Dinámica del mercado de obligaciones de largo plazo en Ecuador (2019 – 2025)

Análisis descriptivo del instrumento financiero

Jonathan R. Hernández Espinoza
https://orcid.org/0000-0002-9297-3947
Magíster en Administración de Empresas (UEES), Docente Universitario UCSG
Funcionario público de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

RESUMEN

El desarrollo de los mercados de deuda corporativa constituye un elemento central para el financiamiento de la inversión productiva y el crecimiento económico de largo plazo, especialmente en economías donde el sistema financiero presenta una alta concentración bancaria. En el caso ecuatoriano, las Emisiones de Obligaciones de Largo Plazo representan el principal instrumento de financiamiento corporativo a través del mercado de valores, aunque su nivel de profundidad, liquidez y diversificación continúa siendo limitado. Este artículo analiza el mercado de obligaciones corporativas negociadas en bolsa en Ecuador durante el período 31/01/2019 – 08/12/2025, diferenciando entre mercado primario y mercado secundario.

El estudio se basa en información pública tomada de la página web de la Bolsa de Valores de Guayaquil S.A. BVG, excluyendo las negociaciones del Régimen Especial Bursátil, las obligaciones emitidas por instituciones financieras y las que que correspondan a entidades de derecho público privado que no son controladas por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. A partir de un enfoque descriptivo, se identifican patrones relevantes en términos de volumen negociado, evolución temporal, rendimientos, plazos, categorías de riesgo crediticio, sectores económicos (CIIU nivel 1) y distribución de operaciones por bolsa de valores. Los resultados evidencian la existencia de primas por plazo y por riesgo crediticio coherentes con la teoría financiera, pero también ponen de manifiesto una baja profundidad del mercado secundario, una elevada concentración sectorial e institucional y limitaciones de información, lo que plantea desafíos relevantes para el desarrollo futuro del mercado de capitales ecuatoriano.

Palabras clave: Mercado de capitales; bonos corporativos; obligaciones de largo plazo; mercado primario y secundario; rendimientos financieros; Ecuador.

ABSTRACT

The development of corporate debt markets constitutes a central element for financing productive investment and fostering long-term economic growth, particularly in economies where the financial system is highly concentrated in the banking sector. In the Ecuadorian case, long-term corporate bond issuances represent the main corporate financing instrument through the capital market, although their level of depth, liquidity, and diversification remains limited. This article analyzes the exchange-traded corporate bond market in Ecuador over the period from January 31, 2019, to December 8, 2025, distinguishing between the primary and secondary markets.

The study is based on public information obtained from the website of the Guayaquil Stock Exchange (Bolsa de Valores de Guayaquil S.A. – BVG), excluding transactions carried out under the Special Stock Exchange Regime, bonds issued by financial institutions, and those corresponding to public–private law entities that are not supervised by the Superintendence of Companies, Securities and Insurance. Using a descriptive approach, the analysis identifies relevant patterns in terms of trading volume, time dynamics, yields, maturities, credit risk categories, economic sectors (ISIC level 1), and the distribution of transactions across stock exchanges. The results reveal the existence of maturity and credit risk premiums consistent with financial theory, while also highlighting the low depth of the secondary market, high sectoral and institutional concentration, and information constraints, all of which pose significant challenges for the future development of Ecuador's capital market.

Keywords: Capital markets; corporate bonds; long-term debt; primary and secondary markets; financial yields; Ecuador.

INTRODUCCIÓN

El desarrollo de los mercados de capitales es un elemento central para el financiamiento de la inversión productiva y el crecimiento económico de largo plazo. La literatura económica ha documentado ampliamente que los mercados de deuda corporativa permiten a las empresas diversificar sus fuentes de financiamiento, reducir la dependencia del crédito bancario y mejorar la asignación intertemporal del capital, particularmente en economías donde el sistema financiero está altamente concentrado en el sector bancario (Gurley & Shaw, 1955; Bodie, Kane, & Marcus, 2021).

En América Latina, y de forma más acentuada en economías pequeñas y dolarizadas como la ecuatoriana, los mercados de bonos corporativos presentan niveles relativamente bajos de profundidad, liquidez y diversidad de emisores. No obstante, las Emisiones de Obligaciones de Largo Plazo constituyen el principal instrumento de financiamiento corporativo de largo plazo a través del mercado de valores en Ecuador, lo que las convierte en un objeto de estudio de alto interés tanto desde una perspectiva académica como de política pública (World Bank, 2022).

Este trabajo se enfoca en el análisis del mercado de obligaciones corporativas negociadas en bolsa entre enero de 2019 y diciembre de 2025. Para los fines del estudio, se excluyen las observaciones correspondientes al Régimen Especial Bursátil (REB), debido a que dicho segmento presenta características regulatorias y operativas particulares que podrían distorsionar la interpretación del comportamiento agregado del mercado ordinario de obligaciones, así también se excluyen las emisiones aprobadas a emisores del sistema financiero privado, así como cualquier otra emisión que no pertenezca a personas jurídicas de derecho privado cuyo control no recaiga en la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros.

Una distinción analítica fundamental es la existente entre el mercado primario y el mercado secundario. El mercado primario canaliza recursos directamente hacia la actividad productiva

del emisor, mientras que el mercado secundario cumple funciones esenciales de provisión de liquidez, formación de precios y transmisión de información. Asimismo, resulta clave diferenciar entre la tasa de interés contractual del instrumento y el rendimiento efectivo observado en el mercado, ya que este último incorpora variaciones de precio asociadas al riesgo crediticio, la liquidez del instrumento y las condiciones macrofinancieras prevalecientes (Fabozzi, 2013).

El objetivo de este artículo es realizar un análisis descriptivo del mercado de obligaciones corporativas en Ecuador, considerando las exclusiones y las limitaciones que se han planteado y se discutirán a lo largo del mismo, identificando patrones relevantes en términos de volumen negociado, evolución temporal, rendimientos, plazos, categorías de riesgo crediticio, sectores económicos (CIIU nivel 1) y distribución de operaciones por bolsa de valores. El enfoque descriptivo permite generar evidencia empírica sólida sobre un mercado poco estudiado, sirviendo como base para investigaciones posteriores de carácter causal o comparado.

DATOS Y METODOLOGÍA

El análisis se basa en información pública obtenida de la página web de la Bolsa de Valores de Guayaquil S.A. BVG, que recoge la totalidad de las negociaciones efectivamente realizadas durante el período de estudio. Cada observación corresponde a una transacción individual, lo que permite capturar con alto nivel de detalle la dinámica del mercado secundario y los patrones de negociación observados en la práctica.

Las principales variables consideradas incluyen el monto nominal negociado, la tasa de interés contractual del instrumento, el precio de negociación, las fechas de emisión y vencimiento, la calificación de riesgo crediticio, el sector económico del emisor y la bolsa de valores en la que se ejecutó la transacción. En cuanto a la variable “sector económico”, se considera relevante especificar que la base de datos obtenida desde la página web de la BVG no contempla esta información, por lo que, previo al análisis se tuvo que agregar esta información cruzando la tabla de la BVG con la tabla del directorio de compañías[1] que se puede descargar de la página web de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros.

El plazo a vencimiento se calcula como la diferencia entre la fecha de vencimiento y la fecha de emisión, expresada en años, siguiendo la práctica estándar en la literatura financiera. El rendimiento se aproxima a partir de la tasa de interés contractual y el precio de negociación, lo que permite capturar diferencias relevantes entre colocaciones primarias, típicamente realizadas a precios cercanos a la par, y transacciones del mercado secundario, donde los precios pueden reflejar cambios en la percepción de riesgo y liquidez (Fabozzi, 2013).

[1] https://mercadodevalores.supercias.gob.ec/reportes/directorioCompanias.jsf

RESULTADOS

Estadísticas descriptivas generales

La Tabla 1 presenta las estadísticas descriptivas del mercado de obligaciones corporativas de emisores del sector real desagregadas por año, permitiendo identificar cambios estructurales y patrones cíclicos en la actividad del mercado durante el período analizado.

Tabla 1. Estadísticas descriptivas del mercado de obligaciones corporativas en Ecuador por año (2019–2025)

Variable	2019	2020	2023	2024	2025
Negociaciones	2862	2569	2400	3439	6258
Monto total (Millones USD)	704.86	505.09	399.59	489.56	798.01
Monto promedio (USD)	246,283.56	196,612.77	166,499.79	142,356.98	127,518.85
Tasa promedio (%)	8.12	8.09	8.33	8.72	9.01
Rendimiento promedio (%)	8.18	8.17	8.41	8.89	9.20
Plazo promedio (años)	4.35	3.95	4.24	4.07	3.38

El volumen agregado negociado y el monto promedio por transacción evidencian una participación predominante de inversionistas institucionales, en línea con la estructura del mercado de capitales ecuatoriano. La cercanía entre la tasa de interés promedio y el rendimiento promedio sugiere que, en términos agregados, las transacciones se realizan mayoritariamente a valores cercanos a la par, aunque con dispersiones relevantes a nivel individual.

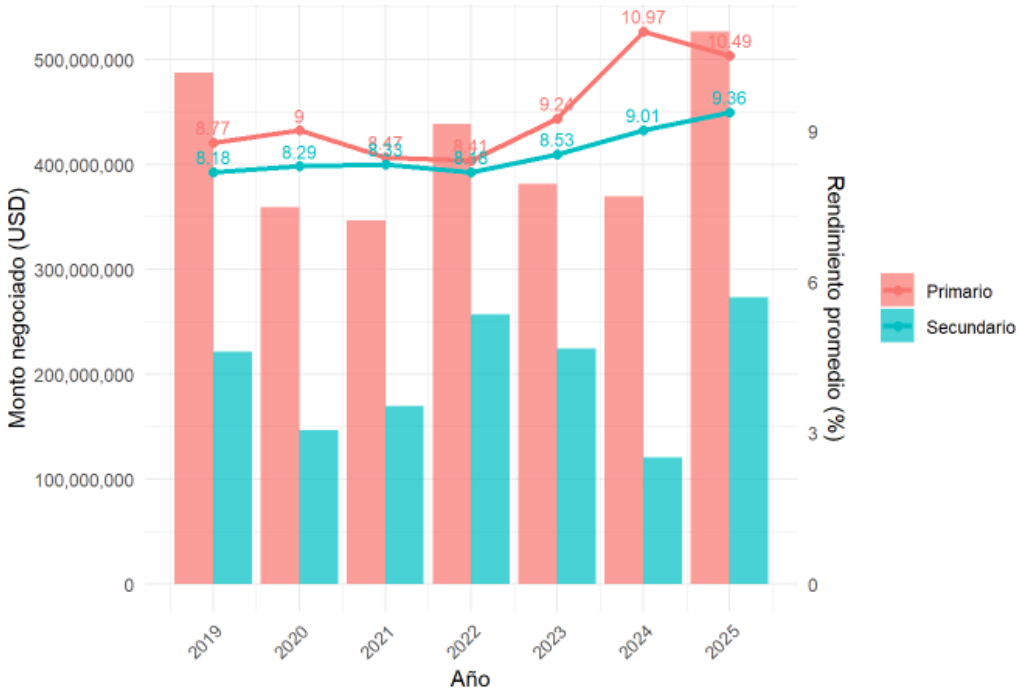
Asimismo, resulta relevante el incremento observado tanto en el número de negociaciones como en el monto negociado entre los períodos 2024 y 2025, que registran variaciones de 82 % y 63 %, respectivamente. Este comportamiento contrasta con el crecimiento promedio observado en años anteriores, que fue de 26 % en el número de negociaciones y de –0,9 % en el monto negociado, constituyéndose en un indicador relevante de un cambio reciente en la dinámica del mercado.

Evolución del monto negociado: mercado primario y secundario

La Figura 1 muestra la evolución del monto negociado diferenciando entre mercado primario y mercado secundario. El gráfico de líneas en el eje secundario corresponde al rendimiento nominal promedio de los títulos negociados por tipo de mercado, en el cual se puede observar

que el rendimiento es mayor en mercado primario, lo que coincide con la baja dinámica del mercado secundario, puesto que las pocas negociaciones que existen en este mercado se realizan a menores rendimientos.

Figura 1. Montos negociados y rendimiento promedio por tipo de mercado

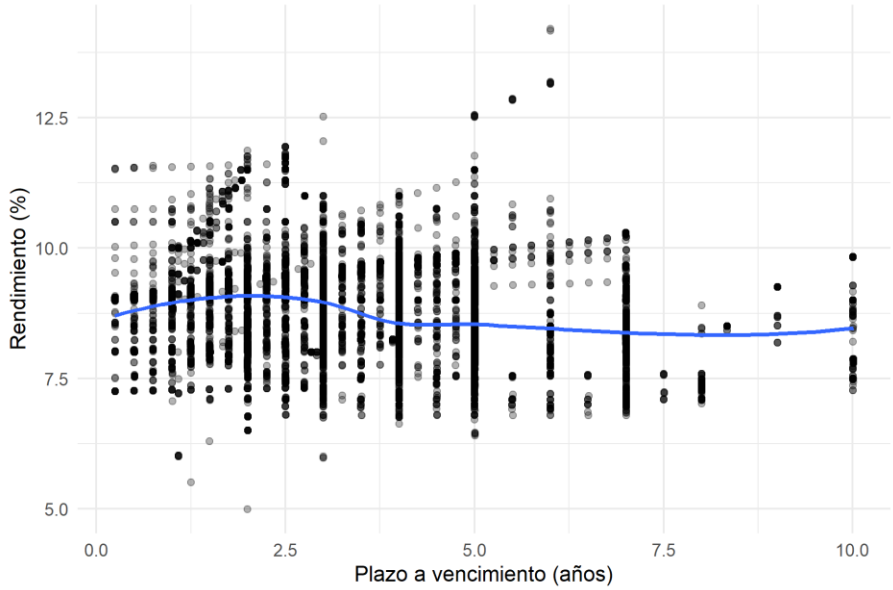


El gráfico anterior evidencia una contracción significativa del mercado durante el período 2020–2021, consistente con el impacto de la pandemia del COVID-19 sobre la actividad económica y financiera. Posteriormente, se observa una recuperación gradual, aunque con niveles de volatilidad más elevados en el mercado secundario, lo que sugiere una menor profundidad y una mayor sensibilidad a cambios en las condiciones macroeconómicas y regulatorias.

Curva de rendimiento

La Figura 2 presenta la curva de rendimiento estimada a partir de las negociaciones observadas, relacionando el plazo a vencimiento con el rendimiento efectivo exigido por los inversionistas.

Figura 2. Curva de rendimiento de las obligaciones corporativas

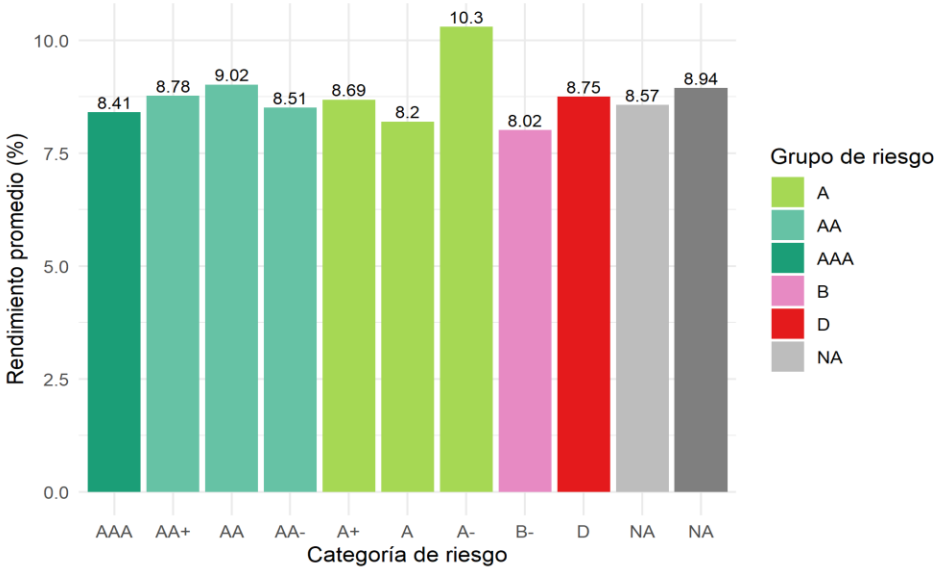


La pendiente positiva de la curva es consistente con la existencia de una prima por plazo, ampliamente documentada en la literatura financiera. No obstante, la dispersión observada alrededor de la curva suavizada pone de manifiesto la influencia de factores adicionales, como el riesgo crediticio del emisor y la liquidez específica de cada instrumento (Hull, 2018).

Rendimientos por categoría de riesgo crediticio

La Figura 3 muestra los rendimientos promedio por categoría de riesgo crediticio, incluyendo las observaciones clasificadas como *NA*, que corresponden a negociaciones sin calificación disponible. Estos corresponden a negociaciones de títulos denominados Obligaciones Split-Up, los cuales en la base de datos utilizada no cuentan con calificación de riesgo, siendo esta una limitante para el análisis.

Figura 3. Rendimientos promedio por categoría de riesgo crediticio



El gráfico evidencia una diferenciación general de los rendimientos por nivel de riesgo crediticio, observándose, en términos agregados, menores rendimientos asociados a calificaciones de mayor calidad crediticia y mayores rendimientos para categorías con mayor riesgo, en línea con la teoría financiera. No obstante, al analizar con mayor detalle la distribución de los rendimientos promedio por categoría, se identifican comportamientos que no siguen estrictamente un patrón monótono creciente conforme aumenta el riesgo crediticio.

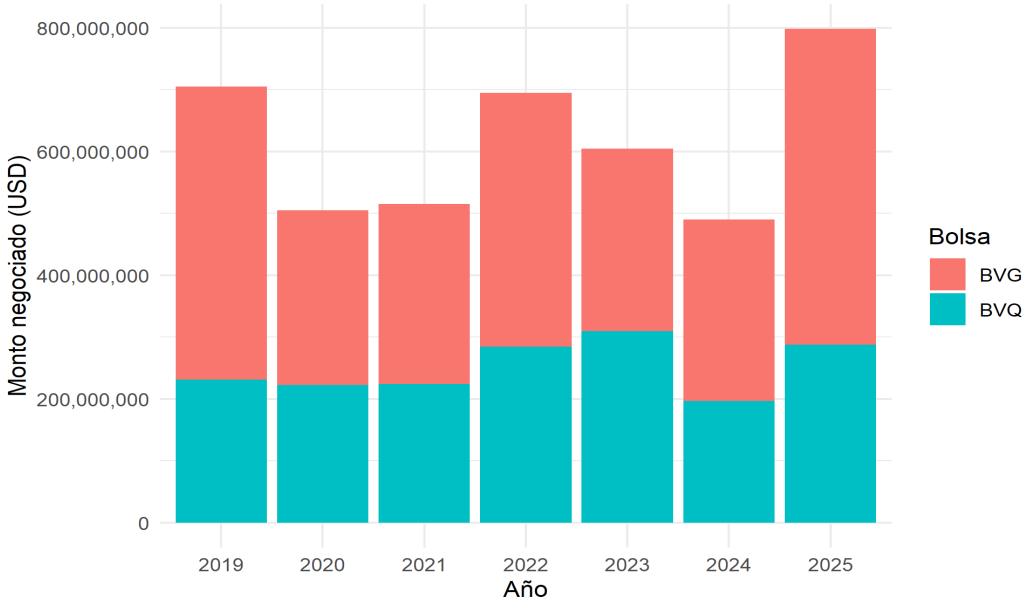
En particular, se observa que el rendimiento promedio correspondiente a la categoría **A** se ubica por debajo del registrado para la categoría **AAA**, lo que representa una desviación respecto a lo que cabría esperar bajo un esquema de prima por riesgo estrictamente creciente. Posteriormente, el rendimiento promedio se incrementa de manera significativa para la categoría **A-**, alcanzando aproximadamente el **10,3 %**, para luego volver a disminuir en la categoría **B-**. Este comportamiento sugiere que, si bien hasta la categoría **AA** los rendimientos parecen ser coherentes con el nivel de riesgo asociado a cada calificación, a partir de dicho umbral la relación entre riesgo crediticio y rendimiento deja de ser consistente.

Estas inconsistencias podrían estar reflejando limitaciones propias del mercado, tales como baja profundidad y liquidez, concentración de emisores en determinadas categorías de riesgo, o una elevada heterogeneidad en las características individuales de los instrumentos negociados. Asimismo, es posible que factores adicionales —como el perfil específico del emisor, el sector económico en el que opera, la estructura de la emisión, o incluso diferencias metodológicas entre las entidades calificadoras de riesgo— estén influyendo en la percepción de riesgo por parte de los inversionistas y, por ende, en los rendimientos observados. En este sentido, los resultados sugieren la conveniencia de realizar análisis complementarios que permitan aislar estos efectos y evaluar con mayor precisión la eficiencia del mercado en la formación de precios en función del riesgo crediticio.

Monto negociado por bolsa de valores y año

La Figura 4 presenta la distribución del monto negociado por bolsa de valores y año, permitiendo analizar la concentración institucional y su evolución temporal.

Figura 4. Monto negociado por bolsa de valores y año

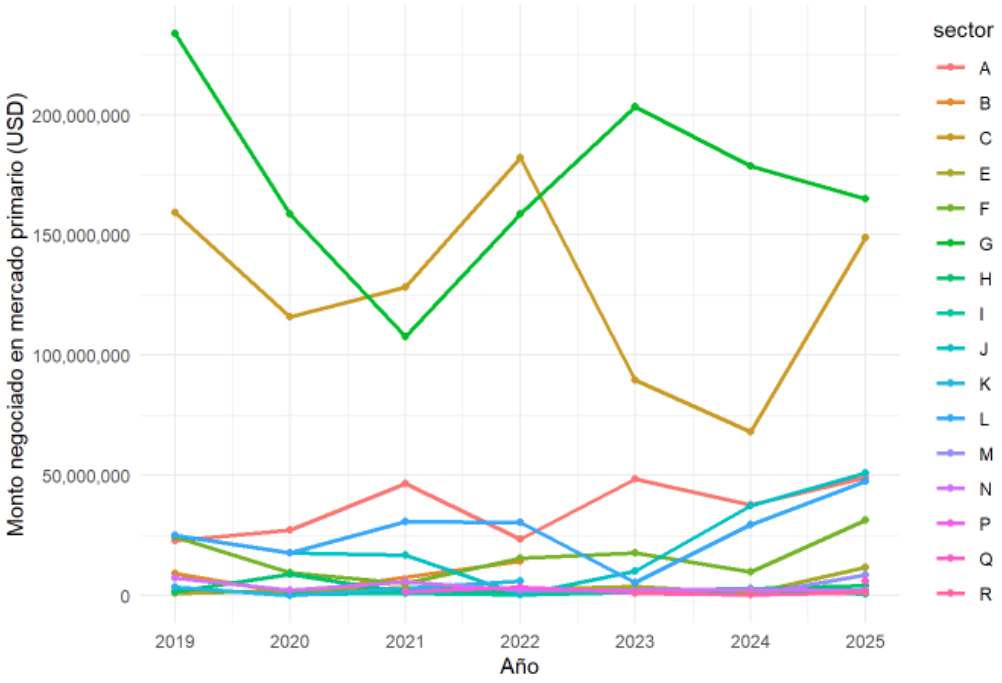


Los resultados muestran que la actividad del mercado de obligaciones de largo plazo se concentra en la Bolsa de Valores de Guayaquil, observándose variaciones interanuales que reflejan cambios en la dinámica del mercado, como ejemplo se observan las reducciones importantes en los años 2020 y 2021, principalmente por efecto del COVID y el cambio de instrumento financiero por uno de corto plazo como el papel comercial o el uso de las facturas comerciales negociables. Situación que podría ser analizada en un futuro artículo.

Evolución de las negociaciones en mercado primario por sector

La Figura 5 ilustra la evolución de los montos colocados en el mercado primario de bonos corporativos en Ecuador, desagregados por sector económico, durante el período 2019-2025.

Figura 5. Evolución del mercado primario por sector económico



De los datos se desprende que el sector con mayor crecimiento y dinamismo ha sido el G, correspondiente al comercio al por mayor y al por menor, seguido por el C, asociado principalmente a emisores de la industria manufacturera. Estos últimos han experimentado un incremento notable en el último año analizado. Por su parte, los restantes sectores, aunque mantienen una participación relevante en el mercado de capitales, registran montos anuales que no superan los USD 50 millones.

Este patrón refleja una concentración de las emisiones primarias en actividades comerciales y manufactureras, lo cual puede atribuirse a la necesidad de financiamiento a mediano y largo plazo para capital de trabajo, expansión operativa e inversión en activos fijos en estos sectores clave de la economía ecuatoriana.

Un aspecto clave a considerar, es la concentración sectorial y su implicancia en la diversificación del riesgo para los inversionistas. En el mercado primario ecuatoriano de bonos corporativos, los sectores comercio (mayorista/minorista) y manufactura representan históricamente entre el 60-70% de las emisiones totales en años recientes, según patrones observados en boletines bursátiles[2]. Esta dominancia, aunque refleja la estructura productiva del país (donde el comercio interno y la agroindustria/manufactura ligera son pilares), implica una vulnerabilidad sistémica: shocks externos como fluctuaciones en el consumo interno, variaciones en importaciones o crisis energéticas afectan desproporcionadamente a estos sectores, elevando el riesgo crediticio percibido.

[2] https://www.bolsadequito.com/index.php/estadisticas/infolab-bvq/informe-bursatil

En 2025, pese a la recuperación general del mercado bursátil (proyectado en cerca de USD 19.000 millones en negociaciones totales, según estimaciones de la BVQ)[3], la limitada participación de sectores como servicios financieros diversificados, tecnología o infraestructura sostenible perpetúa una baja profundización del mercado primario. Esto contrasta con experiencias regionales (e.g., Chile o Perú), donde una mayor diversificación sectorial ha contribuido a mayor liquidez y menores spreads de riesgo. Para los inversionistas, ello sugiere la necesidad de estrategias de portafolio que incorporen calificaciones crediticias independientes y análisis de correlación sectorial con el riesgo país, con el fin de mitigar exposiciones concentradas.

DISCUSIÓN Y CONCLUSIONES

En conjunto, los resultados confirman que el mercado de obligaciones corporativas en Ecuador cumple un rol relevante pero aún limitado como fuente de financiamiento empresarial. La evidencia empírica sugiere la existencia de mecanismos básicos de formación de precios coherentes con la teoría financiera, como la presencia de primas por plazo y por riesgo crediticio.

Sin embargo, la baja profundidad del mercado secundario, la concentración sectorial e institucional y las limitaciones de información en materia de calificaciones de riesgo constituyen desafíos significativos para su desarrollo futuro. Desde una perspectiva de política pública, estos hallazgos resaltan la importancia de fortalecer la transparencia, promover una mayor diversidad de emisores e inversionistas y profundizar la integración del mercado de capitales, en línea con las recomendaciones de organismos internacionales (IOSCO, 2023; World Bank, 2022).

REFERENCIAS

Banco Central del Ecuador. (2024). *Estadísticas del mercado de valores*. BCE.

Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2021). *Investments* (12th ed.). McGraw-Hill.

Fabozzi, F. J. (2013). *Bond markets, analysis and strategies* (8th ed.). Pearson.

Gurley, J. G., & Shaw, E. S. (1955). Financial aspects of economic development. *American Economic Review*, 45(4), 515–538.

Hull, J. (2018). *Risk management and financial institutions* (5th ed.). Wiley.

IOSCO. (2023). *Development of corporate bond markets*. IOSCO.

World Bank. (2022). *Capital market development in emerging economies*. World Bank.

3 https://www.expreso.ec/actualidad/economia/mercado-de-valores-proyecta-record-historico-con-19-000-millones-en-2025-268289.html

Bolsa de Valores de Guayaquil. (2025). *Histórico de Obligaciones* [Archivo de datos]. https://www.bolsadevaloresguayaquil.com/boletines/historicos/BVG_Obligaciones.xlsx

Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros del Ecuador. (2024). *Directorio de Compañías – Mercado de Valores*. https://mercadodevalores.supercias.gob.ec/reportes/directorioCompanias.jsf

Bolsa de Valores de Quito. (2025). Informe Bursátil [Archivo de datos].

https://www.bolsadequito.com/index.php/estadisticas/infolab-bvq/informe-bursatil