



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

**ECONOMÍA**

**EL 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**

**Presentado por**

**Alvaro Martín Rodríguez Rojas**

**Rodrigo Andre Sandoval Retamozo**

**Lima, enero 2021**

## **RESUMEN**

El mercado de bonos desempeña un rol importante como fuente de financiamiento y de inversión para los principales agentes que intervienen en el funcionamiento de una economía. Además, posee beneficios significativos para la mitigación de riesgos, como posibles descalces de monedas y de vencimiento. Predominantemente, ante crisis económicas internacionales, los agentes económicos sufren de estas exposiciones. En vista a ello, se torna fundamental el desarrollo de los mercados de bonos denominados en moneda local. Por ello, el presente trabajo muestra evidencia empírica sobre la relación directa de un marco regulatorio sólido y fortaleza institucional de ciertas economías en el desarrollo de un mercado de bonos en moneda doméstica. Asimismo, a través de la recopilación de data real del mercado de renta fija de algunos países, y revisada en este trabajo de investigación, se verifica que existen países subdesarrollados que no cuentan con un mercado de bonos amplio y, por lo tanto, padecen del “*original sin*”.

## **ABSTRACT**

The bond market plays an important role as a source of financing and investment for the main agents involved in the functioning of an economy. In addition, it has significant benefits for risk mitigation, such as currency and maturity mismatches. Predominantly, in the face of international economic crises, economic agents suffer from these exposures. For this reason, the development of bond markets denominated in local currency becomes essential. Therefore, this investigation shows empirical evidence on the direct relationship of a solid regulatory framework and institutional strength of certain economies in the development of a bond market in domestic currency. Furthermore, through the compilation of real data from the fixed income market of some countries, and reviewed in this research, it is verified that there are underdeveloped countries that do not have a large bond market and, therefore, suffer from the "original sin".

## **TABLA DE CONTENIDO**

<b>INTRODUCCIÓN</b> .....	4
<b>I. MARCO TEÓRICO</b> .....	5
1. Importancia del mercado de bonos en la economía .....	5
1.1. Mercado de renta fija como alternativa de financiamiento .....	5
1.2. Mercado de renta fija para la eficiencia de costos de deuda .....	7
1.3. Bonos como instrumentos de inversión .....	8
1.4. Beneficios en la gestión del riesgo .....	9
2. Rol de los participantes en el mercado de renta fija.....	11
2.1. Emisores.....	11
2.2. Bancos de Inversión .....	11
2.3. Inversionistas.....	12
2.4. Regulador .....	12
2.5. Agencias calificadoras de riesgo.....	13
<b>II. EVIDENCIA EMPÍRICA</b> .....	14
1. Revisión de literatura .....	14
2. Descripción e interpretación de la data .....	17
<b>III. CONCLUSIONES</b> .....	21
<b>IV. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS</b> .....	23
<b>V. ANEXOS</b> .....	27

## INTRODUCCIÓN

En los últimos años, el mercado de deuda de los países en vía de desarrollo ha crecido considerablemente, siendo atractivo para los inversionistas por diversas razones. Una de ellas es el rol protagónico como segunda alternativa de fondeo para los participantes económicos. Otra de sus bondades es el fomento de mayores oportunidades de diversificación del portafolio, gracias a su mayor grado de liquidez y transparencia (Muharam, Ghozali, & Arfinto, 2018).

El desarrollo del mercado de bonos en moneda local de economías emergentes tiene un rol fundamental en la economía principalmente porque contribuye a la reducción de los descalces de monedas y de vencimientos, los cuales pueden conllevar, en contextos de crisis económicas, a que los gobiernos y empresas enfrenten dificultades para hacer frente a sus pasivos en moneda extranjera y, en el peor de los casos, a que el emisor entre en *default*. Adicionalmente, contribuye a la optimización de costos de deuda a través del aminoramiento de costos de intermediación, gracias al contacto directo entre el emisor y el inversionista (Abbas, y otros, 2020).

Para provocar el desarrollo del mercado de bonos en moneda doméstica de los países, es necesaria las condiciones óptimas para una significativa interrelación entre los emisores, los inversionistas, las reguladoras, los bancos de inversión y las agencias calificadoras. Una de estas, por ejemplo, es un grado elevado de fortaleza de las instituciones, que permiten eficiencias en la distribución de capitales, mayor información simétrica, políticas regulatorias sólidas, y contundencia en el cumplimiento de las normas.

En ese sentido, el presente trabajo tiene el objetivo de exponer el rol protagónico de dichos agentes económicos en el mercado de deuda, y en particular, evidenciar la relación directa entre la solidez institucional de los países y el desarrollo o crecimiento del mercado de renta fija denominada en moneda local, a raíz de la importancia que ha tomado esta tarea a nivel global para contrarrestar los efectos negativos de las crisis financieras internacionales en las economías locales.

La estructura del presente trabajo se compone de la siguiente manera: en primer lugar, en el marco teórico se discutirá la importancia del mercado de renta fija en la economía, explicando también los beneficios de poseer un mercado de bonos en moneda local desarrollado. En segundo lugar, se desarrollarán las principales características y funciones de los protagonistas del mercado de deuda. En tercer lugar, en la sección de evidencia empírica, se expondrán los resultados de diversos autores sobre la significancia de la robustez institucional en el desarrollo del mercado de bonos en moneda doméstica, y se plasmarán casos prácticos de dicha relación con data real de diferentes economías. Por último, se presentan las conclusiones y recomendaciones del presente trabajo.

## **I. MARCO TEÓRICO**

En esta sección, se describirá la importancia del mercado de renta fija en la economía, exponiendo también las bondades de aquellos denominados en moneda local. Además, se desarrollarán los conceptos y funciones de los principales participantes en el mercado de renta fija<sup>1</sup>, quienes son necesarios para generar un mayor desarrollo del mercado de bonos de moneda doméstica.

### **1. Importancia del mercado de bonos en la economía**

El desarrollo del mercado de renta fija en moneda local permite la diversificación de herramientas de fondeo corporativo y gubernamental, la eficiente mitigación de riesgos inherentes a crisis internacionales (riesgo de moneda y de liquidez, por ejemplo), la disponibilidad de canales para la distribución óptima de ahorros e inversiones globales, la optimización de costos de deuda para las firmas, entre otras bondades. Inclusive, un mercado de bonos en moneda doméstica sólido facilita la eficacia de políticas fiscales y monetarias. A continuación, se pretende resumir, en principio, las bondades de un mercado de bonos desarrollado en general, enfatizando también aquellas presentes en los instrumentos de renta fija en moneda interna.

#### **1.1. Mercado de renta fija como alternativa de financiamiento**

En general, el acceso al mercado de deuda<sup>2</sup> facilita la diversificación del fondeo de las empresas, representando una opción de cobertura ante fallas de algún canal intermediario (Hattori & Takáts, 2015). En referencia al mercado de bonos, de acuerdo con Alan Greenspan, ex presidente del Sistema de la Reserva Federal, este puede actuar como una vía alterna al crédito bancario, especialmente en tiempos donde los balances de situación de las entidades bancarias señalan debilidad financiera (Hawkins, 2002). En el Anexo 1 se muestra la evolución de la emisión de bonos corporativos en períodos de ralentización del flujo de créditos bancarios en Estados Unidos, donde se observa que los bonos corporativos contrarrestaron parcialmente el desempeño del crédito bancario interno para los períodos señalados, lo que arroja luces sobre el importante rol alternativo de la renta fija ante falencias del crédito tradicional.

Hawkins (2002) afirma que los bancos recurren al mercado de renta fija para suplementar sus depósitos como fuente de fondeo. Además, expone que la emisión de bonos subordinados tiene la ventaja de ser considerada parte del capital Tier 2. De esta manera, este instrumento facilita la

---

<sup>1</sup> Los principales participantes en el mercado de renta fija son los emisores, inversionistas, bancos de inversión, reguladores y agencias clasificadoras de riesgo.

<sup>2</sup> El mercado de deuda está compuesto por el mercado monetario, el hipotecario, el de bonos y el de derivados (Alam, Islam, & Chy, 2014).

obtención de una mayor cobertura patrimonial ante diferentes escenarios de estrés, aumentando la probabilidad de sobrevivencia de la entidad.

No obstante, es importante notar que la combinación entre bonos y crédito bancario podría desembocar en aquella estructura de capital que maximice la utilidad de la firma. En línea a esto, Białek-Jaworska & Krawczyk (2019) encuentran que el fondeo bancario y el procedente de la emisión de bonos son alternativas utilizadas de forma combinada por algunas empresas polacas para cubrir pasivos corrientes, escasez temporal de efectivo, y financiar proyectos de desarrollo de largo plazo. Los autores denotan que las firmas con mayor información asimétrica y mayor probabilidad de insolvencia tienden a adquirir principalmente deuda bancaria versus la ofertada por el mercado de bonos. Sin embargo, a medida que la información asimétrica disminuye, la decisión de fondeo depende de los costos de transacción, la flexibilidad y la calidad del crédito (Białek-Jaworska & Krawczyk, 2019). Entonces, las características peculiares de ambas fuentes de financiamiento rigen la estructura de capital de los agentes, y la conjunción de ambas podría llevar a la optimización de beneficios a través de eficiencias en costos, mitigación de riesgos, entre otros.

De acuerdo con el International Finance Corporation, fomentar la evolución del mercado de bonos en moneda local permite la diversificación de fondeo en la economía, siendo una alternativa ante bancos y *equity markets*. Adicionalmente, significa una alternativa al préstamo en moneda extranjera, reduciendo distintos riesgos (International Finance Corporation, 2021).

Particularmente, el Grupo de los 20<sup>3</sup> (en adelante “G20”) identifica que uno de los beneficios de un desarrollado mercado de bonos denominados en moneda doméstica es la basta capacidad que puede tener para el financiamiento de inversiones en infraestructura (Asian Development Bank, 2019). De acuerdo con el Banco de Desarrollo Asiático, previo a la crisis financiera global del 2007-2009, el sector infraestructura ha sido financiado por bancos comerciales y gobiernos. No obstante, tras esta crisis, estas fuentes perdieron confiabilidad, en un contexto de mayores requerimientos de capital a los bancos por nueva regulación para la gestión de riesgos de liquidez y descalces de vencimientos. Bajo este escenario, el mercado de renta fija en moneda interna funcionaría como una fuente alterna para el financiamiento de infraestructura, rubro fundamental para el avance de las economías emergentes (Asian Development Bank, 2019).

---

<sup>3</sup> Conformado por Argentina, Australia, Brasil, Canadá, China, Francia, Alemania, India, Indonesia, Italia, Japón, República de Korea, México, Rusia, Arabia Saudita, Sudáfrica, Turquía, Reino Unido, Estados Unidos, y la Unión Europea. Estos representan alrededor de dos tercios de la población mundial, además del 85% del PBI global (Bassot & Szczepański, 2015).

A modo de ejemplificar la efectividad de los bonos como medida alterna de fondeo en la economía, Jiang et al. (2001) afirman que el levantamiento de capitales a través de la emisión de renta fija substituyó efectivamente la reducción del crédito bancario estadounidense en el contexto de inestabilidad bancaria al término de 1980s y principios de 1990s<sup>4</sup>, donde se presentó una crisis de liquidez bancaria producto del deterioro del crédito al sector comercial de bienes raíces. Adicionalmente, los autores explican que, a pesar del crecimiento de colocación de bonos, no se observaron aumentos en los rendimientos de los bonos corporativos con grado de inversión, lo que demuestra un buen funcionamiento del mercado de renta fija (Jiang, Tang, & Law, 2001).

## **1.2. Mercado de renta fija para la eficiencia de costos de deuda**

Bolton & Freixas (2000), a través de la propuesta de un modelo de equilibrio entre el acceso al crédito bancario, al mercado de renta fija y al *equity market*, concluyen que, con el fin de que los bancos mitiguen los costos de intermediación<sup>5</sup> asociados a la obtención de fondeo para cumplir con los requerimientos de capital, acuden al mercado de bonos. En específico, los autores concluyen que, ante la subida de los costos de intermediación, la demanda por el fondeo bancario caerá, situación contrarrestada por la búsqueda de capitales a través de la emisión de bonos (Bolton & Freixas, 2000). En ese sentido, el estudio denota un cierto grado de sustitución entre ambas opciones de fondeo al tomar en consideración medidas regulatorias de capital.

Marshall et al. (2016) estudiaron las decisiones de fondeo empresarial bajo las opciones ofrecidas por el mercado público de deuda<sup>6</sup>, los préstamos bancarios sindicados<sup>7</sup>, préstamos bancarios bilaterales<sup>8</sup>, y deuda privada no bancaria<sup>9</sup> usando una muestra de 400 firmas no financieras del Reino Unido entre 2000 al 2012, donde se evidenció una mayor recurrencia al mercado de deuda cuando la

---

<sup>4</sup> Resultado de excesiva oferta de préstamos al sector comercial de bienes raíces a raíz de una fuerte demanda especulativa de este rubro en Estados Unidos. Entre fines de 1980s a inicios de 1990s, la calidad crediticia de estos créditos se deterioró rápidamente por la fuerte reducción de demanda de espacios comerciales en un contexto de recesión económica entre 1990-1991, lo que resultó en significativas caídas de rentas y precios (Jiang, Tang, & Law, 2001).

<sup>5</sup> Si los bancos desean expandir su *stock* de colocaciones en el mercado, requerirán de la tenencia de mayor capital para cumplir con los mínimos requerimientos de capital exigidos. Esto significa una fuente de costos de intermediación (Bolton & Freixas, 2000).

<sup>6</sup> Bonos que obligan a las empresas a pagar cupones fijos a lo largo de su madurez y el valor par en su redención (Marshall, McCann, & McColgan, 2016).

<sup>7</sup> Involucran a dos o más bancos que aceptan proveer de fondeo al prestatario, y cada uno de estos es un prestamista directo dentro del sindicato. Cada sindicato tiene un agente o líder que gestiona todo el procedimiento de la deuda (documentación, administración de los pagos, entre otros). Entonces, el agente mantiene relación estrecha con los prestatarios y los prestamistas. El seguimiento y *due diligence* que realiza el agente reduce la asimetría de información entre los involucrados. El monto del préstamo es normalmente mayor al que se da en un acuerdo bilateral (Marshall, McCann, & McColgan, 2016).

<sup>8</sup> Préstamo acordado entre un banco y el prestatario. Este está sujeto a monitoreo y puede darse una flexibilidad en la negociación de la deuda en caso de algún evento de *default* (Marshall, McCann, & McColgan, 2016).

<sup>9</sup> La firma obtiene fondeo directamente de inversionistas privados que no están identificados como bancos, tales como compañías de seguros, fondos de pensiones, entre otros grupos privados a través de la emisión de bonos. La diferencia con la deuda adquirida en el mercado público de capitales es que dicho bono no se registra en este mercado (Marshall, McCann, & McColgan, 2016).

tasa de interés interbancaria aumenta y el *spread* entre la deuda de largo plazo y la de corto plazo es menor, lo que evidencia una preferencia por la adquisición de deuda en el mercado abierto cuando su costo relativo es menor al préstamo bancario de corto plazo, y viceversa (Marshall, McCann, & McColgan, 2016). Esto evidencia el logro de una mayor eficiencia en costos de fondeo empresarial al acudir al mercado de bonos.

Por último, la presencia de un mercado de bonos de largo plazo en moneda local permite una eficiencia en la locación de flujos por la desintermediación<sup>10</sup> existente entre emisores y prestatarios. Esta es una ventaja con respecto al canal bancario, que está sujeto a exigencias regulatorias, que pueden significar interferencias en la distribución eficiente de créditos (Pettis, 2000). Lógicamente, esta relación directa entre inversionistas y prestamistas origina costos de fondeo relativamente menores, maximizando a su vez las utilidades de los agentes.

### **1.3. Bonos como instrumentos de inversión**

Jiang et al (2001) afirman que un mercado de deuda desarrollado provee un conjunto de instrumentos de inversión cuyos beneficios no pueden ser fácilmente replicados por otros *securities*, representando una herramienta complementaria de diversas alternativas de inversión. Por ejemplo, las compañías de seguros o los fondos de pensión tienen preferencia por la tenencia de instrumentos de deuda con bajo riesgo cuyos pagos sean estables en el tiempo, características no ofrecidas por el *equity market* (Jiang, Tang, & Law, 2001). De esta forma, se procura una mayor eficiencia en la movilización de inversiones.

Pettis (2000) menciona que uno de los atributos de un mercado desarrollado de bonos en moneda local es la amplia oferta de instrumentos de alta liquidez y calidad como vehículos de ahorro a inversionistas institucionales. Este mercado tiene la particularidad de permitir que el agente escoja un nivel de riesgo y el vencimiento óptimo de la inversión de acuerdo con su estructura de pasivos (Pettis, 2000).

Los instrumentos de renta fija ofrecen retornos relativamente seguros, que son potencialmente mayores que los otorgados por los depósitos bancarios, y más predecibles que los originados por las acciones. Por lo tanto, el desarrollo del mercado de bonos permite eficiencias en la distribución de los ahorros (International Capital Market Association, 2013). En el caso del esquema de un plan de pensiones definido, se procuran inversiones cuyos ingresos puedan equiparar obligaciones de largo plazo, y al acudir a bonos gubernamentales, en ocasiones su oferta no cubre la demanda por estos

---

<sup>10</sup> Relación crediticia directa entre compañías y el mercado de capitales (Abbas, y otros, 2020).



instrumentos (caso del Reino Unido, donde se dio una escasez de oferta de *gilts*<sup>11</sup> de largo plazo, según una investigación de Willis Towers Watson<sup>12</sup> en el año 2012), diferencial que puede ser cubierto con la emisión de bonos (International Capital Market Association, 2013).

Particularmente, un mercado eficiente de bonos denominados en moneda local contribuye al reequilibrio o rebalanceo global al significar un mecanismo de ahorro desarrollado para las economías emergentes, de tal manera que reduce la concentración de inversiones en activos de mercados avanzados (Asian Development Bank, 2019).

Cabe resaltar que un mercado de bonos en moneda doméstica apoya las principales tendencias que se derivan del crecimiento financiero y económico. Por el lado de la inversión, por ejemplo, el desarrollo del rubro de seguros crea inversionistas institucionales que tienen apetito por activos de largo plazo, como pueden ser los bonos (International Finance Corporation, 2021).

#### **1.4. Beneficios en la gestión del riesgo**

El desarrollo de un mercado de bonos en moneda local genera mayor información útil de los participantes y productos, mitigando así la incertidumbre de las inversiones que desemboca en la reducción significativa de precios de los activos financieros (Pettis, 2000). Esta información, además, arroja expectativas sobre primas por liquidez, costos de cobertura e inflación futura. Esta última variable se estimaría gracias a la curva de tasas del bono público. También, la curva de rendimientos y el mercado local de bonos pueden utilizarse para derivar el riesgo crediticio<sup>13</sup> del corporativo (Pettis, 2000).

Según Pettis (2000), el mercado de bonos *bullet* en moneda doméstica de largo plazo contribuye al manejo de crisis financieras y riesgos inherentes, describiendo a estos instrumentos como la probable fuente de fondeo más estable a la que se pueden sujetar las corporaciones y gobiernos de economías emergentes. En particular, Pettis (2000) explica que, en un escenario donde la totalidad de pasivos sea de corto plazo, el contexto descrito anteriormente fomenta la subida inmediata del costo real de la deuda, que muy posiblemente sea mayor a los retornos de capital que puedan alcanzar los agentes demandantes de crédito, lo que provoca un desplome de su calidad crediticia por un considerable aumento de probabilidad de *default*. Es relevante detallar que, de acuerdo con Pettis (2000), un

---

<sup>11</sup> Son bonos del gobierno del Reino Unido, así como también de otros países, equivalentes a los bonos del tesoro americano en sus países (Chen, 2020).

<sup>12</sup> Compañía líder en el diseño y oferta de soluciones para la gestión del riesgo, la optimización de beneficios y la expansión del poder del capital para fortalecer a las instituciones. Descripción vista en la página web de Willis Towers Watson.

<sup>13</sup> Pettis (2000) ejemplifica el cálculo de la siguiente manera: suponiendo que el gobierno es un prestatario libre de riesgo, y presta por cinco años a una tasa de 13%, mientras un corporativo oferta fondeo a una tasa de 15% por el mismo período de tiempo. A partir de ello, el riesgo de *default* implica el 2% por año de riesgo adicional. De esta manera, se puede comparar el riesgo crediticio entre emisores de deuda (Pettis, 2000).

aumento de la tasa de interés real lleva a fuertes subidas de interés nominal en economías emergentes, lo que no pasa necesariamente con los niveles de inflación en el corto plazo<sup>14</sup>. Por otro lado, Pettis (2000) sitúa el mismo escenario de crisis bajo la existencia de un mercado de bonos en moneda local con pagos fijos a cinco o diez años. El autor explica que el aumento de la tasa de interés también conlleva a un alza en la inflación<sup>15</sup>, acompañado de una devaluación de la moneda doméstica del país emergente, lo que ocasiona un declive en el costo real de la deuda de larga maduración, dado que los pagos son fijos y bajan en términos reales (Pettis, 2000). En base a este razonamiento, Pettis (2000) concluye que este tipo de instrumentos significa un mecanismo de estabilización automático, ya que, si bien una crisis externa trae debilitamiento por el lado de los activos de la firma, también puede reducir la carga de la deuda.

Paralelamente, el G20 reconoce que el mercado de bonos en moneda local desemboca en una reducción de dependencia hacia la deuda en moneda extranjera, fomentando la mitigación de los riesgos por tipo de cambio, así como también aumenta la capacidad de una economía para resistir comportamientos indeseados de los flujos globales de capital en un contexto de crisis (Asian Development Bank, 2019). Durante la crisis financiera global del 2007-2009, aquellas economías que realizaron esfuerzos por desarrollar su mercado de renta fija se recuperaron con mayor rapidez, ya que esta evolución permitió reducir descalces de vencimiento<sup>16</sup> y de moneda<sup>17</sup> en los balances gubernamentales y corporativos (Asian Development Bank, 2019).

De igual manera, Turner (2012) afirma que el desarrollo de un mercado de bonos en moneda local reduce los riesgos de tipo de cambio y el descalce de vencimientos entre activos y pasivos, riesgos inherentes de una crisis financiera global, vía el incremento de crédito en moneda doméstica y a la oferta de instrumentos de deuda con duración larga. De esta manera, los hacedores de política pueden enfocar su política monetaria a la estabilización de sus economías antes de preocuparse del impacto en el pasivo de un tipo de cambio a la baja<sup>18</sup> (Turner, 2012).

---

<sup>14</sup> Pettis (2000) comenta el caso de Brasil, que posee uno de los mercados de renta fija en moneda doméstica más desarrollados dentro de las economías emergentes, que alcanzó tasas de interés nominales de alrededor del 50%, manteniendo un nivel de inflación entre 1% y 2% entre 1994 y 1999.

<sup>15</sup> Pettis (2000) expone los casos de México y Brasil en sus crisis económicas entre 1994 y 1999, donde la inflación fue baja hasta que sus monedas locales se devaluaron fuertemente, donde a partir de ahí se dio a cabo un disparo de esta variable.

<sup>16</sup> La significativa dependencia a la deuda de corto plazo expone a los deudores al riesgo de liquidez en caso sus activos no sean lo suficientemente líquidos (Mehl & Reynaud, 2005).

<sup>17</sup> Una notable depreciación de la moneda local incrementa significativamente el costo de deuda en moneda extranjera (Jeanneau & Tovar, 2008).

<sup>18</sup> Es relevante explicar que una dependencia fuerte a la deuda denominada en moneda extranjera hace imposible la aplicación de políticas macroeconómicas contracíclicas. Ante el incremento de intereses en obligaciones en moneda externa dada la depreciación de la moneda local (contexto de crisis financiera global), los gobiernos se ven forzados a incrementar impuestos o reducir otros gastos ante la recesión económica. En cuanto a la política monetaria, estará centrándose más en sostener el tipo de cambio que en la estabilización económica (Turner, 2012).

Finalmente, de acuerdo con el Banco de Desarrollo Asiático, se ha demostrado que aquellos países con una razonable estabilidad macroeconómica y un mercado de bonos en moneda local caracterizado por una alta participación de inversionistas nacionales son más inmunes a la volatilidad de capitales (Asian Development Bank, 2019). En línea a esta afirmación, Chamon et al. (2004) mencionan que, para hacer frente a los efectos de la crisis en la estructura de deuda nacional, un objetivo fundamental de política de largo plazo es desarrollar un mercado interno líquido para la deuda pública, especialmente de instrumentos de largo plazo denominados en moneda local (Borensztein, Chamon, Jeanne, & Zettelmeyer, 2005).

## **2. Rol de los participantes en el mercado de renta fija**

### **2.1. Emisores**

Los emisores en el mercado de deuda generalmente suelen ser los gobiernos, instituciones públicas, corporaciones multinacionales e incluso instituciones financieras. A través de la colocación de deuda, los emisores acceden a fondos para financiar proyectos de inversión, capital de trabajo, entre otros. Estas fuentes de financiamiento suelen ser de mediano y largo plazo, que conllevan menores costos financieros respecto a los préstamos otorgados por las instituciones financieras (Marks, 2012). No obstante, la decisión final del emisor para elegir entre financiarse con un banco o a través de la emisión de bonos dependerá del sistema legal de cada país, del tamaño de la empresa, de los gastos asociados a la emisión, de la necesidad de reportar información financiera, entre otros aspectos (Denis & Mihov, 2003).

### **2.2. Bancos de Inversión**

Los bancos de inversión son intermediarios directos entre los emisores e inversionistas interesados en adquirir valores ofertados (López-Aliaga, 2017). En el mercado de deuda, los bancos de inversión tienen un papel muy importante en el proceso de estructuración y colocación de deuda.

En el proceso de estructuración, el banco de inversión se encarga de gestionar la ejecución para garantizar el éxito de la transacción: recopilando información, asesorando al emisor en el cumplimiento de la regulación, diseñando la oferta pública de emisión, comercializando y distribuyendo los valores de deuda de los emisores, con la finalidad de asegurar que sean atractivos para los inversionistas (Weston & Brigham, 2000).

En el proceso de colocación, el banco de inversión se encarga de realizar la venta inicial del bono al adquirir los bonos directamente del emisor. Posteriormente, el *underwriter* se compromete a su colocación en el mercado secundario con la finalidad de ser adquiridos por inversionistas interesados. Esta modalidad de colocación permite trasladar el riesgo al *underwriter* y facilita el acceso al emisor a fuentes de financiamiento de forma rápida y segura (Fang, 2005).

Por otro lado, es necesario destacar que los bancos de inversión mitigan la asimetría de información en el mercado de deuda al recopilar la mayor cantidad de información del emisor con el propósito de evitar que entre en default. Además, los bancos de inversión con mayor reputación tienden a trabajar con emisores con menor riesgo, con el propósito de asegurar el éxito de la inversión (CEPAL, 2014).

### **2.3. Inversionistas**

A través de la emisión de instrumentos de deuda, los emisores captan recursos de los inversionistas interesados en adquirir dichos valores, a cambio de que en un plazo determinado el emisor del instrumento le devuelva al inversionista el dinero prestado más el pago de intereses previamente pactados llamados cupón (CFA Institute, 2008). A diferencia de los mercados de capital, los inversionistas en los mercados de deuda suelen tener un perfil de riesgo más bajo, quienes, en su mayoría, se encuentran en búsqueda de una inversión que garantice un retorno fijo. No obstante, si bien los inversionistas del mercado de deuda tienen características similares, existen factores que afectan sus necesidades de inversión como el retorno requerido, el horizonte de inversión y la tolerancia al riesgo del inversionista.

Los principales inversionistas en el mercado de deuda son los individuales y los institucionales. La principal diferencia entre ambos es que los primeros invierten su excedente de dinero en bonos para generar sus propias ganancias mientras que los otros son organizaciones que manejan portafolio de activos y generan rentabilidad para otros (CFA Institute, 2008). Además, es importante resaltar que los inversionistas institucionales, a diferencia de los individuales, manejan menores cantidades de recursos para inversión. Entre los principales inversionistas institucionales se encuentran los fondos de pensiones, compañías de seguros, *private equity* y los fondos de inversión.

### **2.4. Regulador**

Un mercado de deuda desarrollado o que se encuentra en vía de desarrollo requiere que la regulación fomente y garantice buenas prácticas entre sus participantes, que se impulse la transparencia de la información entre las partes y se mitiguen las asimetrías de información así como los riesgos asociados con la emisión de la deuda con la finalidad de obtener menores costos de emisión, de atraer inversionistas y de tener un mercado de deuda eficiente (CEPAL, 2014).

Además, existen dos consensos que definen una regulación adecuada para que los mercados sean sólidos y competentes. El primero es que el marco regulatorio del mercado de deuda debe fomentar la disciplina de mercado con el propósito de proteger a los inversionistas, impulsar la competencia y reducir los riesgos sistémicos. El segundo se centra en el desarrollo de un apropiado gobierno corporativo, cuyas buenas prácticas recomiendan a los emisores la difusión de información corporativa importante<sup>19</sup> (Rojas-Suarez, 2014).

Por último, un buen marco regulatorio no es suficiente si no es acompañado de un marco institucional sólido que salvaguarde los derechos de los emisores e inversionistas y que garanticen el cumplimiento de los contratos y del estado de derecho. En línea a esto, en el mercado de deuda, los tenedores de bonos deben estar protegidos ante el incumplimiento de pago de los emisores (Rojas-Suarez, 2014).

### **2.5. Agencias calificadoras de riesgo**

Además de un marco regulatorio sólido, para que los mercados funcionen eficientemente y se incremente la confianza de los inversionistas, es importante contar con una medida que refleje el riesgo crediticio tanto del emisor del instrumento financiero como del instrumento que se va a emitir. Las empresas dedicadas a proporcionar estas medidas son las agencias clasificadoras de riesgo, quienes evalúan el riesgo de incumplimiento por parte del deudor a través de un análisis cualitativo y cuantitativo de la deuda, otorgándoles finalmente una nota o rating crediticio.

Existen dos roles básicos que las agencias clasificadoras de riesgo deben cumplir. El primer rol está relacionado a otorgar mayor transparencia al mercado mediante la reducción de la asimetría de la información al comunicar al público su opinión autónoma. En ese sentido, la nota asignada por la clasificadora al bono proporciona al inversionista y al mercado en general, mejores decisiones de inversión de acuerdo con el riesgo que desean asumir. El segundo rol que cumplen las agencias clasificadoras de riesgo es que contribuyen a la formación de precios de los valores transados en el mercado de capitales, siempre y cuando la información sea difundida de manera oportuna para que permita una adecuada toma de decisiones por parte de los inversionistas (Caballero, Melgarejo, Mongrut, & Villanueva, 2006).

Actualmente, las agencias clasificadoras más importantes a nivel mundial son Moody's, Standard & Poor's y Fitch Ratings (Corporate Finance Institute, s.f.), las cuales tienen diferentes metodologías para clasificar los valores emitidos en los mercados de deuda.

---

<sup>19</sup> Estados financieros actualizados, estructura accionaria, composición del directorio, entre otros.

## II. EVIDENCIA EMPÍRICA

Con el fin de aproximar la importancia de algunos de los agentes expuestos anteriormente en la evolución de un mercado de bonos en moneda local de un país, en el presente estudio se pretende mostrar específicamente una relación cualitativa entre la fortaleza del marco institucional y legal de una nación y el desarrollo de su mercado de bonos en moneda doméstica, tomando como base principalmente a las evidencias expuestas por Burger & Warnock (2006), *Asian Development Bank* (2016), Berensmann et al. (2015), y Claessens et al. (2003). En ese sentido, se pretende dar luces de la relevancia de un ambiente normativo adecuado para la fomentación del desarrollo de un mercado de renta fija denominada en moneda doméstica a través del uso de data real que aproxima dichas variables, y de los recursos bibliográficos mencionados.

### 1. Revisión de literatura

En principio, Lian & Luengaruemitchai (2005) explican que un marco regulatorio confiable es fundamental en el acrecentamiento de la confianza de los inversionistas. Este factor sería un detonante de liquidez en el mercado local. Para complementar, Roldos (2004) argumenta que a través de la estructuración de un marco institucional y regulatorio adecuado se puede desarrollar tanto el mercado de bonos como el bancario. Recordar que los bancos juegan un papel primordial en el mercado de deuda local: pueden representar los más grandes inversionistas o emisores, así como también pueden tomar el rol de *brokers* o *underwriters*. La fuerte concentración de entidades bancarias en el mercado de capitales requiere de medidas regulatorias óptimas para evitar la emisión de bonos con fines de reembolsar préstamos, y seguidamente vender estos instrumentos a un *asset manager* a precios más altos que los del mercado (Lian & Luengaruemitchai, 2005). Con ello, se evidencia una fuerte relación entre ambiente regulatorio y eficiencia del mercado de renta fija en moneda local.

Paralelamente, Berensmann et al. (2015) estudiaron a los posibles determinantes del desarrollo del mercado de renta fija denominada en moneda doméstica en 27 países del África Subsahariana mediante análisis econométrico, y llegaron a evidenciar que una de las principales variables explicativas es la mejor calidad regulatoria del país y un sólido marco legal, además del tamaño de la economía y la amplitud del sector bancario.

Burger & Warnock (2006), a través del análisis del mercado de bonos en moneda local de 49 países, encontró que los países con mejor desempeño de la inflación histórica (*proxy* del ambiente normativo favorable para el prestatario) tienen un mercado de bonos en moneda local más desarrollado, y se sostienen menos de bonos denominados en moneda extranjera. Además, un sólido marco jurídico

(medido con la variable “*rule of law*”<sup>20</sup>) se asocia con un mercado de bonos locales de mayor tamaño y liquidez, mientras que aquellos países con mejor marco legal crediticio presentan una mayor cuota de emisiones de bonos en moneda local (Burger & Warnock, 2006).

Claessens et al. (2003) muestran la evolución de la participación de los bonos gubernamentales vigentes en el PBI de 36 países (desarrollados y subdesarrollados), clasificándolos por denominación de moneda (doméstica y extranjera) al cierre del año 2000, donde se evidencia que los mayores ratios se presentan predominantemente en los países desarrollados. Este hallazgo se debe probablemente al mejor marco institucional de estos países y políticas fiscales más sólidas, variables que permiten una fuerte capacidad de repago y el sostenimiento de una proporción deuda/PBI más elevada (Claessens, Klingebiel, & Schmukler, 2003).

La Porta et al. (1997), a través de un estudio comparativo del ambiente normativo entre 49 países subdivididos por su origen legal<sup>21</sup>, encuentran evidencia de efectos significativos de la salud legal en el tamaño o amplitud del mercado de capitales interno. Adicionalmente, los autores demuestran una asociación entre mayor cumplimiento de la ley, medido con la variable “*rule of law*”, y mayor cantidad de empresas domésticas e IPOs per cápita, así como también mayores ratios de deuda privada sobre el PBI (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, & Vishny, 1997).

Otro estudio realizado por Cyn-Young Park (2016) analiza el desarrollo del mercado de bonos en moneda local de las economías emergentes del continente asiático a través de variables económicas como la inflación, el balance fiscal, el PBI, los ratings soberanos, entre otros. Los resultados obtenidos demuestran que economías con mejor desempeño macroeconómico (crecimiento del PBI, bajas tasas de inflación) fomentan las emisiones de bonos en moneda doméstica. Asimismo, identificaron que países con instituciones más sólidas (“*rule of law*”) y con mejores clasificaciones soberanas presentan mercados de bonos en moneda doméstica más grandes y mayores condiciones para el crecimiento de emisiones de deuda corporativa y de bonos con vencimientos más largos (Park, 2016).

Wolff-Hamacher (2006) analiza las emisiones de bonos en moneda local por parte de Instituciones Financieras Internacionales (en adelante “IFIs”)<sup>22</sup> en distintas economías emergentes del mundo. En

---

<sup>20</sup> Evaluación de los inversionistas de distintos países del marco o ambiente legal donde operan (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, & Vishny, 1997).

<sup>21</sup> Origen inglés, francés, alemán o escandinavo. En el primero, las leyes son estructuradas por jueces, y seguidamente se incorporan a la legislación. Los otros tres, en cambio, nacen de una tradicional normatividad civil, que data del código legislativo romano (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, & Vishny, 1997).

<sup>22</sup> Las instituciones financieras consideradas en el *paper* fueron los siguientes: Banco de Desarrollo Asiático (ADB), Banco Europeo para la Reconstrucción y el Desarrollo (EBRD), Banco Europeo de Inversiones (IEB), Banco Interamericano de Desarrollo (IADB), Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (IBRD) y la Corporación Financiera Internacional (IFC).

primer lugar, encontraron que, al brindar asistencia técnica para reformar el marco legal y regulatorio de emisiones en el mercado internacional, las IFIs han propiciado el incremento de las emisiones de bonos en moneda local a inversionistas extranjeros. En segundo lugar, estas instituciones, durante el proceso de emisión de bonos en moneda doméstica, han involucrado a organizaciones financieras locales, otorgándoles *know-how* financiero en términos de documentación y ejecución para próximas emisiones. En tercer lugar, encuentran que, si las emisiones de bonos en moneda local preceden a una posterior emisión por parte de gobiernos locales con vencimientos a largo plazo, estas ayudan a ampliar la “*yield curve*”, lo cual incrementa la base de inversionistas locales interesados en invertir a mediano y largo plazo, reduciendo el riesgo de descalce de tasas de interés. Finalmente, descubren que las emisiones de bonos en moneda local por parte de las IFIs generan un “*signal effect*”: al ser emisores prestigiosos en el mercado internacional, contribuyen a fortalecer la confianza en la estabilidad y seguridad del mercado de bonos interno, atrayendo al mercado de bonos en moneda local a inversiones y emisores internacionales (Wolff-Hamacher, 2007).

En el 2007, el Grupo de los 8<sup>23</sup> (en adelante “G8”) encomendó un Plan de Acción al Banco Mundial y al Fondo Monetario Internacional que consiste en el diseño de políticas clave para desarrollar el mercado de bonos en moneda doméstica de economías emergentes. En primer lugar, se impulsa el fortalecimiento del marco regulatorio y de la regulación prudencial basada en riesgos a través del otorgamiento de independencia al regular del mercado de deuda, la implementación de estándares internacionales de gobierno corporativo y la incorporación de capital humano capacitado entre los participantes en el mercado de deuda local. En segundo lugar, se fomenta la mayor diversificación de la base de inversionistas. Esto se logra a través de la reducción de las barreras de entrada para los inversionistas internacionales, así como reformando las políticas de inversión de los sistemas privados de pensiones, fondos mutuos y empresas de seguros. En tercer lugar, el Plan de Acción impulsa iniciativas de cooperación regional que permita desarrollar el mercado de bonos de moneda local a través de proporcionar sinergias relacionadas a inversiones en la infraestructura del mercado de deuda (plataformas de negociación, servicios de compensación, liquidación y custodia, y agencias de clasificación crediticia). Finalmente, el Plan de Acción también impulsa a que las IFIs provean de asistencia técnica e intercambio de conocimientos a través de talleres o seminarios a los administradores de deuda, reguladores, inversionistas y emisores con la finalidad de evitar

---

<sup>23</sup> Conformado por los países con las economías más industrializadas y desarrolladas del mundo: Canadá, Francia, Alemania, Italia, Japón, Rusia, Reino Unido y Estados Unidos. La Unión Europea también cuenta con representación política (German Ministry of Finance, 2017).



duplicación de esfuerzos y superposición de funciones en el mercado de bonos<sup>24</sup> (German Ministry of Finance, 2017).

## **2. Descripción e interpretación de la data**

Para aproximar una relación directa entre un marco jurídico y regulatorio sólido y el desarrollo del mercado de bonos en moneda local, se exponen de forma paralela a la evolución del monto en circulación de bonos denominados en moneda local y al comportamiento anual de los indicadores “*rule of law*” y “calidad regulatoria” en 13 países entre los años 2000 al 2019. De esta muestra, 9 son economías emergentes sudamericanas. Es importante precisar que, para 2 países -Italia y Uruguay-, se usó información del *Bank for International Settlements*, que detalla la moneda de emisión únicamente de aquellos bonos colocados en el exterior del país en el que reside el emisor (mercados internacionales). El *stock* de montos arrojados por dicha fuente son las colocaciones estructuradas por emisores de todo sector (gobierno y privados) al segundo trimestre del 2020. Por último, para el resto de los países, su data se extrajo desde Bloomberg, que arroja montos en circulación de bonos activos al término de enero 2021.

Previo a la presentación de las estadísticas, es imprescindible profundizar en el concepto de “*rule of law*”, utilizado por los autores mencionados anteriormente. De acuerdo con Kaufmann et al. (2010), esta variable refleja las percepciones u opiniones del grado de confianza de los agentes económicos hacia las normas sociales, y el nivel de cumplimiento de las mismas. Específicamente, engloba el grado del cumplimiento de los contratos, de los derechos de propiedad, de la policía y los tribunales, así como la probabilidad de delitos y violencia (Kaufmann, Kraay, & Mastruzzi, 2010). De acuerdo con Burger & Warnock (2006), esta variable permite una interpretación sobre la solidez institucional de un país.

Adicionalmente, también se introducirá a la variable “calidad regulatoria” que, en base a Kaufmann et al. (2010), recoge las percepciones sobre la capacidad del gobierno para formular e implementar políticas y regulaciones sólidas que promuevan el desarrollo del sector privado (Kaufmann, Kraay, & Mastruzzi, 2010).

Ambas variables cualitativas son reportadas por el proyecto *The Worldwide Governance Indicators*, que reporta a nivel agregado e individual indicadores de gobernanza para más de 200 países. La data implicada se estructura a raíz de encuestas realizadas por multitud de empresas, ciudadanos,

---

<sup>24</sup> Por ejemplo, el G8 ha impulsado la cooperación regional a través de la *World Association of Debt Management Offices* y el *Latin American Countries Debt Group* (German Ministry of Finance, 2017).

organizaciones internacionales y otros agentes económicos de cada uno de los países estudiados (Kaufmann & Kraay, 2020). Dicha fuente cuenta con data de estos indicadores desde 1996 al 2019.

A continuación, se presenta el monto total de emisión de bonos, así como también del perteneciente al instrumento denominado en moneda doméstica, y sus participaciones en el PBI en dólares a precios corrientes a octubre 2020 (data más actual arrojada por el Fondo Monetario Internacional):

**Tabla 1: Mercado de bonos de la muestra\*  
(al cierre de enero 2021)**

	Monto total en circulación		Bonos en circulación en moneda local		
	Billones de dólares	% sobre el PBI del país	Billones de dólares	% sobre el PBI del país	% sobre el monto total en circulación
<b>Economías desarrolladas</b>					
Bélgica	780	155%	766	152%	98%
Dinamarca	763	225%	591	174%	77%
España	2,000	160%	1,937	155%	97%
Italia**	2,600	141%	2,343	127%	90%
<b>Economías emergentes</b>					
Argentina	402	105%	122	32%	30%
Bolivia	30	76%	25	65%	86%
Brasil	1,975	145%	1,848	136%	94%
Chile	289	118%	160	65%	55%
Colombia	241	91%	172	65%	72%
Paraguay	16	44%	2	5%	10%
Perú	263	134%	193	98%	73%
Uruguay**	72	132%	8	15%	11%
Venezuela	110	226%	3	6%	3%

\*Corresponden a emisiones de corto y largo plazo.

\*\*Data al segundo trimestre del 2020, extraída de la base de datos del *Bank for International Settlements*. Información conglomerada bonos de corto y largo plazo.

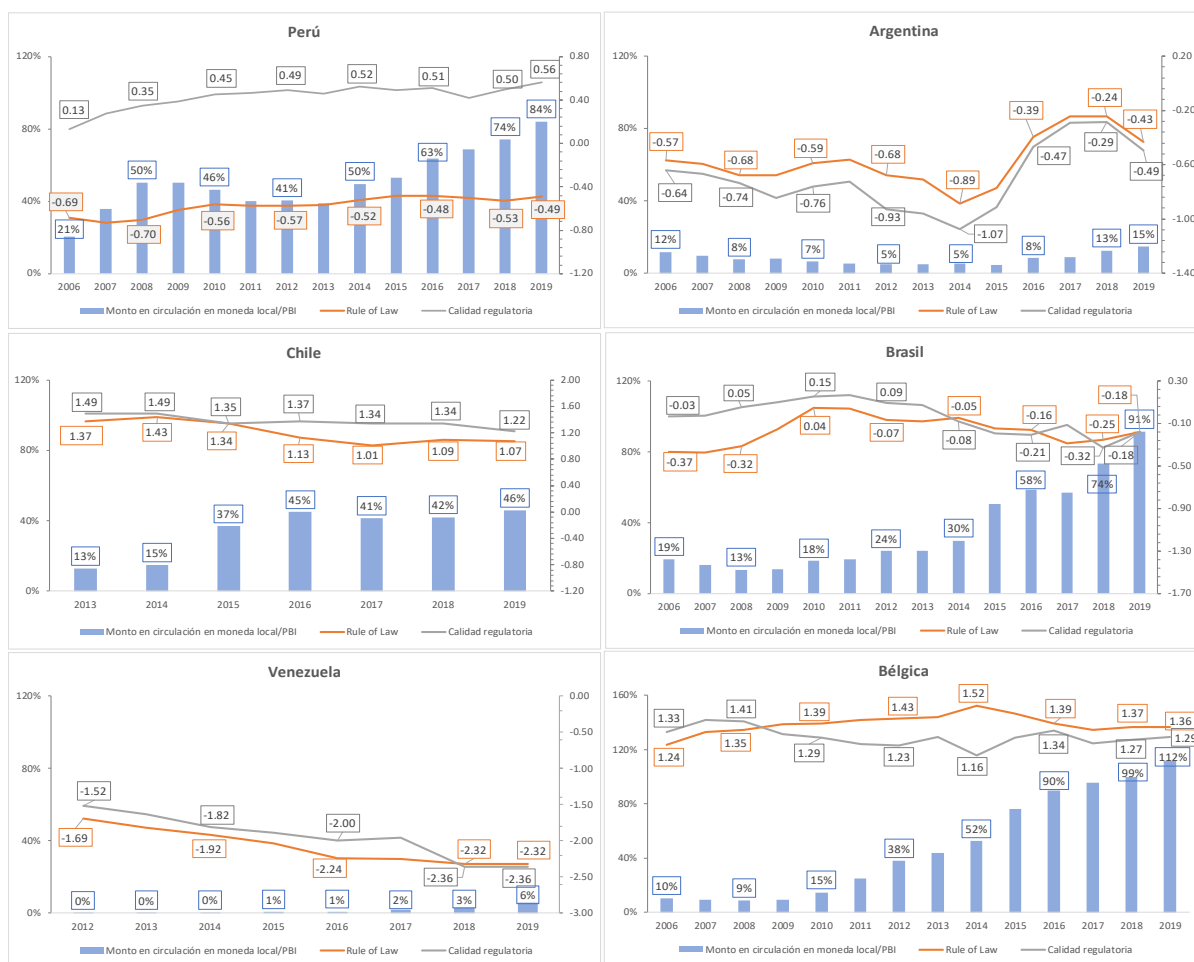
Fuente: Bloomberg (2021), Bank for International Settlements (2020) & International Monetary Fund (2021).  
Elaboración propia.

Burger & Warnock (2006) afirman que un *proxy* del nivel de desarrollo del mercado de renta fija en moneda local puede ser el porcentaje que ocupa el monto en circulación de bonos denominados en moneda local con respecto al PBI del país. A partir de ello, se observa que los países desarrollados de la muestra perciben tanto un mercado de renta fija total como la denominada en moneda local de tamaño significativo. Por otro lado, en cuanto a los países subdesarrollados, solo Brasil y Perú poseen una amplitud significativa de su mercado de bonos en moneda local en términos relativos. De forma similar, de la participación de los bonos denominados en moneda local con respecto al total de bonos se puede deducir que Brasil, Perú y Colombia son los países emergentes dentro de la muestra que pueden manejar de mejor manera la exposición por riesgo cambiario. En línea a esto, Burger &

Warnock (2006) menciona que se necesita un mercado de bonos en moneda local amplio para estar libre del “*original sin*”, que trata de la imposibilidad de países de pedir fondeo en su propia moneda a fuentes externas (Eichengreen, Hausmann, & Panizza, 2002). Esto implica una excesiva carga de pasivos en moneda foránea, situación que se asocia a mayor volatilidad de capitales y fuerte descalce de monedas en los balances. (Eichengreen, Hausmann, & Panizza, 2002). En base a esta afirmación y a las estadísticas mostradas, la mayoría de los países subdesarrollados aún sufre del “*original sin*”.

Con la finalidad de visualizar una relación positiva entre la solidez del marco legal y regulatorio a partir de las variables *rule of law* y calidad regulatoria con el desarrollo del mercado de renta fija en moneda doméstica, se presenta, a continuación, el contraste entre la evolución del tamaño relativo del mercado de renta fija en moneda doméstica (medido como el ratio monto circulante del bono activo en moneda local sobre el PBI en precios corrientes) y estas variables cualitativas dentro de la última década para la mayoría de países subdesarrollados de la muestra y Bélgica (Gráfico I):

**Gráfico I: Desarrollo del mercado de bonos en moneda local vs. Rule of Law & Regulación**



Fuente: Bloomberg (2021). Elaboración propia.

Es relevante precisar que las estimaciones del *rule of law* pueden fluctuar entre -2.5 y 2.5, siendo el límite inferior un indicador de debilidad del marco jurídico (muy poca confianza e inclinación por el cumplimiento de las reglas de la sociedad). De la misma manera se comporta el indicador de calidad regulatoria, donde -2.5 significa una percepción de poca capacidad del gobierno para formular e implementar políticas y regulaciones que promuevan el desarrollo del sector privado (Kaufmann & Kraay, 2020).

Los años que figuran en el Gráfico I corresponden a los períodos de emisión de los bonos en circulación denominados en moneda local que hasta el cierre de enero 2021 se encuentran activos. Específicamente, el monto circulante de bonos activos en moneda doméstica en un año en particular es el monto circulante vigente hasta un año anterior más la colocación emitida de ese año, de manera que es una variable *stock*. Se evidencia que, en el caso de Bélgica, representante de las economías avanzadas en el gráfico, existe armonía sostenida en el tiempo entre la solidez del ambiente regulatorio y el crecimiento del mercado de renta fija en moneda local. Este contexto se ve soportado por Burger & Warnock (2006), que encuentra una relación significativa positiva entre *rule of law* y el desarrollo del mercado de bonos denominados en moneda local en base a una muestra de 41 países, que indica la tenencia de mayor tamaño del mercado de estos instrumentos en países con mayor solidez institucional.

En cuanto a las economías emergentes mostradas, Perú y Brasil resaltan por percibir un crecimiento sostenido del mercado de bonos en moneda local durante 2010 al 2019. Sin embargo, al cierre de este año, Perú cuenta con una puntuación de -0.49 y Brasil, -0.18, con estimados de calidad regulatoria de 0.56 y -0.18, respectivamente. Se infiere de estas puntuaciones que estos países poseen un nivel bajo de confiabilidad del marco normativo por parte de los agentes económicos (debilidad institucional), así como también una perspectiva relativamente neutra sobre la eficacia del gobierno para fomentar el desarrollo del sector privado. Entonces, existe una evolución del mercado de bonos en moneda local en estos sectores a pesar de una visión deteriorada de la normatividad y la capacidad reguladora del gobierno para el incentivo al desarrollo económico. Se puede concluir que, si estas economías enfatizan en mejorar su sistema normativo y la efectividad reguladora como motor de crecimiento, posiblemente puedan converger con mayor rapidez a un grado evolutivo de su mercado de bonos en moneda doméstica similar al de países desarrollados. Esta evidencia y conclusión va en línea con lo medido y explicado por Burger & Warnock (2006).

Por los demás países emergentes, se denota una relación positiva entre las variables cualitativas y el desarrollo del mercado de renta fija en moneda interna. Por ejemplo, en el caso chileno, se observa una marcada ralentización del crecimiento de su mercado de bonos en moneda local desde el año

2016 al 2019, mientras las variables *rule of law* y calidad regulatoria pública sufren un deterioro sostenido. El caso venezolano presenta un panorama sumamente negativo en lo que respecta al grado de fortaleza institucional o confiabilidad en las leyes y la capacidad reguladora del gobierno, y también en su nivel evolutivo de su mercado de renta fija en moneda local. El efecto de estas dos variables cualitativas se repotencia con la crisis política y económica que azota a Venezuela. De la misma forma, Argentina termina el año 2019 con una estimación de -0.49 y -0.43 para los factores *rule of law* y calidad regulatoria, mientras que experimenta un ratio comprendido por el monto en circulación de bonos activos denominados en moneda local/PBI del 15%. Se visualiza una pobre confiabilidad en las políticas públicas de regulación y en la aplicación efectiva de las normas, que posiblemente impacte negativamente en la inclinación del deudor de adquirir fondeo en el mercado de renta fija en moneda local.

La información anual de las variables cualitativas mencionadas y la proporción de los montos en circulación de bonos activos a enero 2021 en moneda local sobre el PBI perteneciente a los demás países de la muestra (a excepción de Italia y Uruguay) se encuentra detallada en el Anexo II.

Finalmente, se puede ver en el Anexo II que tanto Dinamarca como España reflejan mejores perspectivas sobre la fortaleza institucional interna y la eficacia de las medidas regulatorias públicas para el desarrollo del sector privado (Dinamarca en mayor medida). Al mismo tiempo, el volumen emitido en circulación de cada uno de estos países sobrepasa sus respectivos PBIs, lo que indica una significativa amplitud de su mercado de bonos denominados en moneda local. Esta afirmación va acorde con lo hallado por Claessens et al. (2003), que concluye que un mejor marco institucional de y políticas fiscales más sólidas permiten una fuerte capacidad de repago, lo que incrementa la confiabilidad del inversionista y emisor en seguir participando en el mercado de deuda, promoviendo mayor liquidez.

### **III. CONCLUSIONES**

La adecuada interrelación entre los emisores, los bancos de inversión, los inversionistas, las entidades reguladoras y las agencias calificadoras de riesgo fomenta el desarrollo del mercado de deuda de un país, a través de la reducción de la asimetría de información, el cumplimiento de requerimientos normativos que buscan la protección del inversionista, la facilitación y estabilización del flujo de capitales, y otras vías. La aplicación de metodologías y políticas óptimas por parte de bancos de inversión, reguladoras y agencias calificadoras de riesgo a las que se someten los emisores e inversionistas puede generar un ambiente sólido institucional, lo que incentivará una mayor cantidad

de transacciones, y, por ende, una mayor liquidez en el mercado de deuda local, controlando volatilidades.

La evolución del mercado de bonos denominados en moneda local fortalece la cobertura de riesgos de los participantes económicos, así como también permite la diversificación de fondeo, la optimización de costos de deuda, y una mayor disponibilidad de instrumentos de inversión con características particulares, entre otros beneficios. La preocupación de incentivar la fortaleza de un mercado de bonos en moneda doméstica surgió en algunos países a partir de crisis financieras internacionales, que golpearon fuertemente a los pasivos contraídos por empresas y gobiernos locales.

A través de un análisis cualitativo de la relación entre la solidez del marco regulatorio público y normativo (medidos mediante las variables “*rule of law*” y “calidad regulatoria”, que aproximan la fortaleza global de las instituciones) y el desarrollo de mercado de renta fija denominado en moneda doméstica, se refleja un vínculo directo entre estas variables. Dicho análisis se refuerza con las evidencias encontradas en referencias bibliográficas y en un caso práctico elaborado en el presente estudio. Este ejercicio se dio con el fin de plasmar empíricamente la importancia de algunos de los participantes del mercado de deuda para el desarrollo de la misma.

La limitación del presente estudio es la ausencia de cuantificación de impactos de demás variables referentes a los roles de los agentes económicos mencionados anteriormente, cuya utilidad sería la medición estadística de sus efectos sobre el desarrollo del mercado de renta fija tanto en moneda extranjera como doméstica. En ese sentido, se recomienda la aplicación de técnicas econométricas para evaluaciones de impacto para futuras investigaciones, con la finalidad de hallar significancias y la dirección del efecto (directa o indirecta). Por ejemplo, puede cobrar relevancia el estudio de la significancia del *rating* crediticio puesto por las agencias calificadoras de riesgo en el crecimiento del mercado de bonos locales, o el impacto de ciertas medidas regulatorias en el desarrollo de este en el tiempo.

#### IV. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Abbas, S. M., Hasan, R., Hill, Abdullah, Nower, Nowshin, . . . Nafizur. (2020). *Introduction of Bond Market: Would it be a possible Solution for Bangladesh?* Daca: Bangladesh University of Professionals.
- Alam, A. H., Islam, S., & Chy, N. (2014). *Evaluation of Corporate Bond Market Performance in Bangladesh*. Chattogram: International Islamic University Chittagong.
- Asian Development Bank. (2016). *Developing Local Currency Bond Markets in Asia*. Mandaluyong: Asian Development Bank.
- Asian Development Bank. (2019). *Good Practices for Developing a Local Currency Bond Market: Lessons from the Asean+3 Asian Bond Markets Initiative*. Mandaluyong: Asian Development Bank.
- Banco Mundial. (2019). *Banco Mundial*. Obtenido de Banco Mundial: <https://datos.bancomundial.org/indicador/NY.GDP.MKTP.CD>
- Banton, C. (19 de Agosto de 2020). *Investopedia*. Obtenido de Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/u/underwriter.asp>
- Bassot, E., & Szczepański, M. (2015). *The Group of Twenty (G20)*. Servicio de Estudios del Parlamento Europeo.
- Berensmann, K., Dafe, F., & Volz, U. (2015). *Developing local currency bond markets for long-term development financing in Sub-Saharan Africa*. Oxford Review of Economic Policy.
- Bergthaler, W., Bossu, W., & Hillier, C. (2020). *Local Currency Bond Markets Law Reform: A Methodology for Emerging Markets and Developing Economies*. Washington DC: International Monetary Fund.
- Białek-Jaworska, A., & Krawczyk, T. (2019). *Corporate bonds or bank loans? The choice of funding sources and information disclosure of Polish listed companies*. Central European Economic Journal.
- Bolton, P., & Freixas, X. (2000). *Equity, Bonds, and Bank Debt: Capital Structure and Financial Market Equilibrium under Asymmetric Information*. Chicago: Journal of Political Economy - The University of Chicago Press.
- Borensztein, E., Chamon, M., Jeanne, O., & Zettelmeyer, J. (2005). *Sovereign Debt Structure for Crisis Prevention*. Washington DC: International Monetary Fund.
- Burger, J., & Warnock, F. (2006). *Local Currency Bond Markets*. Washington D.C.: International Monetary Fund.

- Caballero, A., Melgarejo, G., Mongrut, S., & Villanueva, M. (2006). *Las Agencias Clasificadoras de Riesgo en el Perú: análisis y evolución de su rol*. Lima: Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico (CIUP).
- CEPAL. (2014). *La gobernanza corporativa y la emisión de deuda corporativa en Chile y el Perú*. Santiago de Chile.
- CFA Institute. (2008). *CFA Institute Investment Foundations Program (3rd Edition)*. Chapter 9: Debt Securities .
- CFA Institute. (2008). *CFA Institute Investment Foundations Program (3rd Edition)*. Chapter 16: Investors and their needs.
- Chen, J. (19 de Marzo de 2020). *Investopedia*. Obtenido de Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/g/gilts.asp>
- Claessens, S., Klingebiel, D., & Schmukler, S. (2003). *Government Bonds in Domestic and Foreign Currency: The Role of Macroeconomic and Institutional Factors* .
- Corporate Finance Institute. (s.f.). *Corporate Finance Institute*. Obtenido de Corporate Finance Institute: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/finance/rating-agency/>
- Denis, D., & Mihov, V. (2003). The choice among bank debt, non-bank private debt, and public debt: evidence from new corporate borrowings. *Journal of Financial Economics*, 3-28.
- Eichengreen, B., Hausmann, R., & Panizza, U. (2002). *Original Sin: The Pain, the Mystery, and the Road to Redemption*.
- Fang, L. (2005). Investment Bank Reputation and the Price and Quality of Underwriting Services. *The Journal of Finance*, 2729-2761.
- Federal Reserve Bank of St. Louis. (2020). *FRED Economic Data*. Obtenido de FRED Economic Data: <https://fred.stlouisfed.org/series/LOANINV>
- German Ministry of Finance. (19 de Mayo de 2017). *G7 Research Group*. Obtenido de G8 Action Plan for Developing Local Bond Markets in Emerging Market Economies and Developing Countries: <http://www.g8.utoronto.ca/finance/fm070519-bond.htm>
- Hattori, M., & Takáts, E. (2015). *The Role of Debt Securities Markets*. Bank for International Settlements. Obtenido de [https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap83c\\_rh.pdf](https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap83c_rh.pdf)
- Hawkins, J. (2002). Bond markets and banks in emerging economies. En B. f. Settlements, *The development of bond markets in emerging economies* (págs. 42-48). Bank for International Settlements.
- International Capital Market Association. (2013). *Economic Importance of the Corporate Bond Markets*. Zurich: International Capital Market Association (ICMA).



- International Finance Corporation. (2021). *International Finance Corporation*. Obtenido de International Finance Corporation: [https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/corp\\_ext\\_content/ifc\\_external\\_corporate\\_site/about+ifc\\_new/investor+relations/ir-products/lc-bonds](https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/corp_ext_content/ifc_external_corporate_site/about+ifc_new/investor+relations/ir-products/lc-bonds)
- International Monetary Fund. (2021). *International Monetary Fund*. Obtenido de International Monetary Fund: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/weo-database/2020/October/weo-report?c=512,914,612,614,311,213,911,314,193,122,912,313,419,513,316,913,124,339,638,514,218,963,616,223,516,918,748,618,624,522,622,156,626,628,228,924,233,632,636,634,238,662,960,423,935,128,611,321,243,248,469,253,642,643,939,734,644,819,172,132,646,648,915,134,652,174,328,258,656,654,336,263,268,532,944,176,534,536,429,433,178,436,136,343,158,439,916,664,826,542,967,443,917,544,941,446,666,668,672,946,137,546,674,676,548,556,678,181,867,682,684,273,868,921,948,943,686,688,518,728,836,558,138,196,278,692,694,962,142,449,564,565,283,853,288,293,566,964,182,359,453,968,922,714,862,135,716,456,722,942,718,724,576,936,961,813,726,199,733,184,524,361,362,364,732,366,144,146,463,528,923,738,578,537,742,866,369,744,186,925,869,746,926,466,112,111,298,927,846,299,582,487,474,754,698,&s=NGDPD,PPPGDP,&sy=2019&ey=2020&ssm=0&scsm=0&sc=0&ssd=1&ssc=0&sic=0&sort=country&ds=.&br=1>
- Jeanneau, S., & Tovar, C. (2008). *Financial stability implications of local currency bond markets: an overview of the risks*. Bank for International Settlements.
- Jiang, G., Tang, N., & Law, E. (2001). *Cost-Benefit Analysis of Developing Debt Markets*. Hong Kong: Hong Kong Monetary Authority.
- Kaufmann, D., & Kraay, A. (2020). *Worldwide Governance Indicators*. Obtenido de Worldwide Governance Indicators: <http://info.worldbank.org/governance/WGI>
- Kaufmann, D., & Kraay, A. (25 de Setiembre de 2020). *Worldwide Governance Indicators*. Obtenido de Worldwide Governance Indicators: <http://info.worldbank.org/governance/wgi/Home/downloadFile?fileName=wgidataset.xlsx>
- Kaufmann, D., Kraay, A., & Mastruzzi, M. (2010). *The Worldwide Governance Indicators: Methodology and Analytical Issues*. World Bank.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (1997). *Legal Determinants of External Finance*. Cambridge: National Bureau of Economic Research.
- Lian, L., & Luengnaruemitchai, P. (2005). *An Anatomy of Corporate Bond Markets: Growing Pains and Knowledge Gains*. Washington D.C.: International Monetary Fund.
- López-Aliaga, R. (2017). La Intermediación Financiera y Banca de Inversiones en el Perú. *Revistas PUCP*, 110-119.
- Marks, H. (2012). *Lo más importante para invertir con sentido común*. Barcelona: Profit Editorial.
- Marshall, A., McCann, L., & McColgan, P. (2016). *The Choice of Debt Source by UK Firms*. John Wiley & Sons Ltd.
- Mehl, A., & Reynaud, J. (2005). *The Determinants of "Domestic" Original Sin in Emerging Market Economies*. Frankfurt: European Central Bank.

- Muharam, H., Ghozali, I., & Arfinto, E. (2018). Bond Market Development, Economic Growth and the Role of Foreign Investment. *The 2018 International Conference of Organizational Innovation* (págs. 811 - 819). KnE Social Sciences.
- Park, C.-Y. (2016). Developing Local Currency Bond Markets in Asia. *ADB Economics Working Paper Series*.
- Pettis, M. (2000). The Risk Management Benefits of Bonds. En I. F. Corporation, *Building Local Bond Markets: An Asian Perspective* (págs. 47-58). Washington D.C.: International Finance Corporation.
- Rojas-Suarez, L. (2014). *Towards strong and stable capital markets in emerging market economies*. BIS Papers N° 75.
- Roldos, J. (2004). Emerging Local Bond Markets. En A. Ilyana, D. Mathieson, R. Ramaswamy, & J. Roldos, *Emerging Local Securities and Derivative Markets* (págs. 24-45). Washington D.C.: International Monetary Fund.
- Securities Industry and Financial Markets Association. (5 de Enero de 2021). *Securities Industry and Financial Markets Association*. Obtenido de Securities Industry and Financial Markets Association,: <https://www.sifma.org/wp-content/uploads/2017/08/Corporate-US-Corporate-Issuance-SIFMA.xls>
- Securities Industry and Financial Markets Association. (6 de Enero de 2021). *Securities Industry and Financial Markets Association*. Obtenido de Securities Industry and Financial Markets Association: <https://www.sifma.org/wp-content/uploads/2017/06/CM-US-Fixed-Income-SIFMA.xls>
- Turner, P. (2012). *Weathering financial crisis: domestic bond markets in EMEs*. Bank for International Settlements.
- Weston, F., & Brigham, E. (2000). *Fundamentos de Administración Financiera*. McGraw-Hill.
- Wolff-Hamacher, S. (2007). Local currency bond issues by international financial institutions. *Bank for International Settlements (BIS)*.

## V. ANEXOS

### Anexo I

<b>Estados Unidos: cambio porcentual entre períodos de debilidad bancaria</b>		
<b>Período</b>	<b>Préstamo bancario*</b>	<b>Bonos corporativos (Grado de inversión - <i>High Yield Bond</i>)</b>
2008-2010	-6.4%	243.3%
2019-2020	8.9%	60.1%

\* Préstamos al sector privado no financiero.

Fuente: Bank of International Settlements (2019), Federal Reserve Economic Data (2020) & Securities Industry and Financial Markets Association (2020). Elaboración Propia.

### Anexo II

<b>España</b>			
<b>Año de emisión</b>	<b>Monto en circulación de bonos activos en moneda local/PBI</b>	<b>Rule of Law</b>	<b>Calidad regulatoria</b>
2000	0%	1.43	1.29
2001	3%	-	-
2002	3%	1.26	1.37
2003	2%	1.28	1.34
2004	2%	1.14	1.32
2005	6%	1.13	1.31
2006	8%	1.13	1.18
2007	9%	1.17	1.21
2008	10%	1.19	1.25
2009	13%	1.16	1.19
2010	16%	1.19	1.16
2011	23%	1.20	1.07
2012	28%	1.06	0.95
2013	36%	1.02	0.94
2014	45%	0.95	0.75
2015	62%	0.90	0.81
2016	75%	0.98	1.01
2017	88%	1.01	0.94
2018	96%	0.97	0.95
2019	111%	0.98	1.05

Fuente: Bloomberg (2021), Worldwide Governance Indicators (2020) & World Bank (2019). Elaboración propia.

<b>Dinamarca</b>			
<b>Año de emisión</b>	<b>Monto en circulación de bonos activos en moneda local/PBI</b>	<b>Rule of Law</b>	<b>Calidad regulatoria</b>
2000	1%	1.84	1.78
2001	1%	-	-
2002	1%	1.92	1.76
2003	1%	1.96	1.77
2004	1%	1.95	1.76
2005	3%	1.95	1.65
2006	3%	2.00	1.80
2007	3%	2.01	1.93
2008	9%	1.97	1.87
2009	10%	1.92	1.88
2010	10%	1.90	1.88
2011	13%	1.92	1.91
2012	20%	1.87	1.81
2013	19%	1.90	1.81
2014	43%	2.10	1.69
2015	59%	2.04	1.73
2016	65%	1.91	1.58
2017	83%	1.86	1.62
2018	93%	1.83	1.64
2019	150%	1.90	1.57

Fuente: Bloomberg (2021), Worldwide Governance Indicators (2020) & World Bank (2019). Elaboración propia.

<b>Bolivia</b>			
<b>Año de emisión</b>	<b>Monto en circulación de bonos activos en moneda local/PBI</b>	<b>Rule of Law</b>	<b>Calidad regulatoria</b>
2000	0%	-0.39	0.04
2001	0%	-	-
2002	0%	-0.40	-0.06
2003	0%	-0.45	-0.08
2004	0%	-0.68	-0.20
2005	0%	-0.76	-0.69
2006	0%	-0.85	-0.89
2007	0%	-0.83	-0.98
2008	0%	-0.97	-0.87
2009	0%	-1.11	-0.88
2010	2%	-1.02	-0.80
2011	2%	-0.98	-0.76
2012	2%	-1.02	-0.82
2013	2%	-1.05	-0.78
2014	3%	-1.06	-0.87
2015	3%	-1.14	-0.89
2016	4%	-1.20	-0.92
2017	4%	-1.21	-0.90
2018	4%	-1.15	-0.91
2019	61%	-1.12	-0.99
<b>Colombia</b>			
1996	0%	-0.75	-0.11
1998	0%	-0.64	0.00
2000	0%	-0.89	0.10
2001	0%	-	-
2002	0%	-0.72	0.03
2003	0%	-0.70	-0.09
2004	0%	-0.69	-0.05
2005	0%	-0.62	0.01
2006	0%	-0.51	0.10
2007	1%	-0.44	0.24
2008	7%	-0.40	0.26
2009	14%	-0.39	0.15
2010	12%	-0.31	0.25
2011	17%	-0.26	0.36
2012	25%	-0.35	0.40
2013	25%	-0.41	0.40
2014	29%	-0.29	0.50
2015	39%	-0.27	0.47
2016	44%	-0.28	0.40
2017	46%	-0.36	0.34
2018	46%	-0.41	0.32
2019	49%	-0.42	0.40

Fuente: Bloomberg (2021), Worldwide Governance Indicators (2020) & World Bank (2019).

<b>Paraguay</b>			
<b>Año de emisión</b>	<b>Monto en circulación de bonos activos en moneda local/PBI</b>	<b>Rule of Law</b>	<b>Calidad regulatoria</b>
2000	0%	-1.01	-0.82
2001	0%	-	-
2002	0%	-1.10	-0.57
2003	0%	-1.03	-0.72
2004	0%	-1.00	-0.73
2005	0%	-0.98	-0.85
2006	0%	-0.98	-0.69
2007	0%	-0.97	-0.59
2008	0%	-0.93	-0.52
2009	0%	-0.88	-0.44
2010	0%	-0.86	-0.36
2011	0%	-0.84	-0.37
2012	0%	-0.85	-0.32
2013	0%	-0.81	-0.31
2014	0%	-0.67	-0.28
2015	0%	-0.69	-0.27
2016	1%	-0.73	-0.30
2017	1%	-0.65	-0.23
2018	2%	-0.52	-0.08
2019	3%	-0.56	-0.20

Fuente: Bloomberg (2021), Worldwide Governance Indicators (2020) & World Bank (2019). Elaboración propia.