

**Departamento de Economía
Universidad Nacional del Sur**

**Trabajo de Grado de la Licenciatura
en Economía**

**“Un estudio a nivel firma de la
inversión en Argentina 1992-2017”**

Alumno: Mesas Santiago

Profesor Asesor: Pérez Artica Rodrigo

Diciembre 2017

Índice

I.	Introducción	1
II.	Explicaciones teóricas halladas en la literatura	6
III.	Datos y construcción de variables	11
IV.	Contrastación de hipótesis	23
V.	Metodología y variables	33
VI.	Resultados	36
VII.	Conclusión	43

I. Introducción

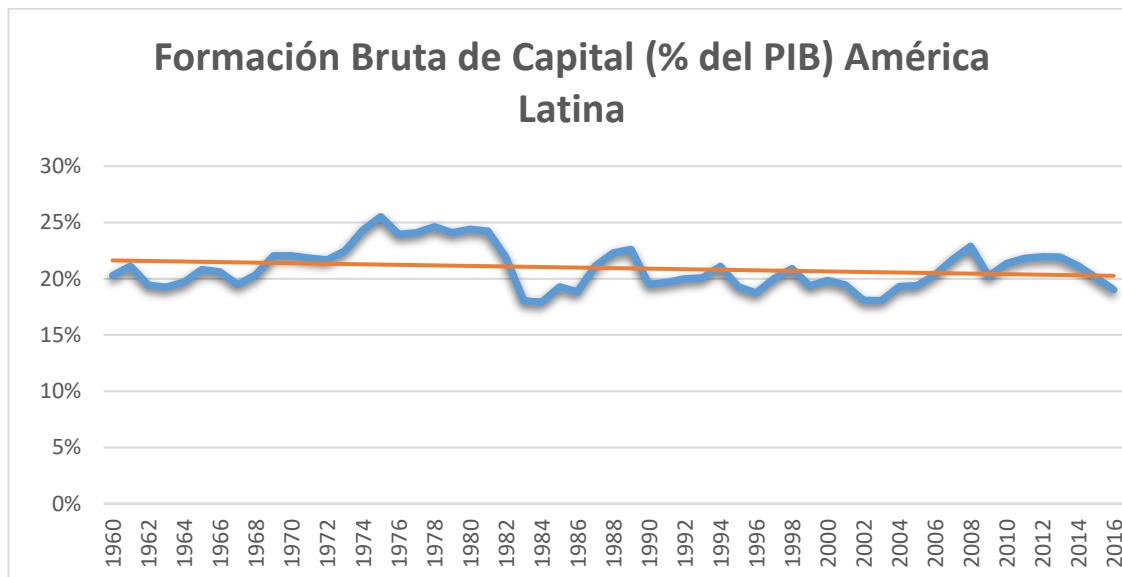
Este trabajo tiene como principal interés el análisis de la debilidad existente en la inversión argentina del sector corporativo en los últimos 24 años, poniendo principal atención al periodo post régimen de convertibilidad.

Varios motivos dan cuenta de la importancia de este problema. En primer lugar, la relación directa existente entre la inversión y el crecimiento en el largo plazo. La literatura encuentra diversas muestras de la importancia que tiene el nivel de inversión para lograr un crecimiento sostenido en el tiempo y a su vez, la capacidad que tiene como vehículo generador de un mayor progreso tecnológico y de su poder transformador sobre la estructura productiva de un país, logrando aumentos en el desarrollo y una elevada productividad (Manuelito y Jiménez, 2015). Además, en el corto y mediano plazo la inversión y sus movimientos afectan a la demanda agregada (siendo esta uno de los componentes más volátiles de la misma) y al empleo.

América Latina. Numerosos trabajos han mostrado que en los últimos ciclos económicos el desempeño de la inversión privada en Argentina ha sido inferior al esperable (Manzanelli, 2011; Azpiazu y Manzanelli, 2011). Pero la debilidad de la inversión no es sólo un fenómeno propio de la economía argentina, sino común a varios países y en particular al resto de América Latina.

Desde 1990 podemos identificar en la región dos grandes ciclos económicos. El primero comienza con una etapa expansiva en el período 1990-1998, caracterizada por un crecimiento generalizado y sostenido, salvo en México y Argentina durante 1995. Le siguió una fase contractiva en el período 1999-2002 debido en general al impacto de las crisis asiáticas sobre los flujos de capitales a la región, y al escaso crecimiento estadounidense. Desde 2003 al 2010 se desarrolló una nueva fase expansiva, distinguida por el crecimiento de las economías en un contexto de incremento de la demanda mundial y de los precios de exportación, así como de abundante liquidez en los mercados de capitales internacionales (Cepal, 2014). Este período expansivo fue interrumpido solamente por la crisis *subprime* del año 2008 y su efecto sobre la economía mundial incluyendo la latinoamericana (Manuelito y Jiménez, 2015).

Los elevados precios internacionales de exportación harían esperable un crecimiento de la inversión en la región, dada su importante correlación en el pasado (Magud y Sosa, 2015). A esto se le suma otro motivo por el cual resultaría teóricamente esperable una mayor inversión, asociado a la elevada liquidez en el mercado internacional de capitales (Manuelito y Jiménez, 2015). Ambos factores efectivamente ejercieron un papel favorable sobre la actividad económica y la inversión durante los años 2003-2008, esta última reflejada por tasas de crecimiento superiores a décadas anteriores. Sin embargo, se documenta una tendencia a la baja del ratio inversión a PBI desde el año 1980 (Manuelito y Jiménez, 2015; Magud y Sosa, 2015), manteniéndose en niveles muchas veces inferiores al 20%. Esto se observa en el gráfico N ° 1, en donde se exhibe la serie correspondiente a la formación bruta de capital para América Latina en su conjunto desde 1960, con su correspondiente ajuste lineal. La situación explorada para los países latinoamericanos contrasta notablemente con lo ocurrido en otros países en desarrollo, como son los casos de China, India o Tailandia, que lograron tasas de crecimiento del PBI y del PBI per cápita crecientes y donde la tasa de inversión fue muy superior, (Manuelito y Jiménez, 2015).



Fuente: elaboración propia en base a datos del Banco Mundial

Gráfico N°1

Argentina. En el ámbito local se encuentran dos ciclos que se corresponden con los atravesados en toda la región. Un periodo es el que abarca la fase expansiva de los años

de convertibilidad (1991-1998). Esta fase expansiva se interrumpió con el brusco freno del ingreso de capitales hacia 1998 y fue seguido por una prolongada recesión que desembocó en la devaluación de 2002. Por otro lado, una nueva expansión económica ocurrió en el periodo posterior a esta devaluación, en coincidencia con la segunda fase expansiva a nivel regional en el marco de mayores precios de exportación y demanda mundial. Esta expansión perduró hasta el año 2011 y desde entonces se desarrolla una etapa de estancamiento, donde la actividad económica no avanza en forma sostenida pero tampoco se produce una contracción sustancial.

Manzanelli (2011) observa que la tasa de inversión bruta nacional a precios constantes posee una pendiente negativa en la etapa de convertibilidad, y una positiva en la etapa posterior, llegando a su punto máximo en el 2008, para luego estabilizarse a partir de la crisis de las hipotecas. Estos hallazgos se ven reforzados a partir del análisis que realiza el autor utilizando la Encuesta Nacional de Grandes Empresas (ENGE), observando allí el mismo fenómeno que el encontrado en el agregado, como se observa en el gráfico 2.

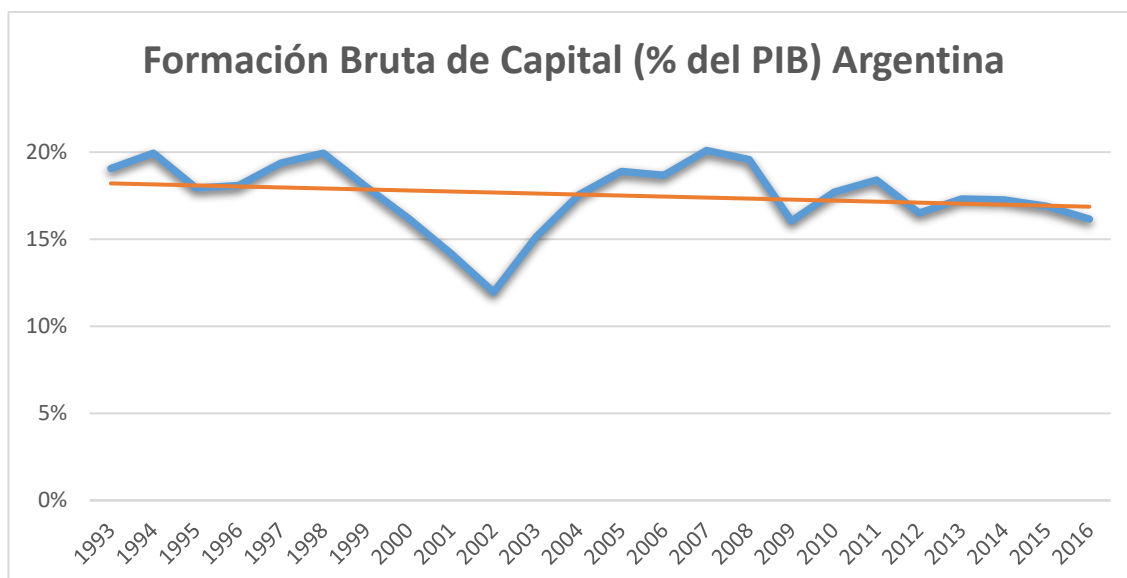
En ese marco, sobresalen dos aspectos relevantes para este trabajo. Primero, la tasa de inversión de las grandes empresas que integran el ENGE, fueron durante la primera parte de la etapa post-convertibilidad menores a las experimentadas por el total de la economía. Esto da a entender que la inversión agregada en este periodo fue propulsada principalmente por el sector público, la construcción residencial, y las empresas PYME, pero no por las firmas de mayor tamaño (Sánchez y Butler, 2007; Manzanelli, 2011).

Segundo, al analizar la relación entre utilidades e inversión durante el periodo post convertibilidad se observa que, a diferencia de la etapa de convertibilidad, la tasa de inversión bruta se ubica por debajo de la respectiva tasa de utilidades netas anuales, para la muestra de 500 firmas del ENGE, durante el periodo 2002-2009 (Manzanelli, 2011). Es decir que el creciente ahorro de las empresas, no indujo a un incremento proporcional en la inversión. Entre 1993-2001 la tasa de inversiones netas y la tendencia de las utilidades netas fueron similares, pero esto dejó de ser así a partir del año 2001. Por otra parte, durante los años de crisis (2002-2004) la inversión neta fue negativa, motivado por la existencia de capacidad ociosa a causa de los ya citados problemas económicos, para luego recuperar una senda positiva entre los años 2005 y 2009 (Manzanelli, 2011). Otros trabajos encuentran ciertos hechos estilizados para el periodo posterior a la devaluación

ocurrida en 2002, en donde la tasa de inversión recuperó sus niveles previos (Sanchez y Butler, 2007) pero con una mayor participación de la inversión pública en el periodo y un retraso relativo de la inversión privada.

En consonancia con esto, un estudio realizado a nivel firma para 41 empresas de capital abierto, identificó un crecimiento sostenido del valor bruto de producción a precios corrientes a lo largo del periodo 1998-2009 con un gran salto posterior a la crisis del año 2001. Esto a su vez, se condice con un aumento del nivel de ventas y corrobora la existencia de un periodo de crecimiento igual al expuesto para América Latina y Argentina previamente (Azpiazu y Manzanelli, 2011). Según las estimaciones realizadas en este trabajo, la inversión bruta, junto con la neta de estas empresas tuvo un decrecimiento entre los años 1998 y 2003 y un crecimiento hasta el año 2009 donde comienza a observarse un estancamiento. Lo último a nombrar, es que las firmas analizadas por los autores, tuvieron en casi todos los años analizados (1998-2009) ganancias netas claramente superiores a sus inversiones netas (Azpiazu y Manzanelli, 2011), mostrando un Exceso de Ahorro positivo. Como se observa, tanto en los estudios con estados contables de empresas de capital abierto, como en los que se utiliza la Encuesta a Grandes Empresas, se encuentran los mismos movimientos que el agregado en Argentina (Gráfico 2), mostrando una debilidad marcada en la inversión.

En suma, estos estudios dan cuenta de una notoria debilidad de la inversión en los años recientes en Argentina, que se inserta en un contexto regional donde la formación de capital también mostró un frágil desempeño. Adicionalmente, surge la necesidad de recurrir a un enfoque que permita evaluar el desempeño inversor en relación a un desempeño “potencial”. En ese marco, el Exceso de Ahorro por sobre los gastos de inversión aparece como un adecuado complemento del estudio de la inversión, pues permite examinar conjuntamente tanto la debilidad de esta última, como el Ahorro Neto (AN) que obtienen las empresas, pero no destinan a la acumulación de capital.



Fuente: elaboración propia en base a datos del Banco Mundial

Gráfico N°2

Este análisis puede ser realizado tanto a nivel agregado (por ejemplo, utilizando datos de Cuentas Nacionales) como a nivel firma, siendo este último el enfoque utilizado en este trabajo. El motivo por el cual se utiliza un análisis a nivel firma obedece a su escasa discusión por parte de la literatura argentina, sumado a la disponibilidad de balances contables de empresas no financieras de capital abierto cotizantes en BYMA (Bolsas y Mercados Argentinos) que aún no han sido explotados en su totalidad con la finalidad que aquí se persigue.

Por último, es importante destacar que los trabajos existentes acerca de la inversión privada, no han abarcado específicamente el período posterior a la crisis internacional de 2009. Por las características singulares de este período, mencionadas arriba, resulta interesante estudiar cuál ha sido la conducta inversora de las grandes firmas. En efecto, probablemente este sea uno de los principales aportes del presente trabajo: establecer cuál ha sido la conducta inversora de las grandes firmas de capital abierto en un contexto de estancamiento de la actividad económica y de la inversión agregada, y caracterizado por la vigencia de restricciones cambiarias.

En la próxima sección se enumerarán las explicaciones que se encuentran en la literatura para el citado problema. En el apartado III se expondrá la evolución de las variables de interés junto a una descripción estadística de la muestra. En la sección IV se contrastarán

las hipótesis teóricas con los datos de la muestra, en un análisis preliminar. Luego, en los apartados V y VI se procede a elegir y a estimar un modelo econométrico para la realización de la evaluación conjunta de las hipótesis consideradas. Por último, la sección VII recoge las principales conclusiones del trabajo.

II. Explicaciones teóricas halladas en la literatura

Crecimiento y oportunidades de inversión. Como ya se nombró previamente, a finales de la etapa de convertibilidad, se fueron sucediendo diversas crisis en otros países que afectaron a la Argentina teniendo como punto cúlmene la caída de la convertibilidad del peso en el año 2001/2002. Algunas de las más notorias consecuencias fueron el descenso brusco del PBI, el alto desempleo que superó holgadamente el 20%, junto con una fuerte caída de los salarios reales (Coremberg, Goldszier, Heymann y Ramos, 2007). Luego, la post convertibilidad se caracterizó principalmente por el “boom de los precios” de las materias primas y una muy alta devaluación inicial que multiplicó por 2,5 el tipo de cambio real (Cepal, 2014). Estos factores permitieron un proceso de alto crecimiento económico, en donde una diversidad de sectores (principalmente el transable) pudieron tener una expansión notoria de sus ventas. Por último, la etapa entre 2008 y la actualidad, es decir la etapa posterior a la crisis de las hipotecas, se distinguió por un PBI que se mantuvo en valores semejantes a los del 2007 (a precios constantes) según datos extraídos de la base del INDEC.

Partiendo de esta situación, una pregunta que cabe responder es cómo el nivel de ventas y su tasa de crecimiento, es decir, el ritmo de crecimiento de las actividades operativas, afectaron a la inversión que realizó cada una de las empresas. Ante un nivel de los términos del intercambio superior a los 30 años anteriores según datos del INDEC, un crecimiento anual promedio del 8% aproximadamente entre 2002 y 2007 (Coremberg et al., 2007), y el consecuente aumento en las ventas de las compañías, es de esperar que se verifique un aumento en la inversión. Esto se ve justificado dado que, ante un aumento en las ventas se induce un crecimiento en la inversión para no perder porciones del mercado (Sánchez y Butler, 2007). Más aún, modelos tradicionales de la inversión formalizan la relación entre el crecimiento del producto y las ventas, por un lado, y stock

deseado de capital de las firmas, por otro, bajo la explicación denominada “acelerador de la inversión” (Chirinko, 1993).

El exceso de ahorro (EA) de las empresas nos permitirá ver si las firmas con mayores ventas o mayores variaciones de ventas, invirtieron proporcionalmente más que las demás o prefirieron un mayor crecimiento del EA (mayor atesoramiento) en esta etapa.

Adicionalmente, existen algunos aportes de las finanzas corporativas que permiten intuir que, un menor ritmo de crecimiento de las actividades operativas propia de las empresas, actúa como una causa del EA (Pérez Artica, 2013). Jensen (1986) estudia un proceso asimilable al EA que es el flujo libre de caja, es decir, aquella parte del flujo de caja que excede al requerido por parte de la empresa para financiar inversiones con valor presente positivo. Siguiendo a este autor, ese fenómeno se daba para firmas con altas rentas, pero que operaban en sectores maduros y con escasas oportunidades de crecimiento. Es decir, sería esperable que las firmas que se desarrollan en sectores más maduros de Argentina, con menores tasas de crecimiento de sus ventas, sean las que tengan un EA superior al de aquellas firmas que operan en otros sectores, con tasas de crecimiento de sus ventas más significativas.

Volatilidad idiosincrática. Otro factor explicativo consiste en la volatilidad idiosincrática, tornando esperable que las firmas con mayor volatilidad, sean las que mayor EA presenten. Si bien no hay argumentos teóricos conclusivos sobre el impacto en la inversión, si se puede encontrar evidencia de una relación negativa entre la volatilidad y la inversión, y positiva entre la volatilidad y el EA (Pérez Artica, 2013). Esto está presente en diversos estudios para países desarrollados, principalmente Estados Unidos, en donde se encuentra que un incremento en la volatilidad de los flujos de fondos generó crecimientos en las tenencias de liquidez (Bates, Kahlen y Stulz, 2009). Para América Latina, Moguillansky (2002) muestra que la volatilidad de los flujos de capital (algo que tiene impacto claro sobre el flujo de fondos de una empresa, dado que son formas de financiamiento) ha afectado negativamente a la inversión agregada. A luz de este argumento teórico, un motivo por el cual la inversión privada permaneció deprimida pese al contexto de crecimiento y condiciones externas auspiciosas, podría residir en un aumento de la volatilidad idiosincrática de las firmas, del peso de las firmas más volátiles en el panel, o de sus efectos negativos sobre la inversión agregada.

Así, es necesario analizar la inversión y el EA de las compañías argentinas más volátiles y menos volátiles del panel para evaluar si dicha volatilidad constituye efectivamente un factor de depresión de la inversión.

Situación financiera. Buscando las posibles explicaciones para entender esta debilidad de la inversión desde otro ámbito, aparece el escenario financiero imperante en el periodo como otra fuente de posibles efectos relevantes. En la primera parte de este apartado, se analizará la coyuntura financiera de los años de estudio y luego se discutirá su importancia como determinante de la inversión y del EA.

Antes del año 2001 ocurrieron diversas crisis que repercutieron en los mercados, como fueron las asiáticas de 1997 y la crisis rusa de 1998 que generaron un redireccionamiento de los flujos de capitales a los países centrales, restringiendo en parte los créditos a países en desarrollo. Posteriormente, y en el marco de iliquidez, deflación y contracción de la actividad económica que dicho escenario imponía a un país con una caja de conversión, Argentina experimentó su propia corrida junto a una crisis bancaria y cambiaria. Subsiguientemente se dio una restricción al retiro de los depósitos bancarios, el “default” de la deuda (medida que originó un proceso de reestructuración que culminó en el año 2005), un máximo del riesgo país, sumado a una pesificación asimétrica de deudas y depósitos (Coremberg et al., 2007). Todo esto tuvo como consecuencia que el acceso al crédito tanto interno como externo fuese muy restringido para las firmas argentinas en los primeros años posteriores a la devaluación. Los mercados de capitales ante esta situación se vieron afectados por una mayor incertidumbre y los préstamos bancarios fueron débiles durante bastante tiempo (recién en el año 2006, los créditos al sector privado como porcentaje del PBI, superaron al 2002) y la reestructuración de la deuda corporativa dolarizada demandó de un proceso prolongado. A primera vista, parecería que la reducción del crédito agregado a pesar de la recuperación, constituye un fuerte caso de restricción al financiamiento y de racionamiento crediticio hasta el año 2006 (Piris, 2010), que tendría como efecto, un mayor EA para poder afrontar las inversiones planeadas.

A pesar de esto, es importante aclarar que, para el agregado, la existencia de un mayor ingreso nacional permitió un mayor ahorro nacional y así se contó con una gran fuente de financiamiento para la inversión del periodo (Manuelito y Jiménez, 2015). Igualmente,

CEPAL (2014) aclara que, en los mercados financieros internacionales se dio una mayor liquidez entre los años 2003 y 2008 aun con lo ocurrido en Argentina.

Este periodo de recuperación se vuelve a ver interrumpido en el año 2008 cuando se desata la crisis de las hipotecas *subprime*, dejando al sistema financiero muy debilitado, siendo necesario el rescate por parte de los bancos centrales a diversas instituciones tanto financieras, como de seguros, ya sea inyectando liquidez, tomando el control de las mismas u organizando fusiones con otras empresas. Esto generó una crisis generalizada y de gran magnitud en Europa y Estados Unidos, arrastrando a otros países. En la actualidad, esta situación se normalizó, y el mercado financiero caracterizado por tasas de interés de corto plazo relativamente bajas por parte de la FED y siendo los mercados emergentes, atractivos para la colocación de fondos.

En resumen, si bien en el periodo de convertibilidad hubo un gran afluente de financiamiento y de inversión extranjera directa (motivado por las privatizaciones) sobre el fin de esta etapa se notó una reversión de esta fuente de divisas debido a diversas crisis financieras que afectaron el mercado mundial de capitales. Con posterioridad al default de la deuda y a la crisis bancaria, Argentina tuvo agudas restricciones al crédito por dichos motivos, pero a nivel internacional, el mercado de capitales recuperó altos niveles de liquidez. Esto vuelve a interrumpirse con la crisis de 2008 para posteriormente recuperarse lentamente hasta llegar a una relativa normalidad en la actualidad.

Es de esperar que el racionamiento impulse una menor inversión a nivel agregado en épocas de menor liquidez como las nombradas. Esto no es conclusivo para la totalidad de las empresas, dado que, dependiendo de su tamaño y reputación en los mercados internacionales, cada firma estuvo más o menos expuesta a estos vaivenes restrictivos. Con todo, no se puede negar una influencia de este contexto en todas las empresas del panel.

El tamaño de la firma influirá en el racionamiento que sufra la misma. Es esperable que firmas más grandes, tengan menores restricciones de financiamiento aun en periodos de menor liquidez internacional, que una empresa mediana o pequeña. Estas últimas ya de por sí se enfrentan a los problemas de información de los mercados, sufriendo riesgo moral, selección adversa y mayores costos de financiamiento (Vigier y Salloum, 1997).

A la hora de explicar el efecto del racionamiento sobre la inversión, el argumento esgrimido por un destacado trabajo de Fazzari y otros (1988) acerca de cómo los efectos de las restricciones al financiamiento afectan a la inversión se explica como sigue: si las empresas no contaran con los fondos propios suficientes para el nivel de inversión óptima y estas empresas a su vez tienen restricciones al financiamiento, nunca podrían llegar al citado nivel. De aquí se desprende que la inversión sea sensible a las variaciones en el flujo de fondos de la firma.

Por su parte, la literatura existente (principalmente desarrollada y probada empíricamente para países industrializados) sugiere que un mayor exceso de ahorro será observable en firmas racionadas que en las no racionadas. Dichas necesidades de cobertura serán cubiertas de dos formas. La primera consiste en reservar sistemáticamente una porción del flujo de caja bajo la forma de efectivo, algo que no tendría una razón de ser para las firmas no racionadas (debido a que tienen acceso al mercado de créditos). Esta posibilidad es comprobada empíricamente por Almeida, Campello y Weisbach (2004). La segunda opción es disminuir el apalancamiento de la empresa, para tener un mayor margen de endeudamiento en el futuro (Acharya, Almeida y Campello, 2007). Cualquiera de las opciones citadas, se obtendría como resultado un aumento o un nivel mayor de EA entre firmas racionadas, que entre las no racionadas.

Como consecuencia, resulta interesante evaluar cuál ha sido la evolución de la inversión y el EA en las firmas racionadas y no racionadas, considerar su tendencia y sus movimientos a lo largo del tiempo. Sería de esperar que las firmas argentinas racionadas atesoren un mayor EA que las no racionadas a lo largo del panel.

Apropiabilidad de la inversión. Algunos autores citan a la apropiabilidad de la inversión como algo necesario para que esta se realice. Este concepto hace referencia a la capacidad de obtener (apropiarse) los beneficios propios de la realización de una inversión, teniendo un flujo certero y estable a lo largo del tiempo. La existencia de un riesgo o de una baja apropiabilidad de la inversión puede venir de impuestos altos y variables, de interferencias en los precios como ocurrió posteriormente a la crisis del 2001 (controles de precios, congelamiento tarifario, restricciones a las exportaciones, etc.), entre otros. Algunos trabajos ven la baja apropiabilidad reflejada en el bajo valor relativo de la Bolsa Argentina con respecto a otras (por ejemplo, la de Brasil) y en la preferencia por invertir

en construcción antes que en equipos durables. Sumado a esto, la volatilidad de diversas variables macroeconómicas (inflación, crecimiento, tipo de cambio real, etc.) que impactan sobre la rentabilidad, perjudican a la apropiabilidad, dado que puede augurar un cambio en las reglas de juego o en la introducción de políticas discrecionales, afectando también a la rentabilidad (Sánchez y Butler, 2007).

Oligopolización y extranjerización. Por último, dos explicaciones que se brindan en la literatura para poder entender esta debilidad de la inversión son la oligopolización de ciertos mercados y la extranjerización de las empresas. Según aquellos autores que piensan que esta situación se debe a la oligopolización de los mercados, su argumento se explica como sigue: las empresas que actúan en mercados fuertemente concentrados, no ven beneficioso una gran inversión en el sector, generando que los beneficios obtenidos vayan orientándose a actividades no productivas. El motivo por el cual no canalizan una mayor inversión está dado por el grado de madurez tecno-productivo que poseen y debido a esto, no se requiere inversiones significativas para mantener su posicionamiento competitivo (de oligopolio) en el mercado al cual pertenecen (Manzanelli, 2011; Manzanelli y Azpiazu, 2011). El otro motivo nombrado es la extranjerización de las empresas, que es justificado porque se documenta una tendencia al crecimiento de las empresas extranjeras que componen las 500 del ENGE. Se puede observar una tendencia a que la cúpula empresarial, esté compuesta con el paso del tiempo, por un mayor número de capitales foráneos. Estas empresas, toman sus decisiones de inversión en sus casas matrices, teniendo la posibilidad de ubicar su matriz productiva en cualquier parte del globo, generando que lo obtenido en concepto de beneficios, no siempre se invierta en el país donde se originó (Manzanelli, 2011).

III. Datos y construcción de variables

El análisis a nivel firma es efectuado a partir de datos contables de frecuencia trimestral, para un conjunto de 121 empresas de capital abierto de Argentina durante el primer trimestre de 1993 y el primer trimestre de 2017 obtenidos a través de la página Bolsar. Nuestro panel surge de la selección de aquellas firmas que no se desempeñan en el sector financiero, excluyendo a bancos, compañías de seguro, sociedades de bolsa, firmas de leasing y de tarjetas de crédito, entre otras. Sobre la base de estos datos se construyen las

variables de interés que consideramos en nuestro estudio de acuerdo con las definiciones del Cuadro 1.

Cuadro 1
Construcción de variables

Variable	Definición
Ahorro Neto	$\frac{\text{Ganancia (Pérdida) del Período}_t}{\text{Activo Total}_t}$
Formación de Capital Bruta	$\frac{[\text{Inversion Fija}_t - \Delta \text{Activo Corriente Neto de Efectivo}_t]}{\text{Activo Total}_t}$
Exceso de Ahorro	Ahorro Bruto – Formación de Capital Bruta
Endeudamiento	$\frac{\text{Pasivo Total}_t}{\text{Activo Total}_t}$
Tenencia de Liquidez	$\frac{\text{Efectivo y equivalentes al efectivo}_t}{\text{Activo Total}_t}$
Activo No Operativo	$\frac{\text{Activo no Corriente}_t - \text{Bienes de Uso}_t}{\text{Activo Total}_t}$

Seguidamente, en el cuadro número 2 se presenta la estadística descriptiva del total de la muestra para Argentina, exponiendo la media, el desvío estándar, los percentiles 25, 50 y 75 y el número de observaciones de cada una de las variables indicadas arriba.

Cuadro 2

Estadística Descriptiva

Resumen de medidas de dispersión y tendencia central para las principales variables de interés.

	N	Media	Desvio	p25	p50	p75
Exceso de Ahorro	5061	-0.015253	0.178135	-0.046528	-0.001895	0.0402606
Ahorro Neto	5395	0.010254	0.133977	-0.006604	0.014720	0.045691
Formación Bruta de Capital	5134	0.025508	0.130605	-0.010387	0.015036	0.0527606
Endeudamiento	5478	0.552538	0.295957	0.375063	0.547219	0.7109619
Liquidez	5473	0.035403	0.051362	0.006892	0.018431	0.0435285
Activo No Operativo	5452	0.163227	0.197007	0.036320	0.087422	0.2100072

N indica el número de observaciones firma-año, p25, p50, y p75 representan los percentiles 25, 50 (mediana) y 75 de la distribución. Las definiciones de las variables son provistas por el Cuadro 1.

A continuación, en el gráfico N° 3 se expone la evolución de las variables de interés para este trabajo. En cada panel se exhibe la trayectoria tanto de la mediana, como de la media de las variables ya definidas, debido a que se quiere captar el comportamiento representativo de la muestra (obtenido a través de la mediana), y lo ocurrido con el agregado (medido a través de la media). Dos aclaraciones son necesarias realizar previamente para poder comprender mejor los gráficos expuestos. La primera es que en el gráfico se omiten los trimestres de la crisis de 2001 debido a que se dificultaba la exposición de las curvas a causa del brusco movimiento que realizan en ese periodo, pero si se tuvieron en cuenta en el análisis escrito posterior; la segunda aclaración es que, para evitar la estacionalidad de los datos, se grafica el promedio móvil de cuatro trimestres inmediatamente anteriores tanto para la media muestral como para la mediana de todas las variables de interés.

A su vez, es necesario delimitar el contexto histórico y económico de los diversos sub-períodos para comprender los movimientos de las variables. El periodo de convertibilidad considerado, se puede caracterizar como un proceso de sucesivas crisis internacionales que afectaron de una u otra manera a la economía nacional (tequila 1994; asiáticas 1997; rusa 1998; brasilera 1999), sumado a grandes aumentos de la tasa de desempleo y derrumbes del PBI recurrentes, cuyo punto más álgido se dio con la caída del régimen de convertibilidad en el año 2002. Subsiguientemente se suscita un proceso de crecimiento

de gran magnitud para la historia argentina provocado por la mejora en los precios internacionales de las materias primas, devaluación real del peso, salarios reales más bajos, etc., que más tarde desembocara en un estancamiento luego de la crisis *subprime* ocurrida en el año 2008, fenómeno que continua hasta la actualidad.

A la luz de la teoría, resultaría esperable obtener un Ahorro Neto decreciente en los años de crisis y creciente en los años correspondientes al auge económico, como consecuencia de que las ganancias de las compañías se mueven, por lo general, en sintonía con la situación económica. Esto mismo tendría que tener una condescendencia con la inversión (Formación Bruta de Capital) siendo mayor en periodos de crecimiento económico y menor en etapas de crisis, dado que, una mayor actividad genera una necesidad de aumentar la capacidad para abastecer el mercado, y eso se logra a través de una mayor Formación Bruta de Capital (FBC). A partir de todo lo explicado, se procede a la obtención del gráfico N° 3 con las variables de interés.

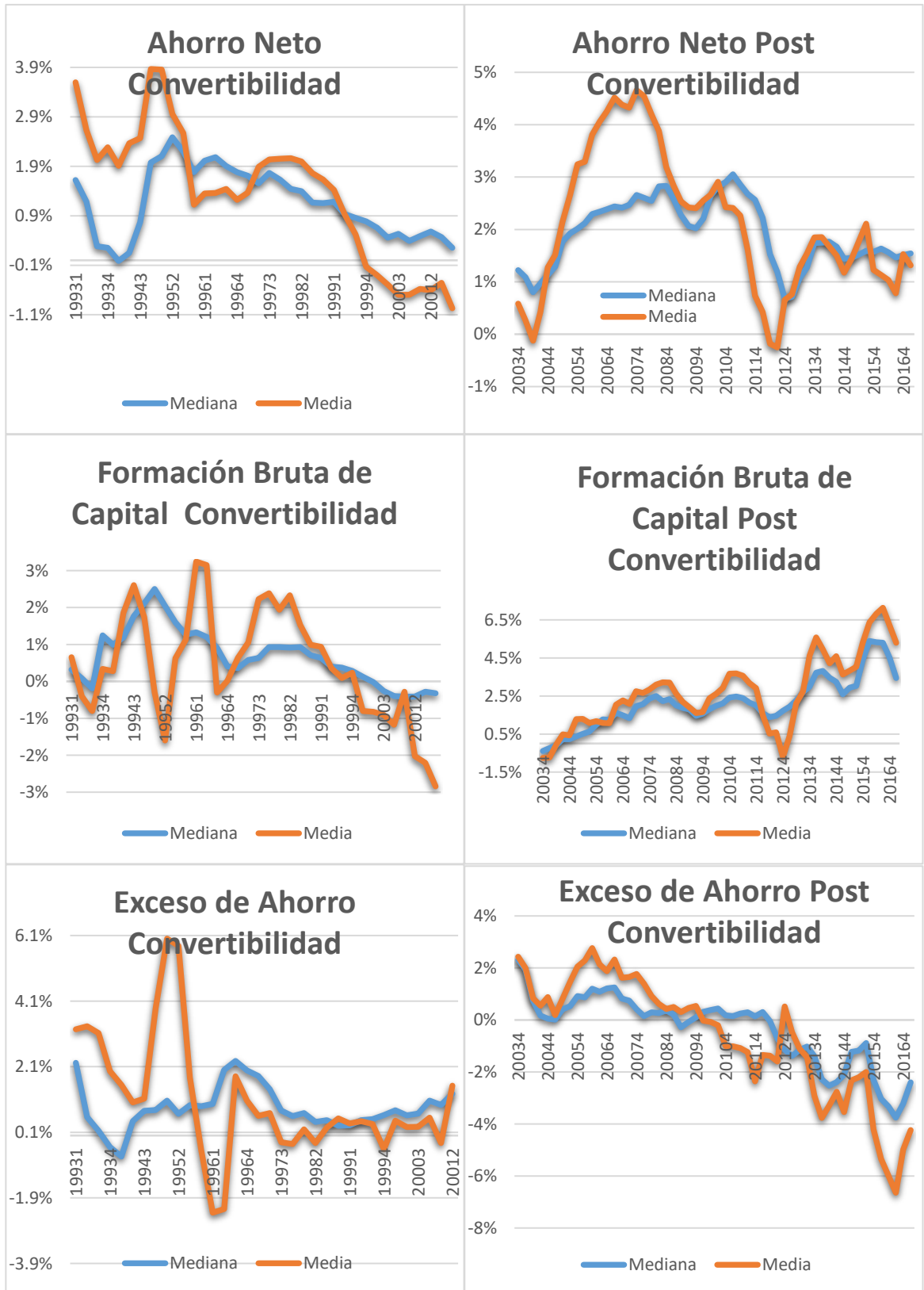


Gráfico N° 3

Como se nombró, el gráfico N °3 muestra las tres principales variables a analizar en este trabajo y sus movimientos a través del tiempo. A continuación, establecemos los rasgos de la evolución de cada serie que mayor interés teórico revisten.

Ahorro Neto (AN). En primer lugar, siguiendo con lo esperado, se observa que el AN de las firmas del panel durante los años de convertibilidad decrece con el paso del tiempo de forma empinada, tanto si se lo mide a través de su mediana, como también de su media, y cuyo punto más bajo sucede en la crisis del año 2001. Ya superados los trimestres más arduos de la crisis, donde se gestó un AN negativo, la economía tuvo un crecimiento importante, principalmente impulsado por la mejora de los términos del intercambio dado el aumento de los precios de las materias primas exportables, sumado a una devaluación real de la moneda y una contención de tarifas y salarios. Esto provocó un gran crecimiento del AN, hasta llegar a niveles similares a los de pre crisis de convertibilidad observados en el gráfico 3. Luego de este crecimiento, nuestra variable de interés se estancó, causado por el freno del crecimiento del producto durante la crisis *subprime* y la desaceleración de la economía mundial (Cepal, 2014).

Un detalle pasado por alto en la literatura (debido en parte a la inexistencia de trabajos actualizados), fue que, en los últimos ocho años, las ganancias de las firmas del panel no fueron tan abultadas como se suponía. Lo que se observa es una mejora entre los años 2001 y 2008 con un crecimiento importante de las mismas y posteriormente un estancamiento. Siendo más precisos, los niveles actuales de AN son similares a los de los años '90 (que por su parte son los años de crisis de la convertibilidad), haciendo imposible afirmar que las compañías de capital abierto, tengan una tendencia creciente a aumentar sus ganancias y pudiendo confirmar que las mismas se encuentran en promedio estancadas.

Formación Bruta de Capital (FBC). La tendencia de la FBC cambió entre las diferentes etapas. En la fase de crisis de la convertibilidad, la FBC adquiere una tendencia claramente decreciente, tanto para su media, como para su mediana, implicando que la inversión en dicho periodo fue en retroceso con el paso del tiempo. Como se afirmó en un principio, este era el comportamiento esperable, dado que las inversiones generalmente caen cuando hay decrecimiento de la actividad. Otro punto a marcar es que, si bien no aparece en el gráfico por los motivos ya nombrados, la FBC se torna negativa

entre los años 2001 y 2003 inclusive, algo que fue estudiado por los autores citados en este trabajo (Manzanelli, 2011). La situación crítica provocó incertidumbre económica y política, sumándose a que las empresas vieron menguar sus ventas, haciendo que no se invirtiera ni para aumentar el stock de capital ni para renovar el stock depreciado, traducándose en una FBC negativa. Es para resaltar que este mismo movimiento del panel durante el periodo de convertibilidad, se observa en el agregado a partir del gráfico 2, cuyos datos pertenecen al Banco Mundial, sumando representatividad a la muestra.

Ulteriormente, la etapa post convertibilidad mostró un importante cambio con respecto al periodo anterior, ya que luego de la crisis, la pendiente se tornó marcadamente positiva, aun hasta la actualidad. Hasta 2008, las firmas se comportaron como predice la teoría, dado que, ante el aumento del PBI y del empleo, invirtieron en una mayor cuantía, que se vio reflejada en una rápida recuperación en los niveles de FBC. Los resultados obtenidos hasta el año 2010, coinciden con los obtenidos por Manzanelli (2011) tanto a nivel agregado, como los que se encuentra utilizando la Encuesta Nacional de Grandes Empresas (ENGE), corroborando de nuevo la representatividad del panel que se utilizó en este trabajo.

Además, se encontró algo muy interesante e importante de resaltar en los resultados, referido al comportamiento de las firmas del panel en los últimos años de la serie, posteriormente a la crisis de las hipotecas. Se puede ver que luego de un leve descenso después del año 2012, la inversión vuelve a tomar una senda positiva y creciente, tanto si se lo mide a través de su mediana como de su media. Esto resulta contradictorio con los datos de inversión a nivel agregado. A partir del año 2012 la inversión agregada argentina comienza una etapa de claro decrecimiento según se puede advertir en el Gráfico N°2 mostrado previamente, ocurriendo exactamente lo contrario en el panel de firmas analizadas donde observamos un ascenso de la FBC. La coincidencia en el comportamiento de nuestra muestra y el agregado para los periodos previos nos llevan a inferir que el comportamiento observado en la muestra para el período posterior a la recesión de 2009, reflejan un cambio en la conducta inversora de la muestra de grandes firmas con respecto al agregado en este nuevo período.

Sumado a lo descrito recientemente, no hay que olvidarse que estas firmas están hundiendo su capital en un contexto adverso, algo que suma relevancia a estas

conclusiones. Actualmente la situación económica tanto a nivel nacional (según los datos del INDEC disponibles hasta la fecha), como a nivel internacional es hostil a raíz del estancamiento en el crecimiento, del aumento en las restricciones al comercio y de las turbulencias políticas por parte de los de los clásicos compradores de productos argentinos como son la Unión Europea y Estados Unidos.

Exceso de Ahorro (EA). El tercer y último componente principal a analizar es el Exceso de Ahorro mostrado en el gráfico 3. Lo que se obtiene es que, durante los últimos 24 años tenidos en cuenta para este trabajo, el EA fue muy cercano a cero y hasta incluso negativo, como por ejemplo en los años de la crisis de convertibilidad y en los trimestres posteriores a 2013. Esto casi que desecharía una posible hipótesis de que el EA de ahorro en Argentina tenga pendiente positiva para las empresas cotizantes en BYMA.

Analizando más detalladamente se encuentra que en la etapa de convertibilidad, la mediana se mantuvo positiva en casi todos los años, es decir, relativamente mayor ingreso a comparación de la inversión realizada. Ya en la fase de post convertibilidad se observa un comportamiento más errático, que inicia con un EA negativo durante la crisis, para luego ser positivo en el auge económico entre 2003-2008. Hay que mencionar que el EA positivo de esa fase si bien fue provocado por un aumento de los ingresos de magnitud, también fue acompañado por una mayor inversión de las firmas, no siendo solamente un aumento de ingresos.

Finalizando el periodo estudiado, a partir de 2010, el EA es muy cercano a cero, para luego transformarse en negativo. Esto último nombrado es importante debido a que arroja una conclusión por demás interesante a los fines del estudio y no documentada en trabajos anteriores que es que para este último período la inversión de las firmas de la muestra es proporcionalmente mayor que sus ingresos. Es decir que, en estos últimos siete años, las grandes firmas estudiadas han invertido proporcionalmente (medido tanto a través de la media como de la mediana) más que los ingresos generados por ellas en un contexto de estancamiento económico tanto nacional como internacional, de apreciación cambiaria, de restricción a la compra de divisas, de ciertos cambios arbitrarios del marco institucional (las propias restricciones cambiarias, la estatización de YPF, etc.). Esto parece desechar cualquier argumento que esgrima que las grandes empresas no están

invirtiendo en estos años, pudiéndose afirmar que no sólo están invirtiendo, sino que, a su vez, invierten en una proporción mayor a sus ingresos.

Dado el resultado obtenido para la variable Exceso de Ahorro, no va a ser de importancia ni tampoco de mucho ayuda como instrumento de análisis, ya que no parece reflejar ningún comportamiento cíclico ni tendencial teóricamente relevante, y es casi en promedio cero a lo largo de todo el periodo. Es decir, si bien es una herramienta significativa, y nos dejó una importante conclusión para el final de la etapa analizada, el análisis preliminar de las tres series realizado hasta aquí parece indicar que la inversión va a ser un punto de mayor impacto e importancia para estudiar, dejando de lado el EA en ciertos momentos del desarrollo de este trabajo.

Continuando con las variables de interés, tres de las aplicaciones que se les da al Exceso de Ahorro son la liquidez, el endeudamiento y los activos no operativos. Para la exposición de estas variables, también se procedió como en el caso del EA, FBC y AN a suavizar las series obteniendo su promedio móvil tanto para el caso de la mediana muestral como para la media de los cuatro trimestres inmediatamente anteriores, evitando así cualquier tipo de estacionalidad de los datos.

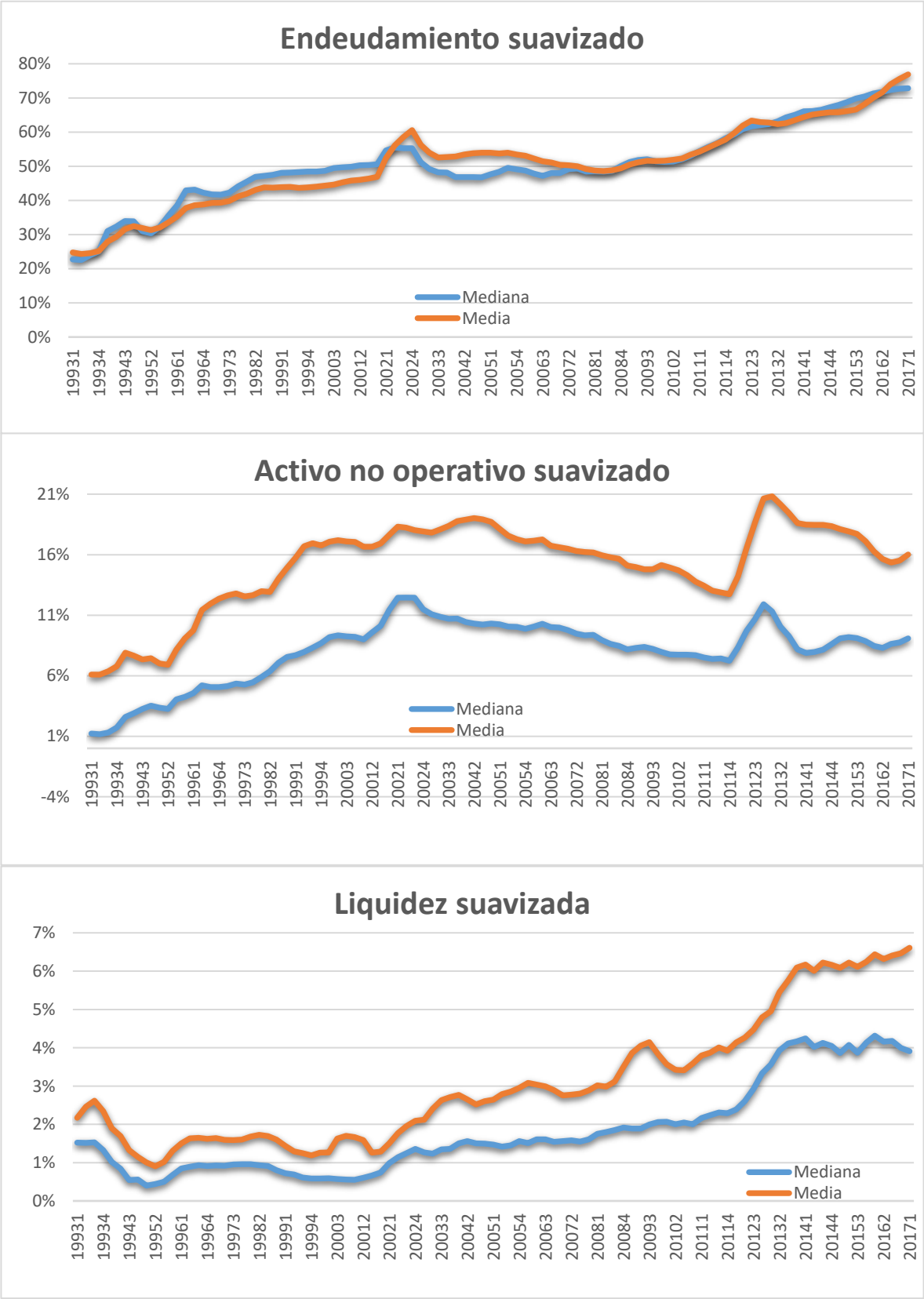


Gráfico N° 4

Endeudamiento. Uno de los destinos o aplicaciones del EA que se pueden nombrar es el endeudamiento, medido como el ratio entre el pasivo total y el activo total. En el gráfico 4 se pueden distinguir tres etapas marcadas que son:

- El periodo entre 1992 y 2001, donde el endeudamiento de las firmas del panel fue creciendo con una pendiente poco empinada, pero sostenida, reflejada tanto en la mediana como en la media.
- Otra etapa que incluye los años de entre crisis (2001 a 2008) que, a su vez, coinciden con los altos precios de las materias primas y el crecimiento del PBI de Argentina. En esta etapa, el endeudamiento se mantuvo en niveles constantes para las empresas teniendo en cuenta ambas medidas de tendencia central.
- Por último, el periodo posterior a la crisis de las hipotecas. Este se caracterizó por un crecimiento más pronunciado del endeudamiento tanto visto por su mediana, como por su media coincidiendo sus valores en casi toda su extensión.

Si bien es difícil ser conclusivo, estas etapas parecieran ser un reflejo de lo que ocurre con el EA y la situación económica de cada periodo. Las firmas se encontraron hasta aproximadamente el año 1997 con un gran acceso al crédito a tasas relativamente bajas, que luego se frenaría a causa de las crisis. Esto sumado a apreciación cambiaria y a la apertura existente en estos años hacían que los márgenes y el autofinanciamiento proveniente del AN fueran muy bajos, reflejándose entonces en un ratio de endeudamiento creciente en esta etapa (sumado a crecimiento de la inversión hasta el año 1997). Como se nombró, al haber un decrecimiento del EA en el periodo de convertibilidad, provocó que existiera una tendencia a un mayor endeudamiento para cubrirse de fondos necesarios por parte de las firmas a causa de las inversiones que querían realizar. Luego entre los años de 2001 y 2008 se gestó un crecimiento económico, y un mayor EA, haciendo que el endeudamiento no fuera necesario dado los aumentos de ingresos que tenían las firmas, y es por eso que esta variable se estancó y hasta decreció, aun a pesar de una inversión creciente. Por último, la combinación de mayores inversiones y estancamiento del AN con el estancamiento de la actividad económica, se motivó un nuevo avance del endeudamiento y de su crecimiento más empinado en el periodo de análisis. En resumen, pareciera ser que existe, por lo menos más claramente desde el año

2002 a la actualidad, una necesidad de inversión importante, dado que la FBC tiene una pendiente positiva en todo este trayecto, y a su vez, se ve reforzado a partir del aumento del apalancamiento de las empresas cuando los fondos internos no son suficientes para financiarlas.

En suma, el ratio de apalancamiento no hace más que reforzar las conclusiones que ya se habían mostrado en el gráfico de inversión anterior, mostrando además, que las empresas ante la disminución de los fondos internos durante los últimos años para autofinanciarse, deciden endeudarse y así cubrir sus inversiones.

Activos no operativos. Otro destino del EA son los activos no operativos, es decir aquellos activos no corrientes que no son para el uso de la actividad principal de las compañías. Utilizamos este indicador como un indicio, si bien imperfecto, para evaluar si existió una tendencia a la diversificación o a destinar parte de los ingresos de las firmas a actividades que no forman parte del núcleo de negocios principales de la empresa. A partir de lo obtenido en los gráficos, se obtiene que en la etapa de convertibilidad se notó un claro crecimiento del activo no operativo, llegando a un punto máximo en el año 2002 si se tiene en cuenta a la mediana y en 2004 en el caso de la media. Es decir, se observa que, tanto durante los trimestres de crisis como de crecimiento de la convertibilidad, hubo un aumento del activo no operativo. Esto ocurrió como característica general de todo el periodo, sin poderlo atribuir a momentos de incertidumbre y no observándose algo esperable que es que, durante las etapas de mayor incertidumbre y turbulencias de los últimos años de la historia económica argentina, las empresas tendieran a adquirir activos que no son propios de su actividad para diversificar sus actividades.

Esto se revierte parcialmente luego de los años ya nombrados, en donde los activos no operativos adquieren una pendiente marcadamente descendente hasta la actualidad. Esto también sugiere una conclusión relevante que es que desde la crisis de 2001 a la actualidad ha habido una re-especialización de las empresas hacia sus actividades ordinarias, y no hacia una diversificación. Un punto a resaltar es el salto que se da en la serie en el año 2012, que es causado por el cambio de las normas contables utilizadas por las empresas que cotizan en BYMA. Es para recalcar, que, a pesar de este salto, se sigue teniendo una pendiente marcadamente descendente hasta la actualidad.

Liquidez. La liquidez es la tercer y última variable de interés en el gráfico 4. La misma es importante debido a que suele ser una de las formas que diversas empresas tienen como medio para protegerse ante diversos ciclos y vaivenes de la economía o como mecanismo de reserva. A partir del análisis gráfico, se observa que el comportamiento se encuentra dentro de los parámetros normales. En principio es relativamente estable en la convertibilidad hasta la etapa de crisis en donde aumenta de manera considerable dado el incremento de incertidumbre y de la disminución de la actividad económica. Esta logra estancarse en el periodo de mayor crecimiento de la etapa post convertibilidad, aunque a niveles más altos que la fase anterior, para luego volver a crecer en el periodo siguiente a la crisis *subprime*. Claramente la liquidez adquiere una pendiente positiva a lo largo de todos los años en cuestión, siendo un reflejo de las inestabilidades que sufren las firmas y mostrando que es una manera de cubrirse de las mismas.

IV. Contrastación de hipótesis

Luego del desarrollo de las variables principales, es momento de intentar realizar una primera contrastación de las diversas hipótesis explicativas del desempeño de la inversión en Argentina, planteadas en la revisión de la literatura de este trabajo.

Según ingresos de las firmas. Para empezar, es de importancia a partir de lo ya planteado en incisos anteriores, saber si las empresas de mayores ingresos, son las que invierten proporcionalmente más en cada periodo. Para poder averiguar esto, se procedió en tres pasos: (i) primero se computó el promedio de AN de cada firma a lo largo de todo el período considerado, (ii) segundo, se procedió a dividir las firmas según quintiles de Ahorro Neto promedio, (iii) por último, se obtuvo la mediana de la FBC de las firmas que comprenden cada uno de esos quintiles.

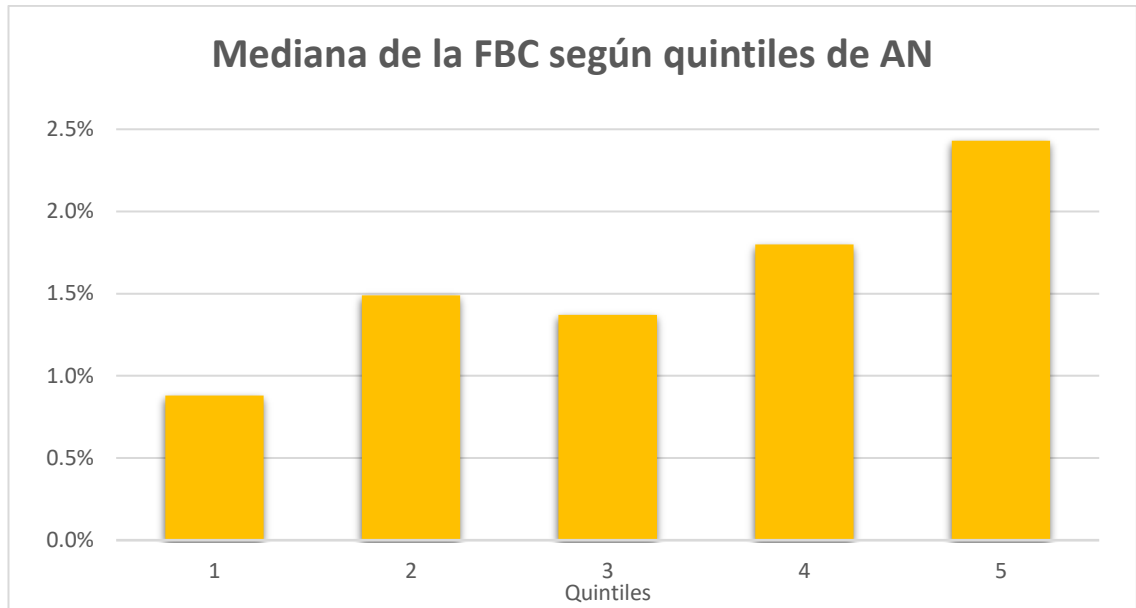


Gráfico N° 5

A partir del gráfico 5 se puede observar que ocurre algo esperable para la teoría, que es que las firmas que mayor Ahorro Neto tienen (mayores ganancias), son las que invirtieron más a lo largo de los últimos 20 años. Eso se constata al observar que los quintiles mayores, poseen una mediana de FBC también mayor, y vuelve a dejar en claro que dentro de las empresas que utilizan el mercado de capitales, cuanto mayores son los ingresos, mayor tiende a ser la inversión.

El cuadro anterior se realizó teniendo en cuenta el promedio del AN de los 24 años en su conjunto, generando que los resultados no sean tan específicos de cada etapa y es por esta razón que se decidió realizar el mismo análisis, pero generando los quintiles teniendo en cuenta el AN de cada periodo en particular: Convertibilidad y post-Convertibilidad. Pretendemos contrastar así los nuevos resultados obtenidos con los anteriores donde se tuvo en cuenta todo el periodo.

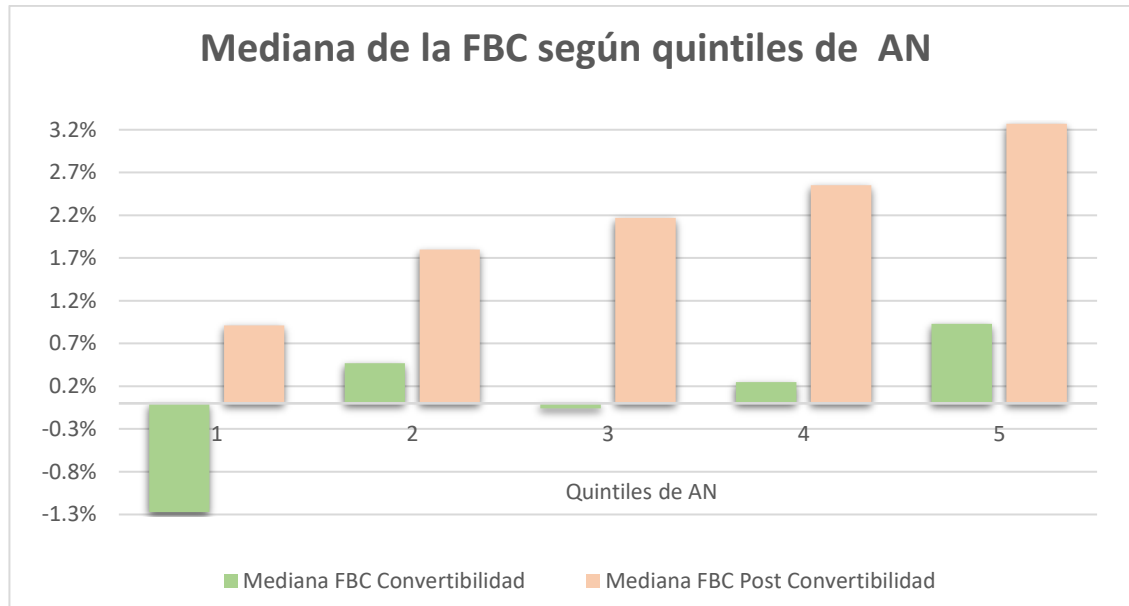


Gráfico N°6

Cuando utilizamos el Ahorro Neto propio de cada etapa para computar los quintiles, se obtiene prácticamente el mismo resultado que cuando tomamos los 24 años en conjunto. Las firmas de mayores ingresos (AN) son las que mayores inversiones hicieron, casi durante todo el periodo, aunque en la etapa de convertibilidad, los quintiles intermedios, poseen medianas que no reflejan lo esperable, dado que un quintil como el 2 posee una mediana mayor que el quintil 4. Esto último significa que, en niveles intermedios, ciertas firmas con menor AN superaron en inversión (según sus medianas) a las firmas con ingresos mayores, ocurriendo principalmente este fenómeno en los años anteriores a la crisis de 2001. A pesar de esto, en la post convertibilidad, se cumple lo mismo que lo encontrado en el gráfico 5 y lo esperable en la teoría.

Según el tamaño de las firmas. La próxima hipótesis a contrastar es aquella según la cual el pobre desempeño de la inversión obedece a la presencia de restricciones en el acceso a financiamiento. Examinamos esta hipótesis considerando como resultó el AN y la FBC dado el tamaño de las empresas medido a través de sus activos. Siguiendo a trabajos seminales de la literatura de racionamiento financiero (Fazzari, Hubbard, Petersen, 1988; Kaplan & Zingales, 1997) es esperable que las firmas de mayor tamaño, inviertan más dado que por sus características tienen un mayor acceso al mercado crediticio y menores restricciones al financiamiento.

A partir de la división en quintiles según el tamaño de las firmas medido por sus activos totales, se procede a graficar la FBC y el AN de dichos quintiles.

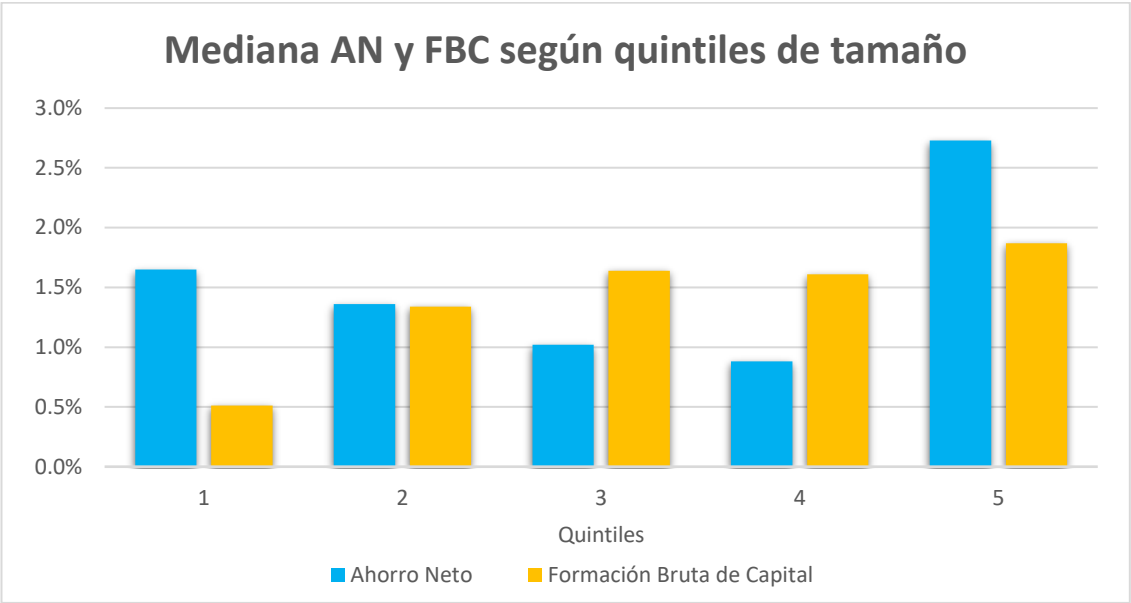


Gráfico N°7

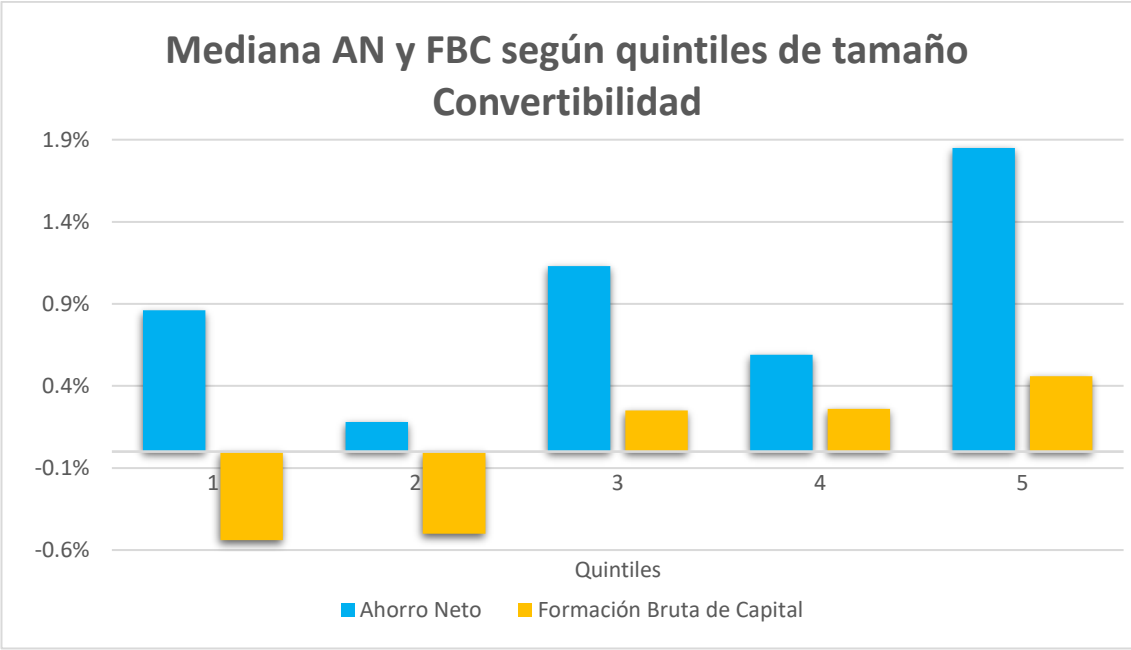


Gráfico N°8

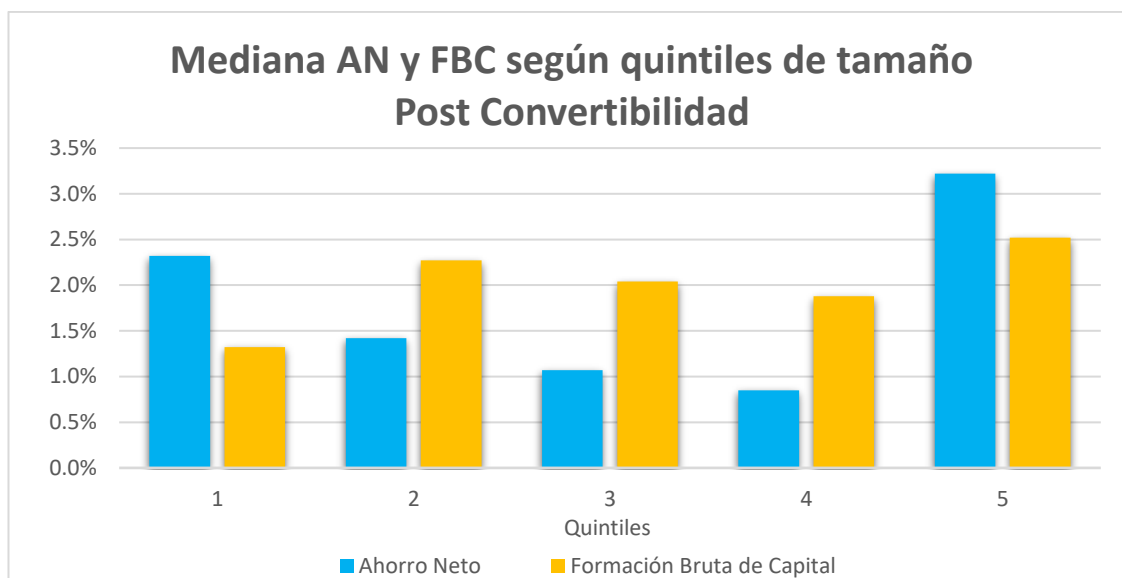


Gráfico N°9

Según lo que se puede observar en los gráficos 8 y 9, tanto en el periodo de convertibilidad, como en el de post convertibilidad, la FBC sigue el patrón esperado. Es decir, cuanto mayores son los activos de las firmas, mayor es la FBC, mostrando que las empresas están invirtiendo proporcionalmente más cuando su tamaño aumenta.

Por otro lado, el comportamiento del AN no es homogéneo y ciertas veces no es el esperado, ya que se supone que compañías de mayores activos, tengan también un mayor AN. Esto en cambio no ocurre siempre como regla general, sino que, por ejemplo, en la convertibilidad, los quintiles uno y tres, poseen un mayor AN que el dos y el cuatro; y en la post convertibilidad los quintiles uno y dos, poseen mayor AN que el tres y cuatro. En resumen, las ganancias de las empresas parecen estar disociadas del tamaño de las mismas (medido por los activos), aunque sí exponen una relación teóricamente esperable en el caso de la inversión.

Según crecimiento de las ventas. A continuación, evaluamos la hipótesis del acelerador presentada, entre otros trabajos, por Chirinko (1983). Según este planteo, las firmas que operan en sectores más maduros de Argentina, con menores tasas de crecimiento de sus ventas, serán las que realicen una menor inversión, y tengan un EA superior (Jensen, 1986).

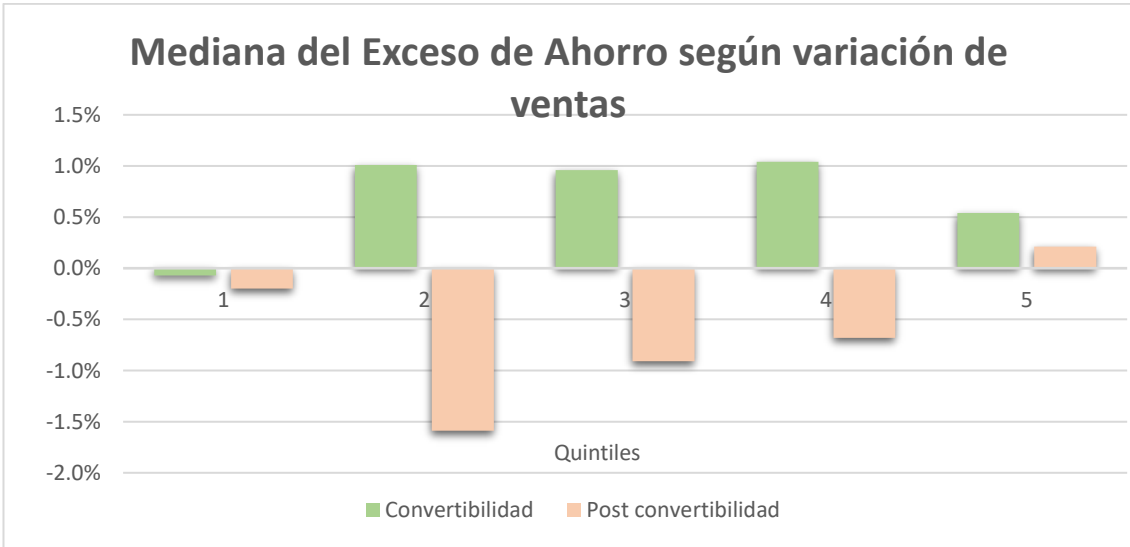
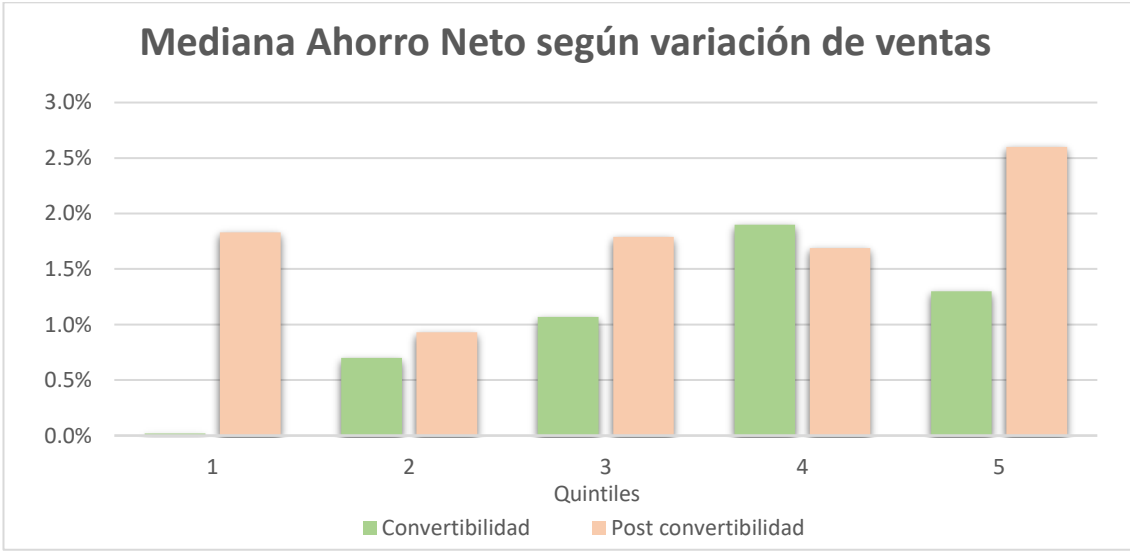
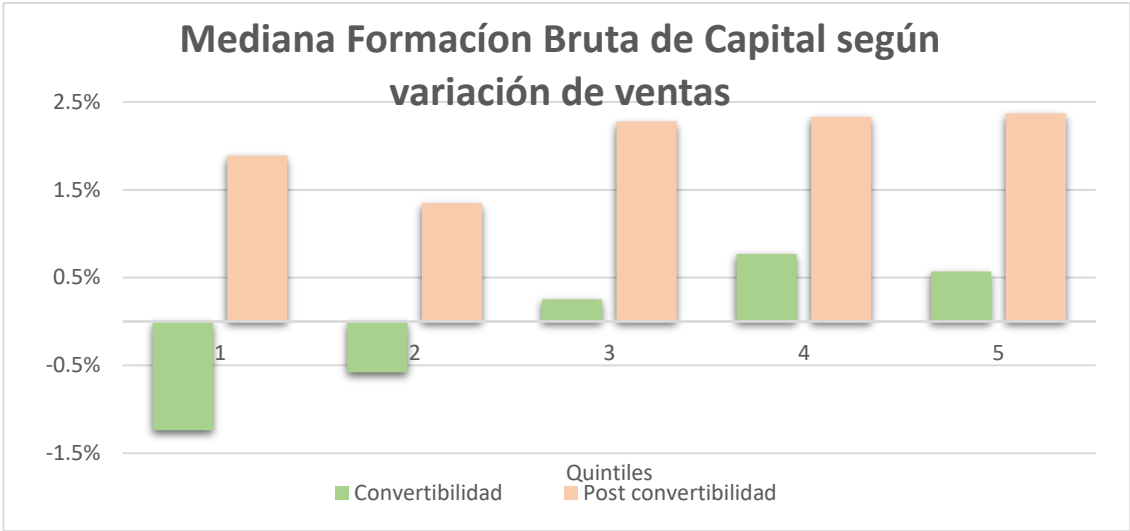


Gráfico N° 10

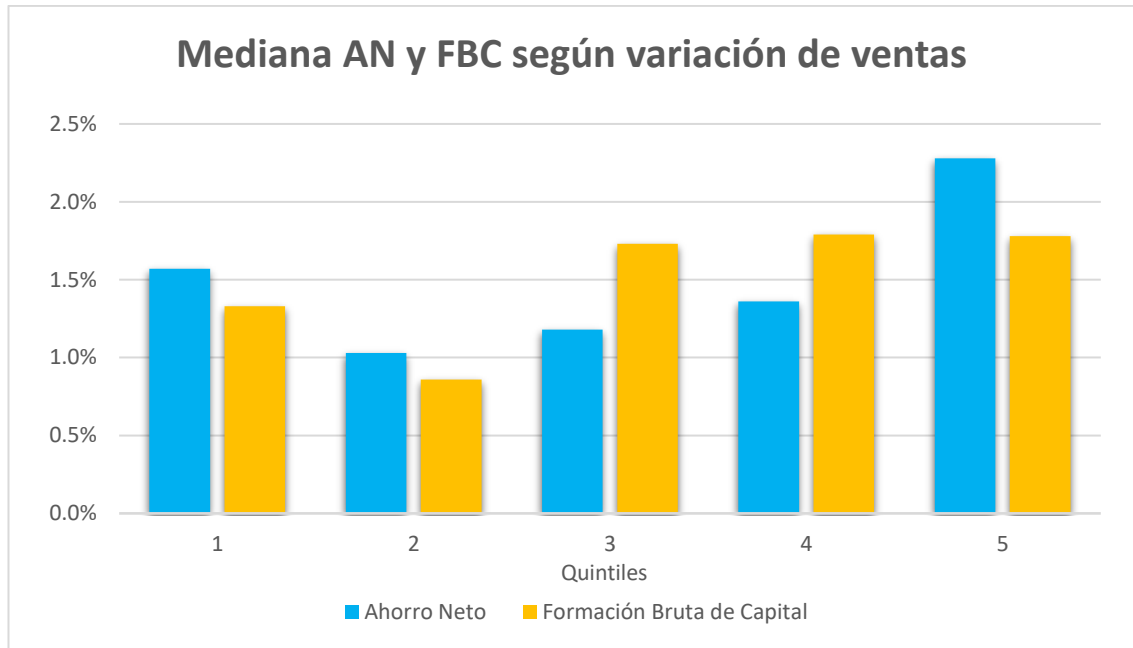


Gráfico N° 11

En principio se observa algo esperable, ya que las firmas más maduras o con menor crecimiento en sus ventas fueron las que invirtieron menos, ya sea durante el periodo completo de la serie, como dividiéndolo entre convertibilidad y post convertibilidad. A su vez se observa que el AN fue mayor en las empresas con mayor variación de ventas, en ambos periodos históricos, algo también esperable.

Para finalizar con este punto, algo que contradice a la que documento Jensen, es que en general, las firmas con mayor variación en sus ventas, fueron las que mayor EA tuvieron. En la etapa de convertibilidad, no se puede llegar a ninguna conclusión firme ya que los quintiles intermedios (2, 3 y 4) son los de mayor EA. Pero en el caso de la post convertibilidad, es claro que la tendencia a que las firmas de mayor variación de ventas o menos maduras, sean las que tengan un mayor EA (aunque sea negativo).

Según volatilidad idiosincrática. Otra hipótesis a analizar es el impacto negativo de la volatilidad idiosincrática sobre la inversión, medida a través del coeficiente de variación de las ventas. A partir de ese coeficiente, como se vino haciendo hasta aquí, se dividen en quintiles de mayor a menor volatilidad, para luego calcular la mediana de la FBC y EA de cada uno de esos quintiles.

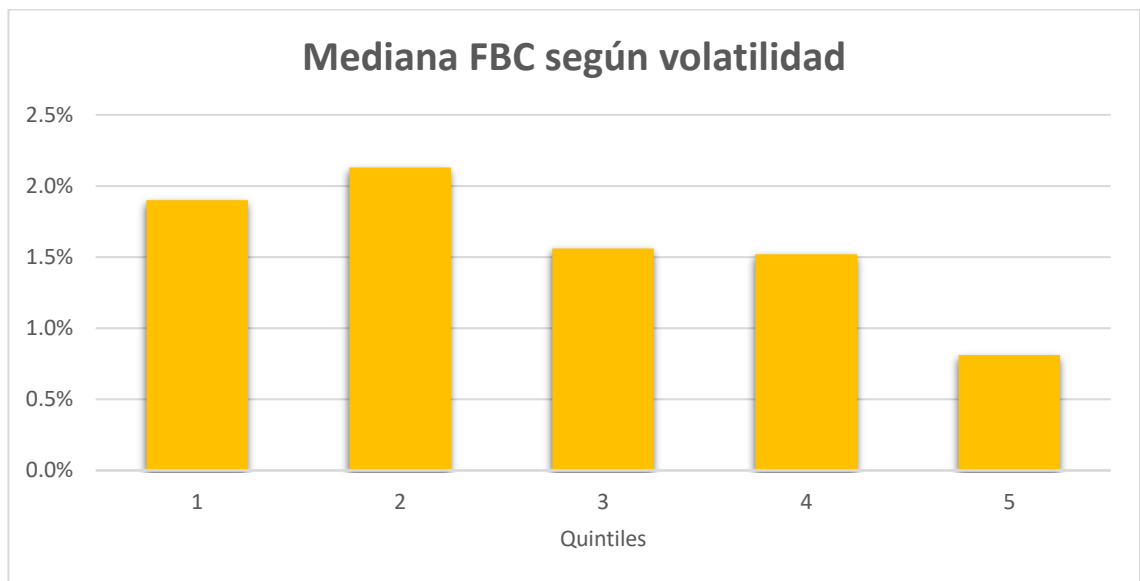


Gráfico N°12

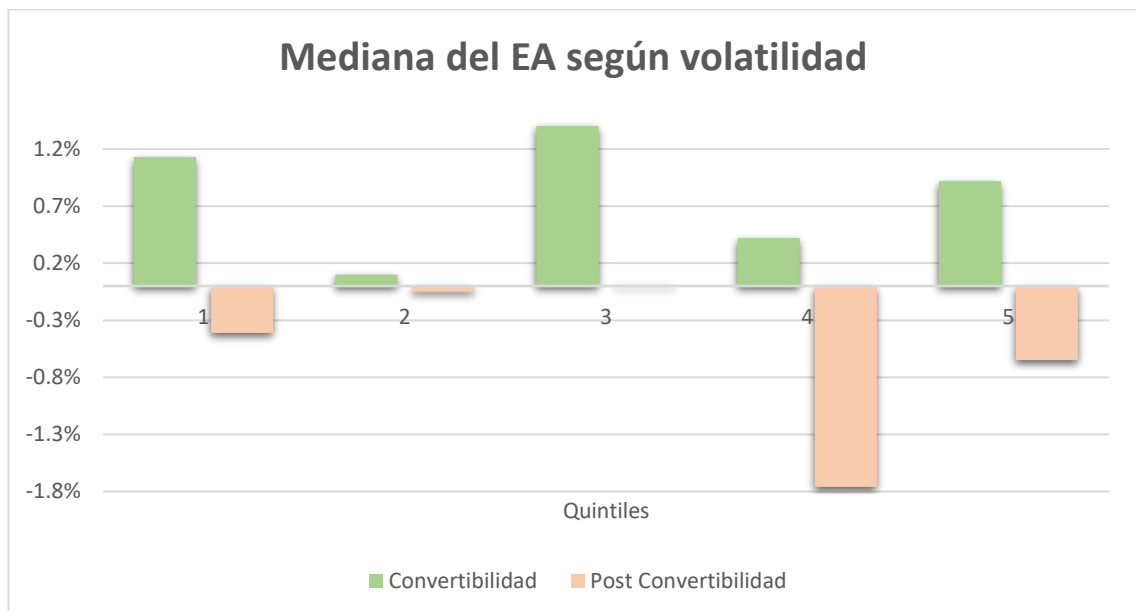
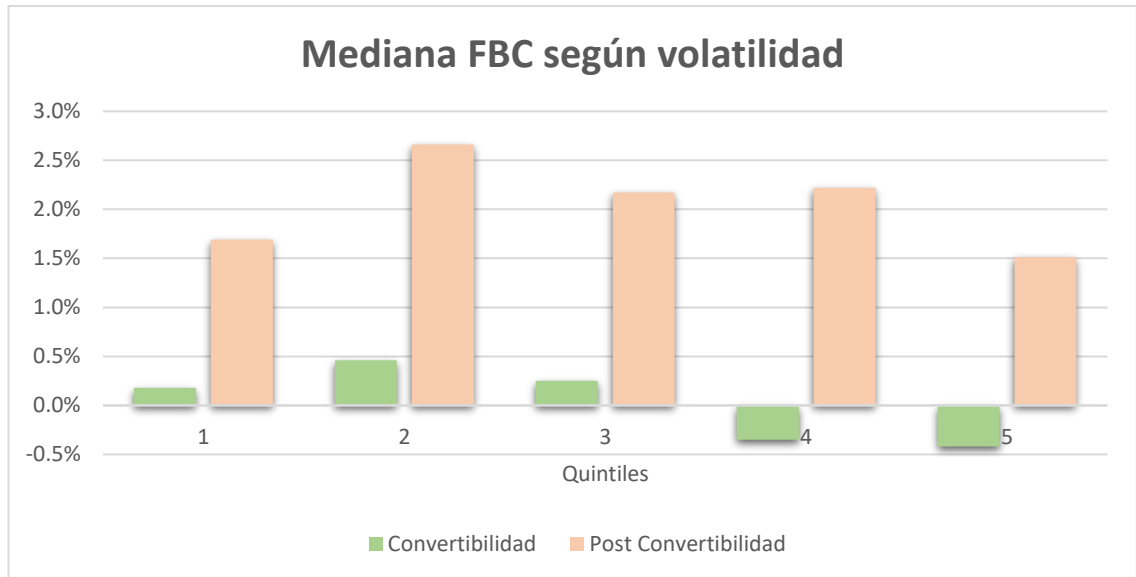


Gráfico N° 13

Como se observa tanto en el gráfico 12, como en el 13, si se toma a todo el periodo o si se lo divide en etapas históricas, cuanto mayor es la volatilidad idiosincrática, menor es la inversión realizada. Con esto se corroboran los trabajos ya citados anteriormente (Pérez Artica, 2013; Bates, Kahlen y Stulz, 2009) y se comprueba que la volatilidad, sí afecta a la inversión en Argentina. En el caso del EA los resultados no arrojan resultados homogéneos. En el periodo de convertibilidad, es difícil sacar conclusiones ya que los diversos quintiles de volatilidad arrojan diversos valores de EA sin permitir una

conclusión firme o una tendencia marcada. Por el contrario, en la segunda etapa, si se puede ver algo más interesante que es que a pesar de mostrar una inversión menor las firmas más volátiles, en ellas el EA no es mayor. Esto es sorprendente porque sería de esperar, que las firmas de mayor volatilidad, destinaran un mayor monto a atesoramiento precautorio debido a los riesgos que enfrentan, lo que debería reflejarse en un EA mayor.

Según apropiabilidad. Nuestra última hipótesis a contrastar gráficamente es la de apropiabilidad de la inversión y su efecto sobre la misma. Si bien, como ya se definió anteriormente, la apropiabilidad abarca conceptos amplios en donde se plantea la necesidad de poder “apropiarse” de la rentabilidad de las inversiones, teniendo un flujo certero y estable a lo largo del tiempo (Sanchez y Butler, 2007) se decidió tomar como variable proxy al coeficiente de variación de los retornos a la inversión. Sería de esperar que volatilidades más grandes de los retornos a la inversión, se condigan con una menor apropiabilidad, dado que las mismas no son estables a lo largo del tiempo.

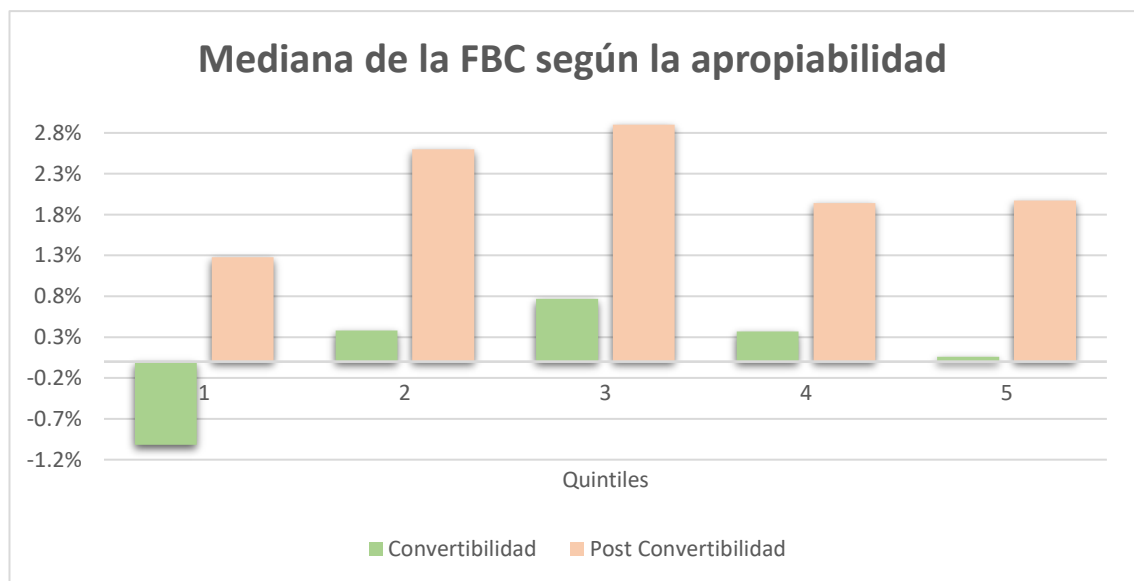


Gráfico N°14

Considerando dicha forma de medir la apropiabilidad, se puede observar en el gráfico 14 que tanto en la convertibilidad como en la post convertibilidad (salvo por el quintil uno), cuando menor es la apropiabilidad (mayor el coeficiente de variación de los retornos a la inversión), menor es la mediana de la FBC. Dicha conclusión, corrobora lo que expone

la teoría para el caso de nuestro panel, convirtiendo la apropiabilidad en una variable a tener en cuenta.

En suma, del análisis realizado hasta aquí, tenemos como resultados preliminares que en general las hipótesis planteadas en nuestro apartado teórico tienden a ser validadas para nuestra muestra de firmas. Puntualmente:

- 1) Cuanto mayor sean las ganancias (Ahorro Neto) de las empresas, mayor es la inversión que realizan.
- 2) Ante mayor tamaño de activos (y en consecuencia también un menor racionamiento financiero) mayor es la inversión. A su vez, no se encontró una relación clara entre el Ahorro Neto y el tamaño de los activos de las empresas del panel.
- 3) Cuanto menor es la tasa de variación de las ventas (firmas “maduras”), menor es la inversión de las firmas, y también menor es la AN. Contrariamente a la teoría, principalmente en la post convertibilidad, las firmas menos “maduras” fueron las que mayor EA tuvieron.
- 4) Cuanto mayor es la volatilidad idiosincrática, medida a través del coeficiente de variación de las ventas, menor es la inversión realizada.
- 5) Cuanto menor es la apropiabilidad (mayor es el coeficiente de variación de la ROA) menor es la FBC.

Sin embargo, estos son apenas resultados bivariados que ignoran los efectos conjuntos de todos los factores considerados e ignoran otros controles típicamente incluidos en una función de inversión. A continuación, avanzamos en la especificación de un modelo econométrico con el propósito de resolver estos problemas.

V. Metodología y variables

Para evaluar en qué medida todas las hipótesis nombradas hasta aquí permiten explicar la tendencia de la inversión a lo largo del periodo analizado, acudimos a dos modelos econométricos. El primero de ellos, que llamaremos base, posee las principales variables de interés; y el segundo que llamaremos extendido, posee variables adicionales de control para darle mayor robustez a la estimación. Estas variables de interés, serán medidas de

racionamiento, apropiabilidad, volatilidad y ritmo de crecimiento y se utilizarán modelos de efectos fijos (en particular Fixed Effects y Two-Way Fixed Effects) que mejor ajustan con los datos recabados.

Modelo Base. El modelo base, que tiene como variable dependiente la Formación Bruta de Capital de cada empresa, utiliza diez variables explicativas cuyo principal objetivo es tratar estadísticamente las hipótesis planteadas en este trabajo. Entre estas variables se encuentran:

- *Racionamiento financiero.* Como variable del racionamiento financiero se utilizó el logaritmo natural del activo total, que identifica como racionadas a las firmas de menor tamaño, siendo esperable que tenga signo positivo en la estimación.
- *Ritmo de crecimiento.* La variable utilizada para reflejar el ritmo de crecimiento, es la variación de las ventas, mostrando a su vez cómo se comporta la inversión de las firmas “maduras”. Resulta esperable que el signo de este coeficiente sea positivo, dado que un mayor ritmo de crecimiento de las ventas debería estimular un crecimiento del stock de capital deseado.
- *Volatilidad idiosincrática.* Para tener una medida de la volatilidad idiosincrática se recurrió a usar un coeficiente de variación móvil con una ventana de cinco periodos de acuerdo con la fórmula $cv_{-5} = x \frac{\sigma_{-5x}}{E_{-5}x}$ donde σ_{-5x} representa el desvío estándar móvil de la variable x entre los períodos t y $t-5$, y $E_{-5}x$ indica la media móvil de la variable x entre los períodos t y $t-5$. En este caso particular, estimamos la volatilidad idiosincrática mediante el coeficiente de variación de la variable ventas (siendo firmas más volátiles, las de mayor valor de dicho coeficiente) y es de esperar que esta tenga un impacto negativo sobre la inversión.
- *Apropiabilidad de la inversión.* La apropiabilidad de la inversión se calcula utilizando el coeficiente de variación móvil que se describió en el inciso anterior, para la variable ROA (retornos sobre activos) de cada una de las firmas. Como se sostuvo en la discusión preliminar de las hipótesis en el apartado anterior, de este trabajo, es de esperar que, ante mayor volatilidad de dicho

retorno, la apropiabilidad sea menor, esperando entonces un impacto negativo sobre la inversión.

- *Ganancias.* Para poder medir como afectan las ganancias de las empresas a la inversión, se utilizó como variable explicativa el Ahorro Neto, esperando que se obtenga un signo positivo. Esto significa que, por un lado, al generar mayores ganancias, las firmas deberían tener mejores incentivos para aumentar su inversión. Por otro lado, las ganancias actúan como principal fuente de financiamiento a la firma.

- *Variables de control.* Dentro de las variables de control se encuentran el tiempo junto con los ratios de liquidez, endeudamiento, activo no operativo y la variación de las deudas (variación del pasivo total).

- Por su parte, el impacto de la variación del pasivo intenta capturar si un aumento del endeudamiento afecta o no a la inversión, esperando que, si un mayor endeudamiento es destinado a la FBC, dicha variable de control sea positiva y significativa.

- El ratio de los activos no operativos fue añadido con la finalidad de observar los efectos que el grado de diversificación ejerce sobre la formación de capital fijo; el de liquidez para controlar el impacto de la tenencia de efectivo o equivalentes sobre la inversión; y por último, nos interesa controlar por los efectos del nivel de endeudamiento de una empresa o el porcentaje de fondos de terceros sobre la FBC.

- El tiempo intenta capturar la tendencia de todo el periodo analizado que no puede ser explicada por la evolución de las variables explicativas y de control antes descripta.

Modelo extendido. Elaboramos un modelo extendido que agrega esencialmente el efecto de variables macroeconómicas A las variables del modelo base, se les añaden:

- La variación trimestral del EMAE (Estimador Mensual de la Actividad Económica) mostrando como afecta la actividad económica de Argentina a la inversión, siendo esperable un impacto positivo en la misma.
- El tipo de cambio real multilateral y los términos del intercambio;
- Una variable de interacción entre las firmas que se desempeñan en el sector transable con el tipo de cambio real multilateral;
- Y por último dos variables dicotómicas, una que toma valor uno en los trimestres de la convertibilidad, y la otra en los trimestres de la crisis del 2008.

VI. Resultados

Previo a la estimación de ambos modelos, se comprobó a través del rechazo de la hipótesis nula perteneciente al test de Hausman, que el modelo apropiado para los datos del panel es un modelo de efectos fijos. A su vez se detectó la presencia de heterocedasticidad en ambas especificaciones, lo que generó la necesidad de corregir dicho problema. Sumado a esto, debido a la característica de los datos, fue imposible testear autocorrelación y correlación contemporánea, pero igualmente se procedió a corregir dichas dificultades para poder comparar los resultados obtenidos y tener una mayor robustez de las estimaciones.

Se procede a continuación a la estimación econométrica de ambos modelos. A los efectos de verificar la robustez de estos resultados, se estimó para cada uno de ellos:

- Una especificación de efectos fijos (FE)
- Una especificación de efectos fijos con corrección por heterocedasticidad (FE $p(h)$)
- Una especificación de efectos fijos con corrección por heterocedasticidad y autocorrelación (FE $p(h)$ corr(ar1))
- Una estimación Two-Way Fixed Effects

VARIABLES	(1) Modelo Base FE	(2) Modelo Base FE p(h)	(3) Modelo Base FE p(h) corr(ar1)	(4) Two-Way Fixed Effects
tiempo	-0.000252 (0.000171)	0.000431*** (5.75e-05)	0.000428*** (6.21e-05)	-0.000789 (0.000809)
lnAT	0.0203*** (0.00413)	0.000255 (0.000663)	0.000241 (0.000713)	0.0147*** (0.00433)
varventas	-0 (0)	-0 (0)	-0* (0)	-0 (0)
AN	0.120*** (0.0173)	0.0295*** (0.0112)	0.0309*** (0.0119)	0.172*** (0.0173)
vardeudas	0*** (0)	0*** (0)	0*** (0)	0*** (0)
movcv1_ventas	-4.16e-05 (0.000144)	-6.97e-06 (0.000151)	-1.24e-05 (0.000157)	-0.000111 (0.000140)
movcv1_AB	1.32e-06 (2.66e-05)	1.34e-06 (9.28e-06)	2.86e-06 (9.86e-06)	2.81e-06 (2.58e-05)
liq	-0.289*** (0.0584)	-0.0871*** (0.0207)	-0.0961*** (0.0228)	-0.324*** (0.0580)
end	0.0829*** (0.0131)	0.0317*** (0.00533)	0.0342*** (0.00571)	0.0640*** (0.0130)
adq2	-0.209*** (0.0192)	-0.0513*** (0.00603)	-0.0552*** (0.00664)	-0.202*** (0.0189)
Constant	-0.382*** (0.0766)	-0.0143 (0.0123)	-0.0141 (0.0133)	-0.227** (0.115)
Observations	4,412	4,412	4,407	4,412
R-squared	0.072			0.156
Number of company_code	106	106	101	106

Standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Cada columna del Cuadro reporta los resultados de la regresión correspondiente a cada especificación. La columna uno corresponde al modelo de Efectos Fijos, la dos a la corrección por heterocedasticidad, la tres a la corrección por heterocedasticidad y autocorrelación, y la cuatro al modelo Two-Way Fixed Effects. En todas las columnas la Formación Bruta de Capital es la variable dependiente y cada fila reporta los coeficientes estimados para: el logaritmo natural del activo total, la variación de las ventas, el coeficiente de variación móvil de las ventas, el coeficiente de variación móvil de la ROA, el Ahorro Neto, el tiempo, la variación de las deudas, la liquidez, el endeudamiento y el activo no operativo.

Modelo base. Los resultados obtenidos a partir del modelo base dejan a la vista ciertas conclusiones que son de importancia remarcar. La tendencia a lo largo del tiempo de la formación bruta de capital mostró ser positiva y significativa en los modelos corregidos por heterocedasticidad y autocorrelación. Esto refuerza lo que se observa en los gráficos mostrados anteriormente, e indica que hay factores que tienden a elevar la FBC de la muestra y no son captados en nuestras variables explicativas. Por otro lado, el logaritmo natural del activo, que muestra como el tamaño de las firmas y el racionamiento financiero afectan a la inversión, sólo mostró significatividad en el modelo de efectos fijos y en el two-way fixed effects. Al corregir esta variable por heterocedasticidad, algo necesario debido a la presencia de la misma, ésta se volvió no significativa, arrojando resultados no robustos. En este modelo base, la restricción crediticia y el tamaño de los activos, no estarían influyendo en la inversión de las empresas a lo largo del panel. Algo parecido ocurrió con nuestras variables de volatilidad y de apropiabilidad de la inversión, siendo ambas no significativas bajo las diversas especificaciones. En principio, se podría afirmar que estas hipótesis, una vez sometidas al control simultáneo de varios factores teóricamente relevantes, no conservan a nivel estadístico las relaciones que se habían visto en el análisis gráfico.

En cuanto al impacto de la variación de las ventas, no se puede concluir nada, dado su escasa significatividad en este modelo base. Sin embargo, es de interés analizar esta misma variable en el modelo extendido ya que reviste una cierta importancia dentro de nuestras hipótesis iniciales.

El Ahorro Neto, muestra el signo esperado, y confirma la hipótesis que realizamos en el análisis gráfico. Esta variable afecta positivamente a la FBC de las firmas a lo largo del tiempo, sugiriendo que cuanto mayores son las ganancias de las empresas en su ejercicio económico, mayores van a ser las inversiones que van a realizar. Algo parecido ocurre con las variaciones de las deudas (variaciones del pasivo total), siendo positiva y significativa en todas las especificaciones de nuestro modelo. Esto refleja que cuanto hay una variación en el pasivo de las empresas, una parte significativa, va destina a inversión, y cuanto mayor sea, a lo largo del tiempo, mayor será también la FBC.

Los ratios de liquidez, endeudamiento y de activo no operativos, resultaron ser significativos en todas las especificaciones que se plantearon. Tanto la liquidez como el activo no operativo afectan negativamente a la inversión. Es decir, cuanto mayores activos que no son propios de la actividad principal de la firma se posean o cuanto mayor sea la acumulación del stock de efectivo, menor será la FBC. Por el contrario, y reafirmando lo que ocurre con la variable variación de deudas, el endeudamiento adquirió un signo positivo y significativo. Esto concuerda con lo observado en el análisis gráfico y esa relación que se podía deducir entre la inversión, el endeudamiento y la disponibilidad de fondos de las firmas para financiar esas inversiones.

VARIABLES	(1) Modelo Extendido FE	(2) Modelo Extendido FE p(h)	(3) Modelo Extendido FE p(h) corr(ar1)	(4) Two-Way Fixed Effects
tiempo	0.00280*** (0.000341)	0.00333*** (0.000152)	0.00333*** (0.000152)	0.00614*** (0.000725)
lnAT	0.0267*** (0.00486)	0.000694 (0.000633)	0.000697 (0.000636)	0.0207*** (0.00506)
varventas	-0 (0)	-0** (0)	-0** (0)	-0 (0)
AN	0.158*** (0.0177)	0.0928*** (0.0120)	0.0930*** (0.0120)	0.166*** (0.0178)
vardeudas	0*** (0)	0*** (0)	0*** (0)	0*** (0)
movcv1_ventas	0.000190 (0.000597)	0.000492 (0.000626)	0.000498 (0.000628)	-2.00e-05 (0.000595)
movcv1_AB	-1.91e-06 (2.70e-05)	4.13e-06 (6.83e-06)	4.21e-06 (6.79e-06)	-9.63e-07 (2.68e-05)
liq	-0.348*** (0.0684)	-0.0831*** (0.0218)	-0.0833*** (0.0219)	-0.412*** (0.0688)
end	0.0759*** (0.0138)	0.0365*** (0.00538)	0.0367*** (0.00541)	0.0632*** (0.0139)
adq2	-0.212*** (0.0200)	-0.0380*** (0.00588)	-0.0381*** (0.00592)	-0.212*** (0.0201)
emae	-0.00518 (0.0238)	-0.0199* (0.0120)	-0.0199* (0.0120)	
TCMLREAL	0.0108*** (0.00123)	0.0125*** (0.000574)	0.0125*** (0.000576)	0.0175*** (0.00225)
terminosdelinter	-0.000613*** (0.000234)	-0.000364*** (0.000111)	-0.000364*** (0.000111)	-0.00229*** (0.000588)
convertibilidad	0.135*** (0.0105)	0.138*** (0.00604)	0.138*** (0.00606)	0.244*** (0.0236)
crisis2008	-0.0178** (0.00780)	-0.0211*** (0.00370)	-0.0211*** (0.00371)	0.0193 (0.0190)
interTCRtran	0.00439*** (0.00138)	0. 000490** (0.000204)	0.000492** (0.000205)	0.00433*** (0.00137)
Constant	-0.799*** (0.0939)	-0.335*** (0.0191)	-0.335*** (0.0192)	-0.804*** (0.117)
Observations	4,015	4,015	4,012	4,015
R-squared	0.123			0.159
Number of company_code	98	98	95	98

Standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Cada columna del Cuadro reporta los resultados de la regresión correspondiente a cada especificación. La columna uno corresponde al modelo de Efectos Fijos, la dos a la corrección por heterocedasticidad, la tres a la corrección por heterocedasticidad y autocorrelación, y la cuatro al modelo Two-Way Fixed Effects. En todas las columnas la Formación Bruta de Capital es la variable dependiente y cada fila reporta los coeficientes estimados para: el logaritmo natural del activo total, la variación de las ventas, el coeficiente de variación móvil de las ventas, el coeficiente de variación móvil de la ROA, el Ahorro Neto, la liquidez, el endeudamiento y el activo no operativo, el tiempo, la variación de las deudas, la variación del EMAE, el tipo de cambio real multilateral, una dummy que toma valor uno para los trimestres de la convertibilidad, una variable de interacción entre las empresas del sector transable y el tipo de cambio real multilateral, y una dummy que toma valor uno para los trimestres de la crisis del año 2008.

Modelo extendido. Dentro de las variables que comparte este modelo con el anterior, arrojaron en general resultados similares, pero con algunos detalles necesarios de marcar. La variable tiempo que muestra la tendencia a lo largo de los trimestres de la FBC obtuvo el mismo signo positivo, pero con mayor significatividad en todas las especificaciones. Esto permite arrojar un resultado más robusto y afirmar que la tendencia a lo largo del tiempo del panel para la FBC fue claramente positiva. Esto da mayor claridad a lo mostrado en la tendencia de los gráficos de dicha variable, y no hace más que reafirmarlo económicamente.

El resultado obtenido para el logaritmo del total de activos, que muestra cómo afecta el racionamiento financiero y el tamaño de la empresa a la inversión fue el mismo al logrado en el modelo base. Esta variable cuando es corregida por heterocedasticidad, (algo necesario dado su presencia como ya se nombró) se vuelve no significativa. En conclusión, no habría motivos para suponer que el tamaño de una empresa medido por sus activos o el racionamiento financiero, estarían afectando a este panel de firmas a lo largo del tiempo.

Otra variable de interés es la variación de las ventas, que adquiere en este segundo modelo el mismo signo que anteriormente, pero esta vez, aumentando su significatividad. Dicho resultado puede ser interpretado como que firmas menos “maduras” invierten comparativamente menos o lo que es lo mismo, las compañías cuyas ventas experimentan un crecimiento más vertiginoso, se comportan de manera más reacia a la hora de invertir, contradiciendo a lo encontrado en el análisis gráfico.

Para finalizar con las variables que comparten ambos modelos, tanto el Ahorro Neto, la variación de las deudas, el ratio de liquidez, el de endeudamiento y el de los activos no operativos, obtuvieron la misma significatividad que en el modelo base y los mismos signos. Esto confiere mayor robustez a los resultados obtenidos, ratificando las conclusiones planteadas con anterioridad.

Dentro de las variables que se añadieron para formar el modelo extendido se encuentra la variación del EMAE, que resulto escasamente significativo (al 10%) y negativo. Otro indicio por el cual hay que ser precavido con las conclusiones de esta variable, es que

arrojo un signo contrario al esperado, siendo su interpretación que, ante un crecimiento en la actividad económica agregada, la inversión se reduce. Es por estas dos razones (escasa significatividad y signo contrario) que se podría concluir algo bastante peculiar para una estimación de inversión, que es que la actividad económica entre los trimestres no estaría afectando a la FBC.

El tipo de cambio real multilateral arrojó una significatividad positiva en todas las especificaciones planteadas. Esto representa que ante un aumento del tipo de cambio real multilateral (es decir una devaluación real), la inversión promedio de la muestra aumentará. Dada esta conclusión, se puede tener una señal acerca de una segunda derivación, que es que, para el panel de firmas, un abaratamiento de los bienes argentinos transables (generado por un aumento del tipo de cambio real) beneficia más a la inversión, que un abaratamiento de los bienes de capital importados (provocado por una disminución del tipo de cambio real). Por su parte los términos del intercambio fueron significativos y negativos en todas las especificaciones. Es decir, con el aumento de los precios de los bienes exportables en comparación con los de importación, se verá reducida la inversión.

Sumado al párrafo anterior, y en estrecha relación con eso, la variable de interacción entre el tipo de cambio real y las firmas transables también resultó significativa y positiva. Esto muestra que la inversión será mayor en comparación al promedio, si la firma en cuestión pertenece al sector transable y ocurre un aumento del tipo de cambio real. Ratificando, la importancia en el panel, del comercio con el exterior y los precios de nuestros bienes exportables para con la inversión que realizaran las empresas.

Por último, la variable dicotómica para captar el impacto de la convertibilidad, resultó ser positiva y significativa. Esto demuestra, que, dado todas las demás variables constantes, si el trimestre pertenece a la convertibilidad, habrá una mayor FBC. Esto en principio es llamativo, ya que no se puede observar claramente en el análisis gráfico previamente realizado. A su vez, la crisis de 2008, afectó negativamente a la inversión en esos trimestres, siendo significativa en tres de los cuatro modelos planteados (FE, FE $p(h)$ y FE $p(h)$ $\text{corr}(\text{ar1})$)

VII. Conclusión

La literatura ha detectado una notoria debilidad de la inversión privada en Argentina en los últimos 20 años. Esta debilidad no es solo un fenómeno aislado, sino que también es compartido por parte de los países de América Latina, en donde sus tasas de inversión como porcentaje del PBI, son claramente más bajas a otras economías en desarrollo. En particular, el dinamismo de la inversión que las grandes firmas han tenido en Argentina, ha sido claramente menor al agregado nacional. Esto se empieza a documentar principalmente luego del año 2011, reflejado en las compañías relevadas en la ENGE, y por ciertos trabajos a nivel firma, siendo de relevancia un análisis más exhaustivo, dada su escasa discusión.

Durante el desarrollo de este trabajo se pudo observar una tendencia de la Formación Bruta de Capital de las firmas que integran la muestra a comportarse en línea con el agregado nacional hasta 2012. A partir de entonces, las firmas del panel continúan con su crecimiento, mientras que la inversión a nivel nacional, se estanca rotundamente. Tal vez por tratarse de un período reciente, este resultado no parece haber sido suficientemente enfatizado en la literatura. A su vez, durante estos últimos años las ganancias de estas firmas estuvieron en promedio estancadas no permitiendo suponer que son compañías de grandes rentabilidades y además su Exceso de Ahorro fue en promedio cero a lo largo de los 24 años de estudio, reafirmando que invierten proporcionalmente a sus ganancias.

Dentro de los destinos del EA, la liquidez fue creciente a lo largo de todo el periodo estudiado, mientras que el activo no operativo por su parte, creció en el periodo de convertibilidad y decreció durante la post convertibilidad como regla general. El caso del endeudamiento fue el más llamativo, dado que tiende a crecer de hasta niveles elevados hacia el final del período comprendido, y que durante el único período donde se observó un desendeudamiento (2002-2007) éste fue muy limitado. Posteriormente, la deuda fue creciente con una pendiente pronunciada en la etapa post crisis subprime. Este endeudamiento se generó para poder compensar la falta de fondos propios (falta de Ahorro Neto) necesarios para el financiamiento de las inversiones, siendo de menor importancia en épocas donde los beneficios aumentaron (en efecto, el único período de desapalancamiento ocurrió en medio del salto del AN posterior a la devaluación de 2002), y de mayor necesidad en épocas de crisis.

Cuando se testearon las diversas hipótesis de manera bivariada se encontraron ciertos resultados interesantes, llegando a mostrarse que la Formación Bruta de Capital está afectada negativamente por la volatilidad idiosincrática y por la menor apropiabilidad de la inversión; y positivamente por el tamaño de la firma (indicando el efecto de restricciones crediticias), por ganancias más altas y por mayores tasas de crecimientos de las ventas.

Posteriormente, al intentar comprobar estas intuiciones econométricamente, se encuentra que la gran mayoría de estas hipótesis, no reflejan importancia a la hora de determinar la FBC. Esto es, pareciera ser que las razones clásicas dentro de la literatura, no estarían aplicando para este panel de firmas. Dentro de los resultados que llamaron la atención, se encuentra que las variables que denotaban el aumento o la disminución de fondos para invertir fueron altamente significativas y con signos iguales a los esperados. Dicho de otra manera, las variables que reflejan un aumento de fondos para poder gastar en Capital como son el AN, el ratio de endeudamiento y la variación de deudas, mostraron signos positivos y significativos. Por el otro lado, todas las variables que denotan una disminución de los fondos para poder invertir, como son el caso del ratio de liquidez y de activos no operativos, también fueron significativos y negativos. Por último, otra conclusión sobresaliente es que, a partir de 2012, la FBC de las firmas, continua en ascenso, contrariamente a lo que se observa en el agregado nacional. La importancia de dicha conclusión radica en que las firmas del panel, están invirtiendo en un contexto adverso y de estancamiento, tanto a nivel nacional como internacional, sumado a que se están endeudando para conseguirlo, ya que sus ganancias se encuentran en promedio estancadas. No fue posible, al menos de manera completa, poder explicar que motiva a este gran endeudamiento dentro en un contexto tan adverso y diferente al tenido en la época previa a la crisis del año 2008 y no habiendo, a la vista, signos de recuperación sostenible al momento de la escritura de este trabajo. Es claro que las explicaciones clásicas acerca de la inversión, no estarían actuando dentro de este subgrupo de firmas que se financia a través del mercado de capitales y mucho menos en los últimos cinco años de estudio, abriendo la posibilidad para trabajos posteriores, con el objetivo de encontrar diversas explicaciones alternativas, que permitan comprender dicha dinámica.

Referencias Bibliográficas

- Acharya, V., Almeida, H., & Campello, M. (2007). Is cash negative debt? A hedging perspective on corporate financial policies. *Journal of Financial Intermediation*, 16, 515-554.
- Almeida, H., Campello, M., Weisbach, M. (2004). The Cash Flow Sensitivity of Cash. *The Journal of Finance*, Vol. 59, No. 4, 1777-1804.
- Basualdo, E. y Kulfas, M (2000); Fuga de capitales y endeudamiento externo en la Argentina; *Realidad Económica* 173, pp 76-103.
- Bates, T., Kahle, K., & Stulz, R. (2009). Why do U. S. firms hold so much more cash than they used to? *The Journal of Finance*, 64(5), 1985-2021.
- Cepal. (2014). Informe económico de América Latina y el Caribe, 2014. Santiago: Naciones Unidas.
- Chirinko, R. S. (1993). Business fixed investment spending: Modeling strategies, empirical results, and policy implications. *Journal of Economic literature*, 31(4), 1875-1911.
- Coremberg, A. A., Goldszier, P., Heymann, D., & Ramos, A. (2007). Patrones de la Inversión y el Ahorro en la Argentina.
- Fazzari, S., Hubbard, G, Petersen, B (1988). Financing constraints and corporate investment, *Brooking Papers on Economic Activity* 1, 141-195.
- Jensen, M. (1986), "Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers". *The American Economic Review*, Vol.76, N° 2, 323-329.
- Kaplan, S., Zingales, L. (1997). "Do financing constraints explain why investment is correlated with cash flow?", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 112, 169-215.
- Magud, N., & Sosa, S. (2016). Investment in emerging markets: We are not in Kansas anymore... Or are we? (IMF Working Paper). Washington: Fondo Monetario Internacional. En prensa.
- Manuelito, S., & Jiménez, L. (2015). Rasgos estilizados de la relación entre inversión y crecimiento en América Latina, 1980-2012. *Revista de la Cepal*, 115, 7-25.

- Manzanelli, P. (2011). Peculiaridades en el comportamiento de la formación de capital en las grandes empresas durante la post convertibilidad. *Apuntes para el Cambio*, 1, 23-37.
- Manzanelli, P., & Aspiazu, D. (2011). Reinversión de utilidades y formación de capital en un grupo selecto de grandes firmas (1998-2009). *Realidad Económica*, 257, 56-81.
- Moguilansky, G. (2002). Inversión y volatilidad financiera en América Latina. *Revista de la Cepal*, 77, 47-65.
- Pérez Artica, R. (2013) *Acumulación de Liquidez y Exceso de Ahorro en Firms de Países Desarrollados tesis doctoral*, Universidad Nacional del Sur, Bahía Blanca.
- Piris, A. (2010), “Investment by Large Firms in Argentina”, IMF Working Paper, WP/10/3.
- Sánchez, G., & Butler, I. (2007). *Inversión en Argentina: Evolución reciente y perspectivas*. Inter-American Development Bank.
- Salloum, D., & Vigier, H. (1997). Los problemas del financiamiento de la pequeña y mediana empresa: la relación bancos–Pymes. *Anales de la asociación argentina de economía política. XXXII Reunión Anual*, 2.