



# Ciclo Financiero Global y emisión de deuda corporativa: efectos sobre las hojas de balance en AL

Nicolás Hernán Zeolla  
CEED-IDAES y CONICET

RIDGE – FCE/UBA  
12 de diciembre de 2018

# Índice

---

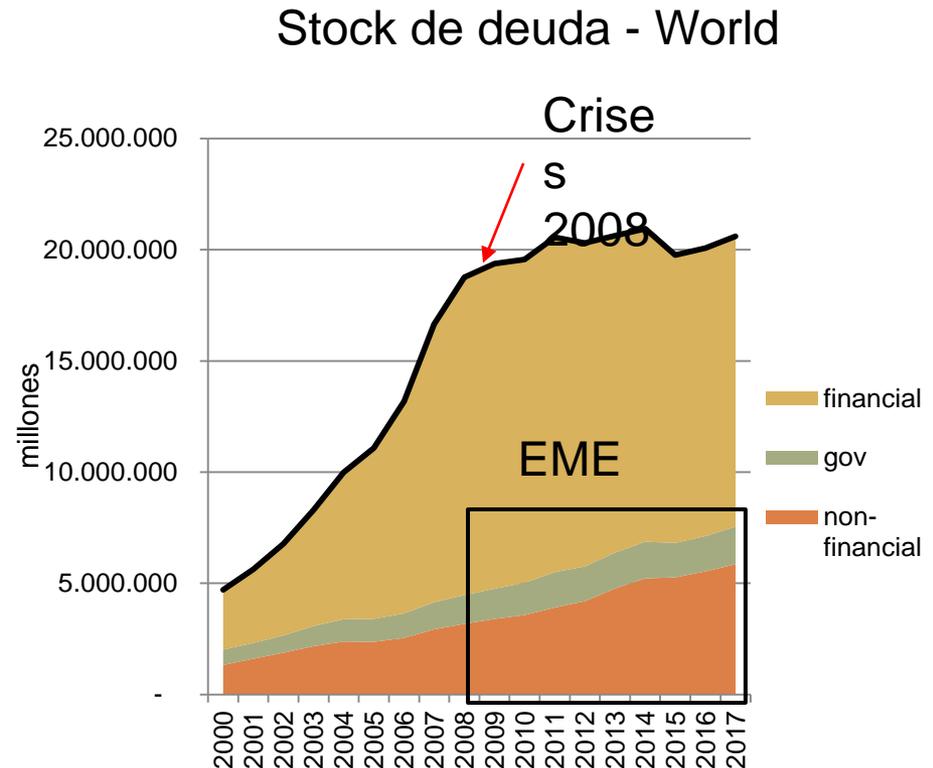
- Motivación
- Objetivo
- Antecedentes
- Muestra
- Estrategia de identificación
- Resultados
- Conclusiones

# Motivación

- Durante la última década se ha registrado un fuerte crecimiento de la emisión de deuda corporativa en los mercados de capitales por parte de las empresas no financieras (NFC) .
- Causas son múltiples, largo plazo las que se destaca perspectiva de desregulación y expansión finanzas globales y, tras 2008, la emergencia del QE.
- En menos de una década el stock de deuda de NFC se triplicó: de USD1,34 billones en 2000s a USD 21,6 billones in 2017

# Motivación

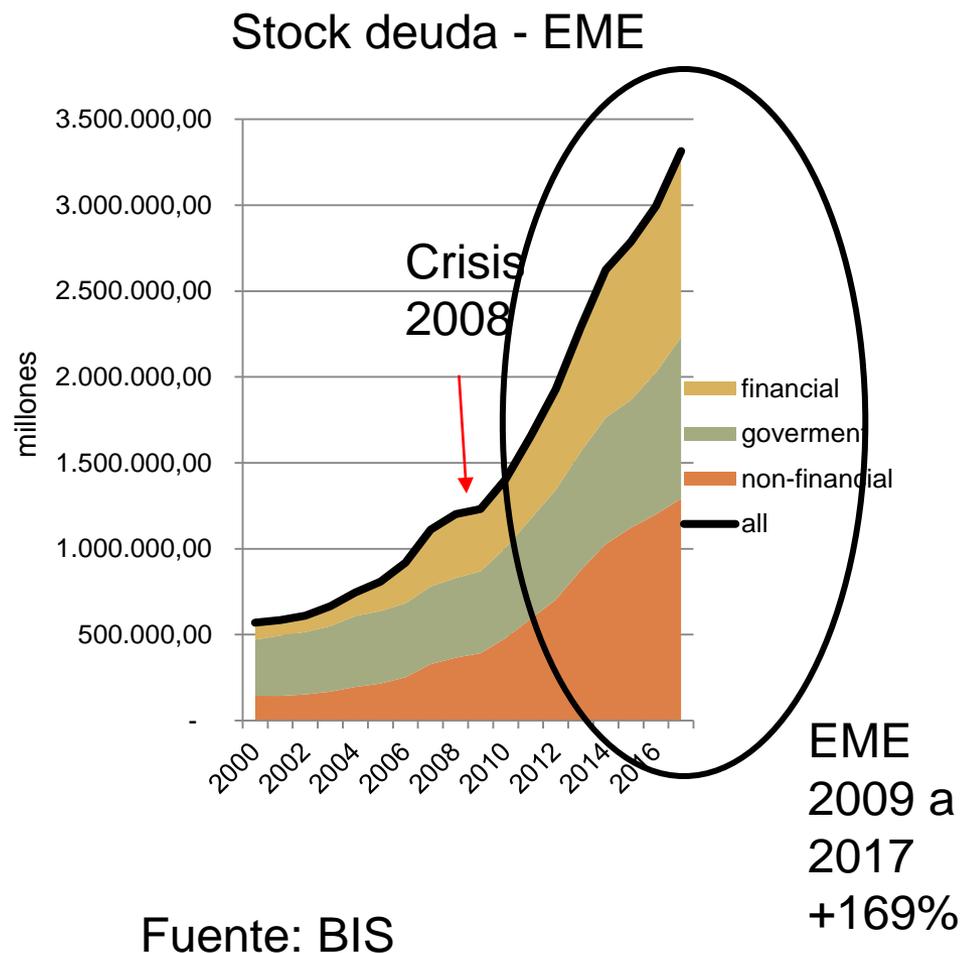
- Este proceso no fue homogéneo, existen asimetrías pre y post crisis, entre países desarrollados y en desarrollo, y por sectores
- Desde los años 2000 el sector más dinámico han sido las instituciones financieras de los países desarrollados
- Luego del año 2009, hubo una retracción de las emisiones de las emisiones de bancos en los mercados internacionales
- Simultáneamente, la bajada de tasas por la política de QE dio un mayor impulso a la emisión de deuda en los países EME



Fuente: BIS

# Motivación

- Para los EME, aunque el crecimiento del stock de deuda en mercado de capitales fue persistente desde los 2000s, luego de 2009 se aceleró
- Entre estos, el sector más dinámico fueron las instituciones financieras de asia y pacifico y en segundo lugar NFC de LA



# Motivación

- Analizando un mayor detalle el NFC:
  - entre 2000 y 2016 el stock de NFC EME se multiplicó por ocho (797%) y en AL un 580%, con un mayor acentro luego de 2009.
  - En 2000 NFC representaba el 20% del total de deuda, en 2017 era del 48%.
  - Actualmente, NFC es el principal deudor en los EME

## Stock de deuda - EME

				2017/ 2000	2017/ 2009	
				var %	var %	
		2000	2009	2017		
		mill USD	mill USD	mill USD		
AL&C	Todos	309.936	371.416	921.803	197%	148%
	NFC	61.308	108.774	438.494	580%	303%
	Gobierno	220.723	213.473	352.903	44%	65%
	Inst Financieras	27.905	49.169	130.406	365%	165%
Asia y Pacífico	Todos	145.717	360.300	1.326.796	700%	268%
	NFC	67.173	149.928	572.164	678%	282%
	Gobierno	26.876	59.010	149.231	423%	153%
	Inst Financieras	51.669	151.362	605.401	873%	300%
Africa y Europa	Todos	114.128	498.957	1.065.471	745%	114%
	NFC	15.593	133.346	281.309	1576%	111%
	Gobierno	79.197	204.485	438.239	364%	114%
	Inst Financieras	19.337	161.126	345.925	1637%	115%
EME	Todos	569.781	1.230.672	3.314.070	482%	169%
	NFC	144.074	392.048	1.291.966	797%	230%
	Gobierno	326.796	476.967	940.373	188%	97%
	Inst Financieras	98.911	361.658	1.081.732	994%	199%

Fuente: BIS

# Motivación

- Pero, no todas las compañías fueron beneficiarias de las bajas tasas de interés. Este boom en el ingreso de capitales fue aprovechado casi exclusivamente por grandes empresas (IMF, 2015)
- Asimismo, el “boom de deuda” no produjo ninguna significativa transformación en el patrón de especialización de las exportaciones, un cierre en la brecha tecnológica o la desigualdad (Ocampo, Bastian y Reis, 2018).
- De modo que, resulta interesante indagar el principal destino de las emisiones en los mercados de capital

# Objetivo e Hipotesis

- Objetivo analizar cuál fue el destino de la expansión del endeudamiento corporativo en los mercados de capitales en América Latina
- Hipotesis, dadas las condiciones financieras favorables para la valorización en moneda local medida en moneda extranjera (cost of carry) en AL, la colocación de deuda externa estuvo asociada a la acumulación de activos financieros bis a bis la inversión productiva (“intermediadores sustitutos”, bruno y shin, 2017)
- Para ello, se utilizará información granular sobre estados contables y emisión primaria de deuda de las firmas y una estrategia de identificaci

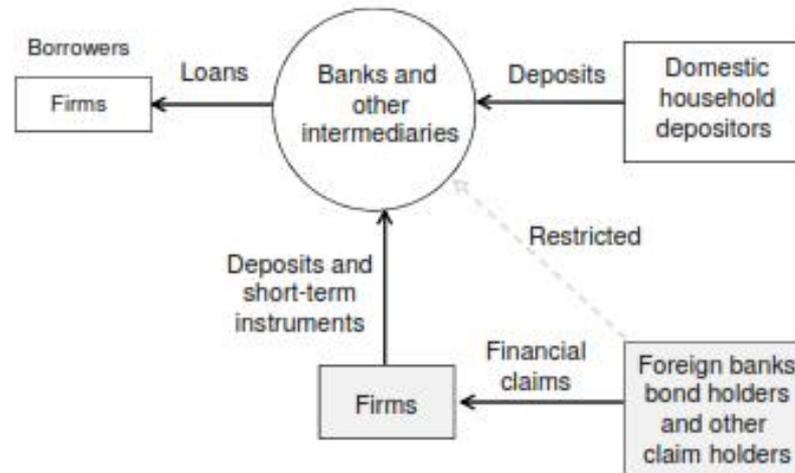
# Antecedentes

- Capital structure puzzle
  - Debates sobre la estructura de capital óptima, minimización del efectivo y activos líquidos en sus hojas de balance. Tienen más efectivo que lo que predice el modelo: obtener financiamiento es costoso, es más fácil enfrentar shocks (precautorio) y aprovechar oportunidades de negocios (ventas) (Donaldson, 1964; Shyam-Sunder & Myers, 1999)
- GFC
  - El GFC es lo que hace (medidas liquidez cuantitativa, precio, real state). Más extenso que el ciclo de negocios.
  - Relaja las restricciones financieras y crea burbujas (centro) y vulnerabilidad externas (periferia) (Frenkel, 1983; Borio, 2012; Kregel, 1998;)
  - ¿Cómo lidiar con sus consecuencias?, control capital, Dilemma not trilemma (Rey, 2013). ¿Impulso financierización en los EME? (Bonizzi, 2015; karwowsky, Shabanni y Stockhammer, 2015; Abeles, Caldentey y Valdecantos, 2018)
- Intermediarios sustitutos
  - Una porción creciente de la a liquidez global se transmite al margen de los canales bancarios tradicionales (Hattori, Shin y Takahashi, 2009; Shin y Zao, 2013; Bruno y Shin, 2015).
  - Las NFC parecen actuar como instituciones financieras en lugar de empresas que realizan inversiones productivas (link con financierización)

# Antecedentes

10

## GFC and the surrogate intermediaries



Fuente: Shin y Zao (2013)

- La operatoria de balances de los “Intermediarios financieros” es tomar un pasivo para dar un préstamo. Esto establece una relación directa (i.e. positiva) entre la creación de un activo (dar un préstamo) y pasivo (deposito de cliente en el banco).
- Las firmas productivas, dado el “capital puzzle” cumplen la condición de “orden de elección”, en el balance financiero hay una relación inversa (i.e. negativa): mientras aumenta pasivo (fondeo externo) reducen su activo (utilizan cash y activos líquidos)

# Muestra

11

- Siete principales economías de América Latina: Argentina, Brasil, Colombia, Chile, Perú, México y Venezuela entre 1997 y 2015.
- Nuevo dataset que matchea información de Reuters-datastream sobre estados contables de 1406 firmas y 734 emisiones de deuda en frecuencia diaria distinguiendo moneda local (443) y moneda extranjera (291).
- La información fue compatibilizada traduciendo el “ticker” (bloomberg) en un valor equivalente al “id” (Datastream). Como resultado se obtuvieron un total de 30.901 registros de posiciones de balance y de emisión de deuda.

# Muestra

12

## Bloomberg

ticker_bloom	cup	divisa	dia	mes	year	emision
PAMPAR	7,5	USD	24	1	2017	750.000.000
YPFDAR	6,95	USD	21	7	2017	750.000.000
CAPXAR	6,875	USD	15	5	2017	300.000.000
PESAAR	5,875	USD	7	5	2007	300.000.000
METROG	8	USD	12	5	2006	236.286.000
TGLTSA	8	USD	3	8	2017	150.000.000
TGLTSA	8	USD	3	8	2017	150.000.000
IRCPAR	5	USD	12	9	2017	140.000.000
SAIEP	8	USD	25	7	2007	25.000.000

## Reuters-datastream

firmid	pais
C025L2010	argentina
C02552550	argentina
C02568700	argentina
C02520300	argentina
C025K0200	argentina
C025L21D0	argentina
C025L21D0	argentina
C02555350	argentina
C02555400	argentina

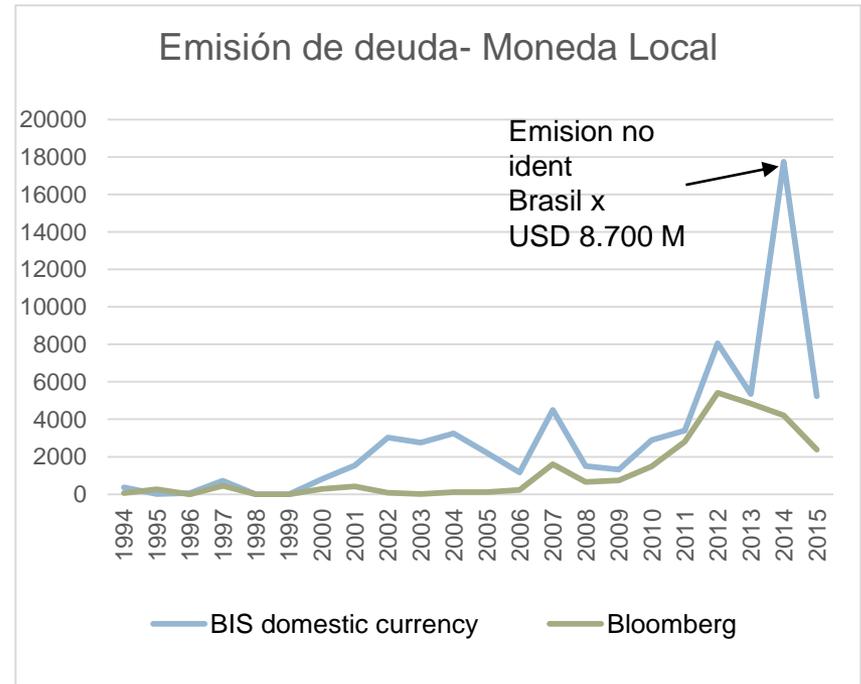
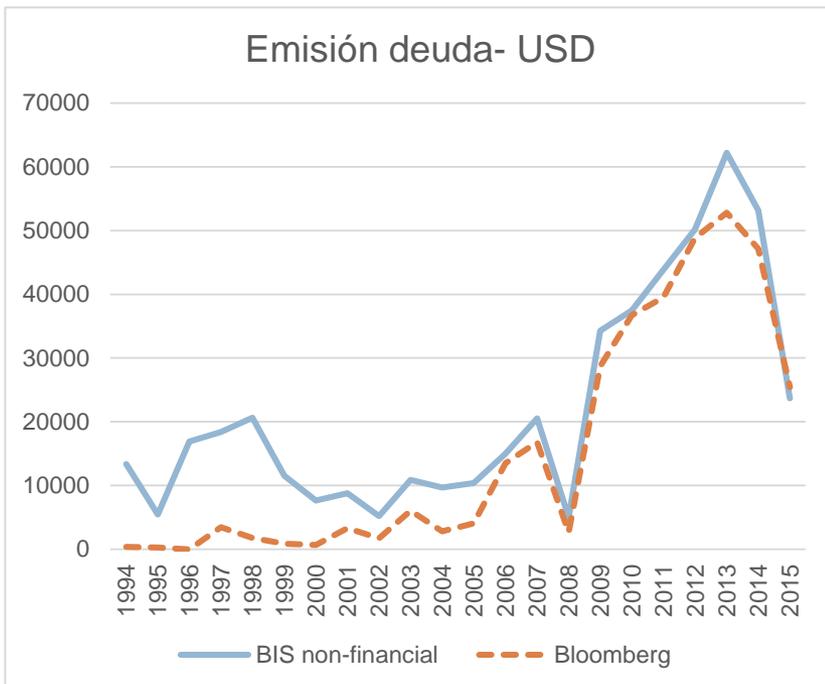


# Muestra

13

## Bloomberg vs BIS

- Se realizó un chequeo de robustez sobre la información de bloomberg versus la información del BIS.

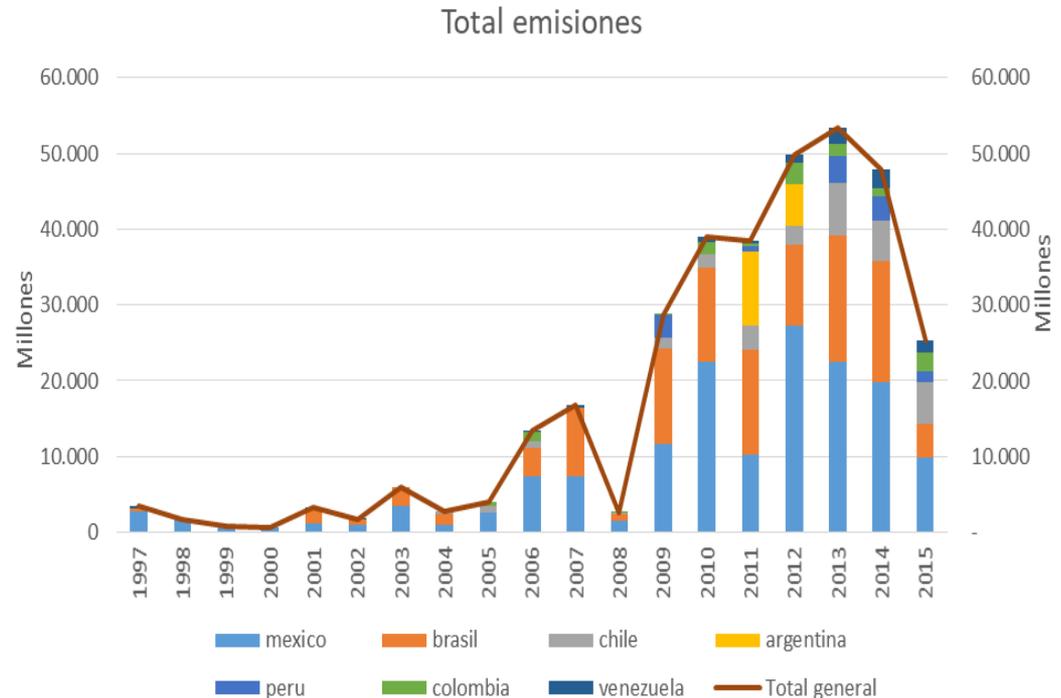


# Hechos estilizados

14

## Estadísticas descriptivas (II) – deuda x países

<b>mexico</b>	<b>155.623</b>
<b>brasil</b>	<b>107.271</b>
<b>chile</b>	<b>28.860</b>
<b>venezuela</b>	<b>15.160</b>
<b>colombia</b>	<b>12.099</b>
<b>peru</b>	<b>11.927</b>
<b>argentina</b>	<b>9.308</b>
<b>Total general</b>	<b>340.249</b>



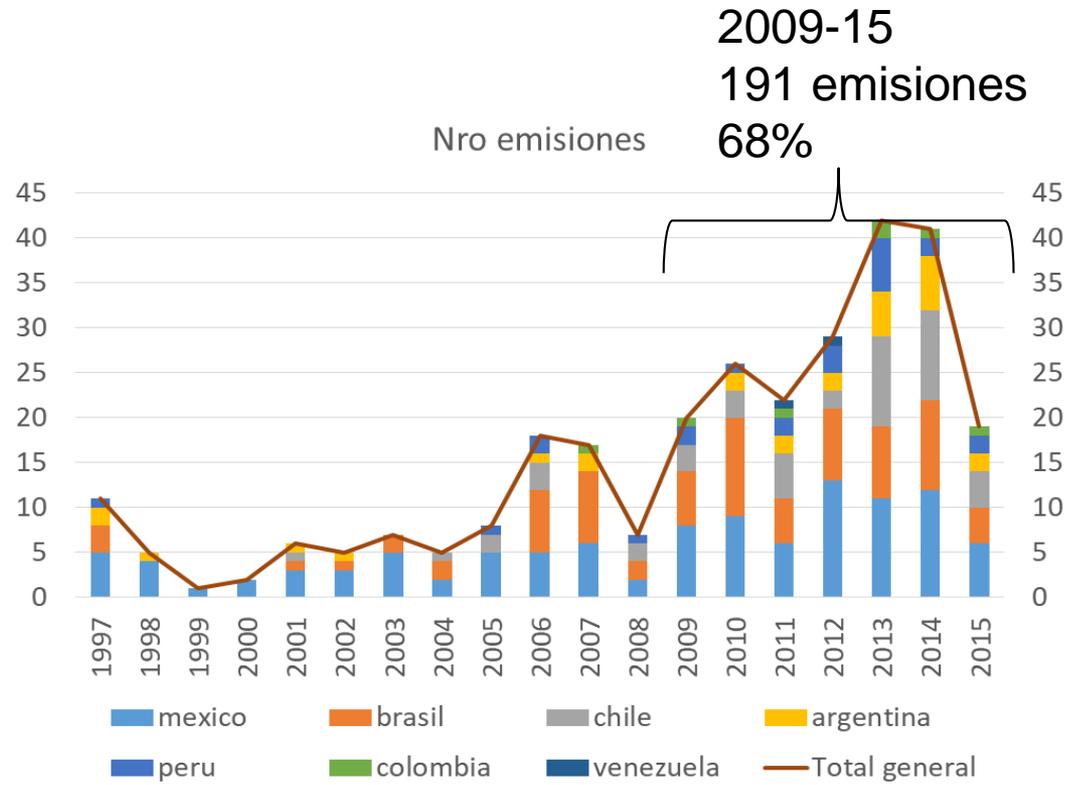
- Al comparar entre moneda de emisión, el 88% del total del monto emitido fue en USD, el 8,4% en moneda local y el 3,4% en otra moneda (euros, libra)
- Entre países, México y Brasil acumulan el 81% del total de las emisiones para la muestra, y el 79% del total post-2009.

# Hechos estilizados

15

## Estadísticas descriptivas (III) – nro emisiones USD

mexico	108
brasil	78
chile	46
argentina	27
peru	23
colombia	7
venezuela	2
<b>Total general</b>	<b>291</b>



Hay un fuerte crecimiento de las emisiones post 2009. Los años entre 2009 y 2015 acumulan el 68% de todas las emisiones.

# Hechos estilizados

## Detalle emisiones deuda x sectores

Etiquetas de fila	Suma de emision_usd	% total
RRNN	215.239	63%
<i>refinacion petroleo</i>	166.300	49%
<i>mineria metales</i>	33.600	10%
<i>servicios agricolas</i>	13.600	4%
<i>MOA aceiteras</i>	1.170	0%
<i>Agriculutra</i>	369	0%
<i>pezca y caza</i>	200	0%
manufactura	60.543	18%
servicios publicos y transporte	49.760	15%
servicios comerciales	7.245	2%
construccion	5.120	2%
<b>total</b>	<b>340.249</b>	<b>100%</b>

# Hechos estilizados

17

## Estadísticas descriptivas

- Las firmas que emiten en USD son más grandes (mayor activo total) (percentil 90, gran parte observaciones)
- Aquellas que emitieron en USD tienen mayores activos financieros que las que el promedio: diferencia explicada por efectivo, inv CP y otras inv financieras de corto plazo (fondos t+1)
- Las firmas que emitieron deuda tienen mayores beneficios operativos que el promedio
- Las que emitieron en moneda local, más que las que emitieron en USD

	All		Emision Moneda Local		Emision USD	
	obs	media	obs	media	obs	media
Activos totales (mill USD)	10461	1,75	241	11,40	195	19,50
Percentil 90=1	1595		120		149	
Activo Financiero/ta	9227	0,1380	358	0,1368	222	0,1577
Efectivo+Inv CP/ta	9080	0,1014	360	0,0976	223	0,1146
Otras Inv. Financieras/ta	16393	0,0291	408	0,0364	274	0,0383
Apalancamiento/ta	16381	0,2380	412	0,3608	275	0,3625
Beneficios operativos/ta	15997	0,0600	409	0,0912	270	0,0788
Beneficios financieros/ta	10241	0,0197	288	0,0100	203	0,0099
Ventas/ta	16568	0,7501	413	0,7092	275	0,6591
Inversion/ta	14901	0,1547	400	0,1860	272	0,1605
firmas	30901		443		291	

# Identificación

18

## Modelo (con grandes empresas)

**Enfoque convencional al (alphas)**

$$\begin{aligned}
 \ln\left(1 + \frac{\Delta FA}{TA}\right)_{i,c,t} &= \alpha_1 \ln\left(1 + \frac{PHI_{op}}{TA}\right)_{i,c,y} + \alpha_2 \ln\left(\frac{FA}{TA_{t-1}}\right)_{i,c,y} + \alpha_3 \ln\left(\frac{DEU}{TA}\right)_{i,c,y} \\
 &+ \gamma_1 \ln\left(1 + \frac{Debt_{USD}}{TA}\right)_{i,c,y} + \gamma_2 \ln\left(1 + \frac{Debt_{LC}}{TA}\right)_{i,c,y} + \alpha_2 \ln\left(1 + \frac{PHI_{fin}}{TA}\right)_{i,c,y} + D90TA \\
 &* \left[ \gamma_0 + \gamma_1 \ln\left(1 + \frac{Debt_{USD}}{TA}\right)_{i,c,y} + \gamma_2 \ln\left(1 + \frac{Debt_{LC}}{TA}\right)_{i,c,y} \right] + \theta_1 YEAR + \theta_2 PAIS
 \end{aligned}$$

FA= activos financieros totales; TA=activo total; Debt\_LC=emisiones de deuda moneda local; Debt\_USD=emisiones de deuda USD y divisa; Phi\_op=beneficio operativo; PHI\_fin=beneficio financiero neto; DEU=deuda total; YEAR=año; PAIS=país; D90TA=firma percentil 90 igual a uno; para cada i=firma; c=país, y=año

### Activos financieros: Efectivo e Inv. CP+Otras inversiones financieras

Nota: Para medir “el incremento en los activos financieros) la variable dependiente es el crecimiento de activos financieros. Es mejor para investigar el uso de fondos (ver Kim et al , 2008)

# Identificación

19

## Modelo (con grandes empresas)

$$\begin{aligned}
 \ln\left(1 + \frac{\Delta FA}{TA}\right)_{i,c,t} &= \alpha_1 \ln\left(1 + \frac{PHI_{op}}{TA}\right)_{i,c,y} + \alpha_2 \ln\left(\frac{FA}{TA}\right)_{i,c,y} + \alpha_3 \ln\left(\frac{DEU}{TA}\right)_{i,c,y} \\
 &+ \gamma_1 \ln\left(1 + \frac{Debt_{USD}}{TA}\right)_{i,c,y} + \gamma_2 \ln\left(1 + \frac{Debt_{LC}}{TA}\right)_{i,c,y} + \alpha_2 \ln\left(1 + \frac{PHI_{fin}}{TA}\right)_{i,c,y} + D90TA \\
 &+ \left[ \gamma_0 + \gamma_1 \ln\left(1 + \frac{Debt_{USD}}{TA}\right)_{i,c,y} + \gamma_2 \ln\left(1 + \frac{Debt_{LC}}{TA}\right)_{i,c,y} \right] + \theta_1 YEAR + \theta_2 PAIS
 \end{aligned}$$

**Enfoque  
intermediadores  
s sustitutos  
(bethas)**

FA= activos financieros totales; TA=activo total; Debt\_LC=emisiones de deuda moneda local; Debt\_USD=emisiones de deuda USD y divisa; Phi\_op=beneficio operativo; Phi\_fin=beneficio financiero neto; DEU=deuda total; YEAR=año; PAIS=país; D90TA=firma percentil 90 igual a uno; para cada i=firma; c=país, y=año

# Identificación

20

## Modelo (con grandes empresas)

$$\begin{aligned}
 \ln\left(1 + \frac{\Delta FA}{TA}\right)_{i,c,t} &= \alpha_1 \ln\left(1 + \frac{PHI_{op}}{TA}\right)_{i,c,y} + \alpha_2 \ln\left(\frac{FA}{TA_{t-1}}\right)_{i,c,y} + \alpha_3 \ln\left(\frac{DEU}{TA}\right)_{i,c,y} \\
 &+ \gamma_1 \ln\left(1 + \frac{Debt_{USD}}{TA}\right)_{i,c,y} + \gamma_2 \ln\left(1 + \frac{Debt_{LC}}{TA}\right)_{i,c,y} + \alpha_2 \ln\left(1 + \frac{PHI_{fin}}{TA}\right)_{i,c,y} + D90TA \\
 &* \left[ \gamma_0 + \gamma_1 \ln\left(1 + \frac{Debt_{USD}}{TA}\right)_{i,c,y} + \gamma_2 \ln\left(1 + \frac{Debt_{LC}}{TA}\right)_{i,c,y} \right] + \theta_1 YEAR + \theta_2 PAIS
 \end{aligned}$$

Relación no-  
lineal  
(gammas)

FA= activos financieros totales; TA=activo total; Debt\_LC=emisiones de deuda moneda local; Debt\_USD=emisiones de deuda USD y divisa; Phi\_op=beneficio operativo; PHI\_fin=beneficio financiero neto; DEU=deuda total; YEAR=año; PAIS=país; D90TA=firma percentil 90 igual a uno; para cada i=firma; c=país, y=año

# Identificación

21

## Modelo (con grandes empresas)

$$\begin{aligned} \ln\left(1 + \frac{\Delta FA}{TA}\right)_{i,c,t} &= \alpha_1 \ln\left(1 + \frac{PHI_{op}}{TA}\right)_{i,c,y} + \alpha_2 \ln\left(\frac{FA}{TA}\right)_{i,c,y,t-1} + \alpha_3 \ln\left(\frac{DEU}{TA}\right)_{i,c,y} \\ &+ \gamma_1 \ln\left(1 + \frac{Debt_{USD}}{TA}\right)_{i,c,y} + \gamma_2 \ln\left(1 + \frac{Debt_{LC}}{TA}\right)_{i,c,y} + \alpha_2 \ln\left(1 + \frac{PHI_{fin}}{TA}\right)_{i,c,y} + D90TA \\ &* \left[ \gamma_0 + \gamma_1 \ln\left(1 + \frac{Debt_{USD}}{TA}\right)_{i,c,y} + \gamma_2 \ln\left(1 + \frac{Debt_{LC}}{TA}\right)_{i,c,y} \right] + \theta_1 YEAR + \theta_2 PAIS \end{aligned}$$

**Efecto fijo Año y País  
(proxy condiciones macro  
nacionales)  
(theta)**

FA= activos financieros totales; TA=activo total; Debt\_LC=emisiones de deuda moneda local; Debt\_USD=emisiones de deuda USD y divisa; Phi\_op=beneficio operativo; PHI\_fin=beneficio financiero neto; DEU=deuda total; YEAR=año; PAIS=país; D90TA=firma percentil 90 igual a uno; para cada i=firma, c=país, t=año

# Resultados

22

## Estimación

- El modelo diferencia entre una estimación lineal y la otra no lineal; y dentro de la no lineal por periodos
  - ▣ all (model 1)
- Non linear (grandes empresas)
  - ▣ all (model 2)
  - ▣ <2001 (model 3)
  - ▣ 2001-09 (model 4)
  - ▣ >2009 (model 5)

# Resultados

23

- La estimación confirma la visión convencional en la que los mayores beneficios operativos (oportunidades de ventas), tamaño de la firma influyen positivamente en los activos financieros líquidos. El apalancamiento influye negativamente. Los signos y la significatividad es

## Estimación

$Ln\left(1 + \frac{\Delta FA}{TA}\right)_{i,c,t}$	GENERAL	GRANDES EMPRESAS			
		ALL	Año<2001	2001=>año<2009	año=>2009
	1	2	3	4	5
log(1+E. Deu_USD/TA)	.004113***	.0051551**	-.0091136	-.0001519	.0082276***
log(1+E. Deu_LC/TA)	.0022425	.0027802	.030987	-.011381*	.0040739
log(phi_fin/TA)	.096753**	.078096*	.0722662	.0911558	.2145285*
log(phi_op/TA)	.102977***	.1004048***	.1494845**	.0626898**	.1645849***
log(FA/TA)(t-1)	-.3181913***	-.3142291***	-.4964047***	-.4349224***	-.5284085***
Log(Deu/TA)	-.0058612***	-.0051073***	.000617	-.0039311**	-.006577***
d90ta=1		.0021764	.0144885	.0032874	.0311504**
d90ta=0 # log(1+E. Deu_USD/TA)		0	0	0	0
d90ta=1 # log(1+E. Deu_USD/TA)		-.0016725	.0262102	-.0001465	-.0051101
d90ta=0 # log(1+E. Deu_USD/TA)		0	0	0	0
d90ta=1 # log(1+E. Deu_USD/TA)		.0000961	0	.006324	-.0079479
Constante	.0825929***	.035128***	.0689325***	.0350421***	.061309***
Ef. Fijo x PAIS	si	si	si	si	si
Ef. Fijo x AÑO	si	si	si	si	si
Muestra	5171	5171	779	2401	1991

Niveles de significatividad \* p<0.10, \*\* p<0.05, \*\*\* p<0.01. Modelo estimado con una constante.

# Resultados

24

## Efecto lineal de la Int. sustitutos

- Las flujos de deuda de emisiones en USD tienen un efecto positivo sobre los activos financieros líquidos: por cada 1M dólares que se emitieron de deuda externa, USD 8000 fueron destinados directamente a inversiones financieras
- No resulta significativo el efecto de las emisiones en moneda local
- Los beneficios financieros afectan positivamente la acumulación de activos financieros: por cada 100 dólares que se obtienen de beneficios financieros

## Tras 2009:

- Ambos efectos se incrementaron, tanto que la significatividad total se deriva de ese periodo.
- El efecto de la deuda fue un 56% mayor de lo que se registra para toda la muestra
- El efecto de los beneficios financieros del 100% de lo que se registra para toda la muestra

## Estimación

$Ln\left(1 + \frac{\Delta FA}{TA}\right)_{i,c,t}$	GENERAL	GRANDES EMPRESAS			
		ALL	Año<2001	2001=>año<2009	año=>2009
	1	2	3	4	5
log(1+E. Deu_USD/TA)	.004113***	.0051551**	-.0091136	-.0001519	.0082276***
log(1+E. Deu_LC/TA)	.0022425	.0027802	.030987	-.011381*	.0040739
log(phi_fin/TA)	.096753**	.078096*	.0722662	.0911558	.2145285*
log(phi_op/TA)	.102977***	.1004048***	.1494845**	.0626898**	.1645849***
log(FA/TA)(t-1)	-.3181913***	-.3142291***	-.4964047***	-.4349224***	-.5284085***
Log(Deu/TA)	-.0058612***	-.0051073***	.000617	-.0039311**	-.006577***
d90ta=1		.0021764	.0144885	.0032874	.0311504**
d90ta=0 # log(1+E. Deu_USD/TA)		0	0	0	0
d90ta=1 # log(1+E. Deu_USD/TA)		-.0016725	.0262102	-.0001465	-.0051101
d90ta=0 # log(1+E. Deu_USD/TA)		0	0	0	0
d90ta=1 # log(1+E. Deu_USD/TA)		.0000961	0	.006324	-.0079479
Constante	.0825929***	.035128***	.0689325***	.0350421***	.061309***
Ef. Fijo x PAIS	si	si	si	si	si
Ef. Fijo x AÑO	si	si	si	si	si
Muestra	5171	5171	779	2401	1991

Niveles de significatividad \* p<0.10, \*\* p<0.05, \*\*\* p<0.01. Modelo estimado con una constante.

# Resultados

25

## Estimación

- Las firmas del percentil 90 (activos) acumulan más activos financieros
- No es posible confirmar que exista una no linealidad
  - efecto mayor para las firmas más grandes (top 90, grandes entre las firmas grandes)

	$Ln\left(1 + \frac{\Delta FA}{TA}\right)_{i,t,t}$				
	GENERAL	GRANDES EMPRESAS			
		ALL	Año<2001	2001=>año<2009	año=>2009
	1	2	3	4	5
log(1+E. Deu_USD/TA)	.004113***	.0051551**	-.0091136	-.0001519	.0082276***
log(1+E. Deu_LC/TA)	.0022425	.0027802	.030987	-.011381*	.0040739
log(phi_fin/TA)	.096753**	.078096*	.0722662	.0911558	.2145285*
log(phi_op/TA)	.102977***	.1004048***	.1494845**	.0626898**	.1645849***
log(FA/TA)(t-1)	-.3181913***	-.3142291***	-.4964047***	-.4349224***	-.5284085***
Log(Deu/TA)	-.0058612***	-.0051073***	.000617	-.0039311**	-.006577***
d90ta=1		.0021764	.0144885	.0032874	.0311504**
d90ta=0 # log(1+E. Deu_USD/TA)		0	0	0	0
d90ta=1 # log(1+E. Deu_USD/TA)		-.0016725	.0262102	-.0001465	-.0051101
d90ta=0 # log(1+E. Deu_USD/TA)		0	0	0	0
d90ta=1 # log(1+E. Deu_USD/TA)		.0000961	0	.006324	-.0079479
Constante	.0825929***	.035128***	.0689325***	.0350421***	.061309***
Ef. Fijo x PAIS	si	si	si	si	si
Ef. Fijo x AÑO	si	si	si	si	si
Muestra	5171	5171	779	2401	1991

Niveles de significatividad \* p<0.10, \*\* p<0.05, \*\*\* p<0.01. Modelo estimado con una constante.

# Conclusiones

- Este trabajo estudió la experiencia reciente de emisión de deuda de las NFC de América Latina. En línea con la literatura que estudia las externalidades del GFC en los países EME, este trabajo se enfocó en el financiamiento en los mercados de capital estableciendo links con la literatura de intermediadores sustitutos y financierización en AL.
- Considerando que las NFC ha sido el sector más dinámico en la emisión de deuda en los mercados de capitales, especialmente luego del 2009, en AL el 88% de la nueva deuda estuvo denominada en dólares, el 8,4% en moneda local y el 3,4% en otras monedas (euros, libras). Las compañías que mas deuda emitieron fueron las de Brasil y México.
- Pero el destino de este nuevo fondeo no fue la inversión productiva. Considerando una estrategia de identificación que busca medir el efecto directo (lineal y no lineal) de los flujos de deuda en mercados de capitales sobre la relación activos financieros/total del activo, y controlando por un set de variables estándar en la literatura convencional, es posible demostrar que los flujos financieros provenientes de emisiones denominadas en USD tuvieron un efecto significativo lineal sobre la expansión de los activos financieros líquidos, especialmente tras 2009.

# Conclusiones

27

- Esta evidencia contribuye a la visión sobre que las NFC de AL actuaron como “intermediadores sustitutos” del GFC
- Consecuencias teóricas, al poner en perspectiva la visión convencional de modelos de inversión basados en “el orden de elección”.
- Además, consecuencias para la política económica. En la última década la integración financiera y emisión de deuda corporativa en los mercados de capitales no fue totalmente destinada a la inversión productiva, sino más bien a la acumulación de activos financieros, explotando el circuito de carry trade
- Hacia adelante, estudios de caso, operacionalizar el efecto de las tasas de interés.



# Muchas gracias

Nicolas Hernán Zeolla  
CEED-IDAES, CONICET  
mail: [nicolaszeolla@gmail.com](mailto:nicolaszeolla@gmail.com)



# Anexo

# Anexo

## Detalle emisiones deuda x sectores

Etiquetas de fila	Suma de emision_usd	% total
RRNN	215.239	63%
<i>refinacion petroleo</i>	166.300	49%
<i>mineria metales</i>	33.600	10%
<i>servicios agricolas</i>	13.600	4%
<i>MOA aceiteras</i>	1.170	0%
<i>Agriculutra</i>	369	0%
<i>pezca y caza</i>	200	0%
manufactura	60.543	18%
servicios publicos y transporte	49.760	15%
servicios comerciales	7.245	2%
construccion	5.120	2%
<b>total</b>	<b>340.249</b>	<b>100%</b>

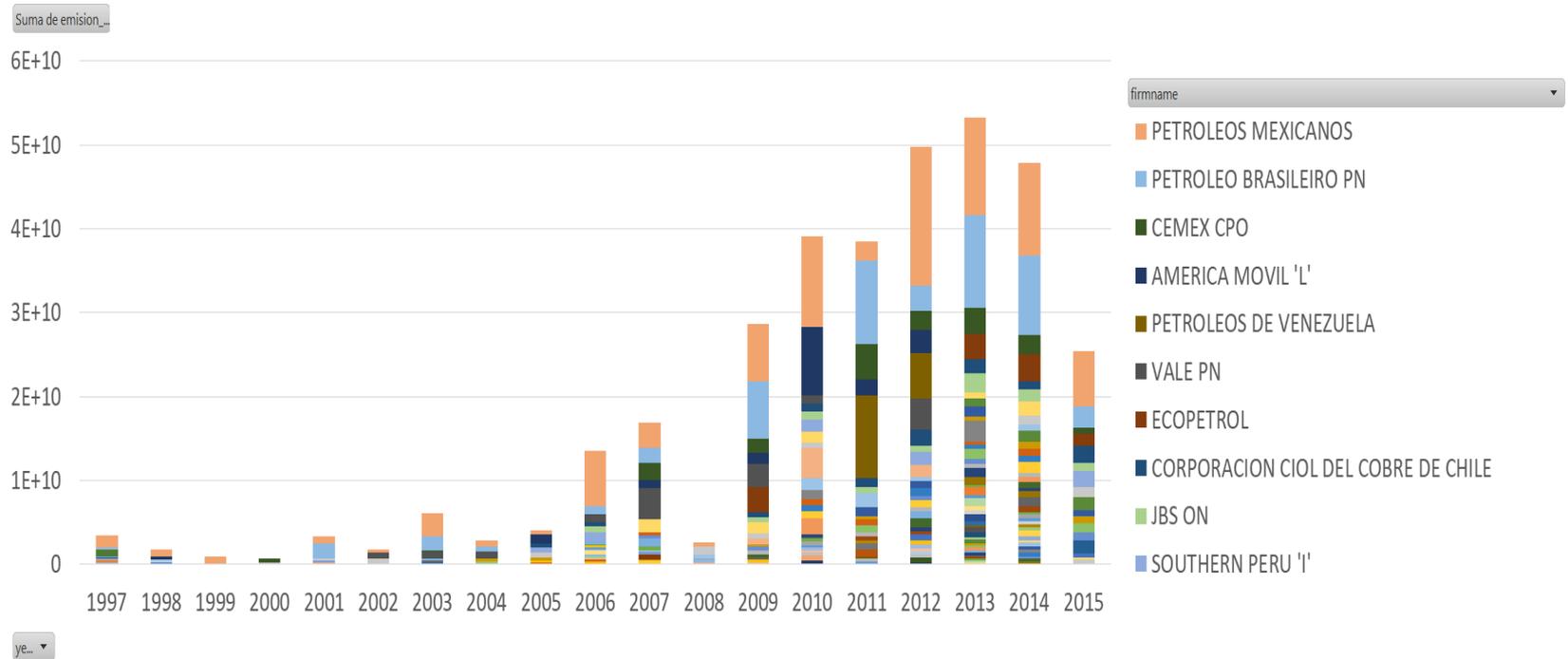
# Anexo

## Detalle emisiones deuda x firmas

<b>code</b>	<b>Pais</b>	<b>Firma</b>	<b>USD (mill)</b>	<b>% total</b>
PEMEX	mexico	PETROLEOS MEXICANOS	84.178	25%
PETBRA	brasil	PETROLEO BRASILEIRO PN	49.619	15%
CEMEX	mexico	CEMEX CPO	16.870	5%
AMXLMM	mexico	AMERICA MOVIL 'L'	16.402	5%
PDVSA	venezuela	PETROLEOS DE VENEZUELA	15.160	4%
VALEBZ	brasil	VALE PN	14.526	4%
ECOPET	colombia	ECOPETROL	10.700	3%
CDEL	chile	CORPORACION CIOL DEL COBRE DE (	10.430	3%
JBSSBZ	brasil	JBS ON	8.280	2%
SCCO	peru	SOUTHERN PERU 'I'	6.800	2%
GGBRBZ	brasil	GERDAU PN	6.420	2%
TELVIS	mexico	GRUPO TELEVISA	6.097	2%
OIBRBZ	brasil	OI PN	5.820	2%
BRASKM	brasil	BRASKEM PN SERIES 'A'	5.100	1%
YPFDAR	argentina	YPF	3.843	1%
CFELEC	mexico	COMISION FED.DE ELEC.	3.700	1%
AESGEN	chile	SOCIEDAD ELECTRICA SANTIAGO SA	3.573	1%
KOF	mexico	COCA-COLA FEMSA 'L'	3.500	1%
MRFGBZ	brasil	MARFRIG FRIGORIFICOS ON	3.150	1%
		resto (85 emisores)	66.081	19%
		total general	340.249	100%

# Anexo

## Detalle emisiones deuda x firmas



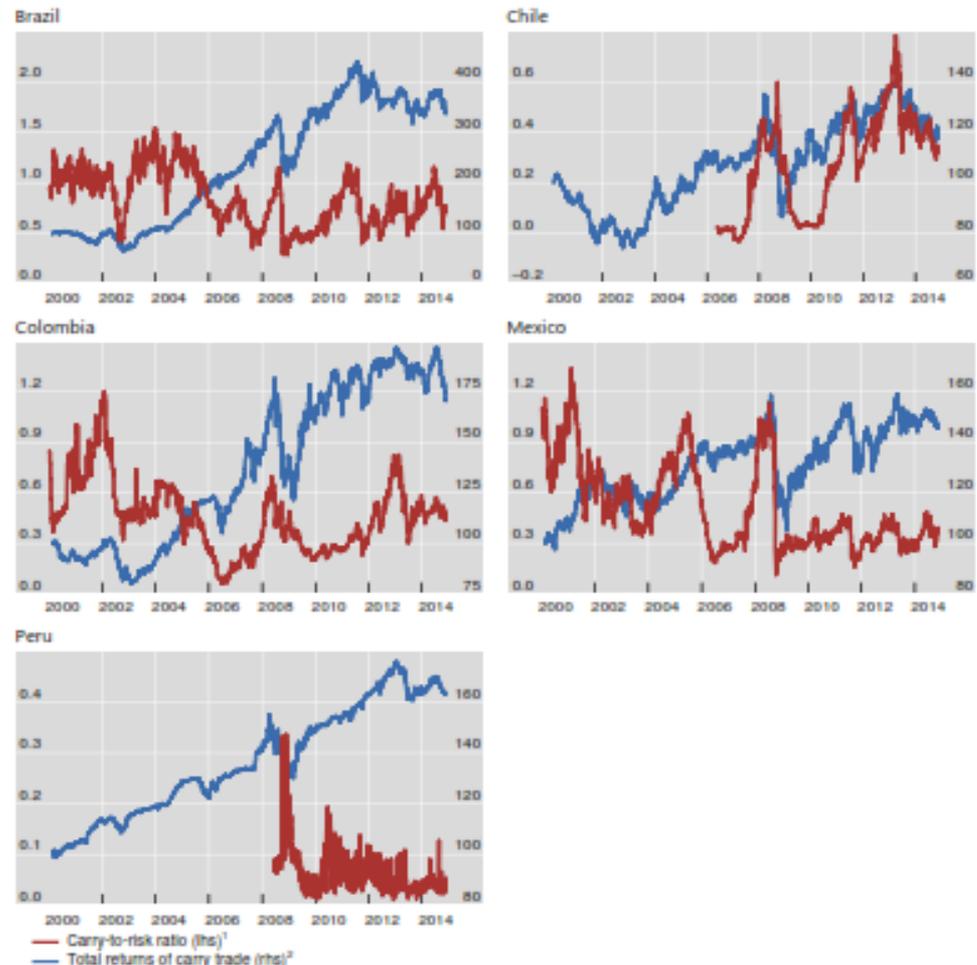
# Anexo

- El beneficio por “carry trade” en 100 pb (eje der, línea azul)
- Comparado con 2008, el retorno por carry trade usando USD como moneda de fondeo y ML como moneda objetivo, se incremento persistentemente en casi todos los países
- De acuerdo con el BIS (2015) entre los años 2000 a 2014 Brasil creció de 100 to 350 b.p, Mexico 100 to 140 b.p, Colombia 125 to 175 b.p, chile from 80 to 120 b.p., peru from 100 to 160 b.p.

## Indicators of incentives for carry trades

Graph A1

Strategies with US dollar as funding currency and local currency as target currency



# Anexo – tasa de interés

$$\begin{aligned} \ln\left(1 + \frac{\Delta FA}{TA}\right)_{i,c,t} = & \beta_1 \ln\left(1 + \frac{Debt_{USD}}{TA}\right)_{i,c,y} + \beta_2 \ln\left(1 + \frac{Debt_{LC}}{TA}\right)_{i,c,y} + \beta_3 \ln\left(1 + \frac{PHI_{op}}{TA}\right)_{i,c,y} + \beta_4 \ln\left(1 + \frac{PHI_{fin}}{TA}\right)_{i,c,y} \\ & + \beta_5 \ln\left(\frac{FA}{TA_{t-1}}\right)_{i,c,y} + \beta_6 \ln\left(\frac{DEU}{TA}\right)_{i,c,y} + \beta_7 \ln(i_{dep})_{c,y} + \\ & + D90TA * \left[ \gamma_0 + \gamma_1 \ln\left(1 + \frac{Debt_{USD}}{TA}\right)_{i,c,y} + \gamma_2 \ln\left(1 + \frac{Debt_{LC}}{TA}\right)_{i,c,y} \right] \end{aligned}$$

FA= activos financieros totales; TA=activo total; Debt\_LC=emisiones de deuda moneda local; Debt\_USD=emisiones de deuda USD y divisa; Phi\_op=beneficio operativo; PHI\_fin=beneficio financiero neto; DEU=deuda total; i\_dep=interés depósito bancario; D90TA=firma percentil 90 igual a uno; para cada i=firma; c=país, t=año

# Anexo – tasa de interés

- Tasa de interés de deposito bancario
  - ▣ Efecto positivo sobre la acumulación de activos financieros

$Ln\left(1 + \frac{\Delta FA}{TA}\right)_{i.c.t}$	GRANDES EMPRESAS			
	ALL	Año<2001	2001=>año<2009	año=>2009
	2	3	4	5
log(1+E. Deu_USD/TA)	.0055036***	-.0089559	.0005547	.0078484***
log(1+E. Deu_LC/TA)	.0033331	.0318526	-.0111961*	.0039643
log(phi_op/TA)	.1029108***	.1534245**	.0696057***	.1685618***
log(phi_fin/TA)	.0616085	.0703672	.0970617	.2055617*
log(FA/TA)(t-1)	-.3076673***	-.4907509***	-.4302845***	-.5304122***
Log(Deu/TA)	-.0053689***	.0000595	-.0044599**	-.0066846***
(mean) i_depo	-.0001209	.0004856	-.0007535*	.0014828**
d90ta=1	.0028164	.0085205	.0027948	.0298996**
d90ta=0 # log(1+E. Deu_USD/TA)	0	0	0	0
d90ta=1 # log(1+E. Deu_USD/TA)	-.0015925	.0263673	-.0005513	-.0049615
d90ta=0 # log(1+E. Deu_USD/TA)	0	0	0	0
d90ta=1 # log(1+E. Deu_USD/TA)	.0002773	0	.0075389	-.0079402
constante	.0386181***	.0479586***	.0614737***	.0490962***
Ef. Fijo x PAIS	no	no	no	no
Ef. Fijo x AÑO	no	no	no	no
N	5171	779	2401	1991

# anexo

36

## Definición de variables

Variable	Descripción	WSCODE	Fuente	Estado Contable	Nivel	Variable	Descripción	WSCODE	Fuente	Estado Contable	Nivel
v	Ventas netas o ingresos	1001	Datastream	Inc.Statement	Firma	TA	Activo total=Activo financiero+Plantas y equipos+Real state, inventarios, intangibles y otros	2999	Datastream	Balance Sheet	Firma
dfx_g	Derivados ganados	1018	Datastream	Inc.Statement	Firma	AF	Activos financieros= efectivo+inv.corto plazo+otros activos corr+otras inversiones	2003+2250+2008+2149 (1266+1268-1251)	Datastream		Firma
phi_op	Beneficios de las operaciones	1250	Datastream	Inc.Statement	Firma	phi_fin	beneficios financieros		Datastream		Firma
int_p	Intereses pagados deuda	1251	Datastream	Inc.Statement	Firma	D90TA	=1 si >90% activo total para cada país y año		Datastream		Firma
int_g	Intereses ganados	1266	Datastream	Inc.Statement	Firma	DEU_USD	Emision deuda en USD	Ticker	Bloomberg		Firma
div_g	Dividendos ganados	1268	Datastream	Inc.Statement	Firma	DEU_LC	Emision deuda en Moneda Local	Ticker	Bloomberg		Firma
Cash	Cash	2003	Datastream	Balance Sheet	Firma	Cup	Tasa emisión (cupón)	Ticker	Bloomberg		Firma
short_term	Otras inversiones	2008	Datastream	Balance Sheet	Firma	F_emision	Fecha de emisión	Ticker	Bloomberg		Firma
other_a	Otras inversiones	2149	Datastream	Balance Sheet	Firma	F_vto	Fecha de vencimiento	Ticker	Bloomberg		Firma
other_inv	Otras inversiones	2250	Datastream	Balance Sheet	Firma	er	TCN		WDI		País
K	Capital	2501	Datastream	Balance Sheet	Firma	i*	i FED (tbill) 10 años		WDI		País
DEU	Deuda total	3255	Datastream	Liabilities	Firma	i\$	i deposito		WDI		País
Q_tobin	Pasivos total	3351	Datastream	Liabilities	Firma		Emision bruta de deuda mercado capitales		BIS		País
int_p		4148	Datastream	Cash-Flow	Firma		Stock deuda mercado capitales		BIS		País
int_g		4149	Datastream	Cash-Flow	Firma		Activos bancarios		BIS		País
div_p	Dividendos pagados	4551	Datastream	Cash-Flow	Firma		Flujos brutos portafolio (entrada y salida)		CEPAL		País
I	Inversion	4601	Datastream	Cash-Flow	Firma		Flujos brutos IED (entrada y salida)		CEPAL		País
L	Empleados	7011	Datastream	General	Firma		Flujos brutos otros (entrada y salida)		CEPAL		País
vmercado	Valorizacion bursatil	8001	Datastream	General	Firma		PBI		CEPAL		País
dass	Derivados (stock)	18409	Datastream	Balance Sheet	Firma						
q_tobin	Q de Tobin	(8001+3351) /2999	Datastream	Construcción	Firma						