



**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**

**Freddy Bryan Carrasco Fernández**

**Lima, Enero 2020**

## **Resumen**

Los mercados de capitales vienen creciendo a gran escala en los últimos años, cada vez aparecen nuevos instrumentos que se adecuan a las necesidades de los inversionistas, entre los mercados más importantes se encuentran el de deuda, acciones, derivados, forex, entre otros. El mercado con mayor participación y nivel de transacciones a nivel mundial es el de deuda que por la naturaleza de la estructura de sus instrumentos se encuentra alineada a los objetivos de los inversionistas globales más grandes, entre los que se destacan los bancos centrales, fondos de pensiones, fondos de seguros, fondos privados, etc. En el mercado de deuda intervienen diferentes participantes, quienes gracias a sus roles permiten que el mercado funcione de una forma eficiente y siga creciendo. Uno de los factores en los cuales impacta estos roles es en el de la liquidez del mercado y la volatilidad, el documento ha encontrado que mientras más grande y desarrollado se encuentre el mercado los participantes permiten crear un mercado más líquido y menos volátil.

## Tabla de Contenido

I.	Introducción: objetivo del trabajo e hipótesis .....	3
II.	Marco teórico .....	3
1.	Inversionistas .....	4
2.	Emisores.....	5
3.	Bancos de Inversión.....	6
4.	Agencias Calificadoras .....	7
5.	Reguladores .....	9
III.	Evidencia Empírica.....	9
IV.	Conclusiones.....	13
V.	Referencias Bibliográficas .....	14
VI.	Anexos .....	15

## **I. Introducción: objetivo del trabajo e hipótesis**

El objetivo del presente documento es el de explicar los roles de los participantes del mercado de deuda, la relación entre ellos, su impacto en el mercado y el efecto de todos ellos en la liquidez y volatilidad del mercado.

La mayor intervención de los participantes del mercado de deuda ha permitido un mayor crecimiento del mercado (mayor volumen de negociación y liquidez) así como una mejora en la transmisión de información entre los participantes. Aquellos mercados con mayor participación de los agentes (mercados desarrollados) tienden a tener mejores indicadores de liquidez y menos volatilidad ante una coyuntura económica volátil<sup>1</sup>, mientras, que los mercados en vía de desarrollo muestran una menor liquidez en escenarios de alta volatilidad. Por otra parte, los instrumentos corporativos con una mejor calificación de rating crediticio y mayor plazo (asociados a mercados desarrollados) deben mostrar una menor volatilidad en sus *spreads* de gobierno.

El documento abarcará un análisis de liquidez y volatilidad de los mercados de Estados Unidos, Japón, Reino Unido y Alemania como representantes de los mercados desarrollados y Perú, Colombia y Chile como representantes de los mercados en vías de desarrollo para fines prácticos de comparación, específicamente el análisis se realizará sobre emisiones de gobierno y bonos corporativos.

## **II. Marco teórico**

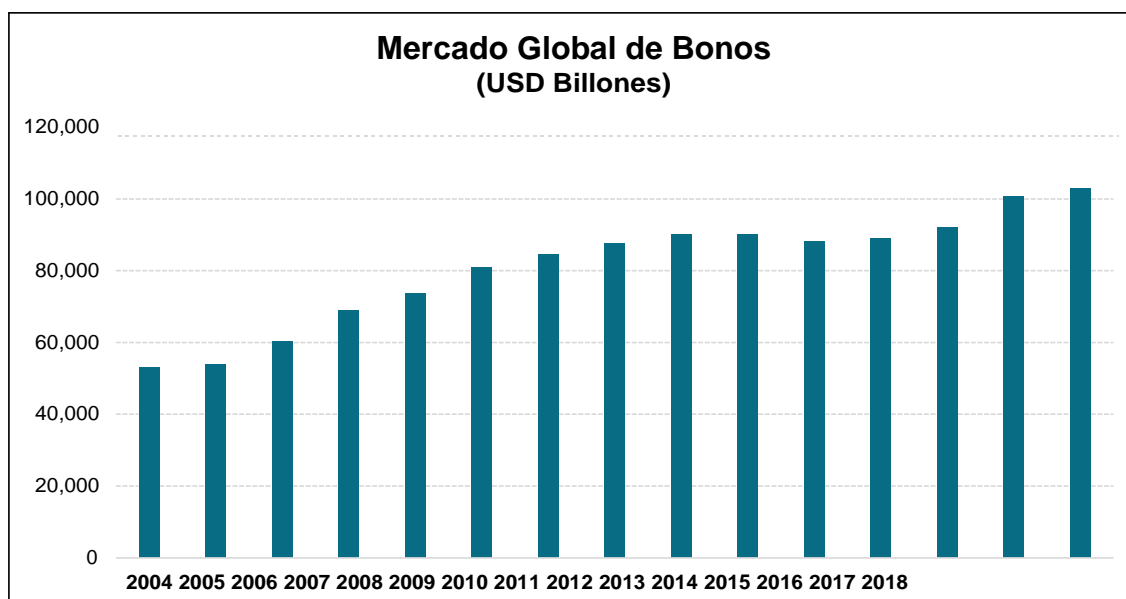
El mercado de deuda es considerado el más grande en el mercado de capitales enfocado en el financiamiento e inversión de largo plazo a diferencia de los préstamos bancarios que son más apropiados para financiamientos de corto plazo, inversiones en capital de trabajo, inventario entre otros activos de corto plazo. Una de las diferencias entre ambos es el costo de financiamiento, en el mercado de deuda lo define la oferta y demanda mientras que en los préstamos bancarios lo define la negociación de la empresa con el banco.

Entre el 2004 y el 2018, el mercado global de bonos ha tenido un crecimiento promedio de 5%, llegando a mantener un valor de 102 790 billones de dólares al 2018 tal como lo muestra el Gráfico N° 1.

---

<sup>1</sup> Se tomará el VIX (Índice de volatilidad del mercado de opciones PUT de Chicago) como referencia a la volatilidad de mercado.

Gráfico N°1



Fuente: Bank of International Settlements (BIS)

Para tener un mejor enfoque sobre el mercado de capitales de deuda es importante tener conocimiento de cómo es su estructura: sus participantes y factores; cómo al conectar sus roles permiten que el mercado funcione de forma eficiente y genere confianza para la mayor incursión de nuevos participantes acompañado de un mayor crecimiento.

A continuación se pasará a detallar los participantes y sus roles dentro del mercado de deuda:

### 1. Inversionistas

Los inversionistas del mercado de deuda suelen asumir un menor riesgo con un menor potencial de retorno sobre la inversión. Aquello como producto de que los precios de los instrumentos de deuda suelen fluctuar menos que los de las acciones, estos instrumentos son mucho más seguros debido a que en caso la compañía emisora sea liquidada, los tenedores de bonos son los primeros en ser cubiertos.

Los inversionistas son los que poseen mayor interacción con todos los participantes del mercado de deuda, como la adquisición de deuda de los emisores, el trabajo conjunto con los bancos de inversión para ver las propuestas de inversión que tienen disponibles o si en caso deseen estructurar algún producto financiero ajustado a su necesidad, así como la suscripción a los informes de las agencias calificadoras como medida de control adicional a sus controles internos y la información proporcionada a las entidades reguladoras para verificar el cumplimiento de los límites impuestos. Entre los inversionistas de este mercado destacan las instituciones soberanas, fondos de pensiones, aseguradoras, fondos mutuos, entre otros. El mercado de deuda permite que al existir un amplio universo de portafolios con diferentes plazos de vencimiento y estructura de

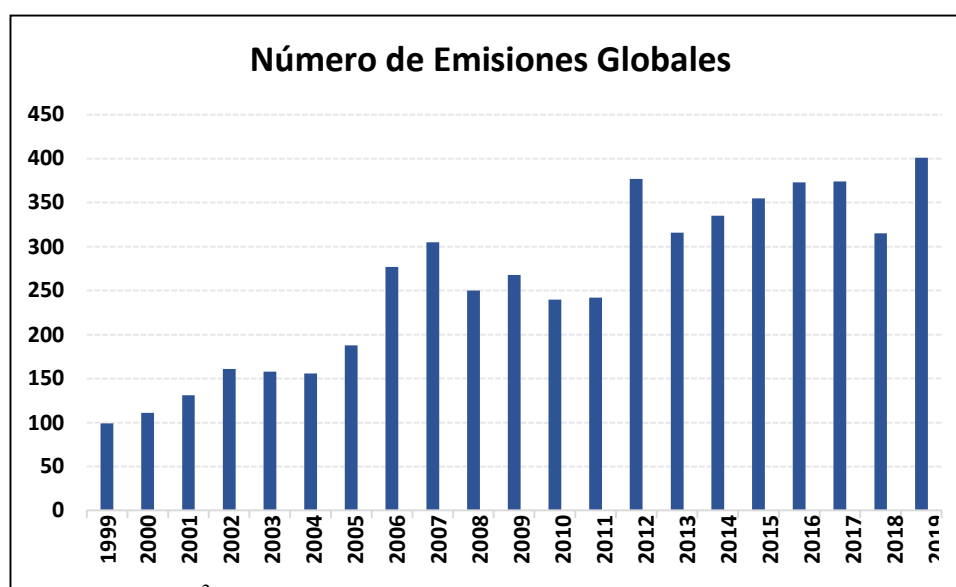
instrumentos pueda ajustarse a las diferentes estrategias de inversión y a las necesidades de calce de flujos de los inversionistas.

## 2. Emisores

Entre los emisores más destacables se encuentran los gobiernos, agencias, entidades públicas, entidades supranacionales, bancos, empresas corporativas, etc. Estos son los encargados de crear la oferta en el mercado de deuda de acuerdo a sus necesidades de financiamiento.

Es importante precisar que los costos de financiamiento de las emisiones de cada entidad soberana o corporativa dentro de un país dependen en gran medida del costo de financiamiento del gobierno del país, es por ello que mientras más desarrollada se encuentre la curva de rendimiento soberana ésta permite que el mercado de deuda del país pueda tener una mejor referencia y los emisores puedan tomar las decisiones adecuadas de financiamiento.

Gráfico N° 2



Fuente: Bloomberg<sup>2</sup>

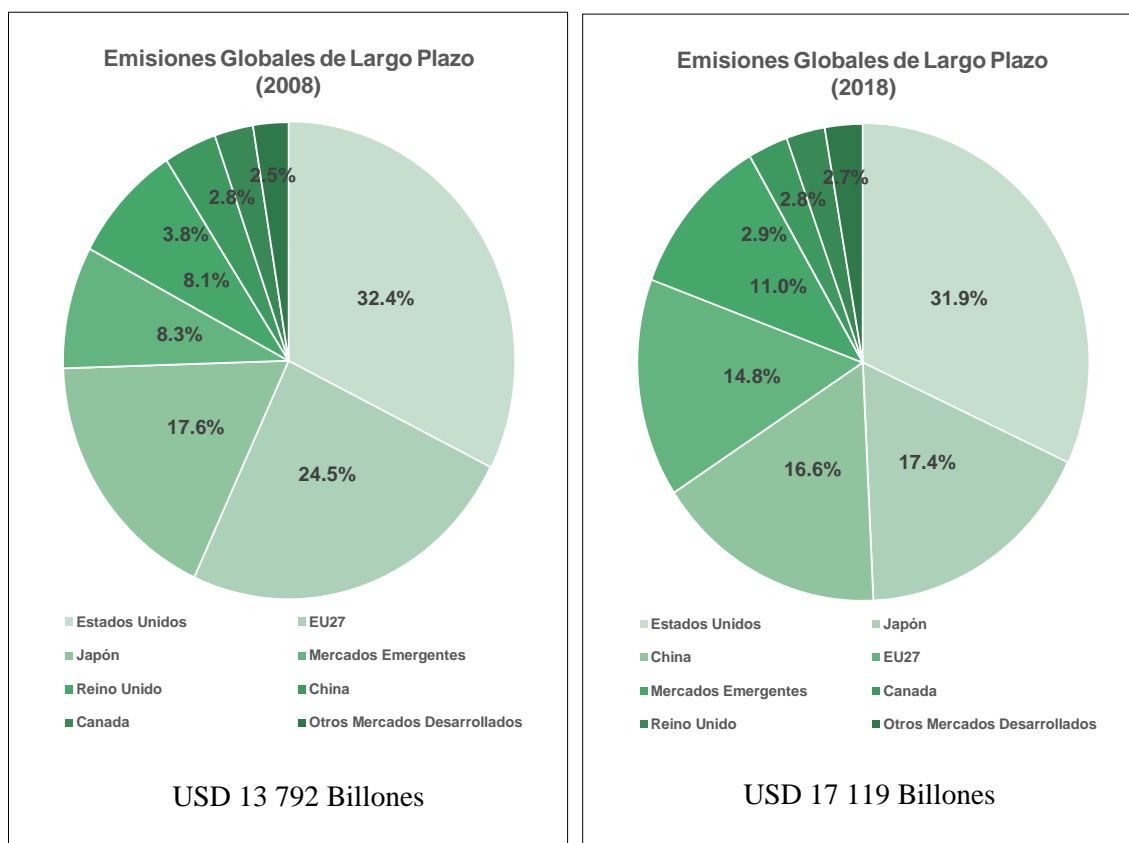
En el Gráfico N° 2 se observa como la cantidad de emisiones globales muestra un crecimiento fuerte desde el 2000 hasta el 2012, donde luego se mantiene estable con pequeñas fluctuaciones. En el Gráfico N° 3 muestra el crecimiento a nivel de valor de mercado de las emisiones globales por año, un crecimiento de USD 3 327 billones del 2008 al 2018. En este comparativo se observa que Estados Unidos aún mantiene una fuerte presencia en las emisiones anuales seguido por

<sup>2</sup> El gráfico muestra las emisiones de deuda especificadas en bloomberg como “bonos globales”, estos excluyen bonos con garantía, instrumentos convertibles e instrumentos estructurados, con vencimiento mayor a 18 meses y emisiones mayores a USD 50 Millones

Japón que también ha mantenido estable su participación (17,6% a 17,4%), seguido por China que tuvo el mayor crecimiento en términos porcentuales (3,8% vs 16,6%).

**Gráfico N° 3**

**Emisiones Globales de Largo Plazo<sup>3</sup> 2008 vs 2018**



Fuente: Bloomberg, Refinitiv

**3. Bancos de Inversión**

Otro de los participantes del mercado de deuda con un rol importante es el de los bancos de inversión, ellos son los que brindan servicios de asesorías a inversionistas y ayudan a los emisores en su proceso de estructuración y emisión de deuda de acuerdo a los requerimientos.

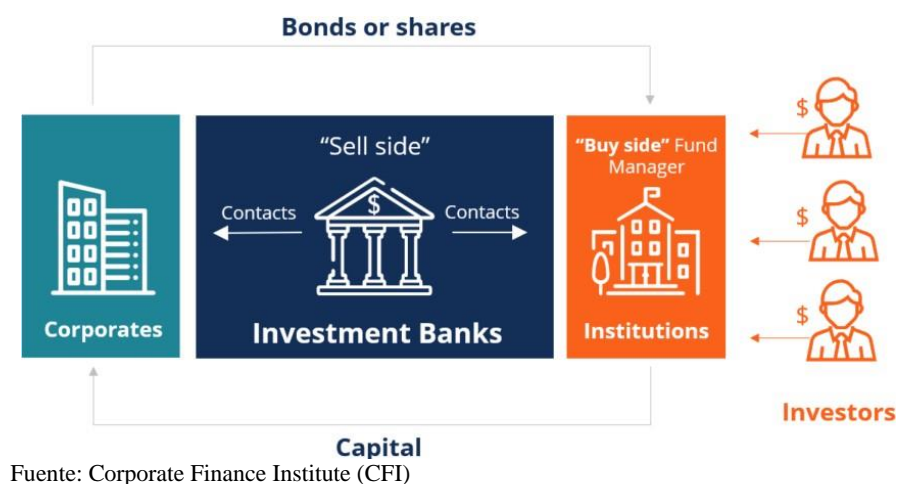
De acuerdo al reporte anual del mercado mundial de bancos de inversión publicado por el Banco Mundial al 2018, Estados Unidos es el mercado más grande de la región con 47% del mercado, mientras que Asia Pacifico fue la segunda región con mayor mercado con 26%. Por otra parte, el Medio Oriente fue la región con menor participación en el mercado global de banca de inversión.

Entre sus clientes se destacan gobiernos, corporaciones, fondos de pensiones, *hedge funds*, entre otras instituciones financieras.

<sup>3</sup> Emisiones mayores a 13 meses

**Gráfico N° 4**

**Esquema de relación de los Bancos de Inversión**



El esquema explica cómo se interrelaciona los bancos de inversión en el mercado de deuda, el banco de inversión es el encargado de conectar a los emisores corporativos con los inversionistas. El rol del banco de inversión empieza con el asesoramiento previo a la suscripción del bono y continúa luego de la distribución del bono en forma de asesoría. El banco de inversión examina los estados financieros de la compañía y publica un prospecto en el que explica la oferta a los inversionistas, todo ello previo a que los bonos se encuentren disponibles para la compra.

**4. Agencias Calificadoras**

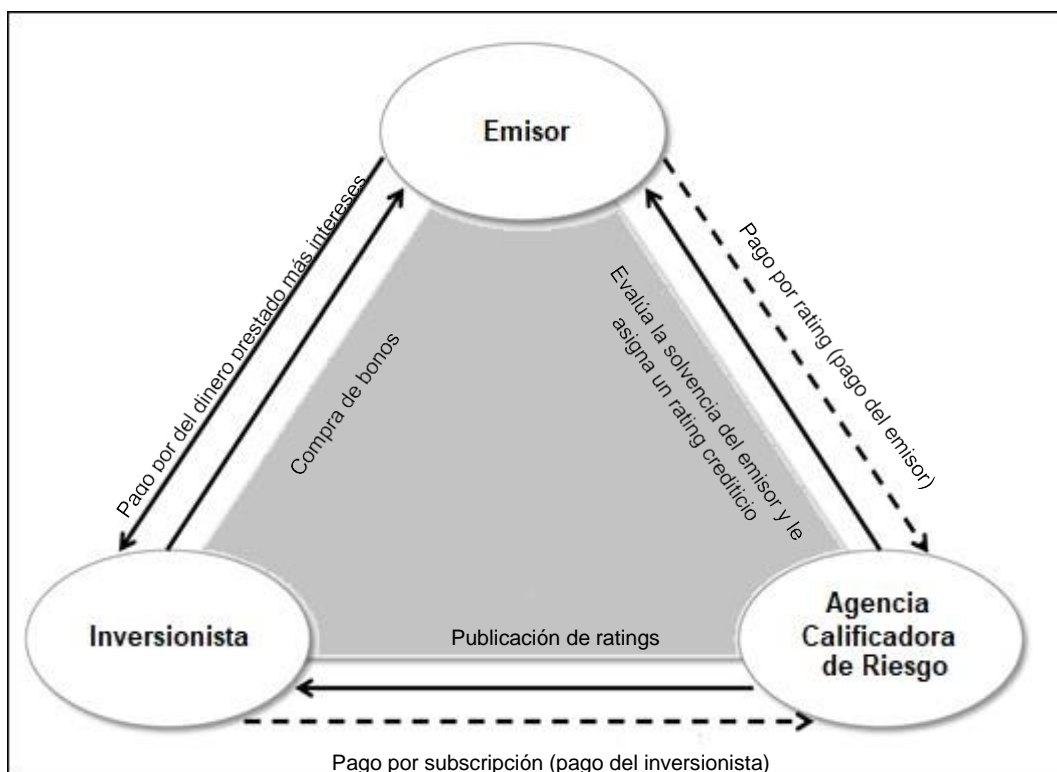
El rol de las Agencias Calificadoras de Riesgo (ACR) es el de transmitir su opinión sobre riesgo de crédito del emisor y de sus obligaciones financieras. Asimismo juegan un rol importante al proporcionar información continua a los inversionistas para el manejo de sus riesgos y facilita a los reguladores del mercado poder llevar un control sobre del riesgo crediticio que están tomando los inversionistas institucionales que manejan capital público.

Los dos participantes que más interactúan con la industria de las ACR son los emisores e inversionistas tal como lo muestra el siguiente esquema



Gráfico N° 5

Esquema de relación entre Emisor, Inversionista y Clasificadoras de Riesgo.



Elaboración Propia

Este esquema explica la importancia de asignar un rating a las emisiones, dado que permite a los emisores tener cierta certeza del rango de costo del financiamiento que tomarán, mientras que los inversionistas dependen de los ratings para estar informados y determinar si el bono se ajusta a sus decisiones de inversión de acuerdo al riesgo que desean asumir y adicionalmente poder darle un seguimiento continuo con la información brindada por las ACR.

Es importante precisar que el rating crediticio actúa como una fuente de información independiente y adicional sobre el análisis financiero del emisor, la importancia de atribuir un correcto rating crediticio permite crear una cultura de confianza entre los participantes del mercado e impulsa a su crecimiento.

“Los emisores, inversionistas y reguladores han incrementado su dependencia sobre las opiniones de las agencias de calificadoras de riesgo para la toma de decisiones de inversión y el manejo de riesgo” Jewell and Livingston (1998), los emisores tienen gran consideración de los ratings al momento de emitir para manejar su costo de financiamiento.

## 5. Reguladores

El rol de los reguladores es el de mantener transparencia de información y mantener un buen gobierno corporativo en el mercado de bonos, desempeña un papel importante en mejorar la confianza de los inversores y promueve la eficiencia. Esto se relaciona principalmente con la transparencia del emisor y las transacciones en el mercado. El nivel de información proporcionada por los emisores facilita la evaluación de los inversionistas con respecto a la solvencia, los precios de cotización y la valorización del bono emitido.

Asimismo, la entidad designada por el gobierno para supervisar el mercado de deuda debe proporcionar un entorno propicio para que los emisores actúen de forma responsable y cumplan con su deber de proteger el interés público de los posibles impactos negativos.

Pese a que cada inversionista es responsable sobre sus inversiones, existen entidades reguladoras en el mercado que protegen el interés público de los impactos negativos de transacciones manipuladoras, al existir una entidad que mantenga vigilado al mercado y minimice los riesgos garantiza un mercado con un desarrollo sostenible.

En el caso de Estados Unidos su regulador del mercado de valores es el *U.S. Securities and Exchange Commission* (SEC) quien tiene como función principal el de proteger a los inversionistas, mantener los mercados ordenados y eficientes.

Las leyes y normas que rigen la industria de valores en los Estados Unidos obligan a todos los inversores, ya sean grandes instituciones o particulares, deben tener acceso a ciertos hechos básicos sobre una inversión antes de comprarla, y también al mantenerla.

## III. Evidencia Empírica

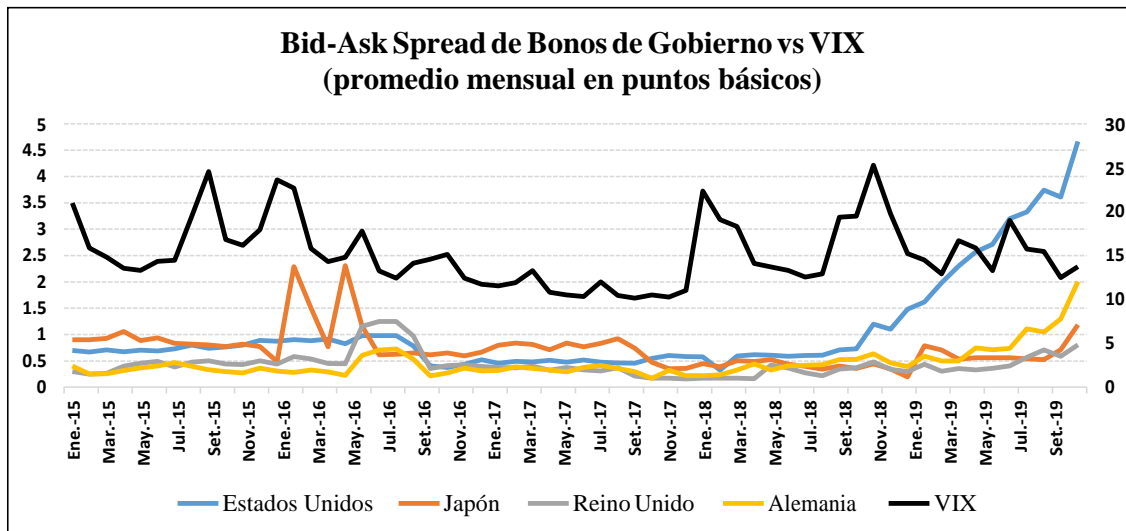
A continuación se analizará la relación de la liquidez de los mercados de Estados Unidos, Japón, Reino Unido y Alemania como representantes de los mercados desarrollados, en estos países los roles de los participantes se encuentran más desarrollados por la cantidad de emisiones y de inversionistas; y los mercados de Perú, Colombia y Chile como representantes de los mercados en vía de desarrollo.

En este caso la liquidez será medida por el *bid-ask spread* de los *yields* de los bonos, se han tomado bonos que tienen como fecha de vencimiento 2020 para ver su evolución de sus *spreads* en los últimos 5 años y así ver también cómo el tiempo influye su fluctuación.

En el Gráfico N° 6 se puede observar que los *spreads* de los países analizados tienen poca volatilidad y rondan entre 0 y 2 puntos básicos, lo cual permite que los grandes inversionistas tengan una mayor confianza de liquidar sus posiciones en estos mercados. Adicionalmente, se observa que la volatilidad (medida por el VIX) no tiene un impacto significativo en el *bid-ask*

*spread*, al contrario ante eventos de alta volatilidad los instrumentos de gobiernos con gran respaldo son los más demandados y transados. Cabe resaltar que el gráfico del *bid-ask spread* del gobierno de Estados Unidos presenta un incremento en el último año, esto se debe a que la mayoría de los instrumentos de corto plazo en USD son comprados a vencimiento y a que la mayoría de portafolios con *benchmarks* de corto plazo en USD tienden a invertir en otra moneda realizando estrategias de *Fxswap*<sup>4</sup>.

Gráfico N° 6

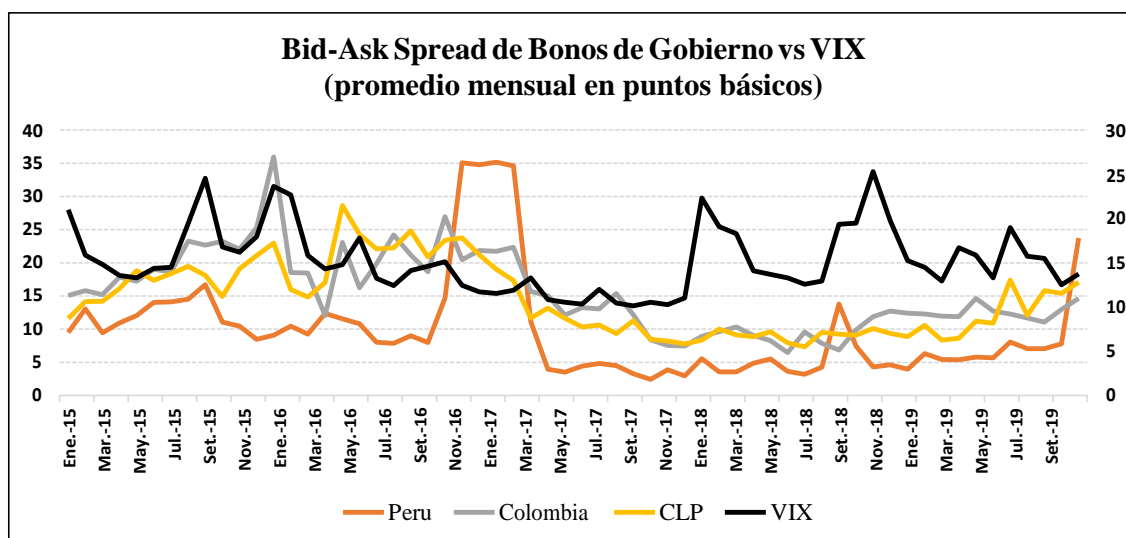


Fuente: Bloomberg  
Elaboración Propia

En el Gráfico N° 7 se observa como los *bid-ask spread* de los países son amplios y con alta volatilidad, la cantidad y tamaño de las emisiones junto a la estabilidad macroeconómica de los países analizados hacen que los instrumentos sean ocasionalmente ilíquidos sobretodo en periodos de alta volatilidad.

<sup>4</sup> Estrategia en la cual inicialmente se pacta un *forex* para comprar un subyacente en una moneda distinta al USD y se cubre la fluctuación de la moneda con un *forward* al mismo vencimiento del subyacente.

Gráfico N° 7

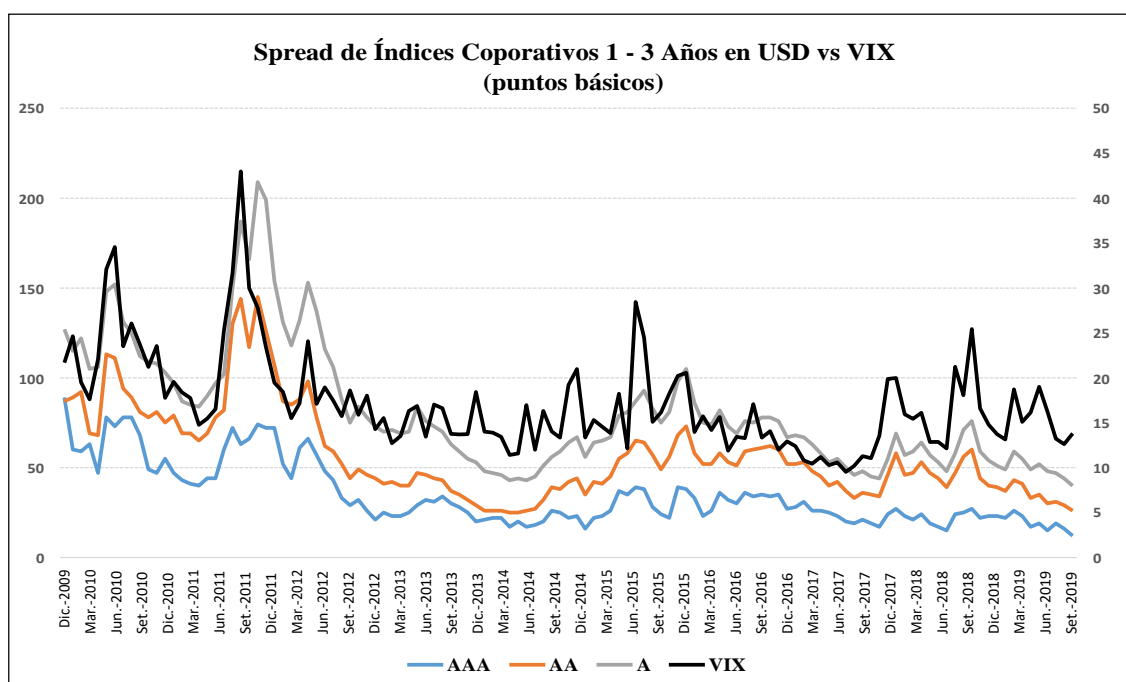


Fuente: Bloomberg  
Elaboración Propia

A continuación se analizará el impacto de los ratings crediticios sobre la fluctuación del mercado y así observar si la calificación que asignan las clasificadoras se encuentran alineadas a la oferta y demanda del mercado de deuda y si la volatilidad del mercado tiene un impacto sobre ello.

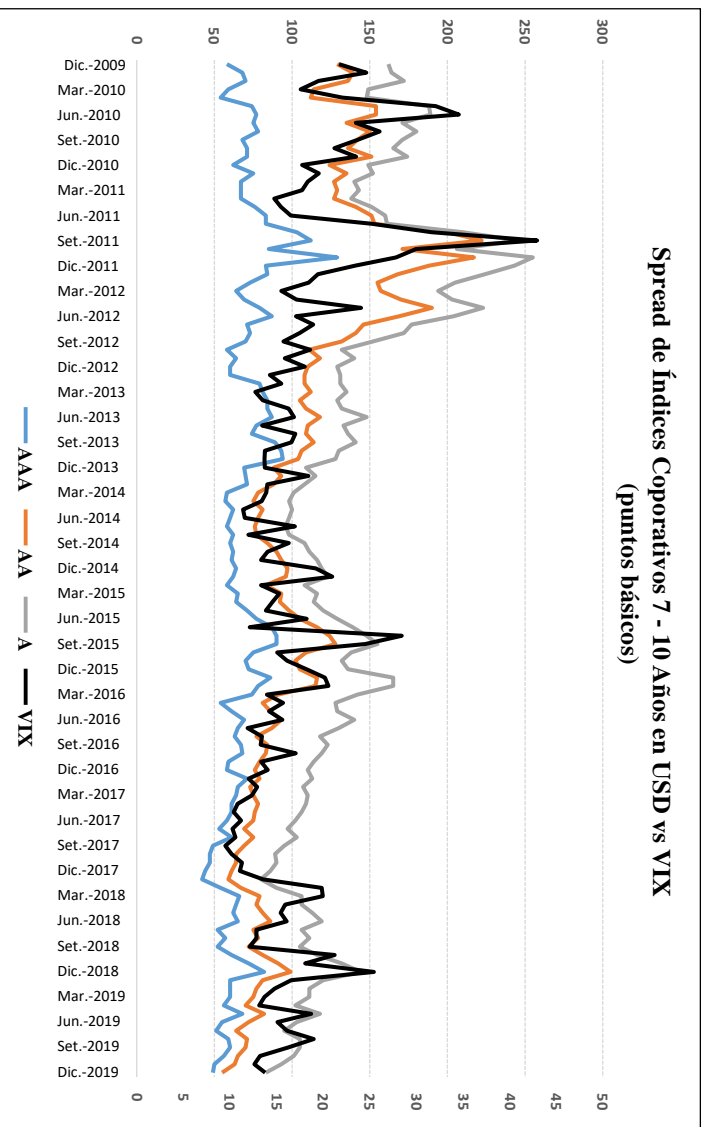
Para el siguiente análisis se utilizaron el *spreads* de índices corporativos de BofA Merrill Lynch en dólares con respecto al gobierno a diferentes plazos.

Gráfico N° 8



Fuente: Bloomberg  
Elaboración Propia

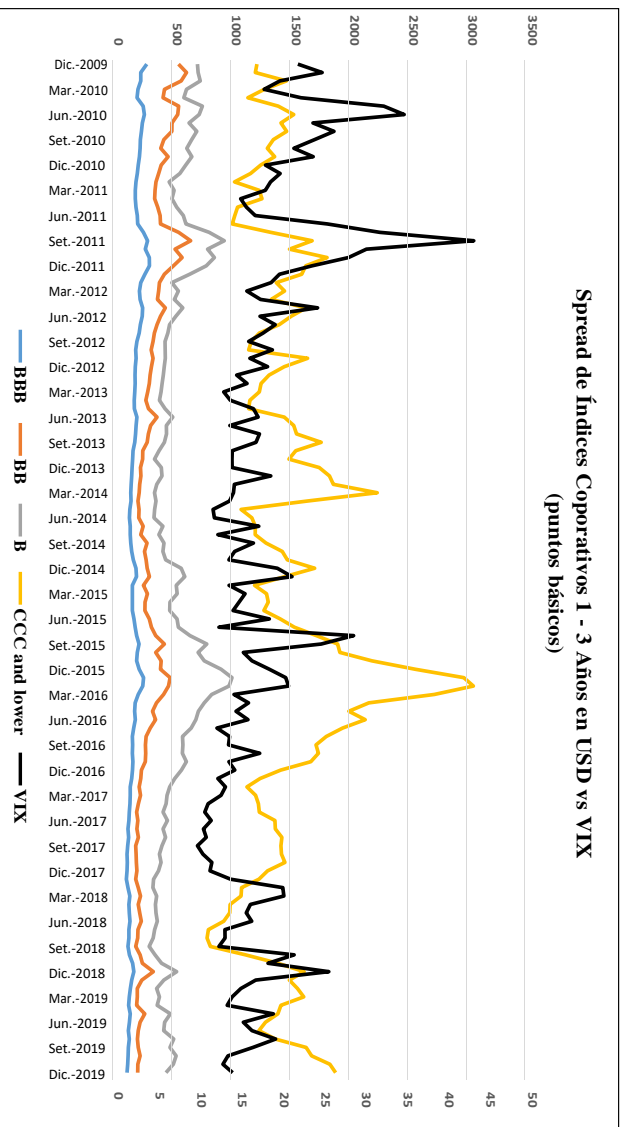
Gráfico N° 9



Fuente: Bloomberg  
Elaboración Propia

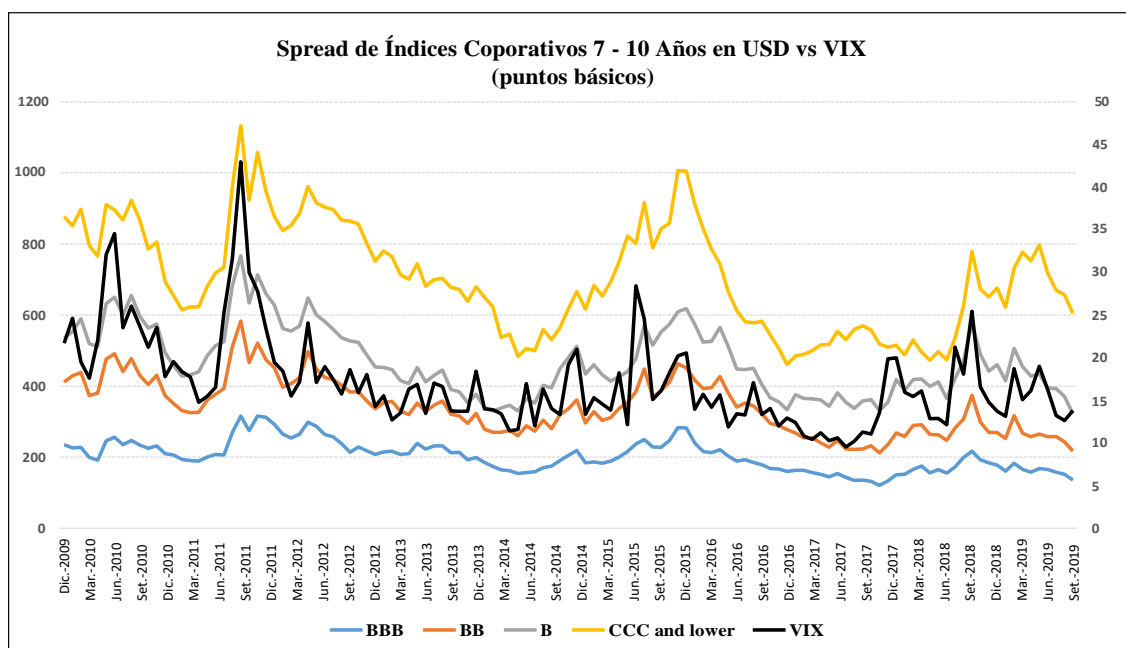
En los Gráficos N° 8 y 9 se observa que mientras mayor es el plazo del papel más consistente es la información del rating crediticio, la brecha entre *spreads* por rating suele ser más amplio y consistente en los plazos mayores, mientras que en plazos menores la volatilidad puede reducir la brecha y papeles con diferentes ratings pueden estar cotizando a un *spread* similar.

Gráfico N° 10



Fuente: Bloomberg  
Elaboración Propia

Gráfico N° 11



Fuente: Bloomberg  
Elaboración Propia

En los Gráficos N° 10 y 11 se observa que ante un rating inferior la volatilidad tiene un mayor impacto, de igual forma que el de los índices con mejor calificación crediticia la brecha de spread es más consistente en los instrumentos con mayor plazo.

#### IV. Conclusiones

Los roles de los participantes en el mercado de capitales de deuda se encuentra interrelacionados entre ellos, es necesario que cada uno participe activamente para que el mercado funcione de una forma eficiente y mantenga buenos indicadores de liquidez.

Los mercados con una estructura más desarrollada y de gran escala (mercados desarrollados) son más líquidos y menos volátil, esto se cumple en los instrumentos con una duración mayor al año. En los instrumentos de corto plazo la volatilidad puede variar dependiendo del mercado.

Por otra parte, el tener mayor información entre los participantes permite que los capitales puedan ser colocados de una forma más eficiente ya que agiliza el proceso de evaluación de los inversionistas.

Con respecto a los ratings crediticios, el mercado los percibe como mejores indicadores de riesgo crediticio de largo plazo en escenarios de volatilidad, asimismo, los instrumentos con un mejor calificativo muestran una volatilidad menor a la de los ratings con menor plazo en escenarios volátiles.

## V. Referencias Bibliográficas

- James R. Doty (1992). “The Role of Securities and Exchange Commission in an Internationalized Marketplace”, Volume 60, Article 5
- Jewell, Jeffrey Jay and Livingston, Miles B. (1998). “Split Ratings, Bond Yields, and Underwriter Spreads for Industrial Bonds.”
- Andrew Clare and Ilias Lekkos (2000) “An analysis of the relationship between international bond markets.”
- Alison Harwood (2000) “Building Local Bond Markets: Some Issues and Actions”
- H. Kent Baker and Sattar A Mani (2001) “Assessing Credit Rating Agencies by Bond Issuers and Institutional Investors”
- Suchismita Bose and Dipankor Coondoo (2003). “A Study of the Indian Corporate Bond Market.”
- Stephen Wells and Lotte Schou-Zibell (2008) “India’s Bond Market Developments and Challenges Ahead”
- IOSCO (2011) “Development of Corporate Bond Markets in the Emerging Markets”
- OECD (2015) “Policy Framework for Investment.”
- CFI (2015) “What is Investment Banking?”
- SIFMA (2019) “Capital Markets Fact Book.”
- World Bank (2019) “World Investment Banking Market Report 2019 with Historic Analysis from 2014 and Forecasts to 2022.”

## VI. Anexos

Anexo 1 – Volatilidad de los spreads crediticios según su calificativo de riesgo.

