C.A.
VOLUMEN DE OPERACIONES POR CLASE DE TITULOS**

Año: 1974

—En sucres —

TITULOS	Valor	Valor	Cotización Promedia	Partic. Porcentual	
	Nominal	Efectivo		Valor Nominal	Valor Efectivo
Cédulas Hipotecarias					
Bancarias	112.125.500	113.111.584	100.88	8.60	9.29
Bonos de Tesorería	459.182.000	407.492.573	88.74	35.22	33.46
Bonos Otros	197.104.000	174.233.297	88.40	15.12	14.31
Bonos de Estabili- zación Monetaria	436.220.000	423.526.581	97.09	33.46	34.78
Certificados de Abono					
Tributario	25.765.435	25.116.217	97.48	1.98	2.06
Pagarés del Estado	14.036.546	11.702.747	83.37	1.08	0.96
Notas de Crédito	673.523	625.951	92.94	0.05	0.05
Letras de Cambio	1.419.205	1.236.145	87.10	0.11	0.11
Obligaciones	48.911.000	49.449.608	101.10	3.75	4.06
Acciones	8.184.040	11.237.490	137.31	0.63	0.92
TOTAL GENERAL	1.303.621.249	1.217.732.193	93.41	100.00	100.00

FUENTE: Bolsa de Valores de Quito C.A. — Boletín Estadístico

ELABORACION: Gerencia de Estudios Monetarios — Departamento de Mercado de Capitales.

BOLSA DE VALORES DE QUITO C.A.
VOLUMEN DE OPERACIONES POR CLASE DE TITULOS
Año: 1975
-En sucres-

TITULOS	Entidad Emisora	Valor		Cotización Promedio	Partic. Porcentual		V.E.	V.N.
		Nominal	Efectivo		Valor Nominal	Valor Efectivo		
Cédulas Hipotecarias Bancarias	Filantrópica	185.000	183.206	9903	0.14	0.14		
	CIT bank	29.121.100	28.907.842	9927	22.40	22.89		
	Pichincha	25.873.000	25.690.453	9929	19.90	20.35		
	Popular	32.276.700	31.179.910	9650	24.82	24.69		
	Previsora	5.797.000	5.200.419	8971	4.46	4.12		
	Pacifico	28.280.000	26.597.200	9405	21.75	21.06		
	América	2.230.000	2.270.075	10180	1.72	1.80		
	Internacional	4.960.000	5.009.600	10100	3.81	3.97		
	Guayaquil	80.000	75.100	9387	0.06	0.06		
	Crédito Hipotecario	60.000	56.400	9400	0.05	0.04		
	Territorial	105.000	101.431	9660	0.08	0.08		
	Descuento	10.000	9.550	9550	0.01	0.01		
	Industrial y Comercial	220.000	220.400	10027	0.17	0.17		
	Continental	800.000	752.400	9400	0.61	0.60		
	Azuay	20.000	19.400	9700	0.02	0.02		
	Subtotal	130.017.800	126.273.186	9712	100.00	100.00	9.45	9.19
Bonos Comunes del Estado Bonos Municipales Bonos Ahorro Nacional Bonos Calificados Bonos Dólares Bonos de la Reforma Agrar.	Gobierno Nacional	324.565.600	281.667.129	8678	47.49	45.70		
	Gobierno Nacional	30.850.000	117.999.413	9018	19.15	19.15		
	Gobierno Nacional	126.110.000	118.543.400	9400	18.45	19.24		
	Gobierno Nacional	76.562.000	76.562.000	10000	11.20	12.42		
	Gobierno Nacional	10.118.400	9.316.492	9207	1.48	1.51		
	Gobierno Nacional	15.272.000	12.185.560	7979	2.23	1.98		
	Subtotal	683.478.000	616.274.594	9017	100.00	100.00	46.12	48.32
Bonos Estabiliz. Monet. Certificados Ab. Trib.	Banco Central	423.995.000	411.141.963	9697	90.31	90.27		
	Banco Central	45.475.838	44.331.972	9748	9.69	9.73		
	Subtotal	469.470.838	455.473.935	9702	100.00	100.00	34.08	33.19

Continuación							
Ministerio Finanzas	56.161	52.791	94.00	100.00	100.00	0.00	0.00
LIFE	14.359.320	13.520.656	9416	100.00	100.00	1.01	1.01
Pagarés en sures	13.543.181	10.447.659	7714	100.00	100.00	0.78	0.96
Letras de Cambio	29.835.000	29.886.300	10017	35.97	36.43		
COFIEC	3.120.000	3.151.200	10100	3.76	3.84		
LIFE	50.000.000	49.000.000	9800	60.27	59.73		
La Internacional							
Subtotal	82.955.000	82.037.500	9889	100.00	100.00	6.14	5.86
Opciones							
Certif. de Dep. Plazo Fijo							
Acciones							
Bco. del Pichincha	643.500	276.705	4300	100.00	100.00	0.02	0.05
Bco. del Pacifico	485.000	465.600	9600	100.00	100.00	0.04	0.03
La Internacional	7.727.220	11.474.922	14850	39.40	36.38		
Bco. del Pichincha	1.022.900	1.493.434	14600	5.22	4.74		
Bco. del Pacifico	384.000	771.840	20100	1.96	2.45		
Bco. La Previsora	1.040.700	999.072	9600	5.31	3.17		
Bco. Popular	2.101.300	2.311.430	11000	10.71	7.33		
Bco. de Préstamos	2.066.200	2.448.447	11850	10.53	7.76		
LIFE	584.000	852.640	14600	2.98	2.70		
Ecasa	1.865.500	5.130.125	27500	9.51	16.27		
COFIEC	424.800	446.040	10500	2.17	1.41		
Hotel Colón	818.000	2.085.900	25500	4.17	6.6		
Supermercado La Favorita	200.000	600.000	30000	1.02	1.90		
Kennet	100.000	129.500	12950	0.51	0.41		
Quito Motors S.A.C.I.	111.000	444.000	40000	0.57	1.41		
Cervecería Andina	5.000	7.500	15000	0.03	0.02		
Macosa	228.000	487.920	21400	1.16	1.55		
Ingénio San Carlos	605.000	592.900	9800	3.08	1.88		
Bolsa Valores de Quito	223.500	1.117.500	50000	1.14	3.54		
Certif. Acc. Internacional	104.760	146.665	14000	0.53	0.47		
Subtotal	19.611.880	31.539.835	16082	100.00	100.00	2.36	1.39
TOTAL GENERAL	1.414.620.680	1.336.362.461	9447	100.00	100.00	100.00	100.00

FUENTE: Bolsa de Valores de Quito C.A.—Boletines Mensuales.
ELABORACION: Gerencia de Estudios Monetarios.—Departamento de Mercado de Capitales.

BOLSA DE VALORES DE QUITO C.A.
VOLUMEN DE OPERACIONES POR CLASE DE TITULOS
Año: 1976
-En sucres-

TITULOS	Entidad Emisora	Valor Nominal	Valor Efectivo	Cotización Promedio	Partic. Valor Nominal	Porcentual Valor Efectivo	V.E.	V.N.
Cédulas Hipotecarias	Flantrópica	200.000	192.000	96.00	0.14	0.14		
Bancarias	Citibank	4.900.100	4.824.661	98.46	3.40	3.46		
	Pichincha	16.771.000	16.775.744	100.03	11.65	12.04		
	Popular	22.734.100	22.028.063	96.89	15.80	15.81		
	Previsora	680.000	588.200	86.50	0.47	0.42		
	Pacífico	39.287.000	37.438.430	95.29	27.30	26.88		
	América	5.338.800	5.318.964	99.63	3.71	3.82		
	Internacional	22.760.000	22.215.300	97.61	15.81	15.95		
	Préstamos	1.195.000	1.147.200	96.00	0.83	0.82		
	Territorial	11.450.000	10.920.125	95.37	7.96	7.84		
	Continental	12.960.000	12.332.000	95.15	9.00	8.85		
	Descuento	4.370.000	4.260.750	97.50	3.04	3.06		
	Industrial y Comercial	680.000	663.000	97.50	0.47	0.48		
	Azuay	610.000	597.300	98.00	0.42	0.43		
	Subtotal	143.936.000	139.302.137	96.78	100.00	100.00	9.18	8.92
Bonos Comunes del Estado	Gobierno Nacional	271.855.000	221.653.206	81.53	33.55	31.15		
Bonos Municipales	Gobierno Nacional	202.285.000	171.070.125	84.57	24.96	24.04		
Bonos Ahorro Nacional	Gobierno Nacional	18.280.000	17.366.000	95.00	2.25	2.44		
Bonos Calificados	Gobierno Nacional	50.990.000	50.990.000	100.00	6.29	7.16		
Bonos Dólares	Gobierno Nacional	252.400.500	238.212.572	94.38	31.15	33.48		
Bonos de la Reforma Agrar.	Gobierno Nacional	14.568.000	12.279.900	84.29	1.80	1.73		
	Subtotal	810.378.500	711.571.803	87.81	100.00	100.00	46.91	50.20
Bonos Estabiliz. Moret.	Banco Central	473.175.000	458.437.532	96.89	90.63	90.56		
Certificados Ab. Trib.	Banco Central	48.902.125	47.791.414	97.73	9.37	9.24		
	Subtotal	522.077.125	506.228.946	96.96	100.00	100.00	33.37	32.34

BOLSA DE VALORES DE QUITO C.A.
VOLUMEN DE OPERACIONES POR CLASE DE TITULOS
Año: 1977
-En sures-

TITULOS	Entidad Emisora	Valor Nominal	Valor Efectivo	Cotización Promedio	Partic. Porcentual		V.E.	V.N.
					Valor Nominal	Valor Efectivo		
Cédulas Hipotecarias	Pinchita	18.614.000	18.703.195	100,48	12,51	13,00		
Bancarias	Citibank	6.507.000	6.387.275	98,16	4,37	4,44		
	Popular	25.904.900	25.018.987	96,58	17,41	17,39		
	Pacífico	26.272.000	25.359.135	96,53	17,66	17,63		
	Internacional	18.576.000	18.194.918	97,95	12,49	12,65		
	Préstamos	5.320.000	5.326.300	96,49	3,71	3,71		
	América	1.963.400	1.940.332	98,83	1,32	1,35		
	Continental	18.077.000	17.003.258	94,06	12,15	11,82		
	Territorial	21.050.000	19.896.500	94,52	14,15	13,83		
	Filantropía	20.000	19.200	96,00	0,01	0,01		
	Previsora	90.000	80.450	89,39	0,06	0,06		
	Industrial y Comercial	5.465.000	5.206.338	95,27	3,67	3,62		
	Descuento	451.000	423.840	93,98	0,30	0,30		
	Azay	80.000	77.600	97,00	0,05	0,05		
	Los Andes	200.000	200.000	100,00	0,14	0,14		
	Subtotal	148.790.300	143.838.128	96,67	100,00	100,00	3,15	3,14
Bonos Comunes del Estado	Gobierno Nacional	172.700.000	145.875.813	84,47	8,69	7,83		
Bonos Municipales	Gobierno Nacional	237.444.000	186.724.574	78,64	11,95	10,03		
Bonos Dólares	Gobierno Nacional	1.522.180.480	1.478.336.962	97,12	76,63	79,39		
Bonos Calificados	Gobierno Nacional	27.558.000	27.558.000	100,00	1,39	1,48		
Bonos Anverso Nacional	Gobierno Nacional	3.645.000	3.462.750	95,00	0,18	0,18		
Bonos de la Reforma Agrar.	Gobierno Nacional	22.982.000	20.245.500	88,09	1,16	1,09		
	Subtotal	1.986.509.480	1.862.203.599	93,74	100,00	100,00	40,76	41,91
Bonos Estabiliz. Monet.	Banco Central	1.896.285.000	1.822.042.277	96,08	77,20	76,85		
Aceptaciones Bancarias	Banco Central	450.223.000	442.729.474	98,34	18,34	18,69		
Certificados Ab. Trib.	Banco Central	109.840.076	108.186.719	98,49	4,46	4,45		
	Subtotal	2.456.348.076	2.372.958.470	96,61	100,00	100,00	51,93	51,83

ANEXO 9

BOLSA DE VALORES DE QUITO C.A.
VOLUMEN DE OPERACIONES POR CLASE DE TITULOS
 Año: 1978
 -En sures-

TITULOS	Entidad Emisora	Valor Nominal	Valor Efectivo	Cotización Promedio	Partic. Porcentual Valor Nominal	V.E.		V.N.
						Valor Efectivo	Valor Efectivo	
Cédulas Hipotecarias	América	5.333.000	5.080.810	95,27	0,86	0,88		
Bancarias	Los Andes	28.961.400	27.115.871	93,53	4,65	4,69		
	Austro	27.560.000	25.997.800	94,33	4,42	4,50		
	Azay	20.355.000	19.186.300	94,26	3,27	3,32		
	Citibank	33.155.000	31.979.425	96,45	5,32	5,54		
	Continental	107.755.000	96.000.750	89,09	17,30	16,62		
	Internacional	58.025.500	55.069.944	94,91	9,32	9,53		
	Machala	10.000.000	9.400.000	94,00	1,61	1,63		
	Pacífico	89.154.500	84.281.643	94,53	14,32	14,59		
	Pichincha	24.653.500	23.660.716	95,97	3,96	4,10		
	Popular	81.142.500	77.661.750	95,71	13,03	13,44		
	Préstamos	3.640.000	3.332.275	91,55	0,58	0,58		
	Territorial	131.170.000	117.142.300	89,31	21,06	20,28		
	Industrial y Comercial	1.885.000	1.734.200	92,00	0,30	0,30		
Subtotal		622.790.400	577.643.794	92,75	100,00	100,00	12,34	12,69
Bonos Comunes del Estado	Gobierno Nacional	53.273.000	473.552.876	85,59	46,81	44,32		
Bonos Municipales	Gobierno Nacional	84.110.000	71.948.933	85,54	7,12	6,73		
Bonos Délares	Gobierno Nacional	487.521.300	473.284.472	97,08	41,24	44,30		
Bonos de la Reforma Agrar.	Gobierno Nacional	12.743.000	11.828.975	92,83	1,08	1,11		
Bonos Calificados	Gobierno Nacional	4.300.000	4.300.000	100,00	0,36	0,40		
Bonos Ahorro Nacional	Gobierno Nacional	120.000	115.338	96,11	0,01	0,01		
Pagarés del Estado	Gobierno Nacional	40.000.000	33.473.815	83,68	3,38	3,13		
Subtotal		1.182.067.300	1.068.504.409	90,39	100,00	100,00	22,84	24,09

ANEXO 10

BOLSA DE VALORES DE QUITO C.A.
VOLUMEN DE OPERACIONES POR CLASE DE TITULOS
Año: 1979
-En sures-

TITULOS	Entidad Emisora	Valor Nominal	Valor Efectivo	Cotización Promedio	Partic. Porcentual	V.E.	V.N.
					Valor Nominal	Valor Efectivo	
Cédulas Hipotecarias Bancarias	América	31.628.500	29.664.205	93,79	2,73	2,83	
	Los Andes	45.788.900	41.820.952	91,33	3,96	3,99	
	Austro	33.660.000	31.124.150	92,47	2,91	2,97	
	Aziay	41.530.000	38.143.875	91,85	3,59	3,64	
	Citibank	5.795.000	5.484.650	94,64	0,50	0,52	
	Continental	79.220.000	70.108.600	88,50	6,85	6,69	
	Créd. Hipotecario	22.142.000	20.272.100	91,55	1,91	1,93	
	Descuento	131.550.000	116.629.925	88,66	11,37	11,13	
	Guayaquil	86.580.000	78.372.000	90,52	7,49	7,48	
	Industrial y Comercial	51.205.000	46.371.500	90,56	4,43	4,42	
	Internacional	43.595.000	39.970.440	91,69	3,77	3,81	
	Filanbanco	5.360.000	4.828.600	90,09	0,46	0,46	
	Machala	39.670.000	36.599.925	92,26	3,43	3,49	
	Pacífico	90.172.000	81.988.620	90,92	7,80	7,82	
	Pichincha	108.664.000	100.360.323	92,36	9,39	9,57	
	Popular	102.068.200	94.615.501	92,70	8,82	9,03	
	Préstamos	4.265.000	3.848.400	90,23	0,37	0,37	
	Producción	33.575.000	30.937.125	92,14	2,90	2,95	
	Territorial	200.362.000	177.092.330	88,39	17,32	16,90	
		Subtotal	1.156.830.600	1.048.232.521	90,51	100,00	23,76
Bonos Comunes del Estado	Gobierno Nacional	210.124.000	173.258.595	82,46	77,18	74,62	
	Bonos Municipales	18.784.000	16.789.158	89,38	6,90	7,23	
	Bonos Dolares	22.803.950	22.246.780	97,56	8,38	9,58	
	Bonos de la Reforma Agrar.	9.425.000	8.880.390	94,22	3,46	3,83	
	Bonos Calificados	9.590.000	9.590.000	100,00	3,52	4,13	
	Pagarés del Estado	1.509.750	1.418.514	93,96	0,56	0,61	
	Subtotal	272.236.700	232.183.437	85,29	100,00	5,26	5,92

Continuación		96-25	78-36	78-04
Bonos Estabiliz. Monet.	2.363.180.000	2.274.547.571	96-25	78-36
Aceptaciones Bancarias	462.365.000	452.330.310	97-83	15-33
Certificados Ab. Trib.	190.383.606	187.521.046	98-50	6-44
Subtotal	3.015.928.606	2.914.418.917	96-63	100-00
Notas de Crédito	1.020.316	969.214	94-59	100-00
Obligaciones	41.840.000	41.214.531	98-51	67-66
ALES	20.000.000	18.230.000	91-15	32-34
Subtotal	61.840.000	59.444.531	96-13	100-00
Certificados Financieros	12.118.000	11.904.462	98-24	100-00
Bonos de Garantía	11.000.000	10.835.000	98-30	100-00
Opciones	79.200	55.440	70-00	100-00
Acciones	11.741.000	21.133.800	180-00	17-73
Arte Práctico	3.660.600	8.171.260	223-22	5-33
Bco. Internacional	1.925.000	3.962.500	205-84	2-96
Bco. Pacífico	8.808.200	15.361.350	174-20	13-30
Bco. Pichincha	1.529.100	2.206.015	144-27	2-31
Bco. Popular	144.200	827.380	573-77	0-22
B. de Valores Quito	305.000	1.040.030	341-00	0-46
CABLEC	2.065.000	5.368.250	259-86	3-12
CEPSA	10.560.200	42.240.800	400-90	15-85
Cervecería Andina	82.000	369.410	450-50	0-12
Cervecerías Nacionales	11.450.700	14.294.361	124-83	17-29
COFIEC	288.000	524.840	182-24	0-44
ECASA	11.669.030	13.198.098	113-00	17-62
La Internacional	210.400	315.600	150-90	0-32
Laboratorios LIFE	326.000	1.135.600	348-14	0-49
Supermerc. La Favorita	265.000	468.750	175-90	0-40
Cía Ecuat. de Caucho	1.107.000	3.210.300	290-00	1-67
H. Colón Internac.	78.000	179.400	230-90	0-12
MACOSA	56.214.430	134.002.714	202-18	100-00
Subtotal	4.537.267.852	4.412.046.376	3-04	100-00
TOTAL GENERAL			1.44	1.44

FUENTE: Bolsa de Valores de Quito C.A.— Boletines Mensuales.
ELABORACION: Gerencia de Estudios Monetarios.— Departamento de Mercado de Capitales.

ANEXO 11

BOLSA DE VALORES DE QUITO C.A.
VOLUMEN DE OPERACIONES POR CLASE DE TITULOS
 Año: 1980
 —En sures—

TITULOS	Entidad Emisora	Valor Nominal	Valor Efectivo	Cotización Promedio	Partic. Porcentual		V.E.	V.N.
					Valor Nominal	Valor Efectivo		
Cédulas Hipotecarias	Los Andes	57.275.500	49.352.305	86 17	4 87	4 85		
Bancarias	América	13.977.500	11.943.435	85 45	1 19	1 17		
	Austro	20.410.000	18.104.550	88 71	1 74	1 78		
	Azuay	74.030.000	63.614.550	85 93	6 29	6 25		
	Citibank	10.472.000	9.138.790	87 27	0 89	0 90		
	Continental	98.675.000	83.759.775	84 88	8 39	8 23		
	Descuento	105.965.000	92.573.500	86 55	9 09	9 09		
	Filanbanco	70.475.000	59.493.125	84 42	5 99	5 84		
	Guayaquil	59.760.000	54.065.500	90 47	5 08	5 31		
	Industrial y Comercial	25.890.000	22.490.100	86 87	2 20	2 21		
	Internacional	43.792.000	37.265.433	85 10	3 72	3 65		
	Michala	45.785.000	41.194.550	89 97	3 89	4 05		
	Pichincha	172.318.500	148.987.585	86 46	14 65	14 64		
	Popular	94.009.000	86.201.598	90 63	7 99	8 37		
	Prestamos	61.420.000	53.431.550	86 99	5 22	5 25		
	Producción	64.501.000	54.577.795	84 62	5 48	5 35		
	Territorial	143.790.000	121.937.425	84 80	12 23	11 93		
	C. Hipotecario	10.770.000	8.973.600	83 32	0 92	0 83		
	Pacífico	1.967.000	1.790.478	91 08	0 17	0 13		
	Subtotal	1.176.282.500	1.017.897.144	86 54	100 00	100 00	20 07	21 84
Bonos Comunes del Estado	Gobierno Nacional	162.130.000	125.983.450	77 70	77 78	74 45		
Bonos Municipales	Gobierno Nacional	6.145.000	5.507.325	89 62	2 95	3 25		
Bonos de la Reforma Agrar.	Gobierno Nacional	4.162.000	3.835.555	92 17	2 00	2 27		
Bonos Dólares	Gobierno Nacional	23.617.000	22.493.720	95 24	11 33	13 29		
Bonos Calificados	Gobierno Nacional	2.000.000	2.000.000	100 00	0 96	1 13		
Pagarés del Estado	Gobierno Nacional	10.381.305	9.382.105	90 37	4 98	5 53		
	Subtotal	208.435.305	169.202.155	81 18	100 00	100 00	3 34	3 87
Certificados Ab. Trib.	Banco Central	267.544.362	263.531.196	98 50	7 20	7 31		
Aceptaciones Bancarias	Banco Central	1.058.050.333	1.036.641.546	97 98	28 46	28 75		
Bonos Estabiliz. Monet.	Banco Central	2.391.890.000	2.304.665.516	96 35	64 34	63 93		
	Subtotal	3.717.484.695	3.604.838.458	96 97	100 00	100 00	71 09	69 02

Continuación																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																			</
--------------	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	----

FUENTE: Bolsa de Valores de Quito C.A.— Boletines Mensuales.
ELABORACION: Gerencia de Estudios Monetarios.— Departamento de Mercado de Capitales.

