

Documentos de Trabajo | 2024 | N 116

Más allá del Carry-Trade: Nuevas perspectivas sobre los usos de emisiones de bonos denominados en moneda extranjera por parte de empresas latinoamericanas entre los años 2000 y 2022



ie | BCRA
INVESTIGACIONES ECONÓMICAS

Investigaciones Económicas

Documentos de trabajo 2024 | N 116

*Más allá del Carry-Trade:
Nuevas perspectivas sobre los usos de emisiones de bonos
denominados en moneda extranjera por parte de empresas
latinoamericanas entre los años 2000 y 2022*

*Rodrigo Pérez Artica
CONICET-UNS*

*Joel Rabinovich
King's College London*

*Nicolás Hernán Zeolla
Banco Central de la República Argentina*

Diciembre de 2024



ie | BCRA
INVESTIGACIONES ECONÓMICAS

Documentos de Trabajo, N 116

***Más allá del Carry-Trade:
Nuevas perspectivas sobre los usos de emisiones de bonos denominados en moneda
extranjera por parte de empresas latinoamericanas entre los años 2000 y 2022***

Rodrigo Pérez Artica
CONICET-UNS

Joel Rabinovich
King's College London

Nicolás Hernán Zeolla
Banco Central de la República Argentina

Diciembre de 2024
ISSN 1850-3977
Edición electrónica

Reconquista 266, C1003ABF
Ciudad Autónoma de Buenos Aires, Argentina
Teléfono | 54 11 4348-3582
Correo electrónico | investig@bcra.gob.ar
Página web | www.bcra.gob.ar

Las opiniones vertidas en este trabajo son exclusiva responsabilidad de los autores y no reflejan necesariamente la posición del Banco Central de la República Argentina. La serie Documentos de trabajo está compuesta por material preliminar que se hace circular con el propósito de estimular el debate académico y recibir comentarios. Toda referencia que desee efectuarse a estos Documentos deberá contar con la autorización del o los autores.

Más allá del Carry-Trade: nuevas perspectivas sobre los usos de emisiones de bonos denominados en moneda extranjera por parte de empresas latinoamericanas entre los años 2000 y 2022

Rodrigo Pérez Artica
(CONICET-UNS)

Joel Rabinovich
(King's College
London)

Nicolás Hernán Zeolla
(BCRA)

Resumen

Las emisiones de bonos corporativos provenientes de economías emergentes han sido el principal factor impulsor de la expansión de la deuda global tras la crisis financiera mundial de 2008. Y si bien los países asiáticos han acumulado el mayor volumen de emisiones, las empresas latinoamericanas fueron las más dinámicas, siendo la región con mayor crecimiento de estas emisiones. Este artículo estudia las motivaciones subyacentes que llevan a las empresas no financieras de América Latina a colocar deuda mediante emisión de bonos. Tradicionalmente, la narrativa más aceptada en la literatura sobre el tema ha subrayado las operaciones de *carry-trade* como el factor predominante del propósito para utilizar los ingresos por emisión de bonos denominados en moneda extranjera. Adoptando un enfoque metodológico innovador, en este trabajo cuestionamos el conjunto de ideas vinculadas a esta hipótesis. En este sentido, realizamos dos aportes, uno *metodológico* y uno *analítico*. Por un lado, en vez de observar los incentivos *ex ante* basados en diferenciales de tasas de interés globales, como hace la literatura previa, utilizamos las ganancias *ex post* provenientes de intereses registradas en balances a nivel empresas. Siguiendo esta metodología, no encontramos evidencia que respalde la existencia de prácticas de *carry-trade* tras las emisiones. Por el contrario, observamos una elevada relación entre emisiones de bonos y gastos de capital, aspecto que pone en duda la noción de motivos especulativos detrás de las emisiones. Por otro lado, y como segundo aporte, observamos analíticamente el uso alternativo de los fondos para administrar su pasivo. Los resultados sugieren que las empresas latinoamericanas, han aprovechado las políticas monetarias laxas a nivel internacional para reducir la deuda de corto plazo y extender los plazos de vencimientos, como así también aumentaron estratégicamente las tenencias de efectivo en sus balances como salvaguarda frente a potenciales cambios en el contexto mundial.

Palabras clave: Carry-Trade; Deuda Corporativa; Estados contables; América Latina

Clasificación JEL: F30, F34, F41

Más allá del Carry-Trade: nuevas perspectivas sobre los usos de emisiones de bonos denominados en moneda extranjera por parte de empresas latinoamericanas entre los años 2000 y 2022¹

1. Introducción

Después de la crisis financiera mundial de 2008, la deuda corporativa en los países periféricos registró un crecimiento sustancial y se convirtió en uno de los aspectos centrales del nuevo contexto financiero mundial. Al interior del grupo de economías en desarrollo y de mercados emergentes (EME), entre 2008 y fines de 2019, la deuda del sector corporativo no financiero (NFC, por sus siglas en inglés) casi se duplicó como porcentaje del PIB alcanzando el 96% (Abraham et al., 2021). Esta tendencia se vio amplificada por los efectos de la pandemia de COVID-19, debido a la implementación de una nueva oleada de políticas de flexibilización cuantitativa en los países centrales y la necesidad de las firmas de preservar su liquidez frente a la crisis. Hacia fines de 2020, la relación deuda PIB creció 11 puntos porcentuales adicionales (Barajas et al., 2021). Recién en la post-pandemia, la deuda de las NFC disminuyó, aunque marginalmente.

El crecimiento de la deuda corporativa modificó la integración financiera internacional de las EME. Las emisiones corporativas en moneda extranjera se dispararon y se convirtieron en un importante canal de transmisión de liquidez global, reemplazando a los préstamos bancarios internacionales (Avdjiev et al., 2014; Caballero et al., 2016). En consecuencia, diversos estudios describen esta tendencia estructural como una característica definitoria del mercado financiero global desde 2008, llamándola la “segunda fase de la liquidez global” (Aldasoro & Ehlers, 2018; Shin, 2014).

América Latina jugó un papel destacado en este panorama. La Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) indica que América Latina es la región con la mayor proporción de bonos corporativos sobre el total de deuda en mercados internacionales (2019, p. 123). Y si bien nuestro continente no fue el que ha acumulado mayor volumen de emisiones entre los EME, si fue el más dinámico. Las estadísticas de stock de deuda del Banco de Pagos Internacionales (BIS) muestran que, mientras que la deuda de las NFC en EME denominada en moneda extranjera creció entre 2007 y 2014 un 190%, para el mismo periodo y en América Latina dicho aumento fue del 280%. Esto resultó especialmente relevante para las empresas de Brasil, Chile y México, sobre todo para los títulos denominados en dólares (Abraham et al., 2021). Como

¹ Agradecemos los comentarios recibidos por Sebastián Katz, los integrantes del grupo de investigación CONICET-BCRA “Flujos financieros del sector corporativo no financiero en América Latina” en donde se presentaron los avances de este trabajo, los referees anónimos del premio *Rodrigo Gomez 2024* que otorgaron una “mención honorífica” a esta investigación y los asistentes al panel Applied Macro Finance XXIX congreso del CEMLA en México DF. Las opiniones vertidas en este trabajo obedecen a los autores y no necesariamente representan la visión de las instituciones a la que los mismos están afiliados.

muestra de ello, tanto Brasil como Chile fueron el tercer y cuarto país de mayor aumento de la deuda en moneda extranjera entre 2007 y 2014, solo superados por China y Turquía (FMI, 2015).

Al analizar los factores subyacentes al aumento de la deuda de las NFC entre los EME, la mayoría de las investigaciones destacan la prevalencia de las operaciones de *carry-trade*. Esto implicaría que las empresas de estos países tomaron préstamos baratos en los mercados financieros globales, facilitados por las políticas de *Quantitative Easing* (QE) (Shin, 2014), y posteriormente dirigieron esos fondos a los mercados financieros nacionales para explotar oportunidades de inversión rentables. Estas inversiones suelen manifestarse en forma de activos financieros líquidos (Bruno y Shin, 2017; Caballero et al., 2016) o en forma de crédito comercial concedido a empresas locales, que asumen efectivamente el papel de intermediarias (Hardy y Saffie, 2019; Shin y Zhao, 2013). Sin embargo, una serie de estudios han puesto en duda este motivo especulativo generalizado en los EME, haciendo hincapié, por el contrario, en motivos precautorios (De Gregorio y Jara, 2024; Kaltenbrunner et al., 2024; Rabinovich y Pérez Artica, 2022).

Nuestro artículo se suma a esta literatura reciente, más escéptica, sobre el canal de *carry-trade* vinculado a las emisiones de deuda corporativa, analizando particularmente el caso de empresas de América Latina. Lo hacemos introduciendo dos innovaciones: una *metodológica* para capturar el *carry-trading*, y otra *analítica* sobre los usos alternativos de los ingresos de los bonos en moneda extranjera. En términos de la primera, la literatura previa ha medido los incentivos *ex ante* para participar en *carry-trading* utilizando datos a nivel nacional e internacional sobre diferenciales de tasas de interés (Bruno y Shin, 2017; Calomiris et al., 2022; De Gregorio y Jara, 2024). En este trabajo, sin embargo, utilizamos los ingresos brutos por intereses *ex post* reportados por las empresas. El *carry-trade* es en última instancia un arbitraje de intereses y, si existen, deberían reflejarse en los intereses ganados por la empresa. En términos de la segunda contribución del trabajo, complementamos el análisis del lado del activo del balance (lo que se ha estudiado típicamente en la literatura) con el lado del pasivo (menos estudiado). Por tanto, analizamos si las nuevas emisiones de deuda están asociadas a mejoras en los vencimientos de la deuda, más específicamente a la carga de pasivos de corto plazo.

Este artículo confirma algunos hallazgos previos, cuestiona otros y ofrece una narrativa complementaria para las emisiones de bonos por parte de empresas latinoamericanas entre 2000 y 2022. Como se ha demostrado en otros estudios (Bruno y Shin, 2017; Calomiris et al., 2022), encontramos que los ingresos por bonos en moneda extranjera se utilizan en buena medida para acumular tenencias de efectivo en comparación con los ingresos por bonos en moneda local, en particular para las empresas con emisiones grandes o "elegibles para índices", y durante el período inmediatamente posterior a la crisis financiera mundial. Sin embargo, no encontramos evidencia consistente de operaciones de *carry-trade* en ninguno de los períodos que consideramos, ni tampoco para las empresas que realizan grandes emisiones. Y si hubiera alguna evidencia parcial entre los ingresos de intereses y las emisiones, el efecto está acotado a las emisiones en moneda local en lugar de las denominadas en moneda extranjera. Finalmente, este artículo proporciona evidencia de un uso alternativo de los ingresos derivados

de la emisión en moneda extranjera: la gestión de pasivos. En la llamada “segunda ola de liquidez global” que comenzó después de la crisis financiera mundial, las empresas han utilizado parte de los ingresos extranjeros para reducir la deuda de corto plazo, mejorando así su posición financiera.

El resto del artículo está organizado de la siguiente manera. En la Sección 2 ofrecemos una visión general de la literatura sobre los motivos detrás de la emisión de bonos corporativos tras la crisis financiera mundial. Organizamos las contribuciones según si enfatizan la demanda o, en cambio, la oferta de los mercados de bonos corporativos. Luego, identificamos dos lagunas en la literatura que inspiran nuestras principales contribuciones. La Sección 3 analiza los patrones regionales y sectoriales de la deuda internacional y resalta la relevancia de las empresas latinoamericanas en el panorama de la deuda global. La Sección 4 presenta nuestro conjunto de datos para las emisiones de deuda de las empresas latinoamericanas y muestra los principales hechos estilizados sobre la nacionalidad de los emisores, la moneda de emisión, los cupones y los vencimientos. En la Sección 5 presentamos el enfoque econométrico seguido para medir los usos de los fondos de los bonos por parte de las empresas emisoras. Las Secciones 6 y 7 muestran los principales resultados econométricos y un análisis de robustez, respectivamente. Finalmente, la Sección 8 presenta las reflexiones finales.

2. Motivos para la emisión de bonos corporativos

Al analizar las causas de la emisión de bonos, la literatura se ha centrado en general en los factores que impulsan una mayor demanda de bonos corporativos y/o en las motivaciones que tienen las empresas para emitir esos instrumentos. En cuanto a lo primero, los principales compradores de deuda corporativa han sido los inversores institucionales. La expansión monetaria implementada por los países desarrollados después de la crisis financiera mundial de 2008 dio lugar a una caída en los rendimientos de activos seguros de renta fija, impulsando la salida a demandar papeles en las periferias (Di Maggio y Kacperczyk, 2017). Alter y Elekdag (2020) indican que una flexibilización de la política monetaria de 1 punto porcentual conduce a un aumento del ratio de apalancamiento de hasta 0,1 puntos porcentuales al año en las empresas de EME. Además, Lo Duca et al. (2016) sostienen que el QE en los EE.UU. favoreció el efecto expansivo de la emisión global de bonos corporativos, ya que este grupo de inversiones reemplazaron otros activos de renta fija retirados del mercado por las compras de la FED estadounidense. En este contexto, los grandes inversores institucionales adquirieron cada vez más activos de mayor riesgo emitidos por empresas y gobiernos de EME (McCauley et al., 2015). Más precisamente, los fondos y bancos de inversión aumentaron más de diez veces sus tenencias de deuda corporativa en dichos países (Calomiris et al., 2022).

Abraham et al (2021) encuentra evidencia que es consistente con la idea de que la demanda es la principal razón del aumento de la emisión corporativa en Asia Oriental. Observan una disminución en los rendimientos de la emisión de bonos, un mayor crecimiento del

apalancamiento para los nuevos emisores y una acumulación de tenencias de efectivo, derivadas de los ingresos de la emisión a medida que las empresas contrajeron más deuda de la que necesitaban para financiar las operaciones existentes. Y si bien tanto los soberanos como las empresas de las EME se beneficiaron del interés de los inversores, la mayor parte de los préstamos se dirigieron a estas últimas, especialmente aquellas emisiones superiores a los 500 millones de dólares, que representaron el 62% del valor total de los bonos emitidos después de 2008. La razón por la que los “500 millones de dólares” se convirtieron en un “umbral” relevante es que si el monto total de la emisión es de “500 millones o más”, la misma se vuelve “elegible” para integrar el índice JP Morgan CEMBI, un índice de facto seguido por grandes inversores institucionales (Calomiris et al., 2022).

En cuanto a la oferta de bonos, después de la crisis financiera internacional, las empresas de EME recurrieron cada vez más a la financiación basada en mercados como resultado de las regulaciones en el sector bancario, que encarecieron el crédito y redujeron los préstamos de los grandes bancos globales (Adrian et al., 2017; Noss y Toffano, 2016; Roulet, 2018; Slovik y Cournède, 2011). Además, dichos préstamos se vieron afectados aún más por la crisis de la deuda del euro y su efecto perjudicial sobre los préstamos de los bancos europeos en dólares estadounidenses (McCauley et al., 2019).

Al analizar la asignación de los fondos de emisión de bonos, el foco principal de nuestro trabajo, la literatura se divide en dos enfoques principales. Por un lado, y más extendido en la literatura, se encuentra un abordaje que enfatiza las operaciones de *carry-trade*; y por el otro, ocupando un lugar menos destacado, un abordaje que subraya la gestión precautoria del balance como principal motivación detrás de las emisiones.

Antes de continuar, analicemos un elemento metodológico. En ambos casos la literatura posee una limitación al trabajar con información de balances a nivel “cuenta” para tratar de identificar movimientos “específicos” en el uso de fondos. Y si bien el uso de microdatos a nivel firma resultan muy útiles para acotar los problemas de agregación, no los eliminan. En un marco conceptual donde el dinero es fungible, una única fuente de fondos puede aplicarse a una gran diversidad de usos, y a la inversa, diversas fuentes de fondos pueden aplicarse a un único uso. Por ello, no podría decirse con exactitud que, aun creciendo las fuentes y los usos de manera simultánea, una y otra estén causalmente conectadas. Sin embargo, si podríamos asociar vínculos de correlación a nivel individual entre aquellas firmas que, por ejemplo, habiendo emitido deuda en el pasado, registran mayor o menor ganancias de intereses por inversiones financieras, acumulación de efectivo en hoja de balances o disminución de pasivos, entre otras aplicaciones.

Analicemos primero el abordaje de asignación de fondos proveniente de operaciones de *carry-trade*. De existir este tipo de prácticas, se indica que las empresas de EME toman préstamos en los mercados financieros internacionales a tasas de interés más bajas y mantienen la liquidez obtenida en activos domésticos líquidos con mayores rendimientos (Bruno y Shin, 2017; Caballero, Panizza y Powell, 2016) o conceden crédito comercial interno (Hardy y Saffie, 2019). Este tipo de práctica se expandió aún más por los incentivos para implementar emisiones de

grandes volúmenes, que excedían las necesidades de financiamiento operativo (Calomiris et al., 2022). Asimismo, otros autores indican una estrecha correlación entre las emisiones de deuda corporativa internacional y el crédito bancario interno, lo que indica que las empresas endeudadas depositaron los fondos obtenidos en los sistemas bancarios nacionales, financiando a su vez la concesión de crédito bancario (Avdjiev et al., 2014; Caballero et al., 2016).

Tal vez el estudio más influyente sobre este tipo de uso de los fondos de bonos sea el de Bruno y Shin (2017), quienes analizan las actividades de emisión de bonos de una muestra global de empresas hasta 2013. Allí, dichos autores muestran que las empresas tienen más probabilidades de emitir bonos cuando tienen mayores cantidades de efectivo en su balance, una relación que se fortalece para los bonos emitidos en dólares. Los autores también encuentran que las oportunidades de *carry-trade ex ante* son un determinante significativo de dichas emisiones. Luego, utilizan la metodología de Kim y Weisbach (2008) para analizar los usos de los fondos de bonos y muestran que las empresas de EME tienden a utilizar los fondos de bonos en dólares para acumular efectivo en una proporción mayor que las empresas de economías avanzadas. En general, su evidencia apunta a la búsqueda de ganancias financieras a corto plazo y oportunidades de *carry-trade* como un factor clave detrás de la emisión de bonos en dólares por parte de las empresas de EME.

De Gregorio y Jara (2024) analizan una perspectiva diferente sobre los usos de los fondos obtenidos con emisión de bonos. Aunque estos autores confirman que los balances de efectivo aumentan después de que las empresas emiten bonos denominados en dólares estadounidenses, también muestran que el motivo precautorio es un catalizador relevante detrás de la emisión de bonos corporativos en dólares estadounidenses en las EME. De hecho, las emisiones de bonos conducen a una mayor inversión corporativa en el futuro cercano, y esta relación es más fuerte cuando aumenta el diferencial entre las tasas de interés locales e internacionales. Curiosamente, De Gregorio y Jara encuentran que las empresas más grandes, con calificaciones crediticias más altas y menores restricciones financieras son más propensas a emitir deuda en el extranjero cuando la liquidez global se expande y las tasas de interés globales son más bajas. Esto es contradictorio con la visión tradicional de las restricciones financieras como un factor clave de la demanda de efectivo por parte de las empresas con restricciones financieras (es decir, las empresas más pequeñas y con calificaciones más bajas, véase Bates et al., 2009). Por el contrario, los resultados de la regresión se vuelven insignificantes cuando los autores restringen su muestra a las empresas más pequeñas. Este resultado es consistente con el hallazgo de Calomiris et al (2023) de que la emisión de bonos de alta denominación (igual o superior a USD 500 millones) representa la mayor parte de la deuda emitida después de 2008. Según ellos, las empresas más grandes se enfrentan a un dilema al decidir emitir títulos de deuda. Si el valor nominal de la emisión es superior a USD 500 millones, su costo de financiamiento se reduce, pero esto se produce a expensas de acumular una mayor proporción como efectivo ocioso. Así, Calomiris et al aportan una posible explicación al fenómeno observado en otros estudios.

Abraham, Cortina y Schmuckler (2021) se centran en las emisiones realizadas por empresas asiáticas durante 2008-2016 y utilizan una perspectiva diferente para analizar los usos de los fondos. Dividen la muestra entre emisores *nuevos* y *recurrentes*. Los nuevos emisores son empresas que emitieron bonos después de 2008 y que no habían realizado ninguna emisión entre 2000 y 2007. Los emisores recurrentes, por el contrario, son empresas que emitieron tanto antes como después de 2008. También evalúan los usos de los ingresos de los bonos aplicando la metodología de Kim y Weisbach (2008) y encuentran que el efectivo es el uso más importante de los ingresos durante el año de emisión tanto para los emisores nuevos como para los recurrentes. Sin embargo, los nuevos emisores mantienen sus tenencias de efectivo dos y tres años después de las emisiones de bonos, mientras que los emisores recurrentes redirigen el efectivo a otros usos después del año de emisión. Los gastos de capital, las adquisiciones y la investigación y el desarrollo también son usos alternativos importantes de los ingresos de los bonos, aunque no tan importantes como la acumulación de efectivo en hojas de balance.

Un procedimiento común seguido en todos estos trabajos es que calculan los incentivos *ex ante* para participar en operaciones de *carry-trade* utilizando datos de intereses a nivel nacional, en lugar de los resultados *ex post* del *carry-trade* (Bruno y Shin, 2017; De Gregorio y Jara, 2024). El problema con los diferenciales de tasas de interés *ex ante*, es que también son compatibles con motivos precautorios, no solo con operaciones de *carry-trade*. Y si bien De Gregorio y Jara (2024) se inclinan por el motivo precautorio, no pueden descartar la participación en actividades de *carry-trade* como actividades subyacentes (p. 19). Además, el fundamento especulativo ha sido recientemente objeto de un escrutinio más minucioso. Rabinovich y Pérez Artica (2022), utilizaron datos de ingresos por intereses a nivel de empresa, no encuentran que el motivo especulativo sea un impulsor significativo de la acumulación de tenencias de efectivo en América Latina. Sin embargo, no considera las emisiones de bonos. Kaltenbrunner et al. (2024) observaron una prevalencia de motivos precautorios en Brasil y Turquía. Las empresas tienden a endeudarse en moneda extranjera durante períodos de condiciones de liquidez internacional favorables, al tiempo que mantienen efectivo de reserva como protección contra posibles cambios en el contexto de acceso al crédito global. Teniendo en cuenta esta evidencia reciente y las cuestiones implicadas en el uso de incentivos *ex ante* para el *carry-trade*, en este artículo seguimos una metodología alternativa que consiste en resultados *ex post*, como se explica en la Sección 5.

El segundo enfoque de la literatura se ha concentrado mayoritariamente en observar las consecuencias de la emisión de bonos en la estructura de activos, ya sea en tenencia de efectivo e inversiones a corto plazo (Bruno y Shin, 2017; Caballero, Panizza y Powell, 2016), o en su tránsito como crédito comercial (Hardy y Saffie, 2019). Sin embargo, ha pasado por alto la estructura de pasivos. Una excepción es el trabajo de Cortina et. al. (2018) que se centra en analizar los pasivos utilizando datos sobre la emisión de bonos de las EME y los préstamos garantizados (“*syndicated loans*”). Sin embargo, los autores solo analizan el uso de fondos autodeclarado como principal fuente de información. Como describimos en la Sección 4, el uso autodeclarado es problemático debido a la opacidad de las operaciones que las propias firmas declaran hacer.

Por ende, se destaca la falta estudios empíricos que analicen los cambios en la estructura de pasivos, a pesar de la evidencia existente y el hecho de que pueda ser un factor importante detrás de la emisión de bonos. En el caso de Brasil, por ejemplo, el Banco Central do Brasil (2020) destacó que la refinanciación y la extensión de la deuda fue el principal destino de los fondos de deuda en 2017, 2018 y 2019: 84,3%, 83,8% y 85,6% respectivamente. La evidencia preliminar que encontramos en el uso autodeclarado apunta hacia direcciones similares (Sección 4). De manera más general, en el contexto de un largo período de bajas tasas de interés a nivel internacional, fue una opción racional para las empresas emitir deuda a largo plazo por sobre deuda a corto plazo, tanto para fines de financiamiento como para reestructurar deuda antigua. Por lo tanto, abordamos esta operatoria estimando el efecto de las emisiones de bonos sobre la deuda a corto plazo.

3. Distribución regional y sectorial de la expansión de la deuda en la década de 2000

Desde la década de 2000 y con mayor intensidad después de la crisis financiera mundial, se ha producido un rápido crecimiento de la deuda de las NFC los mercados de capitales internacionales, en particular en las EME. América Latina no ha sido una excepción.² Según las estadísticas del BIS, como se refleja en el cuadro 1, la deuda total en los mercados de capitales creció de 5 billones de dólares en 2000 a 25,2 billones de dólares en 2022.

A nivel general, y al desglosar por sectores, se observa que el principal impulsor de la deuda en mercados de capitales a nivel mundial han sido las sociedades financieras (FC, por sus siglas en inglés), seguidas de las NFC. Sin embargo, la crisis de 2008 implicó un quiebre en la tendencia anterior, donde las FC redujeron su dinamismo, para dar paso a la centralidad de las NFC.

En cuanto al tiempo, y si bien la segmentación por períodos sigue siendo un punto de controversia en la literatura, en este artículo nos centramos en tres subperíodos principales. El primero de ellos va desde el 2000 a 2008, incluye el estallido de la crisis financiera mundial, el segundo va de 2009 a 2014, caracterizado por el pico de las emisiones de deuda y el “tapering” de la FED, y el tercero comienza en 2015 y continúa hasta la actualidad, incluyendo el periodo del COVID-19.³

Entre 2000 y 2008, la deuda en moneda extranjera de Economías Avanzadas (AE, por sus siglas en inglés) aumentó su stock de 4,4 a 16,7 billones de dólares, impulsadas por aumentos en las colocaciones de FC fuera de Estados Unidos, especialmente por parte de bancos europeos (Shin, 2012). Tras el estallido de la crisis financiera global, la deuda en moneda extranjera perdió impulso. La razón detrás de ello fue la pérdida de dinamismo de las FC. El stock paso de 2,8 billones de dólares en 2000, a 13,4 billones de dólares en 2008 y 13,9 billones de dólares en 2020,

²Los datos del BIS también incluyen al Caribe, pero la contribución de estos países al crecimiento de la deuda es menor, por lo que denominamos a toda la región "América Latina" para simplificar.

³Incluimos la pandemia de COVID-19 en el último período para simplificar. Sin embargo, somos conscientes de que existen diferentes periodizaciones (véase, por ejemplo, Hardy y von Peter, 2023), por lo que experimentamos con otros subperíodos en una de nuestras comprobaciones de robustez.

lo que implicó que la tasa de crecimiento disminuya de un ritmo cercano al 280% entre 2000 y 2008, a menos del 2% entre 2009 y 2014.

En 2008, comienza una segunda etapa que se extiende hasta el año 2014. Durante este período, las políticas de flexibilización cuantitativa en EE. UU. y otros países centrales llevaron a una disminución muy significativa del costo de la financiación internacional y a un aumento de la liquidez global, impulsando los inversores a tomar posiciones en activos de los países periféricos, especialmente en títulos de renta fija (Fernandez et al., 2018). Con ello, el sector más dinámico en la expansión de la deuda para todos los países del mundo se trasladó a las NFC de las EME (Abraham et al., 2020). Entre 2008 y 2014, la deuda global de las NFC creció de 3,0 a 5,1 billones de dólares, registrando un aumento del 70%, mientras que la deuda global de las FC disminuyó de 13,8 a 13,4 billones de dólares y la deuda gubernamental aumentó de 1,2 a 1,6 billones de dólares.

Dentro de las EME, Asia registró la mayor proporción de emisiones de deuda de NFC. Entre 2000 y 2008, la deuda NFC en Asia creció de 176 a 441 mil millones de dólares, registrando un aumento del 156%. Luego, entre 2008 y 2014, la deuda continuó aumentando y se aceleró, alcanzando los 1,2 billones de dólares.

América Latina, por su parte, no se quedó atrás. Si bien no captó el mayor volumen de emisiones, fue la región más dinámica en términos de tasa de crecimiento de la deuda de NFC, especialmente en el período 2008 a 2014. El stock total de deuda NFC en América Latina creció de 59 a 478 mil millones de dólares entre los años 2000 y 2022. Dentro de estos años, se destaca el segundo subperíodo, entre 2008 y 2014, como el más dinámico, creciendo de 96 a 373 mil millones, concentrando el 66% de la deuda total emitida en estos años. Además, se observa un claro cambio de velocidad para el sector NFC latinoamericano en 2014, cuando las emisiones brutas NFC alcanzaron un pico, como mostramos más adelante en la Figura 1.

En términos más generales, si bien las EME siguieron liderando la acumulación de deuda mundial, la emisión bruta de deuda de las NFC de esas economías se detuvo a mediados de la década, dando paso a la deuda de los gobiernos. Esta última tendencia se intensificó aún más con el brote de COVID-19 en 2020, debido a la expansión de las políticas de apoyo fiscal (FMI, 2022). En el caso de América Latina, se observa un comportamiento similar. Y si bien la deuda de América Latina aumentó un 28% entre 2014 y 2022, la deuda internacional de los gobiernos aumentó un 75%.

Cuadro 1. Títulos de deuda internacionales en circulación

		2000-Q4	2008-Q4	2014-Q4	2022-Q4	2008/ 2000	2014/ 2008	2022/ 2014
		Mill. USD	Mill. USD	Mill. USD	Mill. USD	var %	var %	var %
Todos	Todos los emisores	5.050.747	18.117.441	20.127.248	25.212.325	259%	11%	25%
	Empresas no financieras	1.422.136	3.040.431	5.162.959	7.406.194	114%	70%	43%
	Gobierno general	700.550	1.238.717	1.622.557	2.382.091	77%	31%	47%
	Empresas financieras	2.928.061	13.838.293	13.341.732	15.424.040	373%	-4%	16%
Países desarrollados	Todos los emisores	4.406.057	16.790.821	17.135.189	20.114.080	281%	2%	17%
	Empresas no financieras	1.249.530	2.598.630	3.947.798	5.376.827	108%	52%	36%
	Gobierno general	346.408	764.382	838.230	777.656	121%	10%	-7%
	Empresas financieras	2.810.119	13.427.809	12.349.161	13.959.597	378%	-8%	13%
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	Todos los emisores	644.689	1.326.620	2.992.058	5.098.244	106%	126%	70%
	Empresas no financieras	172.607	441.801	1.215.161	2.029.367	156%	175%	67%
	Gobierno general	354.141	474.334	784.327	1.604.435	34%	65%	105%
	Empresas financieras	117.941	410.485	992.570	1.464.442	248%	142%	48%
Asia y el Pacífico en desarrollo	Todos los emisores	191.038	468.062	1.223.091	2.408.670	145%	161%	97%
	Empresas no financieras	97.485	222.108	598.709	1.185.575	128%	170%	98%
	Gobierno general	27.651	52.258	110.214	246.640	89%	111%	124%
	Empresas financieras	65.902	193.696	514.168	976.455	194%	165%	90%
América Latina y el Caribe	Todos los emisores	322.906	363.602	806.490	1.103.447	13%	122%	37%
	Empresas no financieras	59.158	96.739	373.946	478.250	64%	287%	28%
	Gobierno general	235.501	218.018	289.688	508.326	-7%	33%	75%
	Empresas financieras	28.247	48.845	142.856	116.871	73%	192%	-18%

El cuadro 1 muestra el monto total de deuda vigente por región y sector al final de los años 2000, 2008, 2014 y 2022. Los datos reportados para cada año corresponden al cuarto trimestre. Nota: todos los emisores excluyen Instituciones Internacionales y Bancos Centrales. Fuente: Elaboración propia en Base a Debt securities statistics del BIS (<https://data.bis.org/topics/DSS>).

4. Datos

Nuestra base de datos combina información sobre emisiones de bonos del módulo Securities Data Company (SDC) y los Estados de Situación Patrimonial y Flujos de Fondos provistos por London Stock Exchange Group (LSEG). En primer lugar, obtuvimos la información sobre emisiones de bonos de empresas activas e inactivas que cotizan en bolsa y cuya casa matriz está declarada en América Latina. Como nos centramos en las NFC, también excluimos las empresas financieras identificadas por los códigos SIC primarios de 6000 a 6799 y las empresas sin información sectorial. El período de análisis comienza en 2000 y termina en 2022. Nuestra base de datos incluye 6.243 observaciones sobre emisiones de bonos, 4.365 en moneda local y 1.878 en moneda extranjera.

LSEG proporciona información sobre la moneda en la que se emiten los bonos. Es importante señalar que las empresas podrían emitir bonos con diferentes subsidiarias y varias veces al año. Por ejemplo, "Petrobras Global Finance BV" constituida en los "Países Bajos" es una subsidiaria de la empresa matriz "Petróleo Brasileiro SA" constituida en "Brasil". En estos casos, asignamos el monto emitido por las subsidiarias a la empresa matriz tomando como criterio la nacionalidad de la empresa en lugar de su residencia (ambos datos informados por LSEG). Este es un procedimiento estándar seguido por otros estudios (Bruno y Shin, 2017). Después de hacer esto, calculamos el monto total emitido en moneda local y extranjera por año y empresa. Con esta

información, la Tabla 2 resume el monto total y el número de emisiones en moneda local y extranjera por empresas pertenecientes a diferentes países de América Latina.

Tabla 2. Estadísticas descriptivas de las emisiones de deuda de ALC 2000-2022, por nacionalidad y moneda de emisión.

	Valor (millones USD)		Observaciones		Promedio por emisión (millones USD)	
	Moneda nacional	Moneda extranjera	Moneda nacional	Moneda extranjera	Moneda nacional	Moneda extranjera
Argentina	4.041	24.441	231	273	17,49	89,53
Brasil	290.372	298.725	2.182	485	133,08	615,93
Chile	24.990	64.529	269	157	92,90	411,01
Colombia	9.172	33.743	115	73	79,76	462,24
México	118.360	316.540	898	521	131,80	607,56
Perú	1.164	12.959	45	135	25,87	95,99
Uruguay		1.587		15		105,81
Venezuela	111	35.764	12	21	9,23	1.703,05
Otros	6.000	5.978	613	198	26,64	57,45
Total LAC	454.209	794.266	4.365	1.878	48,33	316,84

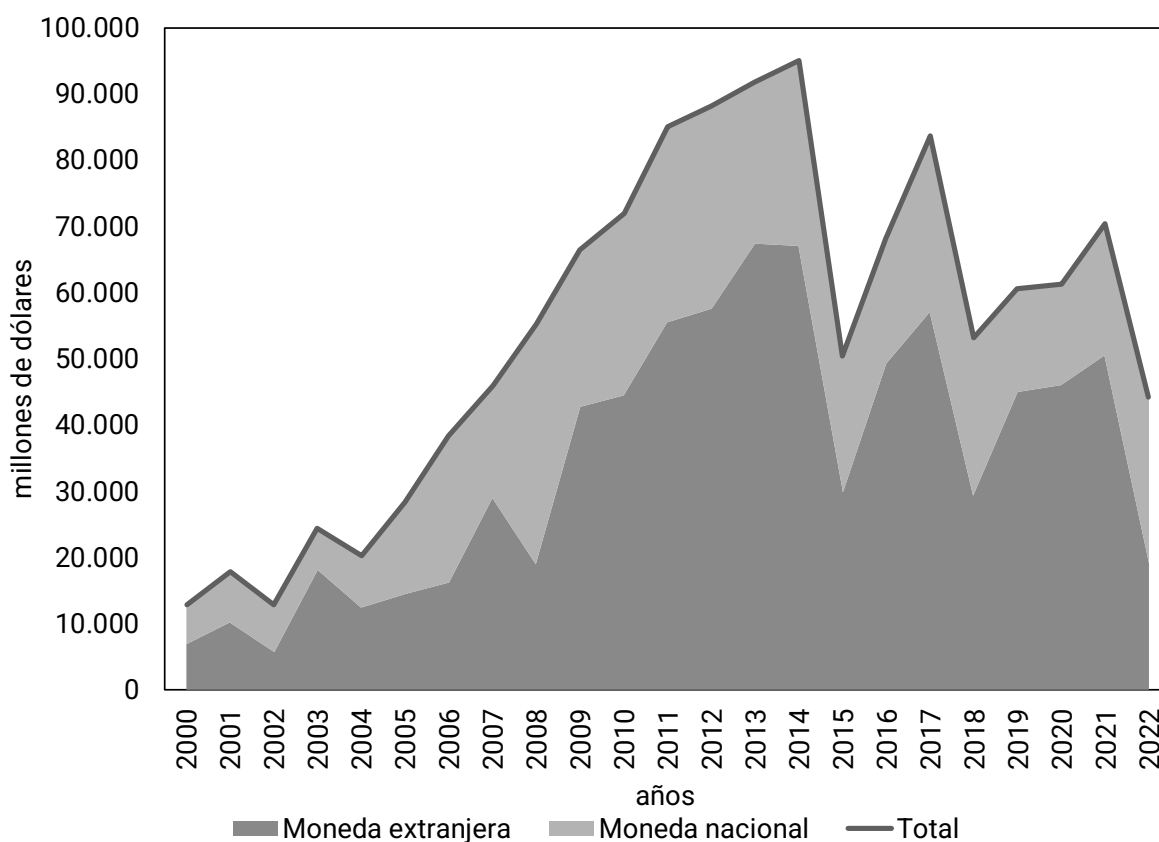
En el cuadro 2 se presenta el monto total, las observaciones totales y el monto promedio por emisión de las emisiones de deuda de empresas latinoamericanas, desglosadas por nacionalidad del emisor y moneda de emisión. Fuente: elaboración propia con base en LSEG.

Centrándonos en la composición nacional de la deuda corporativa, en primer lugar, observamos que Brasil, México y Chile son los países con mayor volumen de colocación de deuda corporativa no financiera a lo largo de todo el período. Estas tres economías acumulan el 89% de las emisiones totales de todo el período, mientras que el 11% restante está compuesto por emisiones del resto de las 12 economías de la región. Sobre esta distribución, algunos estudios sostienen que es posible explicar esta tendencia por una relación parsimoniosa entre los flujos entrantes por deuda financiera y la contribución de estas economías al PIB regional. Las únicas dos excepciones son Chile y Argentina: el primero por su mayor integración financiera y alta presencia de mercados financieros internos, y el segundo por su menor integración financiera y gran problema de deuda externa (CEPAL, 2023).

En segundo lugar, si nos atenemos a la composición por monedas, la deuda en moneda extranjera, especialmente en dólares, resulta ser la más importante y la que registra el mayor crecimiento (gráfico 1). Entre 2000 y 2022, la deuda en moneda extranjera alcanzó el 64% del total de emisiones, mientras que la deuda en moneda local registró el 36% restante. Por otra parte, la mayor expansión de los flujos de deuda estuvo asociada a un crecimiento relativo del peso de las emisiones en moneda extranjera. La proporción de deuda en moneda extranjera pasó del 54% entre 2000 y 2008 al 66% entre 2009 y 2014. Entre 2015 y la actualidad, la proporción de emisiones de deuda en moneda extranjera se mantuvo por encima del 60% durante casi todos los años.

LSEG proporciona más información sobre la estructura de la deuda corporativa en relación con el cupón y el vencimiento de los bonos emitidos, así como la relación entre la deuda a corto y a largo plazo en los balances de las empresas. La Tabla 3 presenta un resumen de estos resultados, distinguiendo entre subperíodos y tipo de moneda de la emisión.

Gráfico 1. Emisiones brutas de deuda de empresas latinoamericanas, 2000-2022



La Figura 1 muestra las trayectorias de las Emisiones Brutas de Deuda Total realizadas por empresas latinoamericanas, así como las Emisiones Brutas de Deuda denominadas en moneda local y extranjera durante el período 2000-2022. Fuente: Elaboración propia con base en LSEG.

Respecto del cupón por emisiones en moneda extranjera, se observa una reducción persistente a lo largo de los 3 periodos. La mediana del cupón por emisiones pasó de 7,8 puntos en 2000-2008, a 6,3 puntos en 2009-2014 y 5,8 puntos en 2015-2022. En total, el cupón por emisiones en moneda extranjera se redujo en 2 puntos porcentuales para toda la ventana de tiempo abarcada por nuestra muestra. Respecto del cupón por emisiones en moneda nacional, se observa una caída inicial entre el periodo 2000-2008 contra 2009-2014, pasando de 7,9 puntos a 7 puntos, y luego un crecimiento en el periodo 2015-2022 hasta llegar a 8,1 puntos. Esta alza está relacionada con la aceleración de la inflación global y las devaluaciones de las monedas

regionales, especialmente en la post-pandemia. El efecto total es un leve aumento de 0,2 puntos porcentuales.

Cuadro 3. Cupón y Vencimiento de las emisiones de deuda de ALC 2000 a 2022. Por moneda de emisión.

		(1)	(2)	(3)	$(2)-(1)/(1)*100$	$(3)-(2)/(2)*100$	$(3)-(1)/(1)*100$
		2000-2008	2009-2014	2015-2022	<i>segundo vs primero</i>	<i>tercero vs segundo</i>	<i>en general</i>
		mediana	mediana	mediana	<i>cambios en pp.</i>	<i>cambios en pp.</i>	<i>cambios en pp.</i>
Cupón	Emision en Moneda Extranjera	7,84	6,27	5,81	-1,57	-0,46	-2,02
	Emision en Moneda Local	7,92	6,96	8,08	-0,97	1,12	0,16
Madurez	Emision en Moneda Extranjera	7,12	9,67	7,25	2,55	-2,41	0,13
	Emision en Moneda Local	4,60	5,09	3,95	0,49	-1,14	-0,65
Deuda a corto/Deuda a largo plazo*100	Emision en Moneda Extranjera	14,23	4,45	3,59	-9,78	-0,86	-10,64
	Emision en Moneda Local	17,97	7,12	5,04	-10,85	-2,08	-12,93

La Tabla 3 muestra la mediana de los cupones, vencimientos y la relación entre la deuda de corto plazo y la deuda de largo plazo en nuestra muestra de emisiones de bonos de empresas latinoamericanas para los siguientes tres periodos: 2000-2008, 2009-2014 y 2015-2022. Los datos de cupones y vencimientos son proporcionados por los informes de emisiones de deuda de LSEG, y los datos de deuda de corto y largo plazo se extraen de la información del balance de la misma fuente.

Respecto al vencimiento promedio de las emisiones en moneda extranjera, ALC registra una prolongación de los plazos de vencimiento, aunque la parte más relevante ocurre en el período 2009-2014. El vencimiento medio de las emisiones pasó de 7,1 años en 2000-2008, a 9,7 años en 2009-2014, para luego caer a 7,3 años en 2015-2022. A lo largo de todo el período el vencimiento de las emisiones en moneda extranjera disminuyó en 0,1 años a lo largo del período. Con respecto a la deuda en moneda local, la mediana pasó de 4,8 años en 2000-2008, a 5,1 años en 2009-2014, para luego caer a 3,9 años en 2015-2022. A lo largo del período completo, el vencimiento de las emisiones de deuda se redujo en 0,6 años. Que los vencimientos en moneda local sean más cortos que los vencimientos en moneda extranjera se encuentran en línea con los hallazgos previos de la literatura (Cortina et al., 2018).

Asimismo, los cambios en la estructura temporal de los pasivos también se pueden observar a través de información complementaria de los estados financieros de las empresas. Al distinguir por moneda de emisión, se observa que la mediana del cociente de deuda de corto plazo a largo plazo para las empresas que emitieron deuda en moneda extranjera disminuyó considerablemente de 14% en 2000-2008, a 4,5% en 2009-2014 y 3,6% 2015-2022. De manera similar, la mediana de la razón de deuda de corto plazo a largo plazo para las empresas que emitieron en moneda nacional disminuyó de 17,9% en 2000-2008, a 7,2% en 2009-2014 y a 5,4% en 2015-2022.

Un elemento adicional ilustra la relevancia de la gestión de pasivos como motivo de las emisiones de bonos durante estos años. Las empresas que emiten deuda suelen incluir los usos de esos fondos en el prospecto. La base de datos de LSEG (ex Thomson Reuters Eikon) incluye

dicha información, pero desafortunadamente las empresas tienden a ser bastante oscuras en el uso auto-declarado. Igualmente, observemos esa información. Según estos datos, el uso más frecuente de los fondos revelado por las empresas es una categoría miscelánea llamada "propósito corporativo general". En 4.207 (o 67,45%) de los casos, las empresas informaron que este era el único motivo. En 4.965 (o 79,5% de los casos) las empresas declaran que este es al menos uno de los motivos. La Tabla 4 informa los usos autodeclarados de los 2.036 casos en los que se informa al menos un motivo además del "propósito corporativo general".

Finalmente, siguiendo hallazgos previos en la literatura (Calomiris et al, 2023, ver discusión arriba), también evaluamos la relevancia de emisiones particularmente grandes en nuestra muestra. La Figura 2 muestra un histograma para emisiones de deuda en moneda extranjera según el tamaño de la emisión⁴. Entre USD 1 y 499 millones, hay 1313 emisiones por un total de USD 192 mil millones, que corresponden al 24% del volumen total emitido y agrupan el 70% de las emisiones individuales en moneda extranjera. Por el contrario, las emisiones iguales o superiores a USD 500 millones, que acumulan solo el 30% de las emisiones, representan hasta el 76% de los ingresos totales. Cabe destacar que USD 500 millones presenta uno de los picos más grandes en la Figura 2.

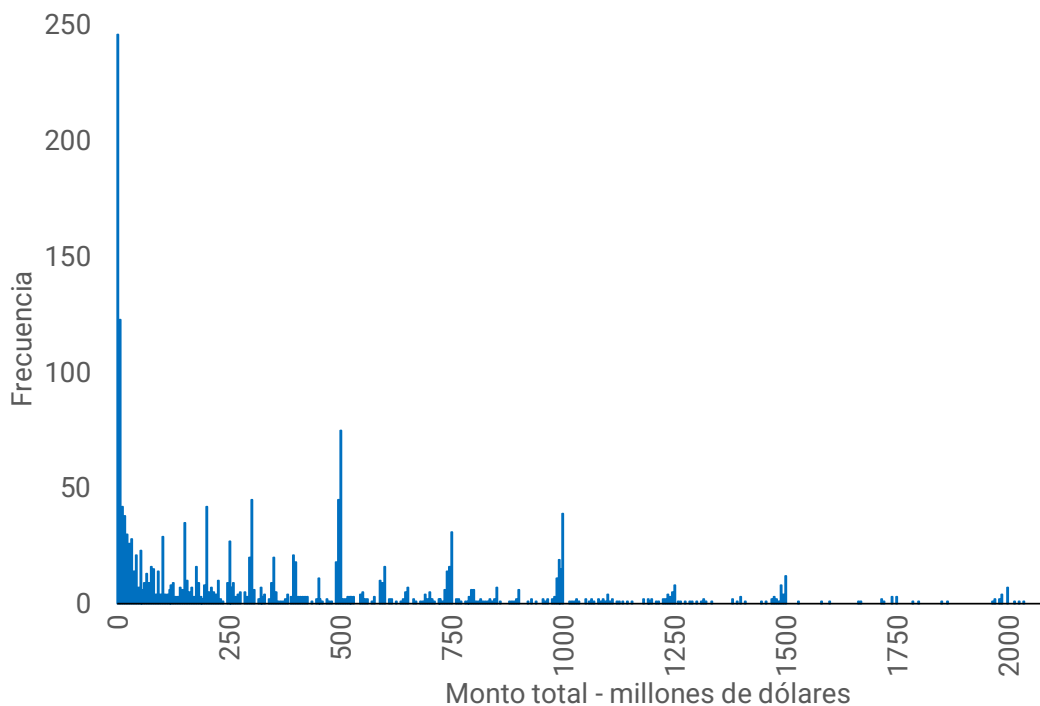
Cuadro 4. Usos declarados por los propios emisores de los fondos procedentes de bonos

Divisa	Refinanciar/ Reducir deuda	Gastos de capital	Capital de explotación	Adquisi- ciones	Recompra de acciones	Propósitos de los Bonos Verdes	Constru- cción	Adq. de valores	Otro
<i>Extranjero</i>	66,60%	18,47%	4,33%	2,25%	0,96%	4,55%	0,00%	0,79%	2,05%
<i>Local</i>	51,35%	18,40%	13,63%	3,51%	0,00%	5,15%	1,69%	0,00%	6,26%

El cuadro 4 muestra la asignación declarada de los fondos emitidos por las empresas latinoamericanas en el período 2000-2022, por moneda de emisión. Fuente: Elaboración propia con base a LSEG

⁴Consideramos únicamente la deuda en moneda extranjera por ser la de mayor volumen y la más ilustrativa del proceso.

Figura 2. Histograma de emisiones de deuda de NFC de ALC en moneda extranjera en 2000 a 2022



La Figura 2 muestra el histograma de la distribución del monto de emisión, para las emisiones denominadas en moneda extranjera realizadas por empresas latinoamericanas en el período 2000-2022. Para efectos ilustrativos se excluyen las emisiones mayores a 2100 millones de dólares. Fuente: elaboración propia en base a LSEG.

El siguiente paso consiste en combinar la información de emisión a nivel firma con los datos de balances de situación patrimonial y financiera y flujos de fondos. Dentro de las empresas emisoras, la muestra encontramos información de balances contables para un total de 736 empresas de América Latina, de las cuales 187 emitieron bonos en moneda extranjera, 511 emitieron bonos en moneda local y 110 emitieron ambos tipos. Luego, dependiendo del año, contaremos con información de balances para entre 200 y 500 empresas únicas por año. La cantidad de firmas incluidas en los índices y que reportan información cambia a lo largo del tiempo, siendo los años más recientes las de mayor cantidad de observación. La muestra final utilizada para evaluar los usos de los fondos obtenidos mediante emisión de bonos está constituida por aquellas firmas que tienen información sobre su situación patrimonial y financiera, hayan o no emitido deuda en moneda local y moneda extranjera. Contamos con un promedio de 440 empresas por año, de las cuales unas 105, en promedio, registran al menos una emisión al año, y 335, en promedio, no registran ninguna emisión de deuda en el año.

5. Metodología

Nuestro ejercicio empírico consiste en evaluar sistemáticamente los usos de fondos de las empresas latinoamericanas provenientes de bonos emitidos escala nacional e internacional. Para ello, nos basamos en la metodología de eventos desarrollada por Kim y Weisbach (2008). Esta especificación, ampliamente utilizada, originalmente fue empleada para identificar los usos de las emisiones de acciones (Kim y Weisbach, 2008) y luego aplicada a las emisiones de bonos (Abraham et al., 2021; Bruno y Shin, 2017; Calomiris et al., 2022; Erel et al., 2012), permite identificar la correlación entre esas fuentes de fondos y diferentes categorías del estado patrimonial y financiero de la empresa (stocks y flujos) para diversos períodos. Y si bien los resultados de estas ecuaciones se han analizado típicamente como *usos de fondos*, una interpretación más literal del caso implica que los coeficientes informan correlaciones entre la variable independiente focal (liquidez provenientes de la emisión de acciones, bonos u otras fuentes) y los datos del balance.

Comentemos ahora algunos aspectos metodológicos relevantes. La distinción entre usos y correlación (o impacto) resulta ser un elemento clave ya que nos permite incluir a los ingresos por intereses como variable dependiente de las regresiones. Una de las innovaciones de este trabajo consiste en abordar las limitaciones de la medición de las operaciones de *carry-trade* en la literatura estándar mediante la utilización de una medición *ex post* de ganancias por intereses en base a información contable. Las operaciones de *carry-trade* son, en última instancia, un arbitraje de intereses. Si las empresas participan en ese comportamiento, la rentabilidad de dichas operaciones debería reflejarse en esas cuentas del flujo de caja. Cabe destacar que se trata de una medida bruta, es decir, no calculamos los costos que implica participar en tales actividades. La razón es que, si bien es sencillo calcular los ingresos asociados con la tenencia de activos financieros, los costos financieros producto de tales actividades no se pueden distinguir fácilmente de los costos financieros operacionales, por ejemplo, para financiar las actividades primarias u similares de la empresa. Si es seguro que pueden estar sobre estimados los ingresos, para aquellas las empresas emisoras y que participan de actividades de *carry-trade*, deberíamos esperar ver un impacto positivo en los ingresos por intereses futuros.⁵

Además de los ingresos por intereses, nos concentramos en los cambios de otras tres variables relacionadas con la emisión de bonos. En primer lugar, evaluamos si las empresas utilizaron los ingresos de los bonos para acumular efectivo, en particular para los bonos denominados en dólares, como encuentran otros estudios (Abraham et al., 2021; Acharya y Vij, 2020; Bruno y Shin, 2017; Calomiris et al., 2022). En segundo lugar, analizamos la formación de capital fijo, buscando evaluar en qué medida los ingresos de emisión de bonos favorecieron la mayor inversión productiva en los años posteriores. En tercer lugar, en conexión con la segunda contribución de este documento, analizamos la evolución de la deuda a corto plazo para responder si las

⁵Otra forma de decirlo es que un impacto positivo en los ingresos por intereses es una condición necesaria para el carry trading, pero no suficiente.

emisiones de bonos implicaron cambios significativos en la estructura temporal de los pasivos de las empresas.

Nuestro objetivo es comparar el impacto de los ingresos por emisión de bonos y otras fuentes de fondos en las cuatro categorías descritas anteriormente. Mientras que los ingresos por intereses y los gastos de capital son variables de flujo, el efectivo y las inversiones a corto plazo y la deuda a corto plazo son variables de stock. Siguiendo a Kim y Weisbach (2008), para esta última realizamos los cálculos Y_{it} siguientes.

Ecuación 1
$$Y_{it} = \ln\{(V_{it} - V_{i0})/TA_{i0}\} + 1\}$$

Donde V_{it} es la variable del balance (efectivo y equivalentes, o deuda a corto plazo) de la empresa i al final del ejercicio fiscal t , con $t \in \{1, 2, 3, 4\}$, V_{i0} es la misma variable medida al final del ejercicio fiscal previo a la emisión del bono, y TA_{i0} representa los activos totales de la empresa i previo a la emisión del bono.

Para las variables del balance de resultados y del flujo de fondos (ingresos por intereses y gastos de capital), definimos Y_{it} lo siguiente:

Ecuación 2
$$Y_{it} = \ln\left\{\left[\left(\sum_{i=1}^t V_{it}\right)/TA_{i0}\right] + 1\right\}$$

Dónde V_{it} está la variable de ingresos o flujo de efectivo de la empresa i al final del año fiscal t . Con $t \in \{1, 2, 3, 4\}$.

Con este conjunto de variables dependientes, estimamos un modelo utilizando la siguiente especificación:

Ecuación 3
$$Y_{it} = \beta_1 \ln\left[\left(\frac{\text{Ingr. Acum. EmiBonos}_{it}}{TA_{i0}}\right) + 1\right] + \beta_2 \ln\left[\left(\frac{\text{Ingr. Acum. OtrasFuentes}_{it}}{TA_{i0}}\right) + 1\right] + \beta_3 \ln[TA_{i0}] + \sum_{j=1}^T \text{year}_j + \sum_{c=1}^C \alpha_c + \varepsilon_{it}$$

Donde $year_j$ representa los efectos fijos por año fiscal, α_c son efectos fijos por país. Además, $Cum. Bondproceeds_{it}$ y $Cum. OtherSources_{it}$ reportan, respectivamente, la cantidad de ingresos por bonos y otras fuentes de fondos, para la empresa i acumulada durante un horizonte temporal t , con $t \in \{1, 2, 3, 4\}$:

Ecuación 4

$$Ingr. Acum. EmiBonos_{it} = \sum_{s=1}^t Emi Bonos_{is}$$

Ecuación 5

$$Ingr. Acum. OtrasFuentes_{it} = \sum_{s=1}^t Otras Fuentes_{is}$$

Interpretamos el coeficiente β_1 como una medida del efecto de los ingresos de bonos obtenidos por emisión sobre las variables dependientes, en cada $t \in \{1, 2, 3, 4\}$. β_2 , a su vez, mide el efecto de otras fuentes de fondos sobre cada variable dependiente. Es decir, los efectos medidos por β_1 y β_2 se interpretan como el uso de fondos en efectivo, gasto de capital y reducción de deuda a corto plazo, así como su relación con los ingresos brutos futuros en concepto de intereses. Si los coeficientes β_1 y β_2 son estadísticamente diferentes (utilizando un test de parámetros de Wald), entonces, las diferencias de fuentes de financiamiento impactarán en las variables dependientes de manera diferente.

Finalmente, si bien el período de análisis abarca el período 2000-2022, y considerando los principales hechos estilizados presentados en las secciones 3 y 4, dividimos el análisis en tres subperíodos. El primero de ellos incluye la etapa 2000 a 2008, el segundo va 2009 a 2014, y el tercero de 2015 a 2022. Dos hitos significativos resultan relevantes para abarcar estas etapas. En 2008, tras la implementación del QE en los países centrales, se inició una “segunda fase del ciclo de liquidez global” que impacto especialmente en los EME. En 2014, la actividad de emisiones de bonos por parte de las NFC latinoamericanas alcanza un máximo y luego da paso a una etapa de menores emisiones, incluyendo la pandemia. De todas formas, en una de nuestras comprobaciones de robustez, presentaremos los resultados para los subperíodos 2 y 3 unificados en un único subperíodo y excluyendo la pandemia.

6. Resultados econométricos

a. Ingresos de bonos frente a otras fuentes

Al comparar los coeficientes de la Tabla 5, encontramos que las empresas en América Latina tienden a utilizar los fondos provenientes de emisión de bonos para incrementar las tenencias en efectivo e inversiones de corto plazo en una mayor proporción en comparación con las otras fuentes de fondos. Esta dinámica se mantiene en los tres subperíodos. Los resultados son estadísticamente diferentes de 0 en los 4 años posteriores a la emisión de bonos en todos los subperíodos, excepto en el segundo año del período 2009-2014. Tal dinámica se corresponde con la evidencia reportada en la literatura (Bruno y Shin, 2017, Calomiris et al, 2023).

En términos de gastos de capital, la contribución de los ingresos provenientes de bonos a la financiación de inversiones fijas también es mayor que la de otras fuentes, en particular durante el primer y el tercer subperíodo. Cabe destacar que el período 2000-2008 es el de mayor crecimiento económico de toda la muestra. Sin embargo, durante el subperíodo inmediatamente posterior a la crisis financiera mundial, esta diferencia desaparece, reflejando algunos hallazgos de la literatura previa que destacan el uso de los ingresos provenientes de bonos para financiar operaciones de *carry-trade*.

En cuanto a las dos variables restantes, observamos que los ingresos por intereses aumentan significativamente más como respuesta a los ingresos por bonos en comparación con otras fuentes de fondos, lo que podría revelar que las empresas acumulan activos líquidos que generan un rendimiento financiero. Esto es particularmente notable después de la crisis financiera mundial, sobre todo en el período 2015-2022, con los mayores efectos de los ingresos por bonos en los ingresos por intereses futuros y las diferencias más significativas con los efectos de otras fuentes. Por último, en este nivel, no encontramos ninguna inclinación de las empresas a utilizar los ingresos por bonos para reducir la deuda a corto plazo.

Tabla 5
Uso de los fondos de bonos por subperíodos. Resultados de la regresión para la ecuación 3

Variable	Tiempo	2000-2008				2009-2014				2015-2022			
		N	Ingr. Acum. Emision Bonos	Ingr. Acum. Otras Fuentes	valor p $\beta_1 = \beta_2$	N	Emision Bonos	Ingr. Acum. Otras Fuentes	valor p $\beta_1 = \beta_2$	N	Emision Bonos	Ingr. Acum. Otras Fuentes	valor p $\beta_1 = \beta_2$
Ef. e Inv. Fin. C.P.	1	910	.1698***	.0680***	0.063	1433	.1592***	.0498**	0.094	2789	.2606***	.0975***	0.000
Ef. e Inv. Fin. C.P.	2	892	.1921***	.0731***	0.057	1412	.1114***	.0526***	0.111	2343	.2645***	.0740***	0.000
Ef. e Inv. Fin. C.P.	3	877	.2495***	.0786***	0.001	1393	.1170***	.0565***	0.044	1871	.2988***	.0847***	0.000
Ef. e Inv. Fin. C.P.	4	860	.2439***	.0895***	0.000	1376	.1249***	.0529***	0.000	1454	.2733***	.1319***	0.001
Inv. Productiva	1	918	.2460***	.1903***	0.169	1449	.1679***	.1713***	0.868	2963	.1685***	.1601***	0.536
Inv. Productiva	2	906	.3236***	.2103***	0.022	1429	.2526***	.2457***	0.851	2448	.2398***	.1930***	0.026
Inv. Productiva	3	890	.3788***	.2639***	0.024	1407	.3045***	.2796***	0.571	1973	.3068***	.2329***	0.003
Inv. Productiva	4	870	.3848***	.3192***	0.219	1387	.3544***	.3027***	0.233	1547	.3662***	.2606***	0.001
Deuda a Corto Plazc	1	471	-.111**	-.059**	0.216	359	.0907	.0500	0.582	948	.0449	.0102	0.295
Deuda a Corto Plazc	2	419	-.081	-.032	0.311	311	.0945	.0485	0.487	718	.0857*	.0351**	0.237
Deuda a Corto Plazc	3	373	-.032	-.032	0.991	283	.0624	-.034	0.204	518	.0581	-.010	0.271
Deuda a Corto Plazc	4	319	.0381	-.031	0.285	264	.0570	.0104	0.594	367	.1931*	.0333	0.044
Ingr. por Intereses	1	918	.0096	.0123**	0.692	1449	.0134**	-.003	0.008	2963	.0210***	.0143***	0.043
Ingr. por Intereses	2	906	.0231*	.0199***	0.802	1429	.0158*	-.000	0.055	2448	.0317***	.0231***	0.119
Ingr. por Intereses	3	890	.0506***	.0290***	0.132	1407	.0103	.0068	0.642	1973	.0455***	.0292***	0.033
Ingr. por Intereses	4	870	.0607***	.0398***	0.192	1387	.0119	.0118**	0.988	1547	.0610***	.0330***	0.017

La Tabla 5 muestra los resultados de la estimación de la Ecuación 3 a lo largo de los tres subperíodos, para los siguientes usos potenciales de los fondos: efectivo inversiones a corto plazo, gastos de capital, reducción de la deuda a corto plazo e ingresos por intereses. Realizamos 4 regresiones consecutivas para cada variable dependiente, utilizando el cambio acumulado (en el caso de las variables del balance) o el monto (para las variables de los estados de ingresos y flujo de efectivo), contra el monto acumulado de los ingresos por bonos y otras fuentes de fondos de 1 a 4 años después de la primera emisión de bonos. Todas las variables están

b. *Emissiones de bonos denominados en moneda local y extranjera*

Un segundo paso analítico consiste en evaluar si la moneda de emisión de los bonos afecta la propensión a utilizar los fondos de los bonos para usos alternativos. Por lo tanto, estimamos una versión modificada de la ecuación 3, donde dividimos los fondos de los bonos entre emisiones denominadas en moneda local y extranjera. Usamos la siguiente especificación:

Ecuación 6

$$Y_{it} = \beta_1 \ln \left[\left(\frac{\text{Ingr.Acum.EmiBonos}_{it}^{LC}}{TA_{i0}} \right) + 1 \right] + \beta_2 \ln \left[\left(\frac{\text{Ingr.Acum.EmiBonos}_{it}^{ME}}{TA_{i0}} \right) + 1 \right] + \beta_3 \ln \left[\left(\frac{\text{Ingr.Acum.OtrasFuentes}_{it}}{TA_{i0}} \right) + 1 \right] + \beta_4 \ln[TA_{i0}] + \sum_{j=1}^T \text{year}_j + \sum_{c=1}^C \alpha_c + \varepsilon_{it}$$

En esta nueva especificación, β_1 y β_2 miden el efecto de los ingresos por bonos en moneda local y extranjera respectivamente sobre las variables dependientes. Ahora bien, si los coeficientes β_1 y β_2 son estadísticamente diferentes, entonces la moneda de denominación de las emisiones de bonos afecta la inclinación de las empresas a utilizar los ingresos en usos alternativos.

Los resultados que se muestran en la Tabla 5 anterior indican una clara inclinación de las empresas a utilizar los fondos emitidos por bonos para acumular efectivo en sus balances. Luego, en la Tabla 6, cuando analizamos si la moneda de denominación impacta en este uso de los fondos, no encontramos diferencias entre las monedas de emisiones. Es decir, los coeficientes para las emisiones denominadas en moneda local y extranjera no son estadísticamente diferentes durante los primeros dos subperíodos. Aunque, desde 2015 encontramos que la contribución de los bonos emitidos en moneda local tiene un efecto mayor en la acumulación de efectivo en hojas de balance que los bonos denominados en moneda extranjera. Con respecto a los gastos de capital, la contribución de las emisiones de bonos en moneda local y extranjera es estadísticamente significativa y parece ser aproximadamente la misma. En ningún período encontramos diferencias estadísticamente significativas.

La similitud en los gastos de capital contrasta con los ingresos por intereses, que parecen responder más marcadamente a las emisiones en moneda local que a las de moneda extranjera. Esto es un cambio importante con respecto a lo que se ha encontrado en la literatura previa (Bruno y Shin, 2017; Caballero et al., 2016). En primer lugar, las emisiones en moneda local se asocian con mayores ingresos por intereses para los tres periodos muestrales elegidos. En segundo lugar, las emisiones en moneda extranjera no tienen un efecto positivo en los ingresos por intereses. En conjunto, estos hallazgos van en contra de otra evidencia que muestra una mayor tendencia a utilizar los ingresos de los bonos en moneda extranjera para operaciones de *carry-trade*. Una posible interpretación de estos resultados, por otro lado, es que las empresas mantienen los ingresos de los bonos denominados en moneda extranjera directamente en depósitos en moneda extranjera, en el país o en el exterior, por lo que reportan ganancias por interés más bajas. Sin embargo, sería necesario tener información más detallada, de la que no disponemos en este estudio, para terminar de confirmar este argumento.

Por último, si bien las emisiones de bonos en moneda local se utilizaron en mayor proporción para reducir la deuda de corto plazo durante el período anterior a la crisis financiera mundial, los bonos en moneda extranjera cumplieron esa función en el subperíodo inmediatamente posterior a la crisis financiera mundial. En el período 2009-2014, los ingresos provenientes de bonos en moneda extranjera siempre tienen un signo negativo en los años 2 y 3 posteriores a la emisión y el efecto es estadísticamente distinto de 0. Este hallazgo ofrece una narrativa alternativa al canal de *carry-trade*. En el período en el que se verifica el mayor aumento de los bonos denominados en moneda extranjera, las empresas de América Latina aprovecharon esa liquidez y utilizaron los fondos obtenidos en moneda extranjera para mejorar su posición financiera y reducir la deuda de corto plazo.

c. *Bonos denominados en moneda local y en moneda extranjera en grandes emisiones de bonos*

A continuación, seguimos a Calomiris et al (2023) y evaluamos si las empresas que emiten bonos de elevada denominación o “*elegibles para índices*” utilizan los fondos así obtenidos de un modo diferente al identificado arriba para el total de firmas estudiadas. Según los hallazgos de Calomiris et al (2023), deberíamos encontrar que las empresas que realizan grandes emisiones tienen más probabilidades de aumentar sus tenencias de efectivo. Esto se debe a que obtienen un “*descuento por tamaño*” y, por lo tanto, acceden a un cupón más bajo. Sin embargo, como contrapartida, enfrentan el riesgo de mantener un exceso de efectivo inactivo en su caja como resultado de recibir fondos que exceden sus necesidades financieras inmediatas.

Identificamos empresas con emisiones en moneda extranjera iguales o superiores a U\$S 500 millones y evaluamos en qué medida su uso de los fondos provenientes de bonos difiere del resto de la muestra⁶.

En el punto anterior mostramos que las emisiones de bonos tienden a correlacionarse de manera diferente con distintas aplicaciones financieras. Ahora buscaremos distinguir si la moneda tiene efectos diferentes, en particular para las empresas con mayores emisiones de bonos que cumplen con el patrón de “*elegibilidad del índice*”. El modelo estimado es:

Ecuación 7

$$Y_{it} = \beta_1 \ln \left[\left(\frac{\text{Ingr.Acum.EmiBonos}_{it}^{LC}}{TA_{i0}} \right) + 1 \right] + \beta_2 \text{Grandes} * \ln \left[\left(\frac{\text{Ingr.Acum.EmiBonos}_{it}^{LC}}{TA_{i0}} \right) + 1 \right] + \beta_3 \ln \left[\left(\frac{\text{Ingr.Acum.EmiBonos}_{it}^{ME}}{TA_{i0}} \right) + 1 \right] + \beta_4 \text{Grandes} * \ln \left[\left(\frac{\text{Ingr.Acum.EmiBonos}_{it}^{ME}}{TA_{i0}} \right) + 1 \right] + \beta_5 \ln \left[\left(\frac{\text{Acum.Otrasfuentes}_{it}}{TA_{i0}} \right) + 1 \right] + \beta_6 \text{Grandes} * \ln \left[\left(\frac{\text{Acum.Otrasfuentes}_{it}}{TA_{i0}} \right) + 1 \right] + \beta_7 \ln[TA_{i0}] + \sum_{j=1}^T \text{year}_j + \sum_{c=1}^C \alpha_c + \varepsilon_{it}$$

⁶ Según nuestra base, para la región, y entre 2000 y 2022, registramos 360 emisiones moneda extranjera mayores o iguales a 500 millones de dólares.

Tabla 6

Uso de los fondos de bonos por moneda y subperíodos. Resultados de la regresión para la ecuación 6

Variable	Tiempo	2000-2008					2009-2014					2015-2022				
		N	Ingr. Acum.	Ingr. Acum.	Ingr. Acum.	valor p $\beta_1 = \beta_2$	N	Ingr. Acum.	Ingr. Acum.	Ingr. Acum.	valor p $\beta_1 = \beta_2$	N	Ingr. Acum.	Ingr. Acum.	Ingr. Acum.	valor p $\beta_1 = \beta_2$
			Emision M.	Emision M.	Otras Fuentes			Emision M.	Emision M.	Otras Fuentes			Emision M.	Emision M.	Otras Fuentes	
Ef. e Inv. Fin. C.P.	1	910	.171**	.1686**	.0697***	0.980	1433	.1253*	.1155***	.0049	0.900	2788	.2933***	.1417**	.0952***	0.024
Ef. e Inv. Fin. C.P.	2	892	.1447***	.2515**	.0446**	0.246	1412	.088**	.1286***	.0275***	0.524	2343	.2984***	.0865***	.0641***	0.000
Ef. e Inv. Fin. C.P.	3	877	.2518***	.2135***	.0408***	0.697	1393	.0977***	.101**	.0339***	0.955	1871	.307***	.1921***	.0801***	0.118
Ef. e Inv. Fin. C.P.	4	859	.2603***	.1662***	.0501***	0.277	1375	.1073***	.0942**	.038***	0.774	1454	.2822***	.2057***	.129***	0.341
Inv. Productiva	1	918	.2496***	.1496***	.1771***	0.024	1449	.0872***	.1384**	.0757***	0.377	2962	.133***	.1307***	.1295***	0.913
Inv. Productiva	2	906	.3091***	.1923***	.1346***	0.163	1429	.1761***	.2581***	.1582***	0.253	2448	.2012***	.1896***	.1677***	0.747
Inv. Productiva	3	890	.3339***	.3405***	.1746***	0.944	1407	.2392***	.2194***	.1989***	0.824	1973	.2289***	.2594***	.2036***	0.484
Inv. Productiva	4	869	.3146***	.411***	.2094***	0.300	1386	.3136***	.2211***	.2427***	0.309	1547	.2779***	.337***	.2407***	0.307
Deuda a Corto Plaz	1	471	-.1422*	-.0814**	-.059**	0.401	359	.0567	-.0636	.0367	0.507	948	.0277	.0492	.0036	0.697
Deuda a Corto Plaz	2	419	-.1552**	.0106	-.0283	0.093	311	.0618	-.2173*	.0173	0.074	718	.0712	.0607	.0318**	0.885
Deuda a Corto Plaz	3	373	-.1099	.0304	-.0342	0.255	283	.0873	-.2025**	-.012	0.010	518	.0246	.1012	-.0126	0.556
Deuda a Corto Plaz	4	319	-.0313	.0893*	-.0366	0.403	263	.074	-.081	.0277	0.244	367	.1283*	-.0164	.0174	0.224
Ingr. por Intereses	1	918	.0178	.0019	.0169**	0.258	1449	.0197***	-.0021	.0000	0.030	2962	.0382***	.0104	.0196***	0.001
Ingr. por Intereses	2	906	.0391**	.0215	.018**	0.503	1429	.022**	-.0112	.0029	0.009	2448	.0589***	.0116	.0295***	0.000
Ingr. por Intereses	3	890	.087***	.004	.0199***	0.017	1407	.0163	-.0132**	.0078**	0.013	1973	.0747***	.0241	.0357***	0.005
Ingr. por Intereses	4	869	.0979***	.0016	.0229***	0.016	1386	.0175*	-.0078	.0119***	0.049	1547	.0998***	.0235	.038***	0.001

La Tabla 6 muestra los resultados de la estimación de la Ecuación 6 a lo largo de los tres subperíodos, para los siguientes usos potenciales de los fondos: efectivo e inversiones a corto plazo, gastos de capital, reducción de deuda a corto plazo e ingresos por intereses. Realizamos 4 regresiones consecutivas para cada variable dependiente, utilizando el cambio acumulado (en el caso de las variables del balance) o el monto (para las variables de los estados de ingresos y flujo de efectivo), contra el monto acumulado de los ingresos por bonos y otras fuentes de fondos de 1 a 4 años después de la primera emisión de bonos. Todas las variables están transformadas en logaritmo como se explica en las ecuaciones 1 a 5. Para cada subperíodo, la última columna muestra el valor p de una prueba de Wald que evalúa si los ingresos por bonos en moneda local y extranjera contribuyen de manera igualitaria a cada uso alternativo. * indica significancia al 10%, ** significancia al 5% y *** significancia al 1%.

Aquí, para capturar la diferencia entre el uso de ingresos de bonos en moneda local y extranjera probamos si los coeficientes $\beta_1 + \beta_2$ (la proporción de ingresos de bonos en moneda local con emisiones grandes) son significativamente diferentes de $\beta_3 + \beta_4$ (la proporción de ingresos en moneda extranjera para el mismo subconjunto de empresas).

Observamos que las empresas con emisiones más grandes utilizan los fondos en moneda extranjera para aumentar sus saldos de efectivo de manera más pronunciada que los fondos obtenidos por emisiones de bonos en moneda local, aunque esto ocurre solo durante nuestro segundo subperíodo, esto es, durante los años inmediatamente posteriores a la crisis financiera mundial. Esto está en línea con los hallazgos de estudios relevantes en la literatura. Por ejemplo, Bruno y Shin (2017) documentan una tendencia similar hacia la acumulación de saldos de efectivo a partir de los fondos obtenidos por emisiones denominadas en moneda extranjera entre las NFC de EME, señalando que las operaciones de *carry-trade* constituyen el principal impulsor. En consonancia con nuestros hallazgos, este resultado es más fuerte durante los años correspondientes a nuestro segundo subperíodo. Aún más cerca de nuestros resultados, Calomiris et al (2023) muestran que las empresas con emisiones “*elegibles en índices*” son más propensas a acumular efectivo en el año inmediatamente posterior a la emisión de deuda, particularmente durante el período 2009-2016. Respecto a los gastos de capital, no encontramos ninguna preferencia notable entre los fondos en moneda local y extranjera como fuentes de financiamiento de inversiones productivas en ninguno de los tres subperíodos.

La distinción entre emisiones de gran tamaño aporta información adicional sobre las restantes variables de interés. En cuanto a los ingresos por intereses, el cuadro 7 muestra que la diferencia según moneda de emisión se debe a los grandes emisores en moneda extranjera durante los periodos 2000-2008 y 2015-2022. Aun así, observamos que existe una mayor asociación entre ingresos por intereses con las emisiones bonos en moneda local (y no en moneda extranjera). Además, esta relación se observa de manera consistente a lo largo de los tres subperiodos, incluido el segundo subperiodo para el que encontramos una mayor inclinación a utilizar los ingresos en moneda extranjera para acumular efectivo.

Por último, el subperíodo 2009-2014 se observa que las emisiones en moneda extranjera conducen a una reducción de la deuda de corto plazo, indicando el hecho de que las emisiones de bonos están siendo utilizadas como instrumento de gestión de pasivos por las empresas de mayor tamaño. Sin embargo, esta situación se revierte parcialmente en el período 2015-2022, en el que las grandes emisiones en moneda extranjera se asocian a una mayor deuda de corto plazo.⁷

⁷Con base en los resultados que presentamos en la Tabla 8, la correlación positiva que observamos en el tercer período entre la deuda de corto plazo y las grandes emisiones en moneda extranjera puede estar impulsada por la pandemia de COVID-19.

Tabla 7

Uso de los fondos de bonos por moneda y subperíodos. Resultados de la regresión para la ecuación 7

Variable	Tiempo	2000-2008						2009-2014									
		β_1		β_2		β_3		β_4		β_1		β_2		β_3		β_4	
		Ingr. Acum. Emision M.	Ingr. Acum. Emision M.	Grandes*Ingr. Acum. Emision M. Local	Grandes* Ingr. Acum. Emision M. Extranjera	valor p $\beta_1 = \beta_2$	valor p $\beta_1 + \beta_3 = \beta_2 + \beta_4$	Ingr. Acum. Emision M.	Ingr. Acum. Emision M.	Grandes*Ingr. Acum. Emision M. Local	Grandes* Ingr. Acum. Emision M. Extranjera	valor p $\beta_1 = \beta_2$	valor p $\beta_1 + \beta_3 = \beta_2 + \beta_4$				
Ef. e Inv. Fin. C.P.	1	910	.1599**	.1373*	.0751	.1502	0,823	0,723	1433	.1988***	.0872*	-.1757***	.1551**	0,091	0,001		
Ef. e Inv. Fin. C.P.	2	892	.115**	.2644**	.1834*	-.0757	0,180	0,402	1412	.1167***	.1128	-.0626	.0536	0,957	0,296		
Ef. e Inv. Fin. C.P.	3	877	.2117***	.2094**	.1824	.0061	0,984	0,185	1393	.1233***	.0369	-.0837	.1983**	0,103	0,004		
Ef. e Inv. Fin. C.P.	4	859	.2141***	.1571***	.1888	.0132	0,580	0,067	1375	.1127***	.0329	.0046	.1888***	0,110	0,028		
Inv. Productiva	1	918	.2544***	.1603***	-.0865	-.0778	0,045	0,286	1449	.0893***	.096	.0894**	.1071	0,929	0,795		
Inv. Productiva	2	906	.3205***	.1936***	-.1371	-.0099	0,199	0,998	1429	.1801***	.1773**	.0356	.1126	0,976	0,498		
Inv. Productiva	3	890	.3525***	.3696***	-.149	-.1411	0,887	0,761	1407	.2515***	.1333**	-.0089	.1546	0,233	0,619		
Inv. Productiva	4	869	.317***	.4356***	-.0536	-.1444	0,333	0,774	1386	.3316***	.118**	-.0469	.208**	0,041	0,624		
Deuda a Corto Plazc	1	471	-.1458*	-.0899**	.0268	.0454	0,460	0,355	359	-.0605	-.1057	.2542	-.0696	0,830	0,051		
Deuda a Corto Plazc	2	419	-.1627**	-.0004	.0939	.1669	0,120	0,459	311	.0112	-.2061	.1229	.0858	0,279	0,094		
Deuda a Corto Plazc	3	373	-.1282	.0188	.1925	.0769	0,258	0,925	283	.026	-.177**	.131	-.0346	0,207	0,021		
Deuda a Corto Plazc	4	319	-.065	.1069**	.351*	-.2839**	0,265	0,035	263	-.0506	-.0528	.2494	-.092	0,990	0,070		
Ingr. por Intereses	1	918	.0071	.006	.1396**	-.0531**	0,930	0,002	1449	.0159	-.0037	.0231**	.0072	0,093	0,024		
Ingr. por Intereses	2	906	.0067	.0423	.2144***	-.1358***	0,149	0,000	1429	.0205	-.0216***	.0196	.0225	0,003	0,071		
Ingr. por Intereses	3	890	.042	.0288	.2139***	-.1222***	0,701	0,000	1407	.0149	-.0211***	.0222	.0141	0,013	0,079		
Ingr. por Intereses	4	869	.0427	.0342	.2293***	-.1511***	0,823	0,000	1386	.0165	-.0186**	.0197	.0256	0,029	0,240		

La Tabla 7 muestra los resultados de la estimación de la Ecuación 7 a lo largo de los tres subperíodos, para los siguientes usos potenciales de los fondos: efectivo e inversiones a corto plazo, gastos de capital, reducción de la deuda a corto plazo e ingresos por intereses. Realizamos 4 regresiones consecutivas para cada variable dependiente, utilizando el cambio acumulado (en el caso de las variables del balance) o el monto (para las variables de los estados de resultados y flujo de efectivo), contra el monto acumulado de los ingresos por bonos denominados en moneda local, los ingresos por bonos denominados en moneda extranjera y otras fuentes de fondos de 1 a 4 años después de la primera emisión de bonos. Todas las variables se transforman logarítmicamente como se explica en las ecuaciones 1 a 5. Para cada subperíodo, las dos últimas columnas muestran el valor p de una prueba de Wald que evalúa si los ingresos por bonos en moneda local y los ingresos por bonos en moneda extranjera contribuyen de igual manera a cada uso alternativo, tanto para empresas sin grandes emisiones realizadas durante el período ($\beta_1 = \beta_2$) como con grandes emisiones realizadas durante el período ($\beta_1 + \beta_3 = \beta_2 + \beta_4$). * indica significancia al 10%, ** significancia al 5%, *** significancia al 1%.

Tabla 7 (continuación)
Uso de los fondos de bonos por moneda y subperíodos. Resultados de la regresión para la ecuación 7
2015-2022

Variable	Tiempo	N	β_1	β_2	β_3	β_4	valor p $\beta_1 = \beta_2$	valor p $\beta_1 + \beta_3 = \beta_2 + \beta_4$
			Ingr. Acum. Emision M. Local	Ingr. Acum. Emision M. Extranjera	Grandes*Ingr. Acum. Emision M. Local	Grandes* Ingr. Acum. Emision M. Extranjera		
Ef. e Inv. Fin. C.P.	1	2788	.2736***	.1153***	.4329**	.1124	0,005	0,044
Ef. e Inv. Fin. C.P.	2	2343	.2951***	.0876*	.1062	.0117	0,000	0,005
Ef. e Inv. Fin. C.P.	3	1871	.3056***	.1554**	.0147	.0968	0,078	0,638
Ef. e Inv. Fin. C.P.	4	1454	.2757***	.2022***	.1101	.0084	0,452	0,129
Inv. Productiva	1	2962	.1282***	.1229***	.0716	.02	0,811	0,426
Inv. Productiva	2	2448	.1947***	.1888***	.0606	.0131	0,892	0,532
Inv. Productiva	3	1973	.2257***	.2793***	-.0043	-.0557	0,349	0,983
Inv. Productiva	4	1547	.2756***	.3699***	.0207	-.1093	0,224	0,696
Deuda a Corto Plazc	1	948	.0238	.0115	-.001	.0611	0,749	0,879
Deuda a Corto Plazc	2	718	.0736*	.0166	-.3426*	.2726**	0,247	0,038
Deuda a Corto Plazc	3	518	.0273	-.0298	-.2733**	.437***	0,453	0,000
Deuda a Corto Plazc	4	367	.1142	.0634	.1593	-.2466	0,732	0,073
Ingr. por Intereses	1	2962	.0371***	.0129	.0445**	-.0109	0,013	0,000
Ingr. por Intereses	2	2448	.0556***	.0115	.0793**	-.0036	0,005	0,000
Ingr. por Intereses	3	1973	.0714***	.0112	.0877**	.0149	0,003	0,000
Ingr. por Intereses	4	1547	.0956***	.0041	.0993**	.0234	0,000	0,000

7. Análisis de robustez

Considerando los resultados analizados en la sección anterior, realizamos dos comprobaciones de robustez. El primero de ellos tiene que ver con la periodización. La literatura generalmente enfatiza que el segundo subperíodo termina durante la pandemia de COVID-19 (Hardy y von Peter, 2023). Por lo tanto, nuestra primera comprobación de robustez considera si el uso de una periodización diferente afecta los resultados (Tabla 8). En particular, extendemos el segundo subperíodo para abarcar los años posteriores a la crisis financiera mundial y anteriores a la pandemia de COVID-19, es decir, 2009-2019. Con este recorte muestral, volvemos a ejecutar la regresión de Kim y Weisbach (2008) y observamos que, en general, los resultados mezclan algunos elementos de nuestro segundo y tercer subperíodo originales.

En primer lugar, los ingresos por bonos siguen superando a otras fuentes de financiación para la acumulación de efectivo y siguen siendo la fuente de financiación más intensamente correlacionada con los ingresos por intereses (Panel A). Además, en segundo lugar, siguen contribuyendo de forma más pronunciada a la financiación de los gastos de capital, en particular tres y cuatro años después de la emisión, como observamos en nuestro tercer período. Cuando dividimos las contribuciones de los ingresos en moneda local y extranjera a lo largo de este período (Panel B), observamos que los ingresos en moneda local están más marcadamente relacionados con la acumulación de efectivo, como observamos originalmente para el período 2015-2022. Sin embargo, en tercer lugar, y a diferencia de nuestros hallazgos originales, las emisiones de bonos en moneda extranjera están negativamente relacionadas con la deuda a corto plazo durante todo el período comprendido entre la crisis financiera mundial y la pandemia de COVID-19. El hecho de que los bonos en moneda extranjera no estén relacionados con el *carry-trade* es un resultado robusto a la nueva periodización y coherente con nuestros hallazgos originales. Finalmente, en cuarto lugar, se observan los mismos resultados en términos de efectivo, ingresos por intereses y deuda a corto plazo (más marcadamente para esta última) para las emisiones más grandes (Panel C).

Tabla 8

Ejercicio de robustez 1. Resultados para el período posterior a la crisis financiera mundial, 2009-2019

Variable	Tiempo	Panel A. Ingresos por bonos vs.Otras Fuentes				Panel B. Ingresos por Emision de Bonos en Moneda Logal y Moneda Extranjera				
		N	β_1	β_2	valor p	N	β_1	β_2	β_3	valor p
			Emision	Otras			Emision M.	Emision M.	Otras Fuentes	
			$\beta_1 = \beta_2$				$\beta_1 = \beta_2$			
Ef. e Inv. Fin. C.P.	1	3195	.21***	.066***	0,000	3195	.2146***	.0875*	.0316	0,052
Ef. e Inv. Fin. C.P.	2	3135	.2306***	.0776***	0,000	3135	.2411***	.0848***	.054***	0,000
Ef. e Inv. Fin. C.P.	3	2971	.245***	.0798***	0,000	2971	.2475***	.1383***	.0608***	0,056
Ef. e Inv. Fin. C.P.	4	2830	.2096***	.0979***	0,000	2829	.1941***	.1634***	.0817***	0,614
Inv. Productiva	1	3240	.1741***	.1718***	0,856	3240	.1219***	.1281***	.1046***	0,787
Inv. Productiva	2	3173	.2523***	.23***	0,232	3173	.1962***	.2078***	.1767***	0,729
Inv. Productiva	3	3074	.3107***	.2572***	0,016	3074	.2334***	.2551***	.207***	0,600
Inv. Productiva	4	2934	.3587***	.2729***	0,001	2933	.2865***	.3004***	.2395***	0,788
Deuda a Corto Plazo	1	912	.0055	-.0165	0,593	912	-.0133	-.0381	-.0225	0,655
Deuda a Corto Plazo	2	820	.0831*	.0376	0,257	820	.0623	-.0248	.0231	0,137
Deuda a Corto Plazo	3	728	.0485	-.0222	0,164	728	.0396	-.1038**	-.0202	0,024
Deuda a Corto Plazo	4	631	.14*	.0256	0,078	630	.0996	-.0216	.0164	0,188
Ingr. por Intereses	1	3240	.0212***	.0117***	0,012	3240	.0319***	.0102	.0113***	0,013
Ingr. por Intereses	2	3173	.031***	.0194***	0,024	3173	.0512***	.0075	.0206***	0,000
Ingr. por Intereses	3	3074	.0381***	.0244***	0,037	3074	.0585***	.0162	.0254***	0,011
Ingr. por Intereses	4	2934	.0461***	.0278***	0,044	2933	.0722***	.0126	.0281***	0,003

El primer panel del Cuadro 8 muestra los resultados de la estimación de la Ecuación 3 para el período 2009-2019, para los siguientes usos potenciales de los fondos: Efectivo e Inversiones a Corto Plazo, Gastos de Capital, Reducción de la Deuda a Corto Plazo e Ingresos por Intereses. El segundo y tercer panel muestran los resultados de la estimación de la Ecuación 6 y 7 respectivamente para el mismo período 2009-2019. Todas las variables están transformadas en logaritmos, como se explica en las ecuaciones 1 a 5. * indica significancia al 10%, ** significancia al 5% y *** significancia al 1%.

Tabla 8 (continuación)

Ejercicio de robustez 1. Resultados para el período posterior a la crisis financiera mundial, 2009-2019

		Panel C. Interacción con Emisiones Elegibles en Índices ("Grandes")						
		β_1	β_2	β_3	β_4	valor p	valor p	
		Emision M. Local	Emision M.	Acum. Emision	Acum. Emision	$\beta_1 = \beta_2$	$\beta_1 + \beta_3 = \beta_2 + \beta_4$	
Variable	Tiempo	N						
Ef. e Inv. Fin. C.P.	1	3195	.2345***	.0659*	-.1854***	.1048	0,001	0,315
Ef. e Inv. Fin. C.P.	2	3135	.2545***	.086**	-.15*	.0293	0,000	0,896
Ef. e Inv. Fin. C.P.	3	2971	.258***	.1088*	-.14*	.0981	0,023	0,318
Ef. e Inv. Fin. C.P.	4	2829	.1968***	.1339***	-.0061	.0831	0,403	0,643
Inv. Productiva	1	3240	.1187***	.1137***	.0351	.0862**	0,841	0,220
Inv. Productiva	2	3173	.193***	.1922***	.0176	.0628	0,985	0,304
Inv. Productiva	3	3074	.2336***	.2456***	-.0136	-.004	0,827	0,644
Inv. Productiva	4	2933	.2881***	.2794***	-.0174	.0078	0,902	0,721
Deuda a Corto Plazo	1	912	-.0596	-.0594	.3235***	.0103	0,997	0,000
Deuda a Corto Plazo	2	820	.0435	-.0076	.1366*	-.3046**	0,353	0,002
Deuda a Corto Plazo	3	728	.0158	-.0739*	.1432**	-.1283	0,187	0,000
Deuda a Corto Plazo	4	630	.0605	.0438	.2065**	-.2247**	0,888	0,000
Ingr. por Intereses	1	3240	.0289***	.0095	.028**	.0087	0,061	0,000
Ingr. por Intereses	2	3173	.0486***	.0081	.0219	.0039	0,006	0,002
Ingr. por Intereses	3	3074	.0566***	.0052	.0163	.03	0,004	0,004
Ingr. por Intereses	4	2933	.0709***	-.005	.0101	.0468	0,000	0,026

Observemos ahora la segunda comprobación de robustez. En ella, evaluamos si los resultados se mantienen cuando consideramos por separado a las empresas del sector de Energía y Materiales. Estos sectores se muestran muy activos en los mercados de bonos internacionales (Bruno y Shin, 2017, pp. 721-723) y podrían estar impulsando nuestros resultados principales. En consecuencia, volvemos a aplicar la metodología de Kim y Weisbach para identificar las principales dinámicas de las empresas de esas dos industrias. Creamos una variable indicadora igual a uno para las empresas de los sectores de energía y materiales, e incluimos términos de interacción con las principales fuentes de financiación, como indica la ecuación 7. Esta estrategia nos permite capturar los resultados que se muestran a continuación en las tablas 9 y 10.

La separación de estos dos sectores del resto de la muestra no parece impedir la obtención de los principales resultados que se han analizado anteriormente. Por ejemplo, cuando analizamos los resultados de la muestra general (sin incluir energía y materiales), los ingresos por bonos siguen siendo la fuente más fuertemente asociada con la acumulación de efectivo, los ingresos por intereses y los gastos de capital (Tabla 9). Además, no surgen señales claras de reducción de la deuda a corto plazo, como en los resultados que se han analizado anteriormente. En lo que respecta a las empresas de energía y materiales, también observamos que los ingresos por bonos están más fuertemente relacionados con la acumulación de efectivo, aunque no con los ingresos por intereses y la inversión fija.

Al comparar el uso de los ingresos en diferentes monedas (Tabla 10), la muestra que excluye a las empresas de energía y materiales también sigue mostrando resultados consistentes con los presentados para toda la muestra. No encontramos diferencias en la proporción de ingresos en moneda local y extranjera que se acumulan como efectivo, se utilizan para financiar gastos de capital, y ingresos por intereses, para el periodo posterior a la crisis financiera mundial. Apenas vemos diferencias mínimas en el uso de los fondos obtenidos en moneda local y extranjera para reducir la deuda de corto plazo.

Tabla 9

Ejercicio de robustez 2. Industrias de energía y materiales. Uso de los fondos provenientes de bonos y otras fuentes por subperíodos.

Variable	Tiempo	2000-2008						2009-2014							
		N	β_1	β_2	β_3	β_4	valor p $\beta_1 = \beta_2$	valor p $\beta_1 + \beta_3 = \beta_2 + \beta_4$	N	β_1	β_2	β_3	β_4	valor p $\beta_1 = \beta_2$	valor p $\beta_1 + \beta_3 = \beta_2 + \beta_4$
			Ingr. Acum. Emision Bonos	Ingr. Acum. Otras Fuentes	Ingr. Acum. Emision Bonos* En&Mat	Ingr. Acum. Otras Fuentes* En&Mat				Ingr. Acum. Emision Bonos* En&Mat	Ingr. Acum. Otras Fuentes* En&Mat				
Ef. e Inv. Fin. C.P.	1	910	.1692**	.062***	-.0068	.0252	0.091	0.240	1433	.1942***	.0143	-.1027	.0574	0.003	0.815
Ef. e Inv. Fin. C.P.	2	892	.1926**	.0712***	-.0173	.0047	0.106	0.043	1412	.1429***	.0328*	-.097	.0282	0.001	0.786
Ef. e Inv. Fin. C.P.	3	877	.2493***	.0776***	-.0152	.0003	0.008	0.001	1393	.1586***	.045***	-.1068**	.011	0.000	0.914
Ef. e Inv. Fin. C.P.	4	860	.2341***	.0902***	.0243	-.0065	0.004	0.000	1376	.1473***	.0452***	-.0575	.008	0.000	0.070
Inv. Productiva	1	918	.2326***	.1791***	-.081	.0156	0.163	0.260	1449	.1638***	.1496***	-.0367	-.0004	0.572	0.278
Inv. Productiva	2	906	.3212***	.2066***	-.0885	.0005	0.020	0.670	1429	.2212***	.179***	.0198	.0895***	0.358	0.324
Inv. Productiva	3	890	.3947***	.2329***	-.121*	.0465	0.004	0.927	1407	.2783***	.1885***	.0452	.1482***	0.146	0.614
Inv. Productiva	4	870	.3956***	.2642***	-.0716	.0823*	0.023	0.725	1387	.3424***	.1984***	.0597	.1995***	0.026	0.863
Deuda a Corto Plazc	1	471	-.1358**	-.0508	.147	-.039	0.080	0.395	359	-.0202	.1092	.0234	-.2828**	0.245	0.000
Deuda a Corto Plazc	2	419	-.0931	-.0137	.0796	-.082*	0.183	0.298	311	-.0387	.0592	.149	-.096	0.337	0.000
Deuda a Corto Plazc	3	373	-.0494	-.0201	.0856	-.0369	0.660	0.430	283	-.148	-.0462	.3041**	.0256	0.302	0.001
Deuda a Corto Plazc	4	319	.0299	-.0455	-.0567	.0622	0.365	0.628	264	-.2442**	.0194	.404***	-.0521	0.006	0.001
Ingr. por Intereses	1	918	.0178*	.0233***	-.0309*	-.0228**	0.552	0.325	1449	.0174*	-.0079**	-.0065	.0099*	0.010	0.460
Ingr. por Intereses	2	906	.0383*	.0379***	-.0313	-.0339**	0.984	0.879	1429	.0254*	-.0018	-.0203	.0091	0.033	0.863
Ingr. por Intereses	3	890	.0671***	.0491***	-.0395	-.0416***	0.383	0.400	1407	.0185	.0042	-.0144	.0142	0.184	0.210
Ingr. por Intereses	4	870	.0766***	.0597***	-.0375	-.0429***	0.487	0.381	1387	.0216*	.0091	-.016	.0147	0.235	0.081

La Tabla 9 muestra los resultados de la estimación de la Ecuación 7 a lo largo de los tres subperíodos, para los siguientes usos potenciales de los fondos: efectivo e inversiones a corto plazo, gastos de capital, reducción de la deuda a corto plazo e ingresos por intereses. Realizamos 4 regresiones consecutivas para cada variable dependiente, utilizando el cambio acumulado (en el caso de las variables del balance) o el monto (para las variables de los estados de ingresos y flujo de efectivo), contra el monto acumulado de los ingresos por bonos y otras fuentes de fondos de 1 a 4 años después de la primera emisión de bonos. Todas las variables se transforman en logaritmos como se explica en las ecuaciones 1 a 5. Para cada subperíodo, las dos últimas columnas muestran el valor p de una prueba de Wald que evalúa si los ingresos por bonos y otras fuentes de financiamiento contribuyen de manera igualitaria a cada uso alternativo, tanto para las empresas fuera de los sectores de energía y materiales ($\beta_1 = \beta_2$) como dentro de esos dos sectores durante el periodo ($\beta_1 + \beta_3 = \beta_2 + \beta_4$). * indica significancia del 10%, ** significancia del 5% y *** significancia del 1%.

Tabla 9 (continuación)
Ejercicio de robustez 2. Industrias de energía y materiales. Uso de los fondos provenientes de bonos y otras fuentes por subperíodos.

		2015-2022						
		β_1	β_2	β_3	β_4	valor p	valor p	
Variable	Tiempo	N	Ingr. Acum.	Ingr. Acum.	Ingr. Acum.	Ingr. Acum.	valor p	valor p
			Emission Bonos	Otras Fuentes	Emission Bonos* En&Mat	Otras Fuentes* En&Mat	$\beta_1 = \beta_2$	$\beta_1 + \beta_3 = \beta_2 + \beta_4$
Ef. e Inv. Fin. C.P.	1	2789	.2279***	.0756***	.2219***	.1471***	0.001	0.000
Ef. e Inv. Fin. C.P.	2	2343	.2453***	.0661***	.0411	.0283	0.000	0.001
Ef. e Inv. Fin. C.P.	3	1871	.3005***	.0878***	-.0441	-.0256	0.000	0.004
Ef. e Inv. Fin. C.P.	4	1454	.3004***	.1335***	-.1329*	-.0255	0.001	0.191
Inv. Productiva	1	2963	.1286***	.1138***	.0532**	.0918***	0.344	0.103
Inv. Productiva	2	2448	.1935***	.143***	.0993***	.1544***	0.053	0.611
Inv. Productiva	3	1973	.2309***	.1723***	.1382***	.1796***	0.036	0.199
Inv. Productiva	4	1547	.2823***	.2044***	.1722***	.1871***	0.019	0.034
Deuda a Corto Plazo	1	948	.051	-.0035	-.0297	.0291	0.177	0.913
Deuda a Corto Plazo	2	718	.0843	.0327***	-.0212	.0036	0.360	0.561
Deuda a Corto Plazo	3	518	.0679	-.012	-.0565	.0026	0.286	0.616
Deuda a Corto Plazo	4	367	.1244	.0171	-.086	-.0249	0.113	0.568
Ingr. por Intereses	1	2963	.0404***	.0201***	-.0319***	-.0089	0.001	0.408
Ingr. por Intereses	2	2448	.0608***	.0329***	-.0537***	-.0212***	0.010	0.374
Ingr. por Intereses	3	1973	.0791***	.0391***	-.0736***	-.0268***	0.001	0.360
Ingr. por Intereses	4	1547	.0963***	.0442***	-.0927***	-.0326***	0.001	0.575

Tabla 10

Ejercicio de robustez 3. Industrias de energía y materiales. Uso de los fondos de bonos por moneda y subperíodos.

Variable	Tiempo	2000-2008						2009-2014							
			β_1	β_2	β_3	β_4	valor p	valor p		β_1	β_2	β_3	β_4	valor p	valor p
		N	Ingr. Acum. Emision M. Local	Ingr. Acum. Emision M. Extranjera	Ingr. Acum. Emision M. Local* En&Mat	Ingr. Acum. Emision M. Extranjera* En&Mat	$\beta_1 = \beta_2$	$\beta_1 + \beta_3 = \beta_2 + \beta_4$	N	Ingr. Acum. Emision M. Local	Ingr. Acum. Emision M. Extranjera	Ingr. Acum. Emision M. Local* En&Mat	Ingr. Acum. Emision M. Extranjera* En&Mat	$\beta_1 = \beta_2$	$\beta_1 + \beta_3 = \beta_2 + \beta_4$
Ef. e Inv. Fin. C.P.	1	910	.174**	.1566*	-.0538	.0423	0.874	0.401	1433	.1557**	.0614	-.1104	.1122	0.198	0.246
Ef. e Inv. Fin. C.P.	2	892	.1429***	.28**	-.0277	-.085	0.236	0.413	1412	.1466***	.1101**	-.156**	.0612	0.533	0.113
Ef. e Inv. Fin. C.P.	3	877	.2543***	.2119**	-.0776	.034	0.725	0.479	1393	.1522***	.1781***	-.1581***	-.1084*	0.626	0.284
Ef. e Inv. Fin. C.P.	4	859	.2596***	.1424**	-.043	.1063	0.245	0.755	1375	.1365***	.1888***	-.0876**	-.1345**	0.269	0.909
Inv. Productiva	1	918	.2573***	.1568***	-.0898	-.0476	0.039	0.352	1449	.1355***	.1201*	-.0865*	.0994	0.834	0.028
Inv. Productiva	2	906	.3288***	.2205***	-.1779*	-.0141	0.241	0.627	1429	.2155***	.1957***	-.0964	.196*	0.831	0.002
Inv. Productiva	3	890	.3512***	.386***	-.1801*	-.1067	0.757	0.306	1407	.2807***	.1864**	-.126	.0831	0.364	0.223
Inv. Productiva	4	869	.3291***	.4499***	-.1425	-.0711	0.317	0.073	1386	.3539***	.205***	-.1418*	.0788	0.134	0.312
Deuda a Corto Plazo	1	471	-.1716**	-.0509	.3381***	-.139	0.085	0.029	359	-.0345	-.1232	.0295	.6831**	0.626	0.078
Deuda a Corto Plazo	2	419	-.1798**	.0307	.1793*	-.0191	0.045	0.954	311	-.0431	-.2368*	.151	.3397	0.375	0.985
Deuda a Corto Plazo	3	373	-.1349	.0394	.1892	.0057	0.175	0.973	283	-.1377	-.1949*	.3466**	.0392	0.741	0.000
Deuda a Corto Plazo	4	319	-.0526	.1105**	.0823	-.1827	0.304	0.585	263	-.2612**	-.1493	.4734***	.1023	0.463	0.001
Ingr. por Intereses	1	918	.0187	.0153	-.0148	-.0454*	0.803	0.168	1449	.023**	.0008	-.0104	-.0127	0.060	0.165
Ingr. por Intereses	2	906	.0328	.0552**	.0339	-.1041***	0.436	0.013	1429	.0306**	-.0036	-.0227	-.0222	0.033	0.072
Ingr. por Intereses	3	890	.0755**	.0424**	.045	-.1027***	0.380	0.001	1407	.0225	-.0052	-.0154	-.0105	0.088	0.157
Ingr. por Intereses	4	869	.0818**	.0527***	.0623	-.1233***	0.520	0.000	1386	.0249*	.0012	-.02	-.0095	0.144	0.449

La Tabla 10 muestra los resultados de la estimación de la Ecuación 7 a lo largo de los tres subperíodos, para los siguientes usos potenciales de los fondos: efectivo e inversiones a corto plazo, gastos de capital, reducción de la deuda a corto plazo e ingresos por intereses. Realizamos 4 regresiones consecutivas para cada variable dependiente, utilizando el cambio acumulado (en el caso de las variables del balance) o el monto (para las variables de los estados de resultados y flujo de efectivo), contra el monto acumulado de los ingresos por bonos denominados en moneda local, los ingresos por bonos denominados en moneda extranjera y otras fuentes de fondos de 1 a 4 años después de la primera emisión de bonos. Todas las variables se transforman logarítmicamente como se explica en las ecuaciones 1 a 5. Para cada subperíodo, las dos últimas columnas muestran el valor p de una prueba de Wald que evalúa si los ingresos por bonos en moneda local y los ingresos por bonos en moneda extranjera contribuyen por igual a cada uso alternativo, tanto para empresas fuera de los sectores de energía y materiales ($\beta_1 = \beta_2$) como dentro de esos dos sectores durante el período ($\beta_1 + \beta_3 = \beta_2 + \beta_4$). * indica significancia al 10%, ** significancia al 5% y *** significancia al 1%.

Tabla 10 (continuación)
Ejercicio de robustez 3. Industrias de energía y materiales. Uso de los fondos de bonos por moneda y subperíodos.

		2015-2022						
		β_1	β_2	β_3	β_4	valor p	valor p	
Variable	Tiempo	N	Ingr. Acum.	Ingr. Acum.	Ingr. Acum.	Ingr. Acum.	$\beta_1 = \beta_2$	$\beta_1 + \beta_3 = \beta_2 + \beta_4$
			Emission M. Local	Emission M. Extranjera	Emission M. Local* En&Mat	Emission M. Extranjera* En&Mat		
Ef. e Inv. Fin. C.P.	1	2788	.262***	.0535	.2241***	.2255**	0.001	0.061
Ef. e Inv. Fin. C.P.	2	2343	.2931***	.0722**	.0421	.0474	0.000	0.024
Ef. e Inv. Fin. C.P.	3	1871	.3114***	.2293**	-.0261	-.0882	0.396	0.295
Ef. e Inv. Fin. C.P.	4	1454	.3109***	.2588***	-.2623*	-.0805	0.609	0.414
Inv. Productiva	1	2962	.1323***	.1099***	.0769***	.0335	0.473	0.009
Inv. Productiva	2	2448	.2095***	.1254***	.0785**	.1331***	0.068	0.237
Inv. Productiva	3	1973	.232***	.1919***	.1083**	.1423***	0.412	0.890
Inv. Productiva	4	1547	.2816***	.2478***	.0436	.1794***	0.552	0.315
Deuda a Corto Plazo	1	948	.0652	-.0082	-.0931	.1285**	0.127	0.062
Deuda a Corto Plazo	2	718	.101	.0018	-.0558	.1279	0.175	0.467
Deuda a Corto Plazo	3	518	.0741	-.2733**	-.1068	.4094**	0.014	0.175
Deuda a Corto Plazo	4	367	.1258	.0486	-.0002	-.1325	0.722	0.339
Ingr. por Intereses	1	2962	.0443***	.0203**	-.0318***	-.0159	0.018	0.273
Ingr. por Intereses	2	2448	.0713***	.0195*	-.0624***	-.0149	0.001	0.690
Ingr. por Intereses	3	1973	.0855***	.049**	-.078***	-.0461*	0.127	0.749
Ingr. por Intereses	4	1547	.1053***	.0561**	-.0962***	-.0567*	0.112	0.720

8. Discusión y conclusiones

En este artículo analizamos las emisiones de bonos de las empresas latinoamericanas durante el periodo 2000-2022. Si bien las empresas asiáticas han sido responsables de la mayor proporción del crecimiento de la deuda NFC en las EME, las empresas latinoamericanas han sido las segundas más activas, especialmente en relación con la deuda denominada en moneda extranjera. Considerando que la deuda corporativa de las EME ha sido el principal impulsor de la expansión de la deuda después de la crisis financiera mundial, y dada su relevancia para la estabilidad de los mercados financieros locales y globales, es evidente el interés por observar el uso de fondos como ámbito de incumbencia de los bancos centrales. En esta investigación contribuimos al análisis de estas dinámicas recientes centrándonos específicamente en la forma en que las NFC de América latina asignan los fondos obtenidos a través de emisiones de deuda en mercados internacionales.

La explicación predominante para la emisión de bonos en moneda extranjera se ha centrado en la especulación a través del canal de *carry-trade*. Según esta narrativa, las empresas emiten bonos denominados en moneda extranjera en países con tasas de interés bajas con la intención de invertir los ingresos en instrumentos financieros con tasas de interés altas o prestarlos localmente. Además, estos estudios se han centrado en los EME en general, sin que ninguno de ellos se haya concentrado en América Latina en particular. Nuestro trabajo desafía la hipótesis del *carry-trade* como uso principal de estas emisiones tanto al innovar *metodológicamente* para medir dicha actividad como *analíticamente* al considerar un uso alternativo para los ingresos de estos fondos.

En cuanto a nuestros hallazgos, en este artículo mostramos que los ingresos por bonos están más fuertemente asociados con la acumulación de efectivo en comparación con otras fuentes de financiamiento, como lo encuentran estudios relevantes en la literatura (Abraham et al., 2021; Bruno & Shin, 2017; Calomiris et al., 2022). Sin embargo, también están más fuertemente asociados con los gastos de capital, lo que debilita el argumento de que los “motivos especulativos” impulsan la actividad de emisión de bonos.

Más específicamente, no encontramos evidencia consistente de que el canal de *carry-trade* sea el principal uso de los fondos provenientes de la emisión de deuda en moneda extranjera. Por un lado, no observamos una asociación sistemáticamente más fuerte en la acumulación de efectivo en hojas de balance de los fondos provenientes de emisiones de bonos en moneda extranjera en comparación con los fondos provenientes de bonos en moneda local. Sólo observamos una asociación significativa entre emisión de bonos en moneda extranjera y efectivo en el caso de las empresas que llevan adelante “grandes emisiones” (iguales o superiores a USD 500 millones, un nivel de “elegibilidad en índices de inversión de deuda de bancos de inversión”) y únicamente durante el período 2009-2014 (de intensa actividad de emisión de bonos por parte de las empresas de la región). Por otro, y más importante, encontramos que los fondos provenientes de emisiones denominadas en moneda local son los que se asocian más fuertemente con los ingresos financieros. Las emisiones en moneda extranjera, por su parte, no

tienen un efecto positivo sobre los ingresos por intereses. En este sentido, no encontramos ninguna evidencia de un uso de bonos denominados en moneda extranjera para realizar *carry-trade*. Si lo hubiera, la participación de las empresas en actividades especulativas financieras parece estar financiada centralmente a través de bonos denominados en moneda local.

Asimismo, la evidencia de las estadísticas descriptivas sugiere que, durante la bonanza de bonos corporativos después de la crisis financiera mundial, las nuevas emisiones en moneda extranjera se produjeron con cupones reducidos y mayores plazos de vencimientos. Nuestros resultados econométricos validan esta idea. Observamos que durante el período 2009-2014 (y también 2009-2019), los ingresos por emisiones en moneda extranjera se asociaron con una reducción de la deuda a corto plazo. En general, nuestros resultados tienden a estar más en línea con la idea de que las empresas utilizaron el contexto internacional beneficioso posterior a la Crisis Financiera Global con una política financiera precautoria, ahorrando para incertidumbres futuras y mejorando su estructura de pasivos.

En conexión con la política económica, nuestros resultados tienen algunas implicancias para las medidas de política de bancos centrales de América Latina. En primer lugar, la deuda corporativa está asociada a múltiples tipos de riesgo, como el desempeño operativo (FMI, 2022; Kalemli - Özcan et al., 2022), la insolvencia (Asis et al., 2021; Chui et al., 2018), el refinanciamiento (Çelik et al., 2019) y el riesgo cambiario (Alfaro et al., 2019). Aunque todos ellos merecen atención, el riesgo cambiario es particularmente relevante para los bancos centrales. Si bien los hallazgos empíricos de nuestras estimaciones van en contra de un uso puramente especulativo de los fondos extranjeros para operaciones de *carry-trade* y apuntan a una mejora de la posición financiera de las empresas no financieras, esto no significa que las emisiones de bonos corporativos en mercados internacionales puedan pasarse por alto desde una perspectiva regulatoria. Muy por el contrario, el crecimiento acelerado de la deuda denominada en moneda extranjera puede incrementar la fragilidad financiera externa e introducir un riesgo sistémico si la capacidad de las empresas para pagar su deuda se ve afectada en medio de la depreciación del tipo de cambio. Además, estos mayores pasivos externos pueden ejercer presión sobre las reservas de Bancos Centrales en momentos de crisis.

En segundo lugar, y si bien nuestros datos a nivel firma sugieren una mejora en la gestión de situación financiera de los pasivos, al extender el promedio de madurez de las deudas, existe un potencial inconveniente. Esto ocurre en los casos en que las empresas optan por reemplazar la deuda a corto plazo denominada en moneda local por deuda a largo plazo denominada en moneda extranjera estarían sustituyendo madurez por riesgo de descalce. Lamentablemente, nuestro conjunto de datos no nos permite discernir esta distinción. Aun así, se requiere investigación en esta dirección porque lo que parece ser una decisión lógica desde el punto de vista microeconómico de la gestión financiera de pasivos, puede tener consecuencias macroeconómicas negativas.

En tercer lugar, también hemos demostrado que la deuda denominada en moneda extranjera es más atractiva que las alternativas en moneda local al observar tasas, plazo de vencimiento y

volumen de crédito. Esto ilumina un área de vacancia para la intervención de política financiera destinada a aumentar la proporción de deuda denominada en moneda local, apoyando aún más la desdolarización del crédito observada en varios países de la región. Mejorar las condiciones de los instrumentos en moneda local podría ser una estrategia de las autoridades para disminuir los riesgos generales asociados con la deuda corporativa.

En cuarto lugar, en este artículo hemos adoptado una perspectiva basada en la nacionalidad, en lugar de una basada en la residencia para los flujos de capital en consideración, ya que muchas emisiones ocurren a través de filiales extranjeras de empresas latinoamericanas. Las medidas tradicionales de control de capital se centran en los flujos de cartera, pero los préstamos intra-empresa, categorizados como inversión extranjera directa, a menudo eluden los controles regulatorios (de Camino et al., 2023) . Por lo tanto, desde una perspectiva macroprudencial, el surgimiento de las corporaciones como intermediarios financieros globales durante la reciente fase expansiva del ciclo financiero global también plantea preguntas sobre la necesidad de implementar medidas específicas de gestión de los flujos de capital dirigidas a este sector. En particular, mediante la creación de amortiguadores en el nivel de los prestatarios para evitar vulnerabilidades excesivas en sus sistemas financieros (Arakelyan et al., 2023) .

En quinto y último lugar, así como la acumulación de deuda corporativa atrajo la atención de académicos y funcionarios, su desaceleración ahora exigiría un escrutinio igualmente riguroso. Centrándose en las economías desarrolladas, Ottonello y Winberry (2020) y Cloyne et al. (2023) identifican a las condiciones financieras de las empresas (como el apalancamiento y la demanda de liquidez) como determinantes críticos de los impactos del ajuste monetario. El FMI (2022) enfatiza la necesidad de considerar cómo se distribuyen estas variables financieras entre las empresas al momento de evaluar no linealidades de los programas de metas de inflación o absorción cambiaria de shocks internacionales. Nuestro trabajo se alinea con esta perspectiva, ofreciendo una perspectiva granular que ayuda a evaluar los posibles riesgos de contagio de esta contracción a las economías periféricas.

9. Apéndice

Tabla 11
Definición de variables en las regresiones y código de LSEG (ex Thomson Reuters Eikon)

Variable	Definición	Código de LSEG
Efectivo e Inversiones Financieras de Corto Plazo	Efectivo y todos los valores fácilmente transferibles a efectivo según se detalla en la sección de Activos corrientes	TR.F.CashShortTermInvestments
Inversion Productiva	Gastos en Plantas y Equipos	TR.F.CapitalExpendituresTotal
Deuda a corto plazo / Deuda a largo plazo	La relación entre las obligaciones de deuda con vencimiento a más de un año a partir de la fecha del balance de la empresa en Este elemento incluye: 1. Obligaciones de compra y pagos a funcionarios, cuando se enumeran como pasivos a largo plazo; 2. Pagarés, con vencimiento dentro de un año y a reembolsar por deuda a largo plazo cuando se registran como pasivo no corriente; 3. Obligaciones de arrendamiento a largo plazo (obligaciones de arrendamiento capitalizadas); 4. Bonos de ingresos industriales; 5. Anticipos para financiar la construcción; 6. Préstamos sobre pólizas de seguro; 7. Deuda con filiales; 8. Bonos, hipotecas y deuda similar; 9. Todas las obligaciones que requieren pago de intereses; 10. Contratos de regalías de empresas editoriales por pagar; 11. Contratos de madera para silvicultura y papel; 12. Anticipos de industrias extractivas para exploración y desarrollo; 13. Pagos de producción y anticipos para exploración y desarrollo.	TR.operatigincome
Ingresos por intereses	Los ingresos recibidos por obligaciones que devengan intereses que mantiene la empresa, incluidos en Ingresos (gastos) no operativos. Este rubro excluye: 1. Intereses capitalizados; 2. Ingresos por dividendos	TF.F.InterestIncomeNonBank
Emisiones de Bonos en Moneda Local		TR.amountthismarket
Emisiones de Bonos en Moneda Extranjera		
Otras fuentes		TR.operatigincome

10. Referencias

- Abraham, F., Cortina, J. J., & Schmukler, S. L. (2021). The rise of domestic capital markets for corporate financing: Lessons from East Asia. *Journal of Banking & Finance*, 122, 105987. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2020.105987>
- Abraham, F., Cortina Lorente, J. J., & Schmukler, S. L. (2020). Growth of global corporate debt: Main facts and policy challenges. *World Bank Policy Research Working Paper*, 9394. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3690997
- Acharya, V. V., & Vij, S. (2020). *Foreign currency borrowing of corporations as carry trades: Evidence from india*. National Bureau of Economic Research.
- Adrian, T., Fleming, M., Shachar, O., & Vogt, E. (2017). Market Liquidity After the Financial Crisis. *Annual Review of Financial Economics*, 9(1), 43–83. <https://doi.org/10.1146/annurev-financial-110716-032325>
- Aldasoro, I., & Ehlers, T. (2018). Global liquidity: Changing instrument and currency patterns. *BIS Quarterly Review* September. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3288084
- Alfaro, L., Asis, G., Chari, A., & Panizza, U. (2019). Corporate debt, firm size and financial fragility in emerging markets. *Journal of International Economics*, 118, 1–19. <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2019.01.002>
- Alter, A., & Elekdag, S. (2020). Emerging market corporate leverage and global financial conditions. *Journal of Corporate Finance*, 62, 101590. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101590>
- Asis, G., Chari, A., & Haas, A. (2021). In search of distress risk in emerging markets. *Journal of International Economics*, 131, 103463. <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2021.103463>
- Avdjiev, S., Chui, M. K., & Shin, H. S. (2014). Non-financial corporations from emerging market economies and capital flows. *BIS Quarterly Review*, 67–77.
- Banco Central do Brasil. (2020). *Relatório de Economia Bancária*.
- Barajas, M. A., Choi, W. G., Gan, K. Z., Guérin, P., Mann, S., Wang, M., & Xu, Y. (2021). Loose financial conditions, rising leverage, and risks to macro-financial stability. In *Global Financial Stability Report* (pp. 35–50). International Monetary Fund.
- Bates, T. W., Kahle, K. M., & Stulz, R. M. (2009). Why do US firms hold so much more cash than they used to? *The Journal of Finance*, 64(5), 1985–2021. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2009.01492.x>
- Bruno, V., & Shin, H. S. (2017). Global dollar credit and carry trades: A firm-level analysis. *The Review of Financial Studies*, 30(3), 703–749. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhw099>
- Caballero, J., Panizza, U., & Powell, A. (2016). The second wave of global liquidity: Why are firms acting like financial intermediaries? *IDB Working Paper*, 641.

- Calomiris, C. W., Larrain, M., Schmukler, S. L., & Williams, T. (2022). Large international corporate bonds: Investor behavior and firm responses. *Journal of International Economics*, 137, 103624. <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2022.103624>
- Çelik, S., Demirtaş, G., & Isaksson, M. (2019). *Corporate Bond Markets in a Time of Unconventional Monetary Policy* (OECD Capital Market Series). OECD. https://www.oecd-ilibrary.org/governance/corporate-bonds-bondholders-and-corporate-governance_5js69lj4hvnw-en
- Chui, M., Kuruc, E., & Turner, P. (2018). Leverage and currency mismatches: Non-financial companies in the emerging markets. *The World Economy*, 41(12), 3269–3287. <https://doi.org/10.1111/twec.12627>
- Cortina, J. J., Didier, T., & Schmukler, S. L. (2018). Corporate debt maturity in developing countries: Sources of long and short-termism. *The World Economy*, 41(12), 3288–3316. <https://doi.org/10.1111/twec.12632>
- De Gregorio, J., & Jara, M. (2024). The boom of corporate debt in emerging markets: Carry trade or save to invest? *Journal of International Economics*, 148, 103844. <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2023.103844>
- Di Maggio, M., & Kacperczyk, M. (2017). The unintended consequences of the zero lower bound policy. *Journal of Financial Economics*, 123(1), 59–80.
- ECLAC. (2019). *Estudio Económico de América Latina y el Caribe 2019*.
- ECLAC. (2023). *Capital flows to Latin America and the Caribbean 2023 year-in-review and early 2024 developments*.
- Erel, I., Julio, B., Kim, W., & Weisbach, M. S. (2012). Macroeconomic Conditions and Capital Raising. *The Review of Financial Studies*, 25(2), 341–376. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhr085>
- Fernandez, R., Bortz, P., & Zeolla, N. (2018). The politics of quantitative easing. *SOMO Amsterdam*. https://www.academia.edu/download/57257789/Report-Quantitive-Easing-_final.pdf
- Hardy, B., & Saffie, F. (2019). From carry trades to trade credit: Financial intermediation by non-financial corporations. *BIS Working Papers*, 773. <https://www.bis.org/publ/work773.htm>
- Hardy, B., & von Peter, G. (2023). Global liquidity: A new phase? *BIS Quarterly Review*.
- IMF. (2015). Corporate Leverage in Emerging Markets. A Concern? In *Global Financial Stability Report* (pp. 83–114). International Monetary Fund.
- IMF. (2022). Private Sector Debt and The Global Recovery. In *World Economic Outlook*.
- Kalemli-Özcan, Ş., Laeven, L., & Moreno, D. (2022). Debt Overhang, Rollover Risk, and Corporate Investment: Evidence from the European Crisis. *Journal of the European Economic Association*, 20(6), 2353–2395. <https://doi.org/10.1093/jeea/jvac018>

- Kaltenbrunner, A., Karacimen, E., & Rabinovich, J. (2024). The changing financial practises of Brazilian and Turkish firms under financial subordination, a mixed-methods analysis. *Socio-Economic Review*, *Forthcoming*.
- Kim, W., & Weisbach, M. S. (2008). Motivations for public equity offers: An international perspective. *Journal of Financial Economics*, *87*(2), 281–307.
- Lo Duca, M., Nicoletti, G., & Martinez, A. V. (2016). Global corporate bond issuance: What role for US quantitative easing? *Journal of International Money and Finance*, *60*, 114–150.
- McCauley, R. N., Bénétrix, A. S., McGuire, P. M., & von Peter, G. (2019). Financial deglobalisation in banking? *Journal of International Money and Finance*, *94*, 116–131.
- McCauley, R. N., McGuire, P., & Sushko, V. (2015). Dollar credit to emerging market economies. *BIS Quarterly Review* December.
- Noss, J., & Toffano, P. (2016). Estimating the impact of changes in aggregate bank capital requirements on lending and growth during an upswing. *Journal of Banking & Finance*, *62*, 15–27.
- Rabinovich, J., & Pérez Artica, R. (2022). Cash holdings and corporate financialization: Evidence from listed Latin American firms. *Competition & Change*, 10245294221117275. <https://doi.org/10.1177/10245294221117275>
- Roulet, C. (2018). Basel III: Effects of capital and liquidity regulations on European bank lending. *Journal of Economics and Business*, *95*, 26–46.
- Shin, H. S. (2012). Global banking glut and loan risk premium. *IMF Economic Review*, *60*(2), 155–192.
- Shin, H. S. (2014). The second phase of global liquidity and its impact on emerging economies. In K. Chung, S. Kim, H. Park, C. Choi, & H. S. Shin (Eds.), *Volatile Capital Flows in Korea* (pp. 247–257). Springer.
- Shin, H. S., & Zhao, L. (2013). *Firms as surrogate intermediaries: Evidence from emerging economies* [Manuscript]. Princeton University.
- Slovik, P., & Cournède, B. (2011). *Macroeconomic impact of Basel III*. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2650033