



**UNIVERSIDAD
DEL PACÍFICO**
FACULTAD DE ECONOMÍA
Y FINANZAS

**ROL DE LOS INVERSIONISTAS, EMISORES, BANCOS,
AGENCIAS CALIFICADORAS Y REGULADORES EN LOS
DEBT CAPITAL MARKETS**

**Trabajo de Suficiencia Profesional presentado para optar al Título profesional
de Licenciado en Economía**

Gerardo Hernán Rodríguez Villanueva

Edgar Daniel Velásquez Suclupe

Lima, Enero 2021

RESUMEN

En los últimos años, el Debt Capital Market (DCM, en adelante) se ha expandido de manera significativa en las diversas economías del mundo. Esta expansión se evidenció principalmente en las economías emergentes, donde resaltan Asia, América Latina y el Caribe. En este sentido, resulta importante analizar la relación e interacción de los distintos participantes del DCM: inversionistas, emisores, bancos, agencias calificadoras y reguladores. A partir de ello, el presente estudio se centrará en probar la veracidad de la siguiente hipótesis: el desarrollo sostenible de los mercados emergentes de bonos corporativos se puede explicar, principalmente por 3 pilares: (i) fundamentos macroeconómicos sólidos; (ii) un marco regulatorio adecuado y (iii) un sistema bancario estable como mecanismo para inyectar liquidez.

ABSTRACT

In recent years, Debt Capital Markets have boosted significantly in several economies around the world. This growth was more relevant in emerging economies, such as Asia, Latin America and The Caribbean. In this line, it is important to analyze the relationship and interaction of all participants in DCM: investors, issuers, banks, rating agencies and regulators. From there, this paper will focus on proving the following hypothesis: the sustainable development of corporate bonds in emerging markets could be explained by 3 main factors: (i) solid macroeconomics fundamentals, (ii) a suitable regulatory framework and (iii) a stable banking system as a mechanism to provide liquidity.

Tabla de contenido

I.	INTRODUCCIÓN.....	4
II.	MARCO TEÓRICO	5
1.	INVERSIONISTAS.....	6
2.	EMISORES.....	6
3.	BANCOS.....	7
4.	AGENCIAS CALIFICADORAS DE RIESGO.....	7
5.	REGULADORES	9
III.	EVIDENCIA EMPÍRICA.....	10
1.	FUNDAMENTO MACROECONÓMICOS	10
2.	MARCO REGULATORIO ADECUADO.....	11
3.	SISTEMA BANCARIO SÓLIDO Y SOLVENTE.....	12
IV.	CONCLUSIONES:	14
V.	BIBLIOGRAFÍA	15
VI.	ANEXOS.....	17

I. INTRODUCCIÓN

En los últimos años, el Debt Capital Market (DCM, en adelante) se ha expandido de manera significativa en las diversas economías del mundo. Desde el año 2009 hasta el 2019, los bonos en circulación a nivel mundial se incrementaron en 35%, pasando de un promedio anual de USD 1.8 billones a USD 2.4 billones. Asimismo, a junio del 2020, los bonos a circulación crecieron 8% YTD¹.

Esta expansión se evidenció principalmente en las economías emergentes, siendo las economías de Asia, América Latina y el Caribe las que experimentaron en mayor medida el crecimiento². Cabe resaltar que después de la crisis financiera del 2008, las bajas tasas de interés en las economías avanzadas permitieron también un auge en las emisiones de bonos en los mercados emergentes (Acharya et. al, 2015). De esta manera, las empresas de estos mercados incrementaron de manera significativa el monto de financiamiento obtenido en los DCM, con vencimientos similares a los emitidos por empresas de economías avanzadas, un hecho sin precedentes (Abraham et. Al, 2019). Como resultado del rápido crecimiento en las economías emergentes, se han activado alarmas para algunos inversionistas y gobiernos, debido a que, históricamente las crisis financieras en los mercados emergentes suelen estar precedidas por altos niveles de apalancamiento empresarial (Mendoza & Terrones, 2008; Schularick & Taylor, 2012)

Dentro de estos mercados, los bonos corporativos (no financieros) fueron los que impulsaron este crecimiento, ya que se incrementaron 21% anualmente en promedio desde 2009 y pasaron de USD 0.6 billones a 4.2 billones en el 2019³. Como resultado de los sucesivos incrementos de las tasas de interés, anuncios de políticas monetarias cada vez menos expansivas y mayores temores sobre una desaceleración económica, las emisiones de bonos corporativos se contrajeron significativamente durante el segundo semestre del 2018. Sin embargo, a inicios del 2019, cuando los principales bancos centrales anunciaron que estaban listos para regresar o ajustar su política monetaria, las emisiones de bonos corporativos se aceleraron (Çelik et. al, 2020).

El presente trabajo se centrará en analizar la relación e interacción de los distintos participantes del DCM: inversionistas, emisores, bancos, agencias calificadoras y reguladores como mecanismo para mejorar la gestión de riesgos financieros y contrarrestar la asimetría de la información; generando una mayor eficiencia y liquidez en el mercado.

Asimismo, considerando la relevancia de los mercados emergentes y su participación en los DCM, se plantea probar la veracidad de la siguiente hipótesis: el desarrollo sostenible de los

¹ Ver Anexo N°1 y N°2

² Ver Anexo N°3 y N°4

³ Ver Anexo N°5

mercados emergentes de bonos corporativos se puede explicar, principalmente por 3 pilares: (i) fundamentos macroeconómicos sólidos; (ii) un marco regulatorio adecuado y (iii) un sistema bancario estable como mecanismo para inyectar liquidez.

La investigación tendrá como estructura tres partes. En la primera sección, se explicará las principales funciones de los participantes en el DCM, así como su interacción. Luego, en la siguiente sección, se mostrará la evidencia empírica que buscará demostrar la hipótesis planteada y finalmente una última sección donde se incluirá las principales conclusiones y recomendaciones del estudio.

II. MARCO TEÓRICO

Según los autores Strumeyer and Swammy (2017), la principal función de los mercados de capitales consiste en igualar capital savers, aquellas empresas y gobiernos que no usan la totalidad de sus ingresos y, por tanto, tienen excedentes de capital; con capital needers, aquellas que prefieren invertir más de sus ingresos en, por ejemplo, expansiones o nuevos negocios. En otras palabras, generar una asignación eficiente de los recursos. Estos mercados ofrecen 2 tipos de productos: acciones y deuda (también conocido como renta fija), particularmente el trabajo se centrará en el análisis del segundo de ellos.

Los Debt Capital Markets permiten a las empresas y gobiernos levantar fondos a través de la negociación de bonos corporativos, bonos soberanos, Credit Default Swaps (CDS, en adelante), entre otros. Los precios son definidos por la oferta y demanda en 2 tipos de mercados: el primario cuando se emite por primera vez y el secundario (ongoing trading of securities). Estos activos financieros, en comparación con las acciones, son de bajo riesgo para los inversionistas, ya que brindan un retorno fijo en el mediano y largo plazo que es conocido desde el inicio de la emisión o desde su compra.

Asimismo, estos instrumentos se pueden clasificar según el tipo de emisor (corporativos y soberanos), la maduración, la calidad crediticia, el mercado geográfico, el tipo de moneda, el estado impositivo y la estructura específica del cupón: plain vanilla, cupón cero, indexados a la inflación - VAC y floating rate basado en una tasa de interés benchmark más una prima por riesgos (Fabozzi, 2007).

1. Inversionistas

Estos agentes son la principal fuente de liquidez de este mercado y se dividen en tres categorías: (i) Bancos Centrales, (ii) institucionales y (iii) retail o individuales. Los bancos centrales invierten a través de operaciones de mercado abierto, en donde se compran y venden bonos soberanos, con el fin de implementar alguna política monetaria (repos). Los inversionistas institucionales como los fondos de pensiones, compañías de seguro, bancos, entre otros; son personas jurídicas que invierten recursos que no son propios. Finalmente, los inversionistas retail son aquellas personas naturales que cuentan con excedentes y suelen invertir indirectamente a través de vehículos financieros como los fondos mutuos y los exchange traded funds (CFA Institute, 2020).

Existen varios determinantes en la toma de decisión de los inversionistas, entre los que destaca el grado de riesgo que están dispuestos a asumir. Sin embargo, este riesgo puede ser diversificado, debido a las distintas características de bonos que existen en el mercado. Inversionistas con un perfil amante al riesgo pueden optar por adquirir un bono con una baja calificación crediticia que se verá compensada con un posible mayor retorno al vencimiento; mientras que inversionistas más conservadores deciden por adquirir bonos con una mejor calificación y un menor retorno (Securities and Exchange Commission [SEC], 2018).

2. Emisores

Los emisores son mayoritariamente deficitarios en capital y por tanto acuden al DCM para recaudar fondos de los inversionistas en el mediano y largo plazo. Estos pueden ser gobiernos, empresas corporativas, organizaciones supranacionales, entre otras entidades.

En el caso de los bonos corporativos, los principales costos de emisión que asumen son gastos de estructuración, legales, gasto en auditoría, costo de contratación de clasificadoras de riesgo y la comisión del agente colocador. (Banco Central de Reserva del Perú [BCRP], 2011)

Los emisores tienen como alternativa de financiamiento los créditos bancarios, pero algunos de ellos prefieren acudir al DCM a pesar de los mayores gastos asociados a la emisión de estos instrumentos financieros. Esto se debe a las principales ventajas que tiene la emisión de bonos, las cuales son: (i) mayores plazos de financiamientos, (ii) mayor diversidad de garantías, (iii) menores tasas y (iv) beneficio reputacional (BBVA, 2018).

3. Bancos

Los bancos de inversión son entidades financieras especializadas en brindar servicios de asesoramiento, cambios de divisas, y administración de portafolio. Cumplen un rol importante en este mercado al ser los intermediarios financieros que apoyan a los clientes en los procesos de estructuración y colocación de un bono (Banco Central de Reserva del Perú [BCRP], 2018). En el Anexo 6, se puede apreciar, gráficamente, cómo se relacionan los bancos de inversión con los emisores e inversionistas en el DCM.

En el proceso de estructuración, la entidad emisora coordina con el banco y le indica sus necesidades de financiamiento. El banco realiza un análisis de los estados financieros, evalúa si la emisión de bonos es factible y si la empresa cumple con los requisitos básicos para salir al mercado. De esa manera se diseña y se formula la oferta del bono, la cual se verá reflejada en un documento legal en donde se detallan los términos y condiciones de la emisión (BBVA, 2019).

En el proceso de colocación, se encuentran dos modalidades: *underwritten offering* y *best effort offering*. Bajo la primera modalidad, el banco de inversión (*underwritten*) asume el riesgo de la operación al adquirir la totalidad de los bonos emitidos, garantizado al emisor que reciba la totalidad de la emisión, y posteriormente los revende a los inversionistas o dealers. En cambio, bajo la segunda modalidad, el banco de inversión cumple el rol de broker al realizar su mejor esfuerzo de colocar el bono en el mercado sin garantizar al emisor un monto específico que recibirá por la operación y por ende asume un menor riesgo.

En el Anexo 7, se puede apreciar el cronograma aproximado de la emisión de un bono en un país emergente (Perú) tanto para empresas corporativas como para institucionales (gobierno y empresas financieras), en la cual toma relevancia la participación de los bancos como estructuradores y colocadores durante el proceso de emisión.

4. Agencias Calificadoras de Riesgo

Son aquellas que estiman la probabilidad de impago o default, y en algunos casos estiman el grado de severidad de la pérdida, es decir, el nivel de recuperación de la deuda impagada que pueden esperar los tenedores de esos bonos. Las tres principales calificadoras son: Standard & Poors, Moody's y Fitch quienes establecen un rating al emisor y a la emisión de bonos, que no tienen que coincidir, inclusive pueden ser distintos y por ello existe la dualidad emisión-emisor.

Por un lado, el rating del emisor o de la contrapartida busca medir la capacidad y voluntad del emisor para hacer frente a sus obligaciones financieras en los tiempos y formas pactados. Mientras que el rating de la emisión de deuda considera las perspectivas de recuperación de la

inversión en ella, por lo cual toman en consideración sus características particulares, existencia de garantías y orden de prioridad de cobro, por ejemplo, la deuda subordinada lleva un rating menor que la deuda senior.

En síntesis, el rating o calificación crediticia es la evaluación independiente pero subjetiva, como toda valoración, de la capacidad de un deudor para efectuar los pagos de principal e intereses derivados de su deuda. Cabe resaltar que dicha opinión no representa una recomendación sobre compra o venta de bono del emisor, sino sólo analiza la capacidad de cumplir con sus pagos mas no la estrategia adoptada o su línea de gestión.

Esta calificación puede cambiar drásticamente, por lo cual sufren revisiones periódicas para garantizar una visión dinámica sobre el riesgo inherente de cada emisor en un monto específico del tiempo. Asimismo, las agencias de rating publican sus perspectivas de emisores continuamente, para ello permanecen en constante contacto con sus clientes, para analizar estados financieros, información cualitativa u organizativa relevante para tales efectos.

Sin duda alguna, las agencias calificadoras son componente esencial del DCM en la actualidad, ya que permiten a los inversionistas minimizar la asimetría de información y riesgo moral sobre el emisor, al brindarles una evaluación independiente del mismo y de la emisión en particular. Por tanto, tiene un papel importante en la liquidez del DCM, ya que brindan mayor confianza a más inversionistas. Los principales beneficios para ellos del sistema de rating son:

- Facilita la comparación entre emisores, de forma que el inversor sepa cuál de ellos tiene una mayor seguridad de rentabilidad para su inversión. Esto permite que las empresas más solventes accedan a mejores condiciones de financiación en el DCM.
- Ofrece una herramienta rápida y homogénea a la comunidad inversora para discriminar entre emisiones y emisores para la mayor facilidad en la toma de decisión de riesgo.

No obstante, este sistema también tiene ciertas desventajas:

- Elevado coste para la obtención de rating para las empresas, por lo cual muchas de ellas quedan fuera del DCM.
- No garantiza una plena objetividad del análisis del emisor dado que incluye aspectos cualitativos no medibles que inducen a cierta subjetividad en la decisión final
- No hay definición clara respecto al plazo de validez del rating
- Dificultad para una respuesta rápida de las agencias antes cambios producidos en el mercado.

En el Anexo 8, se podrá observar las escalas de clasificaciones crediticias de largo plazo para las distintas calificadoras de Riesgos. S&P y Fitch comparten la misma escala, mientras que Moody's tiene su propia secuencia de ratings.

5. Reguladores

Las operaciones en el DCM están sujetas a diversos requisitos regulatorios y legales en función a dónde se emiten y se negocian los bonos; así como de quien los posea (CFA Institute, 2020). Los reguladores son designados por el gobierno en su mayoría, el cual tiene la responsabilidad de implementar medidas macroeconómicas y generar un marco legal adecuado para el desarrollo de este mercado.

Los reguladores tienen principalmente tres objetivos (Organización Internacional de Comisiones de Valores [OICV], 1998):

- *Proteger a los inversionistas*

El canal más relevante para garantizar la protección a los inversionistas es la difusión de información para la toma de decisiones. Así, los inversionistas podrán evaluar los riesgos y beneficios potenciales de sus inversiones de manera que puedan proteger sus propios intereses y eviten la existencia de algún tipo de práctica fraudulenta.

- *Garantizar que los mercados sean justos, eficientes y transparentes*

La justicia en los mercados está vinculada con la protección a los inversionistas y, en particular, con la prevención de prácticas fraudulentas. El ente regulador deberá detectar, impedir y penalizar la manipulación del mercado, las prácticas desleales de negociación y la existencia de cualquier tipo de trato indebido con los participantes.

En un mercado eficiente, la difusión y publicación de información relevante se evidencia en el proceso de determinación de los precios. De esa manera, los reguladores deberán incentivar la eficiencia del mercado.

La transparencia se podría definir como el período en que la información sobre el *deal* se divulga al público en tiempo real. La información previa al *deal* hace referencia a aquella que permite a los inversionistas conocer, con algún grado de certeza, si pueden operar y a qué precios. La información posterior a ello se relaciona con los precios y el volumen que se han acordado en las operaciones realizadas.

- La reducción del riesgo sistémico

A pesar de que los reguladores a priori, no pueden impedir algún quiebre financiero, deberán tener como objetivo mitigar dicho riesgo. Incluso, si a pesar de todos los esfuerzos se produce algún quiebre, el ente regulador deberá aliviar su efecto e intentar aislar el riesgo de la institución en quiebra. De esta manera, deberán promover la gestión

efectiva del riesgo y asegurar que los requisitos sobre capital y otros requisitos prudenciales sean suficientes para controlarlo y para absorber las pérdidas que se puedan producir es un escenario no esperado. A mayor información divulgada por parte de los emisores, los inversionistas tomarán decisiones de inversión más acertadas reduciendo el nivel de riesgo.

III. EVIDENCIA EMPÍRICA

Los mercados emergentes en los últimos años han ganado mayor protagonismo dentro de la comunidad inversora, lo cual ha dinamizado las emisiones en estos países. En el 2020, según datos de Bloomberg, los gobiernos y empresas en mercados emergentes lograron emitir cerca de USD 757 mil millones en bonos en dólares o euros, la máxima cifra alcanzada en casi 2 décadas a medida que intenta reactivarse tras los efectos de la crisis COVID-19, inclusive a noviembre, ya habían superado las cifras anuales del 2019⁴ (Bloomberg, 2020).

El 70% de estas emisiones fueron bonos con grado de inversión, entre ellos se encuentra la reciente emisión de bonos soberanos del Perú por USD 4 mil millones a 101 años con una demanda de 2.9 veces del monto ofertado (93% inversionistas fueron extranjeros). Para el 2021, Bloomberg prevé que estas cifras seguirán en aumento, particularmente en América Latina, como medida para recuperarse de los efectos de la crisis sanitaria.

Sin duda alguna, estas cifras reflejan la mayor confianza del inversionista hacia los mercados emergentes, una constante de los últimos años que ha permitido su desarrollo sostenido. Este creciente protagonismo de los mercados emergentes se puede explicar en 3 factores: (i) un fortalecimiento de sus fundamentos macroeconómicos; (ii) el adecuado desarrollo de la regulación en estos mercados; y (iii) un sistema bancario con mayor solidez y solvencia.

1. Fundamento Macroeconómicos

Según el estudio de Rojas-Suárez (2015), los mercados de capitales se desarrollan en economías estables y con buenos fundamentos macroeconómicos. Debido a que las debilidades macroeconómicas afectan significativamente los precios de los activos, en caso se agraven, podrían llegar a comprometer la existencia de un mercado de activos. Rojas-Suárez ejemplifica esta teoría a través de la crisis de deuda latinoamericana vivida en la década de los ochenta, la crisis de deuda en 2001 y las constantes dificultades económicas de Argentina como episodios

⁴ Ver Anexo N°9

que afectaron (o vienen afectando en el caso de Argentina) gravemente la liquidez y el desarrollo de los mercados de capitales, particularmente los bonos.

Asimismo, en el estudio mencionado, se establece que la excesiva volatilidad de las principales variables financieras para los DCM, como las tasas de interés y tipos de cambios, afectan a la toma de decisiones de los inversionistas, principalmente de los institucionales. Un ejemplo de ello, son los fondos de pensiones que por su mismo perfil no están dispuestos a asumir tanto nivel de incertidumbre generada por la alta volatilidad de estas variables.

Por otro lado, unos fundamentos macroeconómicos sólidos generan un crecimiento sostenido de la economía, lo cual incrementa el poder adquisitivo de las personas, aumentando sus excedentes de capital, y por tanto, se genera un impacto positivo en la demanda local y potencial por instrumentos de inversión, como los bonos. (Rojas-Suárez, 2015).

En esta línea, la adopción de política monetaria enfocada en el manejo de la inflación en países emergentes a inicios del 2000 permitió sentar las bases para el fortalecimiento económico en estos mercados, que a su vez impulsó el desarrollo de los mercados de capitales. Actualmente, la implementación de políticas monetarias y el desarrollo de los mercados de capitales se han fortalecido mutuamente. Esto se evidencia en que, a pesar que las políticas monetarias en países emergentes no han cambiado desde esos años, el 86% de Bancos Centrales afirman que los instrumentos de política monetaria han impactado positivamente en el desarrollo de los mercados de capitales, mientras que el 75% afirma que el beneficio es bidireccional, según la encuesta realizada por BIS (Mehrotra and Schanz, 2020).

2. Marco regulatorio adecuado

De acuerdo a lo mencionado por los autores Kawai M. y Prasad E. (2011), los responsables de la formulación de políticas en los mercados emergentes deben considerar como prioridad fortalecer las instituciones, ya que generan el entorno propicio para que la regulación pueda promover el desarrollo de los mercados de capitales, cumpliendo los contratos realizados y el estado de derecho. De esta manera, un marco regulatorio no puede ser eficaz si no cuenta con el apoyo de instituciones sólidas que velen y defiendan los derechos de los participantes del mercado.

Dentro de los mercados emergentes, resulta relevante ver el caso de China. En ese país, el ente regulador es el CSRC (China Securities Regulatory Commission) quien trabaja de la mano con el Estado buscando mantener el orden del mercado y asegurando el funcionamiento legal del mismo. Según lo indicado por Kawai M. y Prasad E. (2011), los estándares regulatorios de China son un ejemplo que deberían imitar las demás economías emergentes dado que cuenta con un

marco de supervisión sólido en el que se refleja la realidad del mercado financiero, lo cual explica el crecimiento sostenido de su mercado de bonos.

Cabe resaltar que el desarrollo del DCM en países emergentes se puede explicar por la creación de una estructura regulatoria cada vez más efectiva para cumplir su principal función: quitar los obstáculos que puedan impedir potencialmente a los participantes cumplir sus roles dentro del DCM. Por tanto, si se analiza desde la dinámica del mercado se puede expresar de la siguiente forma: si los prestamistas y prestatarios tienen la capacidad para interactuar en el mercado, y los proveedores de liquidez (inversionistas) encuentran las condiciones necesarias para el trading de estos instrumentos financieros creados, se estaría impulsando el desarrollo del mercado (Jasiene et. al, 2013).

Otro ejemplo del impacto positivo del marco regulatorio en el desarrollo del DCM, es Brasil. La agenda de su Banco Central (BCB en adelante), como el principal ente regulador, impulsó el dinamismo de los mercados de capitales, ya que introdujo 4 líneas estratégicas: inclusión, competitividad, transparencia y educación financiera. Además, incluyó la simplificación y modernización del marco legal para alinearlos con los estándares internacionales. Similarmente, el BCB ha continuado impulsando una iniciativa para fortalecer los mercados de capitales del país y reducir los costos de inversionistas extranjeros a través de la promoción y desarrollo de los fondos privados de inversión y titulizaciones.

Asimismo, las líneas de política del BCB incluyen iniciativas para incrementar la eficiencia del mercado y la competencia, así como un nuevo mecanismo de asistencia de liquidez para ayudar a los mercados de capitales alcanzar su nivel óptimo. Finalmente, el BCB ha incrementado la transparencia del proceso de toma de decisiones y promueve la educación financiera en todos los sectores. Todos estos esfuerzos e iniciativas han incrementado la participación en este mercado, reduciendo los costos crediticios y fortaleciendo los mercados de capitales brasileños (Barata and Nechio, 2020).

3. Sistema bancario sólido y solvente

En los DCM, los bancos cumplen el rol de estructuradores y colocadores de las emisiones en mercados primarios, como se ha mencionado anteriormente. Sin embargo, en esta sección se analizará la tercera función que consiste en ser proveedores de liquidez, un punto poco explorado para explicar las razones de su desarrollo.

Según el análisis de Rojas-Suárez (2020), plantea que los préstamos bancarios y bonos son complementos, y no sustitutos como se cree, ya que afirma que en los episodios donde ha habido

dificultades bancarias también se contrajo los mercados de bonos corporativos. La autora explica esta postura de complementariedad del sistema bancario y DCM a través de 3 argumentos:

Bancos como principales proveedores de liquidez en el DCM: Por ejemplo, los agentes de bolsas obtienen sus inventarios de valores a través de líneas de créditos, por lo cual, en un escenario de menores créditos, la provisión de liquidez no sería la necesaria para garantizar el correcto funcionamiento del mercado de bonos.

Mercados de Bonos Corporativos Locales: en un mercado emergente, los inversionistas sólo tendrán la confianza de invertir en bonos de emisores que garanticen el repago de sus obligaciones financieras. Por tanto, el sistema bancario puede alertar de potenciales emisores con problemas potenciales para el repago, lo cual genera una menor demanda por sus bonos.

Los depósitos por su naturaleza de ser los activos más líquidos en economías emergentes, pueden ser la principal fuente de entrada para aquellos inversionistas interesados en invertir en el DCM, lo cual ayuda a su rápido desarrollo.

Por lo tanto, en economías emergentes, el desarrollo bancario de los últimos años ha sido un factor clave para el desarrollo y consolidación de los DCM a nivel local y global.

En esta línea, el estudio de Ngo y Le (2019) demuestra que la mayor eficiencia del sistema bancario tiene un impacto positivo en el desarrollo del mercado de capitales a través del análisis de 86 países durante 2006-2011. De la misma manera, afirman que la mayor accesibilidad del crédito ayuda a mejorar la eficiencia de los bancos, con lo cual se permite un mayor desarrollo de los DCM (Ngo y Le, 2019).

Brasil y Chile son ejemplos de que el desarrollo de sus mercados de capitales se ha visto favorecido por un sistema bancario más sólido y solvente, por lo cual ponen foco en ello. Por el lado de Brasil, el BCB impulsó iniciativas para fortalecer la competencia del sistema bancario a través del desarrollo de créditos, microcréditos y *fintechs*. Estas acciones permitieron que haya una mayor accesibilidad a financiamientos de largo plazo, aumentando una mayor participación en los mercados de capitales. De la misma manera, el BCB buscó reducir los costos para los inversionistas internacionales a través de un sistema de pagos unificado de todos los bancos, el cual será operado y centralizado por el BCB para funcionar todos los días con tecnología QR y alcance de todos los dispositivos móviles. Este sistema *Open Banking* promovió la competencia a través de la reducción de la asimetría de la información y las barreras de entradas. Estas iniciativas han aumentado la participación en el DCM brasileño, con un impacto directo en su liquidez. (Barata and Nechio, 2020).

Por el otro lado, en Chile, los bancos están regulados por la Comisión de Mercados Financieros (FMC, sus siglas en inglés), una entidad independiente del Banco Central de este país. En el 2019,

esta entidad ha promovido una reforma bancaria para fortalecer su solvencia a través del incremento del requerimiento de capital para mitigar los riesgos y vulnerabilidades externas. De esta forma, busca proteger y fomentar el desarrollo de los mercados de capitales, ya que consideran que un sistema bancario estable y sólido promueve una mayor accesibilidad al DCM del país, y por ende una mayor liquidez del mismo (Vial, 2020).

IV. CONCLUSIONES:

El presente estudio se ha centrado en demostrar la hipótesis de que el creciente protagonismo de los DCM en economías emergentes de los últimos años se debe a principalmente 3 factores claves: (i) fundamentos macroeconómicos más sólidos, (ii) el marco regulatorio adecuado y (iii) un sistema bancaria más sólido y estable. Esta hipótesis se ha demostrado a través del análisis de países emergentes con un desarrollo acelerado de sus DCM: Brasil, Chile y China. Sin embargo, aún quedan muchos temas pendientes para garantizar una mayor solidez y resiliencia en ese mercado:

- Se recomienda aplicar mayores medidas macroprudenciales en países emergentes para fortalecer la resiliencia de sus economías antes shocks externos, una enseñanza de esta última crisis sanitaria. Asimismo, el desarrollo del DCM juega un rol protagónico en la efectividad de la política monetaria, por lo cual los Banco Centrales deberían incorporar este punto en sus agendas para fortalecer los mecanismos de transmisión de sus medidas.
- Se debe continuar profundizando e impulsando un marco regulatorio que garantice la mejor interacción de los participantes. Sin embargo, se debe acompañar con un fortalecimiento de la institucionalidad que garantice el cumplimiento de este marco regulatorio, una tarea pendiente en la mayoría de países emergentes.
- Incorporar medidas para fortalecer los sistemas bancarios a través de la incorporación diversas medidas regulatorias, como Basilea III. Además, se debe buscar una mayor competitividad entre bancos, así como su modernización y accesibilidad a todo tipo de empresas, como punto de entrada al DCM.
- Impulsar políticas enfocadas en reducir los costos de transacción vinculadas con el proceso de emisión para incrementar la participación de empresas que con los costos actuales, no tienen la capacidad financiera de acceder al DCM. Por ello, es importante en impulsar la competencia dentro de los bancos de inversión para menores costes asociados a la emisión de bonos.

- Apoyar e incentivar la participación de empresas medianas con grado de inversión en el DCM de economías emergentes, mediante el uso de instrumentos innovadores y facilidades financieras.

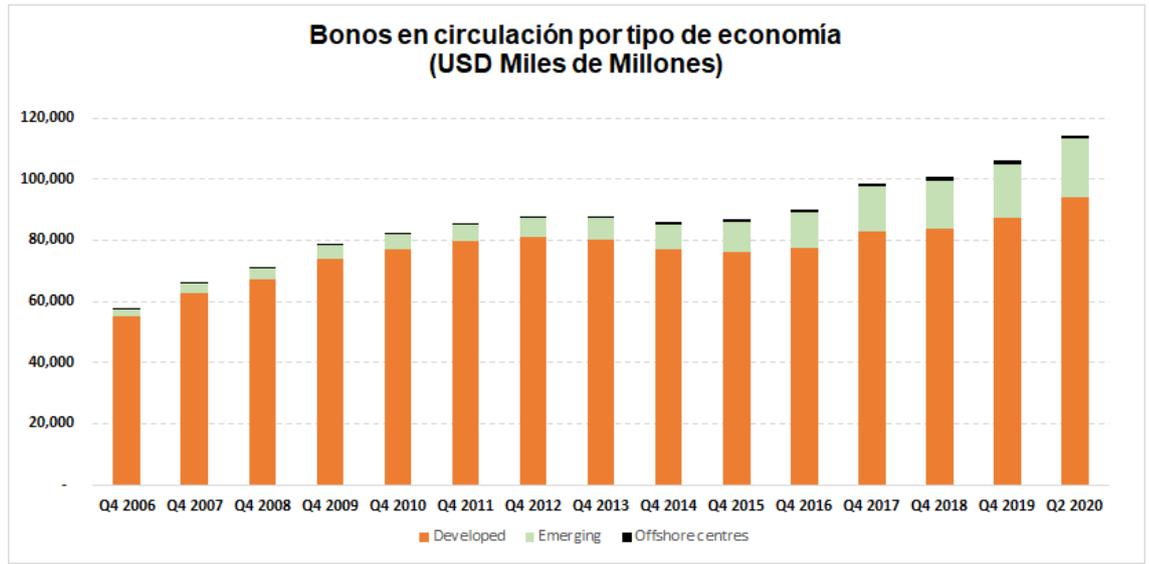
V. BIBLIOGRAFÍA

- Abraham, F., Cortina, J., & Schmukler, S. (2019). The Rise of Domestic Capital Markets for Corporate Financing. *The Rise of Domestic Capital Markets for Corporate Financing*.
- Acharya, V., Cecchetti, S., De Gregorio, J., Kalemli-Özcan, Ş., Lane, P., & Panizza, U. (2015). *Corporate Debt in Emerging Economies*. The Brookings Institution and the Centre for International Governance Innovation.
- Banco Central de Reserva del Perú. (2011). Costos de Emisión de Instrumentos de Deuda. *REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA*. Obtenido de <https://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Reporte-Estabilidad-Financiera/2011/Mayo/ref-mayo-2011-recuadro-7.pdf>
- Banco Central de Reserva del Perú. (s.f.). *Glosario de términos económicos*. Recuperado el 2021, de Publicaciones y Seminarios: <https://www.bcrp.gob.pe/publicaciones/glosario/b.html>
- Barata, J., & Nechio, F. (2020). *Financial market development, monetary policy and financial stability in Brazil* (N° 113 ed.). Bank for International Settlements Papers. Recuperado el 20 de Enero de 2021, de BIS Papers: <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap113.pdf>
- BBVA. (24 de Abril de 2018). Recuperado el 2021, de ¿Cómo se financian las empresas? Préstamos versus bonos: <https://www.bbva.com/es/como-se-financian-las-empresas-prestamos-versus-bonos/>
- BBVA. (29 de Marzo de 2019). *La emisión de un bono paso a paso*. Recuperado el 2021, de <https://www.bbva.com/es/la-emision-de-un-bono-paso-a-paso/>
- Bloomberg. (31 de Diciembre de 2020). *Emisiones de bonos seguirán aumentando en mercados emergentes*. Recuperado el 17 de Enero de 2021, de Infobae: <https://www.infobae.com/america/agencias/2020/12/31/emisiones-de-bonos-seguiran-aumentando-en-mercados-emergentes/>
- Çelik, S., Demirtaş, G., & Isaksson, M. (2020). *Corporate Bond Market Trends, Emerging Risks and Monetary Policy*. Paris: OECD Capital Market Series. Recuperado el 18 de Enero de 2021, de OECD Capital Market Series: www.oecd.org/corporate/Corporate-Bond-Market-Trends-Emerging-Risks-and-Monetary-Policy.htm
- CFA Institute. (2020). *Fixed Income and Derivatives*.

- China Securities Regulatory Commission. (s.f.). *About CSRC*. Recuperado el 13 de 12 de 2020, de http://www.csrc.gov.cn/pub/csrc_en/about/
- Fabozzi, F. (2007). *Fixed Income Analysis*. CFA Institute Investment Series.
- Jasienė, M., Paškevičius, A., & Astrauskaitė, I. (2013). Bond Market Analysis: The main constraints in the research of 21st century. *Business, Management and Education*, 224–240.
- Kawai, M., & Prasad, E. (2011). *Financial Market Regulation and Reforms in Emerging Markets*. Asian Development Bank Institute and the Brookings Institution.
- Mehrotra, A., & Schanz, J. (2020). *Financial market development and monetary policy* (Vol. N° 113). Bank Of International Settlements Papers. Recuperado el 20 de Enero de 2021, de <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap113.pdf>
- Mendoza, E., & Terrones, M. (2008). AN ANATOMY OF CREDIT BOOMS: EVIDENCE FROM MACRO AGGREGATES AND MICRO DATA. *NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH*.
- Ngo, T., & Le, T. (2019). *Capital market development and bank efficiency: a cross-country analysis* (Emerald Publishing Limited ed., Vol. Vol. 15 No. 4). International Journal of Managerial Finance.
- Organización Internacional de Comisiones de Valores. (1998). Objetivos y principios para la regulación de los mercados de valores.
- Rojas-Suárez, L. (2015). Hacia mercados de capitales sólidos y estables en economías emergentes. *Revista de Estudios Económicos*, 29(Banco Central de Reserva del Perú), 9-16.
- Schularick, M., & Taylor, A. (2012). Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles, and Financial Crises, 1870–2008. *American Economic Review*.
- Securities and Exchange Commission. (2018). What Are Corporate Bonds? 149. Obtenido de What Are Corporate Bonds?: https://www.sec.gov/files/ib_corporatebonds.pdf
- Strumeyer, G., & Swamy, S. (2017). *The Capital Markets : Evolution of the Financial Ecosystem*. John Wiley & Sons, Incorporated.
- Vial, J. (2020). *Financial market developments in Chile* (BIS Papers ed., Vol. N° 113). Bank for International Settlements Papers. Recuperado el 20 de Enero de 2021, de BIS Papers: <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap113.pdf>

VI. ANEXOS

Anexo N°1 – Bonos en circulación por tipo de economía

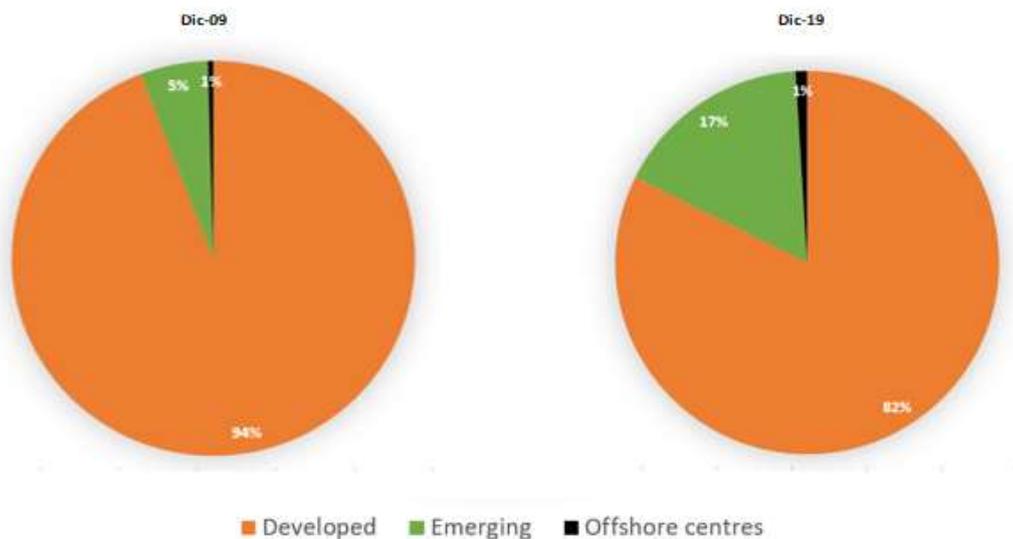


Fuente: Bank for International Settlements (BIS)

Elaboración propia

Anexo N°2 – Participación de los tipos de economía en el mercado de bonos en circulación 2009 vs 2019

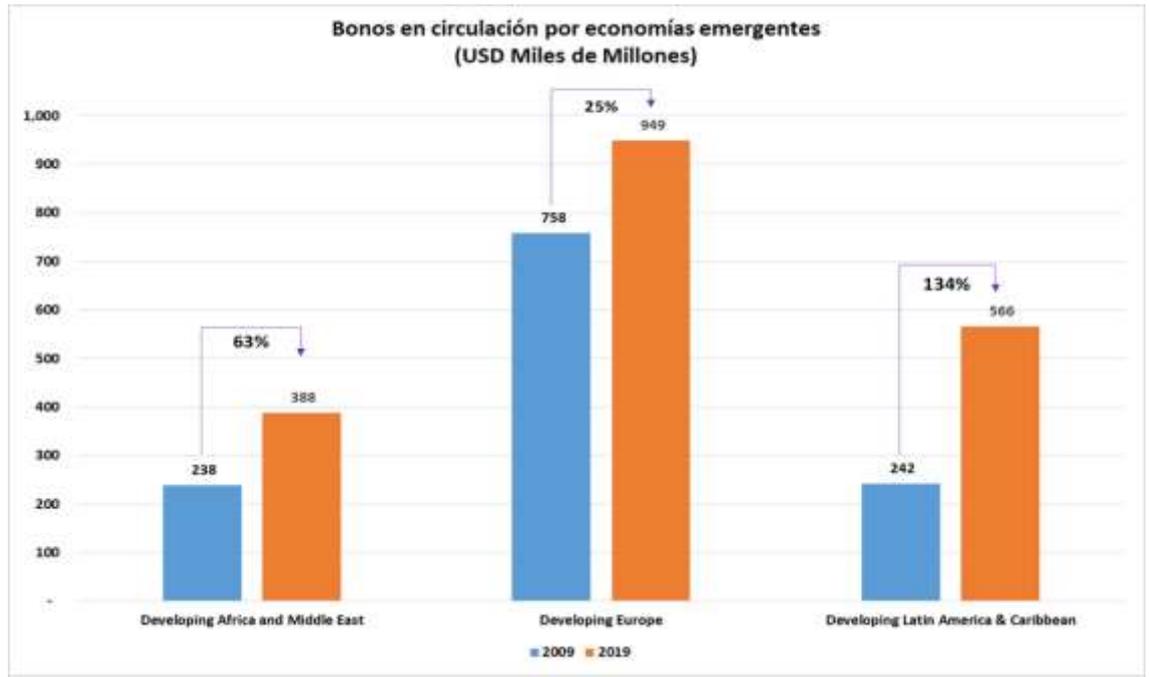
Participación de los tipos de economía en el mercado de bonos en circulación



Fuente: Bank for International Settlements (BIS)

Elaboración propia

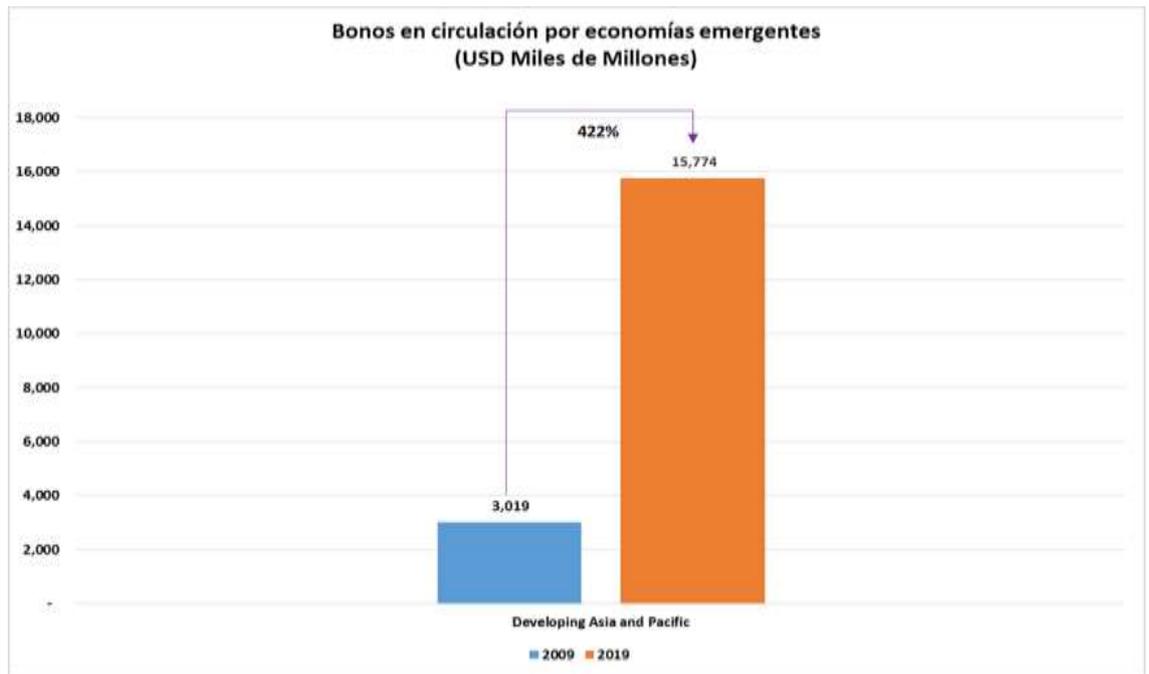
Anexo N°3 – Crecimiento en los bonos en circulación por economías emergentes:
América Latina & Caribe, Europa y África



Fuente: Bank for International Settlements (BIS)

Elaboración propia

Anexo N°4 – Crecimiento en los bonos en circulación por economías emergentes: Asia y el Pacífico



Fuente: Bank for International Settlements (BIS)

Elaboración propia

Anexo N°5 – Tipo de bonos en circulación en países emergentes

**Tipos de bonos en circulación en países emergentes
(USD miles de millones)**

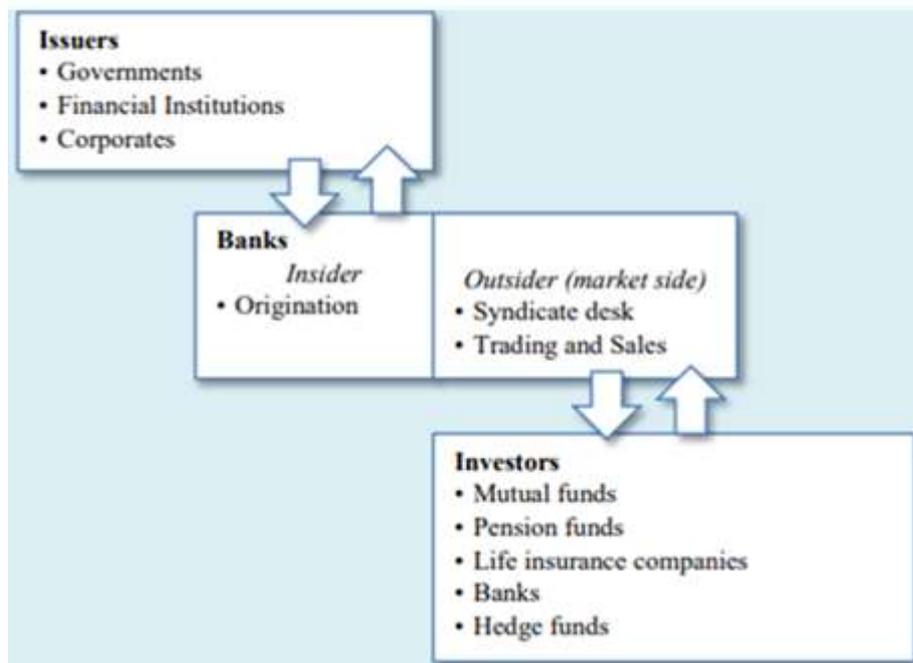
	2009	2019	CAGR
Financial corporations	1,710	6,141	14%
Non-financial corporations	607	4,165	21%
General government	1,943	7,374	14%

Fuente: Bank for International Settlements (BIS)

Elaboración propia

Anexo N°6 – Estructura del Debt Capital Market

Estructura del DCM



Fuente: World Bank Group

Anexo N°7 – Cronograma de la emisión de un bono



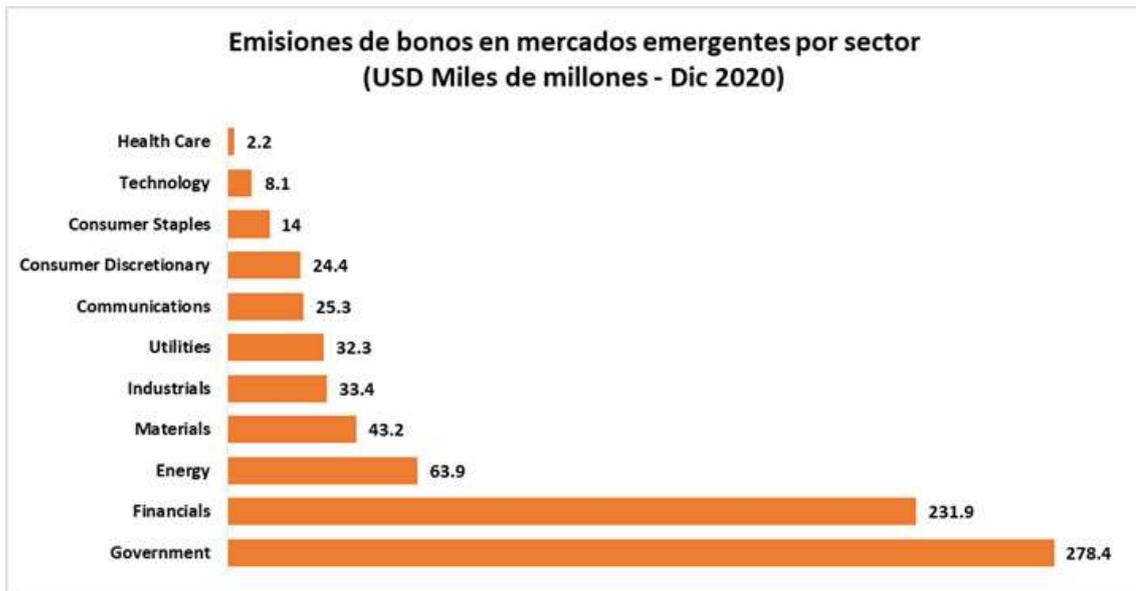
Fuente: Presentación comercial DCM BBVA Perú

Anexo N°8 – Escalas de clasificación crediticia de largo plazo

		Moody's	S&P	Fitch
Investment Grade	High-Quality Grade	Aaa	AAA	AAA
		Aa1	AA+	AA+
		Aa2	AA	AA
		Aa3	AA-	AA-
	Upper-Medium Grade	A1	A+	A+
		A2	A	A
		A3	A-	A-
	Low-Medium Grade	Baa1	BBB+	BBB+
		Baa2	BBB	BBB
		Baa3	BBB-	BBB-
Non-Investment Grade "Junk" or "High Yield"	Low Grade or Speculative Grade	Ba1	BB+	BB+
		Ba2	BB	BB
		Ba3	BB-	BB-
		B1	B+	B+
		B2	B	B
		B3	B-	B-
		Caa1	CCC+	CCC+
		Caa2	CCC	CCC
		Caa3	CCC-	CCC-
		Ca	CC	CC
		C	C	C
Default	C	D	D	

Fuente: CFA Institute

Anexo N°9 – Emisiones de bonos en mercados emergentes por sector a Dic 2020 (USD Miles de millones)



Fuente: Bank for International Settlements (BIS)

Elaboración propia