



**UNIVERSIDAD NACIONAL DEL SUR**

**TESIS DE DOCTOR EN ECONOMÍA**

**Acumulación de Liquidez y Exceso de Ahorro en Firmas de  
Países Desarrollados**

**Rodrigo Pérez Artica**

**BAHÍA BLANCA**

**ARGENTINA**

**2013**

**PREFACIO**

Esta Tesis se presenta como parte de los requisitos para optar al grado Académico de Doctor en Economía, de la Universidad Nacional del Sur y no ha sido presentada previamente para la obtención de otro título en esta Universidad u otra. La misma contiene los resultados obtenidos en investigaciones llevadas a cabo en el ámbito del Departamento de Economía durante el período comprendido entre el 11 de Agosto de 2009 y el 27 de Junio de 2013, bajo la dirección del Dr. Gustavo Burachik.



UNIVERSIDAD NACIONAL DEL SUR  
Secretaría General de Posgrado y Educación Continua

La presente tesis ha sido aprobada el .... / .... / ....., mereciendo la calificación de ....  
(.....)

*A Beatriz*

## RESUMEN

El *objetivo general* de esta tesis consiste en conocer las causas que explican el crecimiento de ‘fondos no invertidos’ en poder de las firmas no financieras de países avanzados desde 1980 en adelante, en principio puesto de relieve a raíz del crecimiento en la liquidez corporativa.

En un primer paso se procede a revisar las explicaciones ofrecidas por la literatura de las Finanzas Corporativas para comprender el crecimiento de la liquidez en las Corporaciones no Financieras (CNF), y a evaluarlas críticamente sobre la base de una perspectiva histórica construida a partir de dos fuentes: (1) los antecedentes de la propia acumulación de liquidez que eran percibidos en la etapa previa a 1980, y su relación con el nivel de actividad de las firmas; (2) los problemas que afectaron el crecimiento corporativo de las firmas no financieras en el período previo, y el rol jugado por la acumulación de liquidez en dicho proceso.

La discusión de estos antecedentes muestra la necesidad de delimitar de un modo directo la evolución de dos variables clave, a saber: (i) el ahorro bruto y (ii) la formación de capital bruta. Esta tarea se emprende recurriendo a las estadísticas del Sistema de Cuentas Nacionales de los países del denominado G-7. Ello permite identificar una tendencia a la mejora de la posición financiera neta de las CNF que, en general hacia el año 2000 implicó la generación de un creciente exceso de ahorro por sobre la inversión del sector. Se muestra cómo esta tendencia se plasmó en toda una transformación de la estructura del balance, tanto en la composición del activo como de los pasivos, que excedió a la mera acumulación de liquidez.

Posteriormente, a partir de un repaso de la literatura vinculada al ahorro e inversión corporativos, se registran las causas generales de esta tendencia a la generación de exceso de ahorro. Estas causas se dividen entre aquellas que elevaron el ahorro bruto, principalmente a través de una mayor participación de los beneficios en el ingreso (reformas institucionales y globalización del mercado laboral, progreso tecnológico ahorrador de mano de obra, etc.) y aquellas que pusieron un límite a la formación de capital (restricciones en el acceso a financiamiento externo, mayor volatilidad de variables operativas y recrudescimiento de la competencia, menor crecimiento de la demanda y aumento de la capacidad ociosa).

Por último se ofrece un estudio empírico original del Exceso de Ahorro con datos a nivel firma para empresas industriales de Alemania, Francia, Italia, Japón y Reino Unido. Los objetivos de este estudio son (i) corroborar la existencia de una tendencia creciente del Exceso de Ahorro, así como de los cambios en la estructura del balance detectados en el agregado; (ii) evaluar con mayor precisión la dinámica del EA en el tiempo, en particular su comportamiento durante las coyunturas de crisis financieras y recesión; (iii) evaluar empíricamente tres hipótesis – construidas a partir del material revisado en los Capítulos previos- acerca de sus causas.

## ABSTRACT

The overall objective of this dissertation is to understand the causes behind the growth of funds held but prevented from being invested by non-financial firms since 1980 onwards, a long-term trend highlighted by the growth in corporate liquidity.

In a first step we proceed to review the explanations offered by the Corporate Finance literature to understand the growth of liquidity in the NFC sector, and critically evaluate them on the basis of a historical perspective built from two different sources: (1) the evolution of liquidity accumulation itself in the pre-1980 period, and its relation to the level of activity of firms, (2) the problems affecting corporate growth of non-financial firms in the previous period, and the role played by the accumulation of liquidity in such process.

The discussion of this historical perspective points to the need to define the actual evolution of two key variables, namely: (i) gross saving and (ii) gross capital formation. This task is undertaken using statistics from the SNA from the so-called, G-7. This allows to identify a trend to improving net financial position of the CNF that from the year 2000 onwards involved the generation of a growing excess of gross savings over investment in the sector. We show how this trend produced an entire shift of the structure of the balance, both in the composition of asset and liabilities that exceeded the mere accumulation of liquidity.

Subsequently, based on a review of the literature related to corporate savings and investment general causes of this trend towards the generation of excess savings are recorded. These causes may be divided between those that raised gross savings, mainly through greater share of profits in income (institutional reforms and labor market globalization, labor saving technological progress, etc.), and those that tie down capital formation (financial constraints, higher volatility of operative variables and increased competition, lower demand growth and increased idle capacity).

Finally we provide an original empirical study of Excess Savings using firm-level data for a sample of industrial companies from Germany, France, Italy, Japan and the UK. The objectives of this study are (i) to confirm the existence of a growing trend of Excess Savings and changes in the balance sheet structure detected in the aggregate level, (ii) to better assess the dynamics of the EA over time, particularly during cyclical behavior of financial crisis and recession, (iii) to empirically evaluate three hypotheses about its causes built on the basis of the material reviewed in the previous chapters.

Certifico que fueron incluidos los cambios y correcciones sugeridas por los Jurados.

Dr. Gustavo Burachik

## ÍNDICE

<b>Capítulo 1. Presentación del problema y objetivos</b>	<b>- 1 -</b>
I. Introducción	- 1 -
II. Algunos Antecedentes en el Pensamiento Económico	- 3 -
III. Esquema del Trabajo	- 6 -
<b>Capítulo 2. Una revisión crítica de la literatura sobre demanda de liquidez</b>	<b>- 9 -</b>
I. Introducción	- 9 -
II. La acumulación de liquidez en países desarrollados. Una presentación del problema.	- 11 -
III. Los aportes teóricos la demanda de liquidez y la literatura sobre <i>financierización</i>	- 19 -
III.1. Enfoque de demanda óptima	- 21 -
III.1.a. El motivo transacción	- 22 -
III.1.b. Motivo Precaución o de flexibilidad financiera.	- 23 -
III.1.c. Los costos de agencia vinculados a la discrecionalidad gerencial	- 29 -
III.2. El enfoque de jerarquías financieras .	- 30 -
III.3. Los activos líquidos como inversión	- 34 -
IV. La demanda de liquidez en las grandes CNF en el período previo a 1980	- 36 -
IV.2. Demanda de activos líquidos y ritmo de las operaciones.	
La velocidad del dinero.	- 37 -
IV.2.a. Su relación en el largo plazo	- 38 -
IV.2.b. Su dinámica cíclica	- 38 -
IV.3. La demanda de liquidez y el activo total.	- 40 -
IV.3.a. Su relación en el largo plazo	- 40 -
IV.3.b. Su dinámica cíclica	- 40 -
IV.3.c. Cambios en la acumulación de liquidez hacia 1960	- 43 -
V. La acumulación de liquidez y los problemas del crecimiento corporativo	- 45 -
VI. Síntesis y Discusión	- 49 -
<b>Capítulo 3. El exceso de ahorro de las CNF en el período 1980-2011</b>	<b>- 52 -</b>
I. Introducción	- 52 -
II. El Exceso de Ahorro de las CNF luego de 1980	- 54 -
1. Evolución del EA y sus componentes	- 55 -
2. Cambios en el balance de las CNF y aplicaciones del EA	- 63 -
III. Factores que incrementan el ahorro bruto	- 68 -

1.	Causas de la creciente participación de los beneficios en el VAB	- 73 -
1.a.	Debilitamiento de la legislación laboral	- 74 -
1.b.	Decaimiento sindical	- 75 -
1.c.	Globalización del mercado de trabajo	- 76 -
1.d.	El progreso tecnológico y las tecnologías de la información y la comunicación	- 79 -
2.	Los ingresos de la propiedad como fuente del AB	- 80 -
IV.	Causas que limitan la formación de capital	- 81 -
1.	La corriente de la financierización	- 83 -
1.a.	La maximización del valor del accionista	- 83 -
1.b.	El crecimiento en los pagos hacia el sector financiero	- 85 -
2.	La internacionalización de la producción y las cadenas globales de valor	- 87 -
3.	La desaceleración de la demanda	- 88 -
4.	Mayor volatilidad a nivel firma y recrudescimiento de la competencia	- 92 -
V.	Síntesis y Discusión	- 95 -
	Anexo III.1. Detalle de fuentes consultadas para el cálculo del EA en cada país	- 100 -
	Anexo III.2. La composición de los ingresos de la propiedad	- 101 -
	Anexo III.3. La tendencia declinante de la utilización de la capacidad instalada en Estados Unidos y Canadá.	- 107 -
	<b>Capítulo 4. Un estudio a nivel firma del exceso de ahorro en países desarrollados.</b>	
I.	Introducción	- 112 -
II.	Datos y construcción de variables	- 114 -
III.	Un análisis preliminar del EA a nivel firma	- 117 -
a.	Exceso de ahorro y aplicaciones en la muestra total	- 117 -
b.	Diferencias según el tamaño de la firma	- 119 -
c.	Una exploración de posibles explicaciones	- 121 -
IV.	Antecedentes teóricos y construcción de hipótesis	- 127 -
V.	Metodología	- 130 -
VI.	Resultados	- 133 -
VII.	Síntesis y Discusión	- 141 -
	Anexo IV.1. Cantidad de Firmas por año y país	- 144 -
	Anexo IV.1. Gráfico de Exceso de Ahorro, Ahorro Bruto, Formación Bruta de Capital y Aplicaciones, por país.	- 145 -
	<b>Capítulo 5. Resumen y discusión</b>	- 148 -



I.	Motivación y presentación del problema	- 148 -
II.	Literatura sobre demanda de liquidez. Sus limitaciones.	- 148 -
III.	El Exceso de Ahorro y sus causas generales	- 151 -
IV.	Análisis del Exceso de Ahorro y sus causas a nivel firma	- 154 -
V.	Discusión	- 156 -

## Capítulo 1. Presentación del problema y objetivos.

### I. Introducción

En los últimos 30 años tuvo lugar entre las corporaciones no financieras (CNF) de países desarrollados un crecimiento sostenido en el volumen de fondos disponibles para la inversión que, por alguna razón, fueron sustraídos de tal uso. Su persistente expansión produce desconcierto pues, en condiciones normales, resultaría esperable que el mayor acceso a fondos lleve consigo una expansión proporcional de la inversión de las firmas. Ya sea porque el acceso a fondos implica un estímulo para la reinversión –en el caso de los fondos internos o autofinanciamiento por ganancias-, o simplemente porque la posibilitan. Así, se diría que la existencia de `fondos no invertidos´ puede ser tomada como un indicio de insuficiencia –en términos relativos- de la inversión y de la presencia de factores que la obstaculizan o entorpecen. El *objetivo general* de este trabajo consiste en conocer las causas que producen tales `fondos no invertidos´ en poder de las CNF.

Probablemente sea la acumulación de liquidez en los balances de las CNF la expresión más conocida –aunque no exclusiva- de tales `fondos no invertidos´. En efecto, desde hace al menos una década la prensa financiera internacional ha registrado con extrañeza y preocupación una incesante acumulación de liquidez en firmas no financieras, principalmente estadounidenses. Numerosos artículos periodísticos han dado cuenta del crecimiento continuo de las tenencias de efectivo y equivalentes<sup>1</sup>. Aún cuando su magnitud e importancia en relación al activo total del sector difieren según el origen de las estadísticas y el subconjunto de firmas del que se trate, todas las fuentes coinciden en resaltar la extensión inusual de esta acumulación. Ello la transforma en un rasgo cualitativo novedoso del funcionamiento de las CNF, que distingue al período abierto en 1980 respecto de la etapa de largo plazo previa iniciada hacia 1945.

En especial, la acumulación de activos líquidos resulta elevada entre las firmas multinacionales. La expansión de tales `fondos no invertidos´ en sus balances representa una señal elocuente de la relevancia del problema, en la medida en que éstas constituyen un núcleo fundamental del proceso de inversión a nivel mundial. Al respecto, se ha

---

<sup>1</sup> The Economist, `Show us the money´, 1/7/2010. Ver también Wall Street Journal, `Jittery Companies Stash Cash´, 3/11/2009 y `Capital Pains: Big Cash Hoards´, 21/7/2006; The New York Times `Companies with Cash Hoards Don´t Necessarily Pay It Out´, 22/7/2004.

teorizado que las multinacionales se ven estimuladas al atesoramiento en el exterior por las disposiciones impositivas que gravan la repatriación de ganancias. Sin embargo, las reformas impositivas orientadas a reducir transitoriamente el costo de repatriación no lograron afectar las tenencias de liquidez.

En tal marco, un motivo adicional para estudiar las causas del aumento de estos fondos disponibles pero no aplicados a la inversión es proporcionada por la crisis financiera de 2007/2008. En efecto, el atesoramiento de activos líquidos por parte de las CNF desempeñó un papel importante en la sobre-expansión crediticia y la gestación de dicha crisis<sup>2</sup>.

Por cierto, en la actualidad la acumulación de liquidez es reconocida y extensamente estudiada en ámbitos académicos, en particular por la literatura de las finanzas corporativas. Así, se han sucedido una serie de trabajos que formulan explicaciones plausibles del fenómeno. Pese a que, como se verá en el Capítulo 2, existe una relativa diversidad de enfoques teóricos, una abrumadora mayoría de estudios se inscribe en el marco de modelos de demanda óptima de liquidez y atribuyen a ésta una función precautoria o de 'flexibilidad financiera', que permite a las firmas minimizar los perjuicios de las trabas que enfrentan en el acceso al financiamiento externo, evitando así situaciones de subinversión.

Con todo, desde su surgimiento a comienzos de la década de 1980, la acumulación de liquidez integró un conjunto más amplio de modificaciones en el contexto en que las CNF operaron. Tales cambios, más o menos discernibles desde un punto de vista agregado o a nivel firma, afectaron su rentabilidad, financiamiento, inversión, etc. Pero estas características del contexto en el que dicha acumulación de activos líquidos transcurrió, a priori vinculadas y relevantes para su estudio, han tendido a ser pasadas por alto por la literatura especializada en el tema.

En particular, no parece haber recibido suficiente atención lo ocurrido con el volumen total de fondos disponibles para las corporaciones no financieras, por un lado, y la inversión efectivamente realizada, por otro. Podría decirse que los estudios recientes identifican factores que afectan a la acumulación de liquidez (el flujo de fondos y su volatilidad, las oportunidades de inversión disponibles, etc.) pero omiten una evaluación directa de la trayectoria seguida por dichos factores en el período post-1980 y de su

---

<sup>2</sup> Ver la descripción del proceso de acumulación de liquidez que se presenta en el Capítulo 2 de este trabajo.

articulación en un contexto general que afectó a las CNF llevándolas a generar fondos que no son invertidos.

Este trabajo se distingue de aquella literatura en dos aspectos básicos. Por empezar, una diferencia elemental viene dada por sus aspiraciones; mientras la literatura referida procura explicar la demanda de liquidez como una política financiera corporativa, en un marco de fricciones financieras y problemas de agencia, aquí se pretende comprender la acumulación de 'fondos no invertidos' -no sólo aquellos mantenidos bajo la forma de liquidez- en tanto ella parece constituir un rasgo distintivo del comportamiento de las CNF en el período de largo plazo posterior a 1980. Segundo, mientras la literatura financiera adopta en general una perspectiva microeconómica para identificar las variables que determinan distintos niveles de demanda de liquidez para cada firma, este trabajo procura delimitar las causas de índole general del proceso, es decir, las características estructurales del período histórico en el que dicha acumulación tiene lugar. Así, una vez delimitadas y sobre la base de hipótesis explicativas de carácter general, en un segundo paso el fenómeno de los 'fondos no invertidos' es abordado desde una perspectiva a nivel firma.

## **II. Algunos Antecedentes en el Pensamiento Económico**

Como resulta evidente, este no es el primer trabajo que se preocupa por la generación de fondos no invertidos en el sector corporativo de países avanzados. Por el contrario, es posible identificar en la historia del pensamiento económico una serie de estudios dedicados al análisis de fenómenos similares. En efecto, sin pretender cubrir en forma exhaustiva el derrotero seguido por los estudios sobre este proceso en otras etapas históricas, en lo que sigue se ofrecen referencias a algunas obras y discusiones que pueden ser vistas como antecedentes del presente trabajo.

Durante la década del '30 se desarrolló una breve polémica acerca de las causas del estancamiento en que por entonces se encontraba sumida la economía norteamericana. El debate se desencadenó con el inicio de la recesión en 1937, luego de una etapa de recuperación de la actividad económica que, aún siendo la más prolongada hasta el momento, no había logrado restablecer los niveles de actividad y ocupación previos a la crisis del '30. Hansen (1938) dio origen a dicha polémica planteando que el estancamiento obedecía a la conjugación de dos elementos: una ingente capacidad de

ahorro de la economía y una comparativamente débil inversión, explicada por la gradual contracción sufrida por las oportunidades de inversión, que impedía reabsorber la totalidad de aquél ahorro. El agotamiento de las oportunidades de inversión obedecía, a su turno, a la finalización de la expansión geográfica, la declinación de la tasa de crecimiento poblacional y la tendencia del progreso técnico a tornarse menos demandante de capital. A juzgar por Hansen, éstos constituían cambios históricos irreversibles y conducían a que el gran potencial de ahorro de la economía se tradujera en estancamiento.

La respuesta más célebre a la formulación del estancamiento de Hansen en esos años se condensó en el último capítulo del libro de Schumpeter (1939). Según este último existían diversas razones para rechazar aquellas explicaciones del estancamiento. En efecto, según él, el agotamiento endógeno de las oportunidades de inversión sólo podría sobrevenir de un modo gradual y no repentino, lo cual impedía atribuirle la responsabilidad de la débil recuperación posterior a 1933.

Schumpeter no rechazaba que existieran algunos procesos de largo plazo que tendieran a limitar las oportunidades de inversión. Por caso, señalaba que la mecanización asociada al progreso tecnológico daba lugar a un ahorro de capital<sup>3</sup>, y admitía que el menor crecimiento poblacional reducía el ritmo de inversión requerido. Sin embargo, rechazaba que las oportunidades de inversión se redujeran a causa del agotamiento de los mercados o que se pudiera dar por hecho el fin de las revoluciones tecnológicas<sup>4</sup>.

Pero aún admitiendo que dichas tendencias a la declinación de la inversión operaran en la práctica, para Schumpeter nada aseguraba que el ahorro “de la gente” se mantuviera en niveles elevados. Por el contrario, resultaba esperable que éste se contrajera, eliminando las presiones al estancamiento. Inclusive, independientemente de dichas tendencias inherentes del capitalismo al agotamiento de las oportunidades de inversión, para Schumpeter éstas no podían ser señaladas como las responsables del decepcionante auge finalizado en 1937.

---

<sup>3</sup> Esto ya se advertía, por ejemplo, con las innovaciones en las ramas químicas, que resultaban comparativamente más ahorradoras de capital que las de la revolución ferroviaria en la década de 1820.

<sup>4</sup> Para ilustrar este punto, señalaba que prácticamente nadie podría haber pronosticado la revolución ferroviaria en la década de 1820, ni tampoco la revolución eléctrica y automotor en los años 1870. De hecho, John Stuart Mill afirmaba entonces que las posibilidades de la empresa capitalista se encontraban exhaustas

Las causas de tal debilidad cíclica residían en una contracción de oportunidades de inversión, pero estas tenían un origen exógeno al sistema y podían resumirse en lo que Schumpeter denominó “clima social hostil” o “clima anticapitalista”. Dicha atmósfera se podía advertir concretamente en una serie de políticas comprendidas en el *New Deal*, como (i) la mayor imposición que comenzó a recaer sobre los segmentos de mayores ingresos, que llevó a reducir “subjétivamente” las oportunidades de inversión y a cancelar algunos proyectos; (ii) la sobretasa aplicada a los beneficios no distribuidos; (iii) las políticas laborales que forzaron incrementos salariales sin admitir aumentos de precios; (iv) las “políticas industriales” que dieron lugar al ingreso de empresas públicas en las ramas de servicios públicos, provocando un “repentino” cambio a favor del estado en materia de distribución de los ingresos generados en el ámbito privado.

La Segunda Guerra Mundial, y la reactivación económica que inmediatamente trajo consigo pusieron fin al debate académico acerca del estancamiento y sus causas. Luego, durante el período de posguerra muy pocos estudios retomaron directamente una discusión en los términos en que Hansen y Schumpeter la habían sostenido. Quizás el más conocido haya sido el trabajo de Steindl (1952), denominado *Madurez y Estancamiento en el Capitalismo Americano*.

Allí se brinda una explicación teórica de la inversión en un marco de mercados oligopólicos, que permite entender la declinación de la inversión a partir del aumento de la capacidad ociosa y la consecuente contracción del flujo de fondos con que las firmas financiaban dicha inversión.

Por último, la enunciación de un problema similar se desprende de los trabajos de Baran y Sweezy (1966). En ella, el crecimiento sostenido del ‘excedente’ de las grandes firmas oligopólicas no lograba ser absorbido y reciclado por sus aplicaciones fundamentales (el consumo de los capitalistas, la propia inversión y el gasto improductivo) lo que, en ausencia de fuerzas contrarrestantes, conducía al sistema a un estado de estancamiento.

Por un lado, el excedente tendía a ser elevado como consecuencia de la capacidad de las firmas de un mismo mercado para fijar precios que maximizaran sus utilidades conjuntas, mientras los costos disminuían a causa de la presión ejercida por la competencia en costos (frente a una competencia en precios rígidamente limitada, las posiciones relativas en el mercado se dirimían a partir de los costos y la fortaleza financiera de cada firma). Por el otro, frente a cualquier incremento en la producción los

excedentes tendían a crecer y a superar rápidamente los requerimientos de fondos para cubrir la inversión rentable al alcance las empresas.

Se observa que, en general, el análisis teórico de la acumulación de fondos no invertidos realizado por estos autores en etapas previas, se desarrolla en el marco de alguna variante de *hipótesis de estancamiento* económico de largo plazo. En cambio, ésta no constituye una premisa o hipótesis de partida del presente trabajo. Por el contrario, el punto de partida es la verificación de *indicios empíricos* de una tendencia a la acumulación de fondos no invertidos y la necesidad de encontrar una explicación para este proceso.

No obstante, como se verá, varios aspectos del presente trabajo (el método utilizado para ofrecer una explicación de dicho fenómeno, los resultados empíricos, etc) lo emparentan de un modo directo con la literatura recién comentada. En efecto, un aspecto crítico para comprender el significado de dichos fondos no invertidos en la etapa abierta desde 1980, reside en conocer la evolución del ahorro y la inversión (lo que, en una medida apreciable, pone de manifiesto las características de las oportunidades de inversión disponibles) que efectivamente ocurrieron en el sector.

### **III. Esquema del Trabajo**

Como quedó indicado, el *objetivo general* de esta tesis consiste en conocer las causas que explican la existencia de `fondos no invertidos`, en principio puesta de relieve a raíz del crecimiento en la liquidez corporativa, desde 1980 en adelante. Esto hace que, en un primer paso, se proceda al estudio de la literatura concentrada en las tenencias de liquidez.

Esta literatura es revisada en el Capítulo 2. En particular, allí se abordan las principales explicaciones sobre las tenencias de liquidez de dos grandes disciplinas: las Finanzas Corporativas y la corriente de la *financierización*. Además de resumir las explicaciones ofrecidas por esta literatura para comprender el crecimiento de la liquidez en las CNF, el Capítulo 2 se propone evaluarlas críticamente sobre la base de una perspectiva histórica construida con dos fuentes diferentes.

- (i) los antecedentes de la propia acumulación de liquidez que eran percibidos en la etapa previa a 1980, y su relación con el nivel de actividad de las firmas.

- (ii) los problemas que afectaron el crecimiento corporativo de las firmas no financieras en el período previo, y el rol jugado por la acumulación de liquidez en dicho proceso.

Estos elementos permiten discutir las limitaciones de los enfoques actuales para dar cuenta del contexto general en que se produce la acumulación de liquidez y con ello, de sus causas. Esta discusión es presentada en la última parte del Capítulo 2.

De ella se desprende la necesidad de delimitar de un modo directo la evolución de dos variables clave para conocer el contexto en que se produjo la acumulación de liquidez, a saber: (i) el ahorro bruto y (ii) la formación de capital bruta. El Capítulo 3 emprende esta tarea recurriendo a las estadísticas del Sistema de Cuentas Nacionales de los países del denominado G-7. Ello permite identificar una tendencia a la mejora de la posición financiera neta de las CNF que, en general hacia el año 2000 implicó la generación de un creciente exceso de ahorro por sobre la inversión del sector.

Por lo demás, el Capítulo 3 muestra cómo esta tendencia se plasmó en toda una transformación de la estructura del balance, tanto en la composición del activo como de los pasivos, que excedió a la mera acumulación de liquidez. Un último propósito de este capítulo consiste en registrar las causas generales de esta tendencia a la generación de exceso de ahorro, que pueden ser identificadas a partir de un repaso de la literatura vinculada al ahorro e inversión corporativos.

Los resultados del Capítulo 3 señalan la conveniencia de desplazar parcialmente el foco de atención de la acumulación de liquidez –una entre varias aplicaciones- al propio *Exceso de Ahorro*, si es que hemos de conocer las razones que generan los mencionados ‘fondos no invertidos’.

En el Capítulo 4 se recoge esta premisa realizando un estudio empírico del *Exceso de Ahorro* con datos a nivel firma para empresas industriales de Alemania, Francia, Italia, Japón y Reino Unido. Los objetivos de este estudio son (i) corroborar la existencia de una tendencia creciente del *Exceso de Ahorro*, así como de los cambios en la estructura del balance detectados en el agregado; (ii) evaluar con mayor precisión la dinámica del EA en el tiempo, en particular su comportamiento durante las coyunturas de crisis financieras y recesión; (iii) evaluar empíricamente tres hipótesis –construidas a partir del material revisado en los Capítulos previos- acerca de sus causas.



El Capítulo 5 reúne las principales conclusiones de los capítulos previos y discute algunas de sus implicancias.

## **Capítulo 2. Una revisión crítica de la literatura sobre demanda de liquidez.**

### **I. Introducción**

Este Capítulo tiene por finalidad revisar críticamente el material bibliográfico existente sobre la demanda de liquidez, en especial aquél que surge en el seno de la literatura de las Finanzas Corporativas. Para ello, un primer paso consiste en documentar y caracterizar el crecimiento de las tenencias de liquidez de las CNF que se extendió desde 1980. Una vez presentado el fenómeno y sus aspectos más relevantes, se revisan los planteos teóricos que han sido empleados para explicarlo. Con ello se pretende, por un lado, proporcionar un resumen de las hipótesis y preguntas que han guiado los estudios sobre la acumulación de liquidez hasta el momento; y por otro, evaluar el grado en que dichas racionalizaciones permiten elaborar una explicación completa del fenómeno.

La literatura financiera ha reconocido tempranamente la relevancia de este proceso y procurado ofrecer elementos para su comprensión. Así, se han sucedido una serie de estudios que ofrecen explicaciones diversas para la acumulación de liquidez. Tres marcos conceptuales diferentes suelen emplearse en la literatura financiera al explicar dicha demanda: el enfoque de demanda óptima, el de demanda gerencial y el de jerarquías financieras. El primero postula la existencia de un nivel óptimo de liquidez para la firma al que tienden a acercarse las tenencias efectivas; el segundo, aun cuando admite que un nivel óptimo de liquidez para las firmas existe, sugiere que éste no es alcanzado en la práctica a causa de problemas de agencia; el tercero, en cambio, presenta a la liquidez como un resultado pasivo del flujo de fondos y sus aplicaciones. Por último, se consideran también las hipótesis explicativas que surgen de la literatura sobre *financierización*, que atribuyen la demanda de activos líquidos a su rendimiento y las presiones ejercidas por el sistema financiero.

Algunos estudios reconocen explícitamente que una nueva etapa de largo plazo se abrió hacia 1980, iniciándose entonces un sostenido incremento en las tenencias de liquidez que se prolonga hasta la actualidad. Con todo, escasean aportes que se propongan vincular las prácticas de atesoramiento recientes con un examen de su evolución a lo largo de la etapa previa. En efecto, sería equivocado suponer que el presente período de aumento en la liquidez corporativa –por inédita que sea su magnitud- ha sido el único en

la historia de las economías desarrolladas. Lutz (1945), por caso, muestra que episodios similares tuvieron lugar en Estados Unidos en la década del '20 y del '30, e incluso durante la Segunda Guerra Mundial<sup>1</sup>.

Suelen pasarse por alto, además, referencias al modo en que la acumulación masiva de liquidez iniciada en esos años se articuló con las trayectorias de crecimiento de las grandes firmas que venía teniendo lugar durante la segunda posguerra. Varios autores muestran que desde la segunda mitad de la década del '50, la diversificación se había extendido como modalidad predominante de crecimiento corporativo entre las grandes firmas industriales. Ello había resultado de una singular configuración de factores que involucraban un elevado acceso a fondos invertibles y un relativamente limitado universo de oportunidades de inversión en las actividades tradicionales. La acumulación de liquidez cobró notoriedad en un momento en el que el proceso de diversificación se había agotado, sin que desaparecieran las condiciones que la habían originado. No obstante, pese a que existen múltiples indicios que sugieren una vinculación entre la acumulación de liquidez y los inconvenientes que perturbaron aquél proceso de crecimiento de las grandes empresas, éste vínculo no ha sido explorado por la literatura reciente.

Dichas omisiones han implicado a su turno perder de vista (i) una comparación con otros momentos o configuraciones económicas que hayan originado respuestas análogas por parte de las firmas, (ii) una evaluación de las distintas etapas de largo plazo exhibidas por la demanda de liquidez de las corporaciones en países desarrollados a lo largo del tiempo, (iii) una caracterización del rol jugado por la acumulación de liquidez en el proceso de crecimiento de las grandes firmas.

El objetivo general de este Capítulo consiste, por tanto, en realizar una revisión crítica de la literatura concentrada en la acumulación de liquidez en las CNF de países desarrollados desde 1980 en adelante. En particular se pretende:

- i. Documentar el crecimiento de la acumulación de liquidez en países desarrollados desde 1980 y establecer sus rasgos más relevantes;
- ii. revisar los distintos esquemas teóricos que han sido utilizados para explicar la evolución reciente de esta acumulación;

---

<sup>1</sup> En palabras de su propio autor, dicho estudio se vio motivado por un “aumento espectacular” en la liquidez corporativa durante la Segunda Guerra Mundial. Aunque, también por entonces, se advertía que el incremento en cuestión no había sido el único en la historia.

- iii. identificar los antecedentes de la acumulación de liquidez que se percibían en la etapa previa a 1980; se buscará señalar también cómo a cada etapa (antes y después de 1980) corresponde un período distinto dentro de la propia literatura, con preguntas de investigación diferentes;
- iv. identificar los obstáculos que afectaron el crecimiento de las firmas del sector corporativo no financiero, y el rol jugado por la acumulación de liquidez en dicho proceso.
- v. tomando en cuenta la caracterización previamente realizada, ofrecer una discusión de los planteos e hipótesis más recientes que permita formular nuevas preguntas y detectar aspectos del fenómeno que quedan aún por explorar en posteriores estudios empíricos.

El apartado siguiente comienza mostrando la acumulación de liquidez en países desarrollados. Siendo que la mayoría de los estudios académicos se basan en el caso estadounidense, un aporte preliminar consiste en documentar sucintamente la evolución de las tenencias de efectivo y equivalentes en otros países desarrollados (tanto desde un punto de vista agregado para el sector de CNF, como a nivel firma), concentrándose en los países del llamado G-7: además de Estados Unidos, Alemania, Canadá, Francia, Italia, Japón y Reino Unido. El apartado III establece una síntesis de los principales argumentos teóricos que han buscado explicar la acumulación de liquidez desde 1980. Seguidamente, en el apartado IV se presentan algunos antecedentes de la acumulación de liquidez en el período pre-1980, que se desprenden del material académico disponible sobre esa etapa. Una evaluación del rol de la liquidez frente a las trayectorias de crecimiento corporativo y sus obstáculos inherentes en el período previo a 1980 es realizada en el apartado V. La sección VI, por último, ofrece una discusión de los principales conceptos presentados previamente.

## **II. La acumulación de liquidez en países desarrollados. Una presentación del problema.**

El objeto de este apartado es mostrar la atención que ha acaparado la acumulación de liquidez entre las CNF de los principales países desarrollados, documentar su crecimiento y ofrecer una caracterización de la misma. De este modo se contará con una base empírica de referencia para luego comprender y evaluar las hipótesis teóricas que han sido brindadas por la literatura.

Diversos indicios muestran la relevancia del tema y la atención que ha recibido en los últimos años. Por empezar, según el informe trimestral de Flujo de Fondos de la Reserva Federal de Estados Unidos publicado en Septiembre de 2012, las corporaciones no financieras de dicho país mantenían en sus balances un total de U\$S 1.7 billones en forma de activos líquidos<sup>2</sup>; dicho monto equivalía al 5.6% del activo total del sector, un valor no registrado desde los primeros años de la posguerra. Ciertamente, las estimaciones del monto de liquidez acumulada varían de acuerdo con el origen de las estadísticas o el subconjunto de firmas de que se trate. Por caso, si se compara el último dato publicado por el IRS (Servicio de Ingresos Internos) de Estados Unidos, correspondiente al año 2009, el monto total de activos líquidos de todo el sector corporativo no financiero en ese país triplicaba la cifra calculada para el mismo período por la Reserva Federal. Por otro lado, cuando se consideran los estudios a nivel firma, el ratio promedio entre efectivo y activo total para las firmas manufactureras era de 20.18% en 2009-2010 (Pinkowitz, Stulz y Williamson, 2012). Con todo, por mucho que los valores fluctúen en distintas estimaciones, todas las fuentes resaltan que se trata de una magnitud infrecuentemente elevada.

Desde hace al menos una década numerosos artículos periodísticos han dado cuenta de la persistencia de su crecimiento como un hecho preocupante<sup>3</sup>. Inclusive, con frecuencia son divulgados casos de firmas puntuales donde la liquidez crece de un modo excesivo, y en los que ésta llega incluso a desencadenar conflictos entre accionistas y directivos de las firmas, precipitar amenazas de compras hostiles, etc<sup>4</sup>.

En este marco, un motivo especial para el estudio de las causas del aumento del efectivo es proporcionado por la crisis financiera iniciada en 2008. El atesoramiento de efectivo y activos de liquidez equivalente introduce riesgos para la actividad económica y estabilidad financiera. Por un lado, aunque conlleva un efecto positivo sobre el balance y la estructura financiera de las CNF, también absorbe fondos disponibles que no son aplicados a la inversión, lo cual actúa realimentando las coyunturas recesivas. Por otro,

---

<sup>2</sup> Éstos incluyen el efectivo y depósitos, participaciones en fondos del mercado monetario, acuerdos de recompra de títulos, papeles comerciales, títulos del Tesoro, títulos respaldados por las agencias hipotecarias estatales, títulos municipales y participaciones en fondos mutuos.

<sup>3</sup> The Economist, 'Show us the money', 1/7/2010. Ver también Wall Street Journal, 'Jittery Companies Stash Cash', 3/11/2009 y 'Capital Pains: Big Cash Hoards', 21/7/2006; The New York Times 'Companies with Cash Hoards Don't Necessarily Pay It Out', 22/7/2004.

<sup>4</sup> Conglomerados principalmente industriales como General Motors, Chrysler, Apple, y General Electric, 3M, Coca-Cola, United Technologies Corp, o de servicios como Microsoft y Google. Ver, por ejemplo, Wall Street Journal, 'A rich cash Microsoft Faces Shareholder Call for Dividends', 2/1/2002.

la liquidez acumulada por las CNF puede desempeñar un papel importante en la sobreexpansión crediticia y la gestación de crisis financieras. Pozsar (2011) muestra que esto fue lo que efectivamente ocurrió durante la fase previa a la crisis hipotecaria disparada en 2008. Los *pooles* institucionales de efectivo que administraban en forma centralizada las tenencias de grandes firmas no financieras globales, suministraron los fondos para la adquisición de un parte sustancial de los activos emitidos por el sistema financiero desregulado (*shadow banking system*). Dichas adquisiciones se veían estimuladas por la combinación de dos causas: (1) los mandatos de inversión de los *pooles*, que priorizaban la seguridad y liquidez del capital frente a la búsqueda de rentabilidad, por un lado, y (2) la escasez de depósitos bancarios garantizados<sup>5</sup> y bonos del Tesoro de Estados Unidos, que constituían las colocaciones seguras más demandadas, por otro.

Así, entre 2003 y 2008 el exceso de demanda de depósitos y títulos del Tesoro garantizados había acumulado un total de U\$S 1,5 billones. El sistema financiero desregulado abasteció ese exceso de demanda ofreciendo activos vinculados al mercado hipotecario, que en principio disponían de un nivel equivalente de seguridad y liquidez. De tal forma, cuanto mayor significación adquirirían los *pooles* institucionales de efectivo frente a la oferta disponible de instrumentos de corto plazo garantizados por el gobierno, menos efectivos se iban volviendo las garantías estatales y el rol de prestamista de última instancia de la Reserva Federal para evitar la iliquidez del sistema financiero frente a una eventual crisis (Pozsar, op cit).

La prensa también ha difundido variadas interpretaciones acerca de las causas del fenómeno. Las más populares coinciden en que éste refleja una actitud precautoria de las firmas (el Wall Street Journal lo denomina *‘Fear Index’*<sup>6</sup>) en una coyuntura que presenta múltiples riesgos. Por un lado, la posible reiteración de una contracción del crédito como la que sucedió al colapso bursátil de 2000-2001 y de Lehman Brothers en 2008, lleva a las firmas a reducir su dependencia respecto del sistema financiero (préstamos, líneas de crédito bancarias y títulos de deuda) y acumular su propio efectivo por si acaso lo requirieran en el futuro. En tal sentido, algunos plantean un paralelismo entre esta política precautoria del sector corporativo y la que llevó a la acumulación de reservas internacionales entre los países asiáticos luego de sus crisis financieras de fines

---

<sup>5</sup> El stock máximo de depósitos garantizados resultaba de las disposiciones que limitaban las garantías a un máximo de U\$S 100.000 por depositante por banco.

<sup>6</sup> *‘Blame Fear, Not Greed, as Firms Hoard Cash’*, Wall Street Journal, 01/07/2012.

de los '90<sup>7</sup>. Por otro, en ocasiones se ha presentado la acumulación de liquidez como una estrategia que otorga a las firmas flexibilidad para iniciar una nueva fase de gastos en inversión fija, capital de trabajo y adquisiciones (el efectivo permitiría aprovechar rápidamente las oportunidades para comprar competidores, tecnología, y otros activos).

Habiendo indicado la relevancia actual del tema y los principales motivos que han dirigido hacia él la atención, en lo que resta de este apartado se presenta la evolución concreta de la acumulación de liquidez y sus rasgos fundamentales. Se procura suministrar una caracterización básica que luego pueda emplearse para juzgar las hipótesis explicativas brindadas por la literatura.

Un primer aspecto de la caracterización empírica del fenómeno consiste en delimitar el período durante el cual éste se ha extendido. Los estudios empíricos muestran que el cambio de conducta de las tenencias de activos líquidos no es reciente. Por el contrario, es admitido que un punto de inflexión se produjo a inicios de los '80, originándose allí una reversión de la caída tendencial que venía experimentado el cociente de Activos Líquidos/Activo Total (Bates y otros, 2009).

El Gráfico 1 muestra la evolución del monto total de liquidez y la del ratio Activos Líquidos/Activo Total, durante el período 1950-2012 para el sector de CNF de Estados Unidos, calculada a partir de datos trimestrales del Flujo de Fondos de la Reserva Federal. Aunque se trata de un único país, esta es la serie más prolongada de la que se dispone para el sector de CNF, y merece ser analizada individualmente porque muestra con claridad la expansión de la liquidez en los balances de firmas no financieras como un rasgo distintivo de todo el período histórico iniciado hacia 1980.

Inclusive, el Gráfico 1 muestra que el punto de inflexión producido en 1980 interrumpe una sostenida caída del ratio de liquidez que venía ocurriendo al menos desde 1950. Dicha caída tendía a ser explicada por los estudios de esa época como un resultado de las economías de escala que permitían reducir la proporción de efectivo requerido al crecer el activo total y el monto de las operaciones (Vogel y Maddala, 1967; Ben-Zion, 1976). La mejora continua de los métodos de gestión del efectivo era una importante fuerza que actuaba adicionalmente comprimiendo dicho ratio. Inclusive, tal

---

<sup>7</sup> *'Cash-hoarding companies seem unable to splash out'*, Tony Jackson, Financial Times, 11/03/2012. Esta causa ya era invocada para explicar la acumulación de liquidez previa al colapso de la burbuja de internet y las tecnologías de la comunicación. Ver, por ejemplo, *'In today's corporate America, cash is King'*, Business Week, 11/3/2001.

mejora se intensificó desde 1980 en adelante como consecuencia del avance de las tecnologías de la información y comunicación, así como por la incorporación de nuevos instrumentos de cobertura. Esto último, eleva el grado de perplejidad que el incremento tendencial de la liquidez desde 1980 genera en los analistas, en la medida que resultaría esperable un movimiento inverso (Bates y otros, op cit).



Gráfico 1. Activos líquidos y Ratio Activos Líquidos/Activo Total para las CNF de Estados Unidos. Elaboración propia a partir del Informe Estadístico Z.1, Flow of Funds Account. Datos trimestrales, 4-1945/2-2012. El monto de activos líquidos se calcula siguiendo la metodología de la Tabla L.102 de dicho Informe, sumando para cada trimestre los siguientes activos: Depósitos a la vista y Efectivo, Total depósitos a plazo, Depósitos privados en el extranjero, Papeles comerciales, Títulos del Tesoro, Títulos garantizados por Agencias Estatales, Títulos y préstamos municipales, Fondos Federales y Títulos de acuerdos de recompra, Participación en fondos mutuos del Mercado de dinero, Participación en fondos mutuos.

Aunque no resulta frecuente que los estudios registren como un rasgo significativo de la acumulación de liquidez su intensificación desde 1980, es incluso menos habitual que la literatura dé cuenta de su difusión a nivel internacional. A continuación este aspecto es ilustrado mediante el Gráfico 2, que muestra la acumulación de liquidez para el sector de CNF de los principales países desarrollados: Alemania, Canadá, Estados Unidos, Francia, Japón y Reino Unido. Las series indican la evolución del ratio Activos Líquidos/Activos Totales para las CNF de cada país calculado a partir de los Balances de Activos Financieros y Activos No Financieros provisto por el sistema de Cuentas Nacionales.



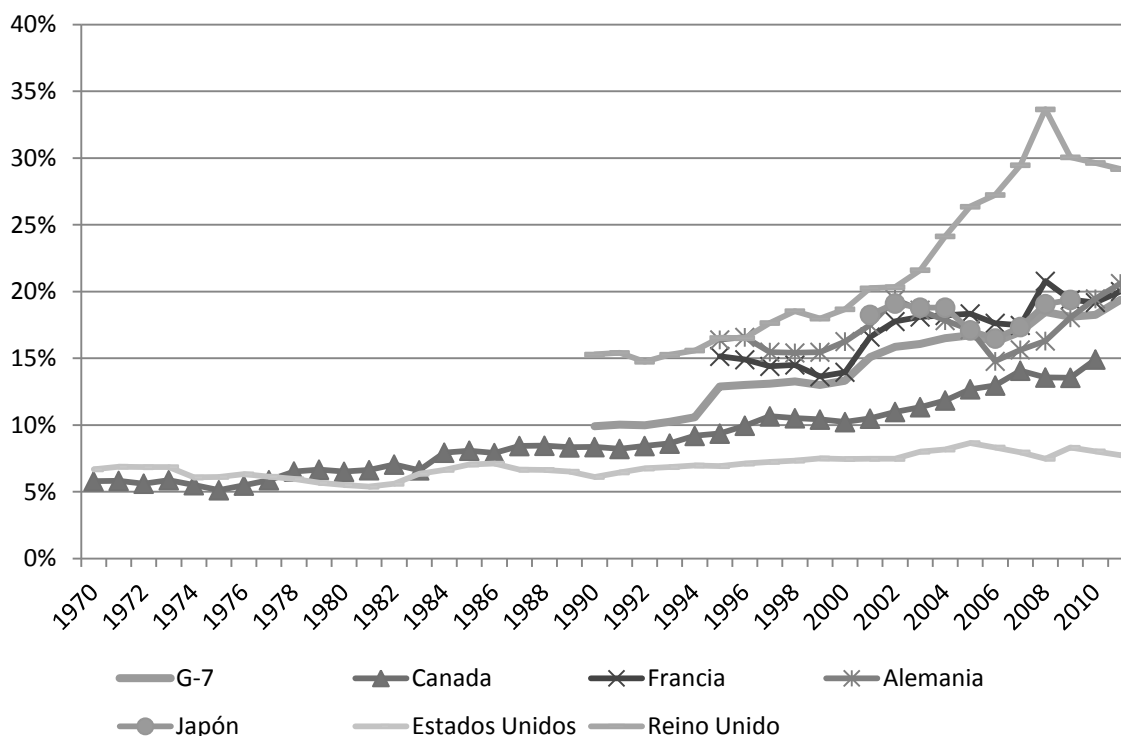


Gráfico 2. Activos Líquidos/Activos Totales para el sector de CNF de Canadá, Francia, Alemania, Japón, Estados Unidos y Reino Unido. Elaboración propia sobre la base del Balance de Activos Financieros y No Financieros compilado por la OECD. El período abarcado para cada país es el disponible en la compilación realizada por la OECD. Los ítems del Balance de Activos Financieros considerados en el numerador incluyen Efectivo y Depósitos, bonos públicos y privados de corto y largo plazo (*Securities*), Derivados Financieros, participaciones en fondos mutuos y Préstamos. El denominador equivale a la suma del Total de Activos Financieros y el Total de Activos no Financieros. Una evolución similar se observa si los préstamos son eliminados del numerador. No es posible obtener el mismo cálculo para Italia a partir de los datos provistos por la OECD. En el caso de Canadá, el numerador no incluye participaciones en fondos mutuos.

La liquidez aumentó en los seis países considerados. Más aún, creció más aceleradamente en Canadá, Francia y Reino Unido. En Canadá se triplicó entre 1980 y 2010, pasando del 6 al 15%, mientras que en Reino Unido se duplicó en 1990-2011.

Por su parte, los estudios basados en datos a nivel firma suelen concentrarse en muestras de empresas industriales exclusivamente. La firma mediana de ese sector en Estados Unidos registró un crecimiento en las tenencias de liquidez entre 1980 y 2006 aún superior al hallado a nivel agregado – allí la liquidez trepó un 170%. Más aún, entre las firmas industriales, las estadounidenses sobresalen por ser las de mayor nivel y ritmo de crecimiento de la liquidez. Por ejemplo, uno de los pocos estudios que ofrece comparaciones internacionales encuentra que, aun cuando a fines de los ´90 la mediana de tenencias de liquidez entre firmas norteamericanas era inferior a la del resto del mundo, esta relación se había invertido para 2009-2010. En efecto, de una muestra total de 45 países, en el 82% se encontraba que en 2009-2010 el efectivo era menor al

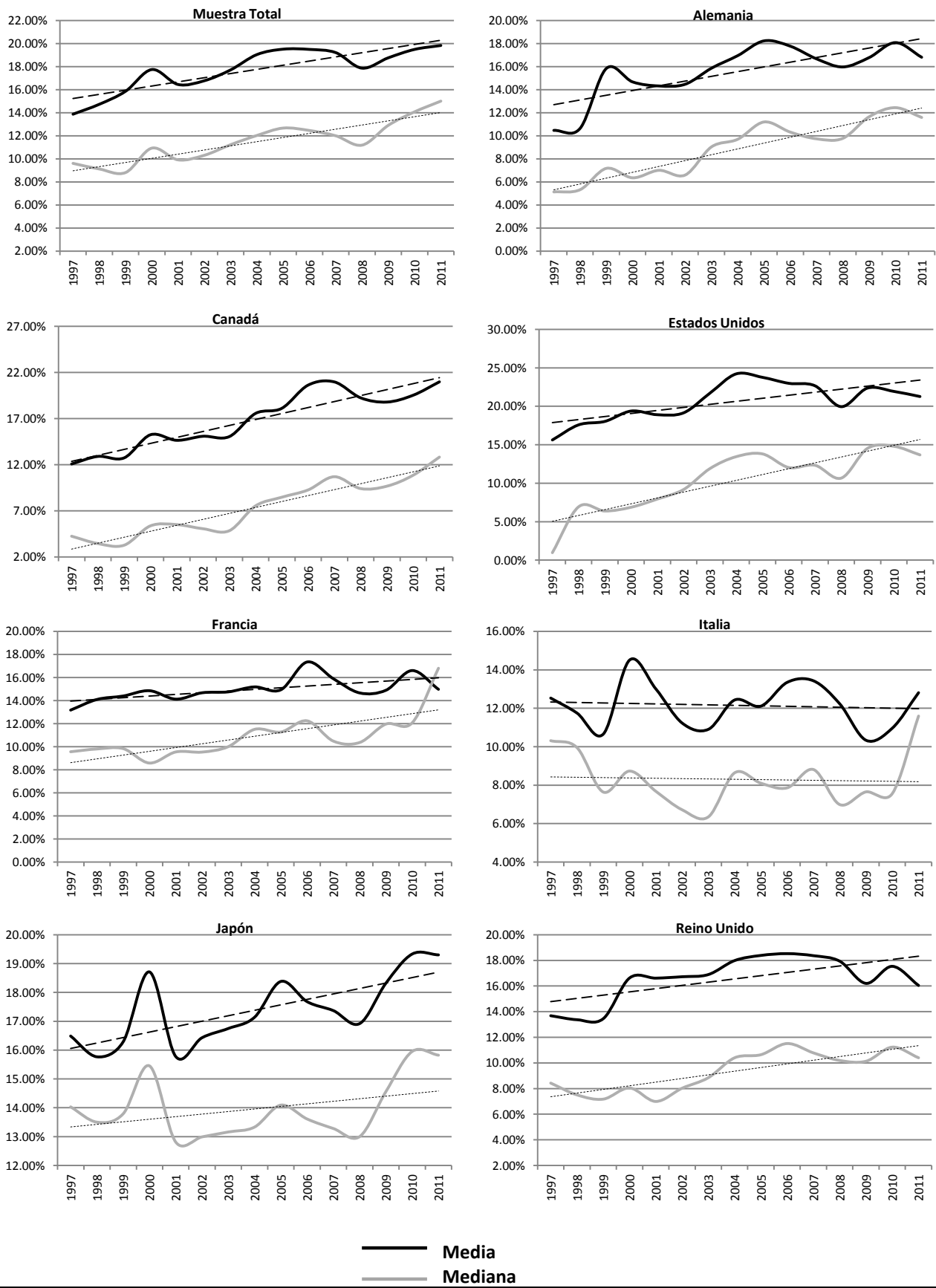
estadounidense. Mientras había algunos países donde el efectivo resultaba estadísticamente igual al de las firmas norteamericanas, a excepción de los paraísos fiscales no se encontraban otros donde éste fuera mayor (Pinkowitz y otros, 2012). Con todo, también es posible encontrar un sostenido crecimiento de la liquidez desde fines de los '90 en otros países desarrollados, como se evidencia a continuación.

Con el objeto de mostrar el modo en que la acumulación de liquidez agregada que indican las cuentas nacionales se replica a nivel firma, el Gráfico 3 exhibe la evolución de promedio simple y mediana del ratio de Efectivo y Equivalentes/Activo Total para una muestra de firmas industriales del G-7, durante el período 1997-2011. El primer panel presenta dicha evolución para el total de la muestra, mientras los paneles subsiguientes hacen lo propio con la sub-muestra disponible para cada país por separado. Puede observarse que la tendencia al alza se mantuvo hasta 2011 para la muestra completa. Inclusive trepó a la par la mediana de las tenencias de liquidez, indicando que el incremento se extendió de un modo generalizado al interior de la muestra. Por otro lado, el Gráfico 3 permite sostener que, con la excepción de Italia, el incremento en las tenencias de liquidez de las firmas industriales del G-7 no estuvo determinado por el crecimiento en un único país sino que, si bien con una intensidad dispar, se extendió entre todos ellos.

El que las tenencias de liquidez promedio sean siempre más elevadas que las correspondientes a la mediana muestral sugiere que un subconjunto particular de firmas está acumulando más liquidez que el resto. La literatura que estudia la demanda de liquidez, que será presentada en mayor detalle en el apartado siguiente, procura explicar las razones que llevan a las firmas a acumular liquidez y, con ello, las características que hacen que ciertas empresas demanden más liquidez que otras.

Aquí sólo brindamos una primera aproximación mostrando las diferencias en la demanda de liquidez entre diversos estratos de tamaño. La literatura muestra que el incremento de la liquidez desde 1980 no se distribuyó homogéneamente según el tamaño de la empresa, ni tampoco fue un proceso liderado por las empresas más grandes. Por el contrario, mientras todos los estratos de tamaño en Estados Unidos tendieron a aumentar sus tenencias de liquidez, los quintiles más pequeños fueron los que experimentaron un crecimiento más apresurado (Bates y otros, op cit).

Gráfico 3  
Tenencias de Liquidez en Firms Industriales



Tenencias de liquidez según media y mediana muestral para una muestra de firms industriales con cotización bursátil de Alemania (5.425 observaciones firma-año), Canadá (7.355), Estados Unidos (22.681), Francia (5.165), Italia (1.909), Japón (26.964) y Reino Unido (11.760). Elaboración propia en base a WorldScope Datastream.

Una distribución similar surge al considerar un conjunto más amplio de países. El Gráfico 4 presenta la evolución de la mediana del ratio de tenencias de liquidez para cada uno de los quintiles de tamaño en la muestra completa correspondiente a los países del G-7, y para cada país por separado. Es posible comprobar que, en general, la experiencia seguida por las firmas industriales en el lapso 1997-2011 es equivalente a la que otros estudios hallan dentro de Estados Unidos. Si se considera globalmente la muestra para los siete países, inclusive, se percibe un proceso de convergencia en las tenencias de liquidez entre quintiles de tamaño: las firmas más pequeñas comenzaron el período con un nivel inferior, pero superan al resto de la muestra al finalizar el período muestral.

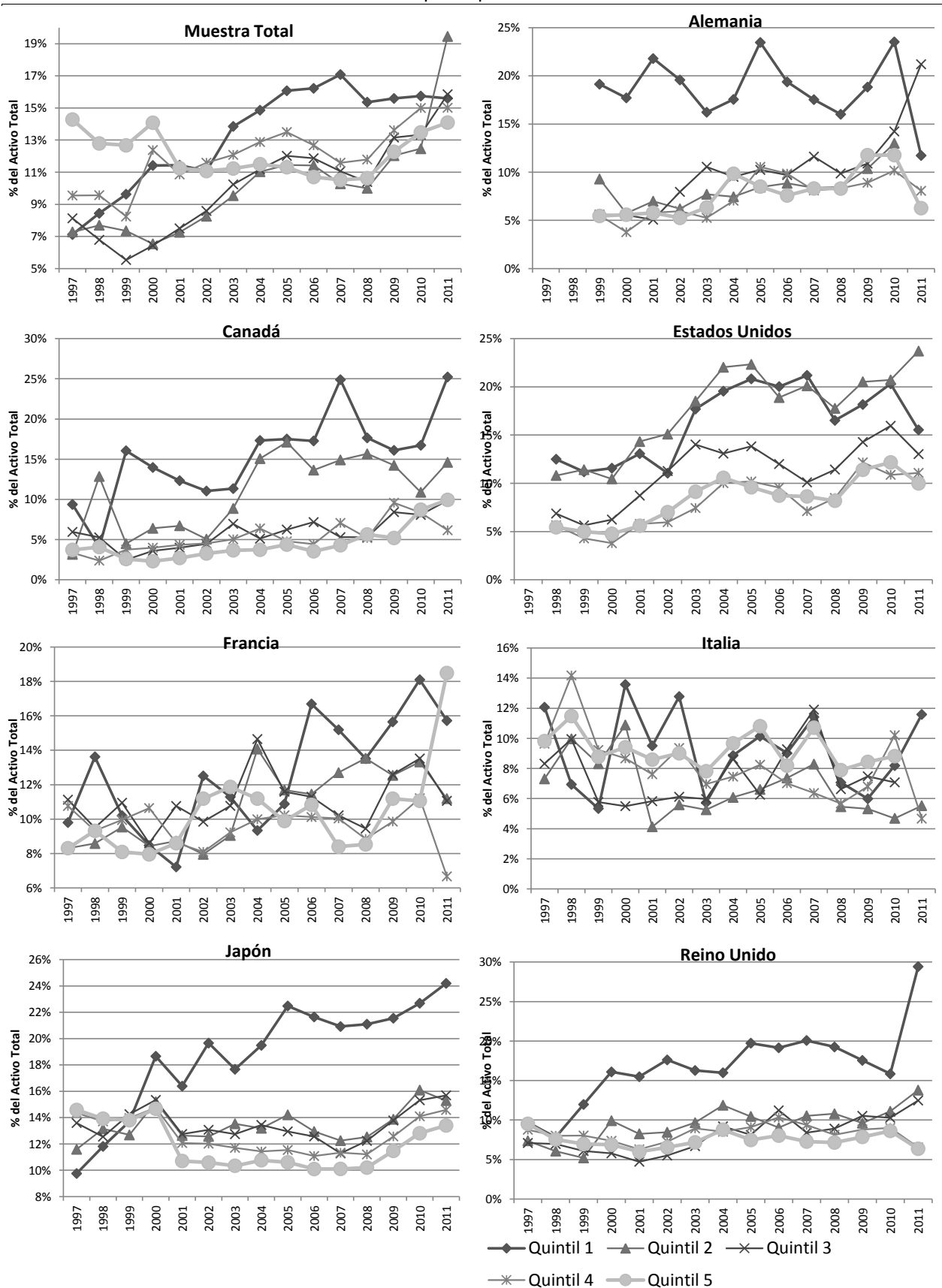
Por otro lado, cuando las firmas son ordenadas por tamaño en cada país por separado se verifica que el quintil más pequeño (o, en ciertos casos, el segundo más pequeño) tiende a estar siempre por encima del resto de los grupos de tamaño y a crecer a un ritmo visiblemente más acelerado.

En resumen, este apartado muestra que la acumulación creciente de liquidez constituye un rasgo estructural o de largo plazo que distingue a todo el período iniciado en 1980, que es un fenómeno internacional diseminado entre varios de los principales países avanzados, y que se extiende en forma generalizada a nivel firma, aunque tiende a ser más pronunciado entre las empresas pequeñas.

### **III. Los aportes teóricos sobre la demanda de liquidez y la literatura sobre financierización**

En este apartado se presentan los principales argumentos teóricos utilizados para explicar la demanda de liquidez en las firmas no financieras desde 1980. De un modo esquemático, éstos pueden dividirse para su tratamiento en tres grandes grupos de formulaciones teóricas, proviniendo los primeros dos del seno de la literatura financiera moderna, y el tercero de la literatura sobre lo que se ha dado en llamar *financierización*.

Gráfico 4  
Tenencias de Liquidez por Quintil de Tamaño



Tenencias de liquidez por quintil de tamaño para una muestra de firmas industriales con cotización bursátil de Alemania (5.425 observaciones firma-año), Canadá (7.355), Estados Unidos (22.681), Francia (5.165), Italia (1.909), Japón (26.964) y Reino Unido (11.760). Elaboración propia en base a WorldScope Datastream.

El primer enfoque, denominado aquí de demanda óptima, concibe a las tenencias de liquidez como el resultado de una política financiera que optimiza el valor de la firma. En este grupo se inscribe una abrumadora mayoría de los aportes recientes de la literatura de Finanzas Corporativas. Los factores que determinan la demanda de liquidez vienen dados por el deseo de minimizar los costos de transacción asociados a la obtención de liquidez en el mercado y, principalmente, las fricciones financieras que surgen como consecuencia del racionamiento y las dificultades para obtener financiamiento externo.

Posteriormente se presenta el enfoque de jerarquías financieras, formulado por Myers en la década del '80. La principal diferencia con la corriente anterior consiste en admitir la posibilidad de que el stock de liquidez de una firma en un período puntual resulte, antes que de una política de optimización explícita, un saldo determinado pasivamente a partir de la compensación entre el flujo de fondos y los requerimientos de liquidez corrientes.

Por último, la corriente de la financierización –con una nula repercusión en el seno de la literatura financiera moderna- entiende la demanda de liquidez como una consecuencia de su rentabilidad y capacidad para aportar ingresos financieros a los ingresos totales de las CNF. Pese a su escasa relación con los argumentos previos, al registrar esta hipótesis comienza a delinearse una perspectiva para comprender la acumulación de 'fondos no invertidos' como un rasgo de todo el período posterior a 1980, así como su carácter internacional y general.

### III.1. Enfoque de demanda óptima

Según este enfoque existe un nivel óptimo de liquidez de la firma donde se igualan el costo de demandar una unidad monetaria adicional y el costo marginal esperado de enfrentar una situación de iliquidez. El planteo general es que, pese a que existen opciones para que firmas con efectivo insuficiente para cubrir sus pagos se hagan de la liquidez necesaria (acudir al mercado de capitales, liquidar activos, disminuir la distribución de dividendos, renegociar pasivos, sacrificar inversiones), estas opciones son costosas y las firmas desearán mantener un monto de liquidez que permita evitarlas.

En ese sentido los factores que hacen que el efectivo y activos de liquidez similar se tornen atractivos para las firmas, pueden ordenarse alrededor de dos de los motivos señalados por Keynes (2001[1936]): el motivo transacción y el motivo precaución.

### III.1.a. El motivo transacción

La mera existencia de costos de transacción o corretaje en los que es preciso incurrir para cubrir las necesidades de liquidez operativas y regulares constituye un motivo para la demanda de liquidez. Esto implica asumir que, si bien el acceso a la liquidez está garantizado, cada operación mediante la cual una firma adquiere liquidez en el mercado tiene un costo.

En este marco, las firmas desearán una cantidad de efectivo que minimice la suma de dos tipos de costos: el costo de transacción asociado a la operación de obtención de fondos, por un lado, y el costo de oportunidad de mantener efectivo en su cartera, por otro. La formulación teórica de este motivo de demanda se desprende de las originalmente efectuadas por Baumol (1952) y Miller y Orr (1966) con sus respectivos modelos de gestión de efectivo.

Así, se puede esperar que el costo marginal de enfrentar una insuficiencia de liquidez operativa, y con él, la `demanda transacción` de liquidez, se relacione positivamente con variables como:

(i) la magnitud de los costos de transacción del financiamiento externo: aquellas firmas que nunca han participado del mercado de crédito y son castigadas con mayores costos de acceso al financiamiento externo<sup>8</sup>, se ven empujadas a demandar más liquidez para cubrir sus necesidades de financiamiento que aquellas que ya han ingresado a los mercados y han construido una reputación (Opler y otros, 1999);

(ii) el costo de transacción derivado de la liquidación de activos, reducción de dividendos, o renegociación de pasivos: se espera que la demanda de liquidez sea menor si las firmas consiguen vender activos a bajo costo. En consecuencia, por ejemplo, las firmas más diversificadas deberían tener menos activos líquidos en su cartera pues se asume que pueden vender activos corporativos con una menor pérdida de valor. Por otro lado, si la firma paga dividendos, es esperable que sus dificultades financieras sean menores pues cuenta con la posibilidad de interrumpir la distribución de ganancias para afrontar las necesidades de liquidez;

(iii) la extensión del ciclo de conversión del efectivo: es plausible una menor demanda de dinero cuanto más corto sea el ciclo de conversión del efectivo en la empresa, pues el

---

<sup>8</sup> Según Kim, Mauer y Sherman (1997) dichos costos de transacción incluyen los costos de emisión de títulos, los potenciales conflictos de agencia y los costos de selección adversa atribuibles a la información asimétrica.

normal funcionamiento proveerá el dinero requerido para financiarse con mayor fluidez;

(iv) el riesgo del flujo de fondos: la mayor variabilidad puede conducir a coyunturas de flujos negativos o excesivamente inferiores a los esperados; ante esta posibilidad es óptimo para la firma conservar un volumen de efectivo relativamente elevado; se espera entonces que la demanda de efectivo se incremente con la variabilidad del flujo de fondos;

(v) las economías de escala: es presumible que la relación efectivo/activo total se contraiga a medida que se incrementa el monto del activo total. Desde Miller y Orr (op cit), varios estudios se han preocupado por evaluar la existencia de economías de escala en la demanda de efectivo<sup>9</sup>; trabajos más recientes como Mulligan (1997) y Martínez Carrascal (2010) efectúan un estudio similar.

Por su parte, el costo de oportunidad de la demanda de liquidez viene dado por el bajo rendimiento relativo de este tipo de activos<sup>10</sup>. Dicho costo, a su vez, se ve afectado por el tratamiento fiscal de los beneficios de las sociedades y las ganancias personales de los accionistas (Opler y otros, op cit, Kim, Mauer y Sherman, 1998). En efecto, si las ganancias de capital no son gravadas por el impuesto a las ganancias en cabeza del accionista, cuando la empresa reporte beneficios positivos, aquel preferirá que las ganancias se destinen a la recompra de acciones en lugar de permanecer como efectivo, de modo que se compense el efecto de los impuestos sobre la empresa elevando el valor de sus acciones. Así, para los accionistas, el costo de la demanda de efectivo es proporcional a la alícuota con que son gravadas las ganancias de la firma.

### III.1.b. Motivo Precaución o de flexibilidad financiera

Según esta corriente, que es la más desarrollada en la actualidad, la demanda de liquidez se explica por la necesidad de garantizar la provisión de liquidez en caso de requerirla en el futuro y no contar con financiamiento externo a causa del racionamiento financiero. Buscando asegurarse contra esta posibilidad las firmas administran tanto la composición de su activo, como su estructura de capital. Para algunos autores, incluso, el racionamiento financiero es una condición esencial para la demanda de liquidez

---

<sup>9</sup> Las evidencias proporcionadas por algunos de estos estudios se resumen a continuación en la sección IV.

<sup>10</sup> De acuerdo con Kim, Mauer y Sherman (op cit) la liquidez óptima es decreciente al aumentar la rentabilidad de oportunidades de inversión corrientes. Veremos que según otras vertientes el rendimiento de los activos líquidos es precisamente uno de los motivos por los que las firmas comienzan a volcarse a su adquisición.



(Holmstrom y Tirole, 2011). Más aún, la necesidad de contar con la flexibilidad financiera requerida para afrontar períodos de escaso financiamiento externo parece ser el principal criterio seguido por los gerentes financieros al determinar la política financiera de la firma, a juzgar por una encuesta realizada por Graham y Harvey (2001).

El marco teórico de referencia contra el cuál se compara la situación de racionamiento es el escenario de mercado de capitales perfectos y la hipótesis de irrelevancia de la estructura de financiamiento postulada por Modigliani y Miller (1958). En tal contexto, cualquier proyecto con un valor presente neto positivo encontraría financiamiento y las firmas podrían realizar su nivel de inversión óptimo.

Sin embargo, una gran cantidad de argumentos teóricos, en general sustentados en el problema de selección adversa originalmente planteado por Akerlof (1970), explican la existencia de restricciones al financiamiento externo que eventualmente conducen a un nivel sub-óptimo de inversión corporativa. Así, han aparecido modelos que explican por qué las emisiones de equity suelen resultar poco atractivas para los inversores y, por lo tanto, son relativamente más caras que el financiamiento interno (Myers y Majluf, 1984, entre otros), o cómo los problemas de riesgo moral o selección adversa pueden conducir a un racionamiento del financiamiento vía deuda, reduciendo la oferta de fondos por debajo de la que las firmas demandarían a la tasa de interés de mercado (Stiglitz y Weiss, 1981).

En este contexto, un subconjunto de trabajos estudia el rol jugado por las tenencias de liquidez, el flujo de fondos, así como la administración de la estructura de capital, para moderar los efectos que el acceso restringido o excesivamente costoso al financiamiento externo ejercen sobre el nivel de inversión de las firmas. Entre los trabajos que consideran específicamente el rol del flujo de fondos interno y la acumulación de liquidez, Fazzari y otros (1988), Kaplan y Zingales (1997) y Stein (2001) muestran que existe una relación positiva entre el flujo de fondos y la inversión. Fazzari y otros, por ejemplo, muestran que la sensibilidad de la inversión a variaciones en el flujo de fondos es significativamente mayor para las firmas que, atendiendo a su mayor grado de racionamiento financiero, distribuyen una menor proporción de sus ganancias como dividendos. Kaplan y Zingales (1997) y Stein (2001), por su parte, muestran que el volumen de inversión aumenta con el flujo de fondos, y disminuye con el grado de racionamiento financiero.

- Determinantes de la demanda precautoria de liquidez

Holmström y Tirole (2000) demuestran teóricamente que frente a la posibilidad de requerir liquidez en el futuro para afrontar una nueva oportunidad de inversión o continuar financiando los proyectos en curso, la firma deberá atesorar liquidez. Tal importancia del motivo precaución como determinante del aumento de la demanda de liquidez ha sido documentada empíricamente de diversas formas. Los trabajos más generales, que también consideran explicaciones alternativas, son Opler y otros (1999) y Bates y otros (op cit). Opler y otros muestran que la demanda de liquidez cae cuando mejora el acceso a crédito, y crece para firmas con mayor relación entre valor de mercado y valor de libros (considerado como un indicador de las oportunidades de inversión y, por lo tanto, de los costos de sufrir un faltante de liquidez), para firmas con mayor volatilidad del flujo de fondos (que afecta la confiabilidad del acceso corriente a fondos invertibles), y para aquellas con mayor proporción de gastos en Investigación y Desarrollo. La razón por la que los gastos en I&D conducen a una mayor demanda precautoria de liquidez puede comprenderse a la luz de los argumentos de Brown y Peterson (2011). Dado que los gastos de I&D encuentran limitaciones a la hora de ser ofrecidos como colateral, tienden a estar impedidos de financiarse vía deuda, y sólo pueden abastecerse de fondos internos o del producto de emisiones de equity. Sin embargo, el mayor grado de volatilidad del flujo de fondos y del acceso a equity en firmas intensivas en gastos de Investigación y Desarrollo, elevan las dificultades de acceso al financiamiento externo. Por otro lado, las firmas encuentran elevados costos para ajustar el volumen de gastos en I&D a la fluctuante disponibilidad de financiamiento externo. Ello responde a que el principal componente de dichos gastos son los salarios de empleados con una alta calificación técnica, con altos costos de reclutamiento y capacitación y el eventual costo de diseminación de información privada. Por lo tanto, mantener elevadas tenencias de efectivo resulta más valioso para firmas que tienen que moderar las fluctuaciones de gastos de I&D que para aquellas con otro tipo de inversiones. Por otro lado, los gastos de I&D suelen ser identificados como indicadores de oportunidades de inversión.

Por su parte, Bates y otros (op cit), utilizando el mismo modelo explicativo que Opler y otros (op cit) concluyen que el aumento de las tenencias de liquidez que documentan entre las firmas industriales estadounidenses en 1980-2006, se explica principalmente por factores asociados al motivo precaución: los incrementos de la volatilidad del flujo

de fondos durante ese período, y la mayor proporción de gastos en Investigación y Desarrollo.

En suma, estos resultados sugieren que los gerentes demandan efectivo para garantizarse la flexibilidad financiera requerida frente a cambios inesperados en los flujos de fondos y el surgimiento de oportunidades de inversión.

- La sensibilidad del stock de liquidez al flujo de fondos

Con Kaplan y Zingales (op cit) se inició una discusión acerca de las virtudes de la metodología utilizada por Fazzari, y otros (op cit) para identificar adecuadamente la presencia de restricciones financieras<sup>11</sup>. Desde entonces, nuevas formas de identificación fueron introducidas en la literatura. Almeida, Campello y Weisbach (2004) procuran hacerlo a partir del análisis de la demanda de efectivo. Su modelo postula que las firmas racionadas deberían atesorar sistemáticamente una porción del flujo de caja, mientras las no racionadas no, confirmando esta hipótesis empíricamente. Por otro lado, evalúan la variación de dicha propensión a ahorrar a lo largo del ciclo de negocios: las recesiones afectan negativamente tanto el flujo de caja como el atractivo de las inversiones corrientes. Allí las firmas racionadas tienden a ahorrar una mayor proporción del flujo de caja, mientras que no se detectan cambios significativos entre las no racionadas.

Por su parte, Acharya, Almeida y Campello (2007) realizan un nuevo avance en el estudio de la administración del flujo de caja que las firmas racionadas realizan para atenuar los efectos de las restricciones financieras. Sugieren la existencia de dos formas de amortiguar tales restricciones: atesorar el flujo de caja y así aumentar la liquidez para afrontar inversiones futuras, o reducir el apalancamiento y guardar capacidad de endeudamiento para el futuro. Acharya, Almeida y Campello postulan que la elección entre una y otra estrategia depende de las necesidades de cobertura (*hedging needs*) de cada firma. Aquellas empresas cuyo flujo de caja se correlaciona positivamente con el surgimiento de oportunidades de inversión (baja necesidad de cobertura), pueden financiar las inversiones con dicho flujo, y complementarlo con el financiamiento externo cuya magnitud depende del desendeudamiento consumado en períodos previos.

---

<sup>11</sup> Quienes ponen en duda la precisión de la metodología original al analizar las declaraciones de los gerentes en reportes anuales de las firmas identificadas como racionadas por Fazzari, y otros –por su bajo ratio de payout-, y clasificar a éstas en tres subgrupos: no racionadas, posiblemente racionadas, y racionadas. Encuentran que las firmas clasificadas como racionadas exhiben la menor sensibilidad de la inversión al flujo de caja.

Las firmas con baja correlación entre flujo de caja y oportunidades de inversión (alta necesidad de cobertura) preferirán utilizar el primero para acumular efectivo que pueda ser utilizado en momentos en que las oportunidades de inversión surjan y no se disponga de un flujo corriente para cubrir su financiamiento.

Por último, Denis y Sibilkov (2010), muestran que las firmas racionadas con flujos de fondos escasos se ven impedidas de realizar tal acumulación de liquidez y sufren una mayor sensibilidad de la inversión ante las fluctuaciones del flujo de fondos.

- El rol de la volatilidad

Al igual que en el motivo transacción, el riesgo del flujo de fondos de la firma también juega un rol clave en este motivo de demanda, pues condiciona el saldo de liquidez disponible en cada momento. De tal suerte, cuando la firma no pueda acudir a instrumentos financieros de cobertura específicos que reduzcan la variabilidad de su flujo de fondos, se verá en la necesidad de demandar saldos adicionales de efectivo, destinados a cumplir con este rol precautorio. Varios estudios econométricos han buscado identificar los efectos que distintas fuentes de volatilidad tienen sobre la demanda de liquidez, así como la relación que esta volatilidad y la propia liquidez entablan con el recrudescimiento de la competencia en el mercado de bienes.

En efecto, como veremos en mayor detalle en el Capítulo III el incremento en las tenencias de liquidez desde 1980 transcurrió en simultáneo con el aumento de la volatilidad de los flujos de fondos y rendimientos idiosincráticos. Así, algunos estudios empíricos se han concentrado en estudiar la relación existente entre demanda de liquidez y las distintas fuentes de volatilidad.

i. Volatilidad macroeconómica. Una mayor volatilidad macroeconómica conlleva un aumento en la demanda de liquidez entre las CNF estadounidenses pues los gerentes ven deteriorarse su capacidad de predecir los niveles de liquidez requeridos para las operaciones (Baum y otros, 2006). Con todo, el proceso conocido como 'Gran Moderación' debió haber actuado mitigando esta fuente de presiones alcistas sobre la liquidez demandada en las CNF de países desarrollados<sup>12</sup>.

---

<sup>12</sup> Pruebas similares son realizadas por Demir (2009), aunque aquí el interés apunta a tres países periféricos: Argentina, México y Turquía. Más precisamente su hipótesis es que la preferencia de las firmas por activos financieros se presentará al verificarse episodios de volatilidad macroeconómica, o ante incrementos del diferencial entre el rendimiento ofrecido por los activos financieros y el correspondiente a las inversiones fijas.

ii. Volatilidad idiosincrática. Aun mientras la volatilidad del retorno de mercado se mantuvo estable durante los últimos 40 años, la exhibida por los retornos idiosincráticos entre las CNF de Estados Unidos acusó un sostenido incremento (ver Capítulo III). Con este proceso como trasfondo, numerosos trabajos se abocan al estudio de los efectos de la volatilidad idiosincrática sobre las tenencias de liquidez de las CNF. Se ha comprobado que, al igual que en el caso del riesgo macro, la mayor volatilidad idiosincrática elevó la demanda de liquidez entre las empresas norteamericanas, alemanas y francesas<sup>13</sup>.

- El valor de las tenencias de liquidez

Otra perspectiva para apreciar la relevancia de la liquidez como fuente de flexibilidad financiera frente a situaciones de racionamiento, consiste en analizar el efecto de las tenencias de efectivo sobre el valor de mercado de las firmas o, más sintéticamente, el valor de las tenencias de efectivo. El efectivo debería ser más valorado en firmas que enfrentan mayores dificultades para acceder a fuentes externas de financiamiento, en especial si estas cuentan con oportunidades de inversión que, de superar el financiamiento externo disponible, no podrían ser realizadas. Pinkowitz y Williamson (2006) estiman el valor de las tenencias de liquidez y muestran que el valor marginal de un dólar de efectivo es mayor para firmas que enfrentan un mayor costo de financiamiento externo. Denis y Sibilkov (op cit), por su parte, muestran que este mayor valor asignado por las firmas racionadas al efectivo obedece a que entre ellas el efectivo tiene un mayor impacto positivo sobre la inversión y a que esta inversión, a su turno, ejerce un mayor efecto positivo sobre el valor de mercado de las firmas.

- Algunos efectos reales de la demanda de liquidez.

*La competencia.* Una parte de la literatura ha procurado indagar la relación que se traba entre la demanda de liquidez y el comportamiento competitivo de las firmas. En tal sentido se ha verificado, por ejemplo, que las firmas buscan adaptar sus tenencias de liquidez a la administración de los riesgos implicados por la competencia (ceder oportunidades de inversión disputables, pérdida de participación de mercado). En consecuencia, empresas que comparten más oportunidades de inversión con competidores se ven más inclinadas a demandar más liquidez (Haushalter, Klasa y Maxwell, 2007). Asimismo, se determinó que aquellas firmas que mantienen reservas

---

<sup>13</sup> Para una evaluación econométrica de esta relación entre firmas norteamericanas ver Baum et al (2008), para firmas alemanas ver Baum, Schäfer y Talavera (2007), y para firmas francesas ver Saddour (2006).

de efectivo superiores a la media de su rama aumentan su probabilidad de ganar participación de mercado a costa de sus rivales (Fresard, 2010).

*Diversificación.* Otros exploran las interacciones entre la estructura de la firma y la demanda de liquidez. Tong (2011) y Subramanian y otros (2011) evalúan la relación entre el grado de diversificación de la firma y las tenencias de liquidez. La escasa correlación entre el flujo de fondos de los distintos segmentos de una firma diversificada da lugar a un mercado de capitales interno donde, independientemente de cómo correlacionen el flujo de fondos y las oportunidades de inversión en cada segmento, el financiamiento interno provisto por un segmento con escasas oportunidades de inversión permite financiar las oportunidades de inversión de otro segmento más dinámico pero con escaso autofinanciamiento. En este caso, las restricciones derivadas del acceso al financiamiento externo serían menores, reduciéndose la necesidad de mantener efectivo en forma precautoria. En particular, Tong (op cit) verifica que el valor del efectivo es menor para las firmas más diversificadas.

### III.1.c. Los costos de agencia vinculados a la discrecionalidad gerencial

Hasta aquí se ha asumido que la demanda de liquidez es óptima en tanto maximiza el valor de la firma. Esto es, los gerentes deciden el nivel de liquidez respondiendo a los intereses de los accionistas. No obstante, una parte significativa de las Finanzas Corporativas considera el conflicto de intereses entre los gerentes y los propietarios, suponiendo que los primeros perseguirán beneficios privados no necesariamente coincidentes con los intereses de los segundos. En particular, en el estudio de las tenencias de liquidez, se presume que los gerentes demandarán efectivo y activos líquidos por encima de los niveles que maximizan el valor de la firma, buscando en cambio maximizar sus beneficios personales derivados de estas tenencias. De acuerdo con Jensen (1986), los gerentes de firmas con altos niveles de flujo de caja libre tienden a retener una parte del mismo aun cuando no cuenten con oportunidades de inversión rentables y deban destinarlo a proyectos con valor presente neto negativo. Esto implica que, si bien la demanda de liquidez permite atenuar la sub-inversión generada por el racionamiento financiero, también introduce un riesgo de sobreinversión como consecuencia de la discrecionalidad con la que los gerentes pueden asignar los usos de dicha liquidez.

Dicha vertiente encuentra varias ramificaciones en la literatura empírica que han buscado precisar los efectos de distintos esquemas de incentivos sobre la demanda de liquidez de los gerentes. Así, por ejemplo, Ozkan y Ozkan (2004) evalúan los efectos de la propiedad gerencial de acciones sobre la demanda corporativa de efectivo en Inglaterra. Encuentran que la relación entre propiedad gerencial y tenencia de liquidez no es lineal, sino que se estructura de tal forma que, para tramos acotados de participación gerencial en la propiedad de la empresa, incrementos en ésta conducen a menos efectivo demandado; aunque superado un umbral, aumentos ulteriores en la participación conllevan una mayor acumulación de efectivo.

Siguiendo la línea de la sensibilidad de la demanda de efectivo a cambios en el flujo de fondos de Almeida, Campello y Weisbach (op cit), Kusnadi y Wei (2011) analizan el impacto de la protección legal a los inversores sobre dicha sensibilidad. Encuentran que la sensibilidad del efectivo al flujo de fondos de firmas racionadas, sólo resulta positiva para firmas radicadas en países que ofrecen una débil protección legal a los inversores. Si bien Harford (1999) y Ditmar y Mahrt-Smith (2007) encuentran evidencias similares, Harford, Mansi y Maxwell (2008), muestran evidencias contrarias a las esperadas de acuerdo a este enfoque entre firmas norteamericanas: empresas donde los accionistas cuentan con menores derechos y firmas con menor participación de los propietarios en la gestión, demandan menos efectivo.

### III.2. El enfoque de jerarquías financieras

En un vértice opuesto, la teoría de la jerarquía financiera sugiere que las firmas no demandan una cantidad óptima de efectivo y equivalentes. Por el contrario, de acuerdo con la síntesis ofrecida en Myers (1984)<sup>14</sup>, las firmas siguen una secuencia dada de fuentes de financiamiento sucesivas para cubrir sus necesidades de liquidez. La secuencia seguida es la siguiente, avanzando en forma secuencial de una a otra cuando el fondeo provisto por la primera se agote: (i) utilidades retenidas; (ii) emisión de deuda segura; (iii) emisión de deuda riesgosa; (iv) emisión de acciones.

En tal caso la demanda de liquidez será un resultado pasivo de dos variables opuestas: (i) el flujo de fondos corriente, y (ii) sus aplicaciones: los requerimientos de inversión y los pagos de deuda de la firma. Esto es, toda vez que se verifiquen flujos de fondos por encima de los requeridos para invertir y repagar de deuda, el sobrante se acumulará bajo

---

<sup>14</sup> Este es el primer artículo donde el término 'teoría de la jerarquía financiera' (*pecking order theory*) es utilizado.

la forma de activos líquidos. Por el contrario, cuando se presenten flujos negativos o reducidos, las aplicaciones que deban atenderse llevarán sucesivamente a: (i) consumir los saldos monetarios; (ii) contraer nueva deuda, o (iii) emitir acciones.

La política de dividendos se adapta a las oportunidades de inversión, aunque los dividendos son rígidos y se ajustan lentamente a cambios en el nivel objetivo de *payout*. Esta rigidez, sumada a las fluctuaciones en la rentabilidad y las oportunidades de inversión implica que las tenencias de efectivo suban cuando el flujo de fondos resulte mayor a los pagos de inversión, o se contraigan en la situación contraria.

Según Myers (op cit), aun cuando aquella secuencia de fuentes de financiamiento no se verifique en todos los casos, sí se adapta a la gran dependencia del financiamiento interno y la deuda observada en el agregado. Existen dos formas de explicar teóricamente esta secuencia que privilegia los recursos internos. O bien se interpreta como el resultado de un problema de agencia, con gerentes que pretenden evitar la disciplina que les impondrían inversores o acreedores externos<sup>15</sup>; o bien como una respuesta óptima ante problemas de asimetría de información que elevan los costos del financiamiento externo.

Un modelo teórico basado en esta última hipótesis es desarrollado por Myers y Majluf (1984). Si bien los costos de emisión son relativamente bajos para compensar por sí solos los beneficios del financiamiento externo, Myers y Majluf afirman que los problemas de información asimétrica entre gerentes e inversores pueden generar un incremento sustancial en los costos del financiamiento externo que justifican teóricamente la existencia de dicha jerarquía o secuencia de fuentes de financiamiento y, por lo tanto, la noción según la cual las tenencias de efectivo resultan en forma residual luego de compensarse el flujo de fondos y las oportunidades de inversión de cada período.

El Cuadro 1 resume los principales determinantes de la demanda de liquidez de acuerdo con las distintas hipótesis que surgen de la literatura financiera. Para cada explicación se especifican las variables a través de las cuales opera el efecto sobre la liquidez y el signo esperado del efecto predicho por la teoría sobre la demanda de liquidez.

---

<sup>15</sup> Myers (op. cit.) afirma que esta hipótesis era ya esgrimida por Donaldson (1961, 1969).



<b>Cuadro 1. Demanda de liquidez según la literatura financiera. Variables explicativas y signo esperado en regresión.</b>				
<b>Factor Explicativo</b>	<b>Variable</b>	<b>Significado</b>	<b>Signo Esperado</b>	<b>Referencia</b>
Dda. Óptima. Motivo Transacción	Activo Total	Tamaño	(-)	Mulligan (1997)
	Capital de Trabajo Neto	Activos sustitutos del efectivo	(-)	Opler et al (1999)
	Tasa de Interés/Spread Bancario	Costo de acceso al financiamiento externo	(+)	Opler et al (1999)
Dda Óptima. Motivo Precaución	Flujo de Fondos/Activo Total	Financiamiento interno	(+)	Almeida, Campello y Weisbach (2004), Acharya, Almeida y Campello (2007)
	Var. Ventas/Activo Total	Volatilidad idiosincrática	(+)	Baum et al (2008)
	Var. Flujo de Fondos	Volatilidad idiosincrática	(+)	Han y Qiu (2007)
	Var. PBI real	Volatilidad del ambiente macroeconómico	(+)	Baum et al (2006)
	Q, Valor de Mercado/Valor de Libros	Proxy de oportunidades de inversión	(+)	Almeida, Campello y Weisbach (2004), Acharya, Almeida y Campello (2007), Opler et al (1999), Bates et al (2009)
	Gastos de Capital/Activo Total	Proxy de oportunidades de inversión	(+)	Opler et al (1999)
	Gastos de I&D/Ventas	Proxy de oportunidades de inversión	(+)	Opler et al (1999), Brown y Petersen (2011)
	Adquisiciones de Activos	Proxy de oportunidades de inversión	(+)	Opler et al (1999)
	Pasivo Total/Activo Total	Necesidad de cobertura frente a interrupción del crédito	(+)	Opler et al (1999), Guney, Ozkan y Ozkan (2007)
	Pago de dividendos	Indicador de racionamiento financiero	(-)	Fazzari, Hubbard y Petersen (1988)
Demanda Gerencial	Flujo de Fondos/Activo Total	Financiamiento interno	(+)	Jensen (1986), Kusnadi y Wei (2011)
	Q, Valor de Mercado/Valor de Libros	Proxy de oportunidades de inversión	(-)	Jensen (1986)
Jerarquías financieras	Flujo de Fondos/Activo Total	Fondos Internos	(+)	Myers (1984)
	Gastos de Capital/Activo Total	Aplicación del efectivo	(-)	Myers (1984)
	Pasivo Total/Activo Total	Aplicación del efectivo	(-)	Opler et al (1999)
	Adquisiciones de Activos	Aplicación del efectivo	(-)	Opler et al (1999)

Elaboración propia en base a la literatura revisada.

Como resulta esperable de acuerdo con la presentación realizada de cada hipótesis, el Cuadro muestra algunas contradicciones entre los signos esperados de algunas variables sobre la acumulación de liquidez, según las distintas explicaciones. Es el caso de los gastos en Formación de Capital y las Adquisiciones, que según la hipótesis de precaución constituyen indicadores de oportunidades de inversión y resultaría esperable que eleven la liquidez requerida, mientras que conforme a la hipótesis de jerarquías financieras representan meras aplicaciones de liquidez y por lo tanto tienen un efecto negativo sobre su saldo.

Probablemente, Opler y otros (op cit) sea el trabajo que con mayor detenimiento compara la capacidad del enfoque de jerarquías financieras y el enfoque de demanda óptima para explicar la evolución de la liquidez corporativa. Allí se proporcionan indicios de la validez de ambas. En efecto, los resultados de estadística univariada y econométricos de dicho trabajo indican que ambos modelos tienen validez para explicar distintos aspectos de la demanda de liquidez de las firmas estudiadas.

El Cuadro 1 también resalta la relevancia que en todas las hipótesis se adjudica a dos factores clave: el volumen del flujo de fondos y las oportunidades de inversión. El flujo de fondos constituye la primera y menos onerosa fuente de financiamiento en la jerarquía financiera, es la fuente que abastece el atesoramiento precautorio de liquidez en las firmas racionadas, y es un indicador directo del riesgo de los problemas de agencia. No obstante, los estudios disponibles no realizan una caracterización de su evolución durante los últimos años que aporte a la elaboración de un panorama para comprender el proceso de crecimiento de la liquidez corporativa en todo el período post-1980.

Lo mismo ocurre con las oportunidades de inversión y la inversión efectivamente realizada. En particular, la hipótesis de la demanda precautoria atribuye a la liquidez la función de preservar la capacidad de las firmas para concretar las oportunidades de inversión que surjan. No obstante, no se cuenta con una caracterización de la trayectoria que han seguido la inversión y los principales indicadores referidos a oportunidades de inversión durante el período.

Como veremos en lo que sigue, ello limita en una medida considerable la capacidad de las explicaciones revisadas para dar cuenta de las características de la acumulación de liquidez que se resumieron en el apartado II. Ciertamente, los argumentos repasados

permiten comprender, por ejemplo, que en las firmas más pequeñas la liquidez crezca más por ser éstas las más expuestas al racionamiento financiero, pero ¿cómo se explica que la liquidez aumente sostenidamente y en forma generalizada, incluso en firmas grandes o teóricamente no racionadas? Por otro lado, resulta comprensible que desde 1980, la mayor volatilidad del flujo de fondos y la creciente importancia de los gastos de I&D impliquen una mayor necesidad de cobertura (Bates y otros, op cit), pero ¿son esos los únicos cambios relevantes que se introdujeron en el escenario operativo y financiero en que funcionaron las firmas desde 1980?

### III.3. Los activos líquidos como inversión

Aunque esta última hipótesis no es registrada entre los autores de las Finanzas Corporativas, se incorpora en este apartado pues considera en forma directa la acumulación de liquidez ocurrida entre las firmas no financieras desde 1980. Por lo demás, esta literatura establece una perspectiva posible para delimitar el marco en el que se produce la acumulación de liquidez y así identificar sus causas más generales.

Las explicaciones previas desestiman la combinación de rentabilidad y riesgo ofrecida por los activos financieros que integran el total de la liquidez mantenida por las firmas, como una variable relevante al explicar su demanda. En efecto, mientras los primeros enfoques valoran los activos líquidos sólo a partir de su poder cancelatorio, dando por sentado que la rentabilidad operativa resultará más atractiva para la firma (esto es, asumiendo la existencia de una prima por liquidez), éste último segmento de la literatura pone el acento en su rentabilidad y capacidad para alterar el riesgo de una cartera de activos. Antecedentes de este planteo pueden encontrarse en Tobin (1965), donde la sustituibilidad entre inversiones reales y monetarias es considerada explícitamente desde un punto de vista teórico. Una gran parte de la literatura sobre *financierización* considera a éste como un aspecto decisivo; veamos:

(a) Stockhammer (2004) postula que el crecimiento de la rentabilidad de aplicaciones financieras, junto con las transformaciones en la estructura del gobierno corporativo desde fines de los años '70, trastocaron los incentivos y prioridades de los gerentes de las firmas, llevándolos a adoptar un esquema de preferencias propio de los mercados financieros, y privilegiar inversiones con altos retornos de corto plazo frente a opciones de crecimiento de mayor maduración.

(b) Crotty (2005) indica el surgimiento de una nueva concepción en los parámetros que guían la inversión de la firma hacia la década de 1970; en ella, la firma es asimilada a un portafolio de activos, reales o financieros, cuyo valor debe ser maximizado. Así, las firmas se ven alentadas a acumular activos financieros o adquirir subsidiarias financieras (o bien amplían sus participaciones en ellas). Esta modificación es consecuencia de (i) la aparición de inversores institucionales -fondos mutuos y fondos de riesgo- con capacidad para iniciar oleadas de adquisiciones hostiles y forzar de este modo la adopción de estrategias gerenciales acordes a sus propósitos de maximización de valor de la firma (ii) menores rendimientos en las operaciones reales como consecuencia del recrudescimiento de la competencia internacional en ramas clave, fenómeno al que Crotty se refiere con el término "*coercive competition*" (ver también Crotty, 2002b).

(c) Orhangazi (2008), por último, formula y comprueba un modelo en el que los mayores rendimientos financieros -y las presiones ejercidas por el crecimiento en el pago de dividendos e intereses-, afectan negativamente sus decisiones de inversión operativas.

En resumen, al resaltar a la rentabilidad como atributo causante de la demanda de los activos líquidos la literatura de la financierización se aparta de los argumentos que adjudican la acumulación de activos líquidos exclusivamente a su inmediato poder cancelatorio. Inclusive, estos autores señalan en forma explícita posibles causas de orden general para el crecimiento de la liquidez: la mayor rentabilidad de las inversiones financieras en los últimos años, los límites que impuso la mayor incidencia de los 'inversores institucionales' en las decisiones de las firmas, etc. El Capítulo 3 discute la relevancia de estos elementos como parte de un conjunto de transformaciones sufridas en el medio en que operaron las CNF, y que dieron lugar al crecimiento de 'fondos no invertidos' entre ellas.

Con todo, el repaso de algunos antecedentes del crecimiento de la liquidez puede contribuir a revelar factores adicionales que presionaron sobre dicho aumento. Lo que resta de este Capítulo tiene por finalidad conocer tales antecedentes. En primer lugar se procura reconstruir la trayectoria de la acumulación de liquidez entre las CNF en la etapa anterior a 1980, a partir de la literatura que se dedicó a estudiarla de un modo directo. Se pretende así identificar las principales fuerzas que se combinaron para

producir el cambio de tendencia observado en los Gráficos 1 y 2. Por otro lado, en el apartado V, se presentan resumidamente los principales obstáculos que afectaron el crecimiento corporativo de las grandes firmas en países avanzados durante la posguerra. Ello también brinda valiosos elementos para interpretar el papel jugado por el crecimiento de la liquidez que sobrevino después.

#### **IV. La demanda de liquidez en las grandes CNF en el período previo a 1980**

Una serie de estudios relativamente antiguos ha estudiado este aspecto del funcionamiento financiero de las grandes firmas permitiendo reconocer ciertos antecedentes del proceso reciente de acumulación de liquidez. Podría afirmarse que, visto como un todo, este subconjunto de estudios posee características que lo distinguen de la literatura más reciente. Por empezar, en lugar de inscribirse en la disciplina de las finanzas corporativas, está integrado por aportes clásicos de la economía monetaria orientados, en última instancia, a caracterizar la demanda agregada de efectivo y sus vinculaciones con otras variables macroeconómicas, como el nivel de actividad y la tasa de interés. En general, estos trabajos evalúan la existencia de economías de escala en la demanda de dinero de las grandes CNF norteamericanas<sup>16</sup> y estudian directamente la relación del efectivo y activos similares con el volumen de operaciones o con el total del activo. De este modo, suministran un análisis de la evolución de las tenencias de liquidez en el tiempo, facilitando una reconstrucción de las distintas etapas de largo plazo y de su dinámica cíclica. Por último, también se distinguen de los estudios más actuales al buscar determinar los cambios en la composición interna de la cartera de activos líquidos.

Este apartado se basa en dichos aportes para conocer la evolución empírica de las tenencias de liquidez durante el período previo al inicio del ascenso sostenido de las tenencias de liquidez en 1980. Se espera que esta exploración de los antecedentes de la acumulación de liquidez proporcione elementos relevantes para explicar y caracterizar su evolución posterior a 1980.

---

<sup>16</sup> Las hipótesis contrapuestas en dicha discusión sostenían que (i) la relación entre ventas/activos y dinero eran proporcional y mecánicamente determinada por los hábitos de cobros y pagos (conjetura esgrimida por la `teoría monetaria tradicional`); o bien (ii) que dicha relación era menos que proporcional, y que por ello predominaban economías de escala en la demanda de liquidez (sostenida por la teoría de demanda óptima de Baumol-Tobin) (Whalen, 1965).

Se procura a la vez registrar el modo en que la acumulación de liquidez se vinculó con la acumulación de capital de las grandes empresas en aquellos años<sup>17</sup>. En efecto, la propia literatura señalaba la pertinencia de evaluar el progreso de las tenencias de liquidez a lo largo del ciclo de negocios, mostrando cómo el aumento en la participación de inversiones líquidas en el total del activo reflejaba, en parte, un aumento en la disponibilidad interna de fondos que ocurría durante fases contractivas, cuyo consumo en fases de crecimiento e inversión tendía -hacia la primera mitad de los '60, y si bien lentamente- a ser cada vez más limitado, estimulándose así un paulatino giro en la actitud de las firmas hacia una gestión específica de las carteras de liquidez como fuente directa de ganancias.

IV.1. *Pautas metodológicas*. Dos perspectivas complementarias surgen a la hora de observar la evolución de la demanda de liquidez en el tiempo; ambas permiten reconocer la evolución de esta demanda en el largo plazo y su dinámica en el ciclo de negocios; tales opciones son:

(1) apreciar en cada momento la relación entre el volumen de activos líquidos y el nivel de operaciones de las firmas. Los autores suelen denominar a esta relación *velocidad de circulación del dinero*, entendida como el cociente  $\frac{\text{Activos líquidos}}{\text{Operaciones}}$ ; así, es posible evaluar en qué medida la demanda de liquidez se ve afectada por el ritmo de las actividades operativas; identificar porciones de la liquidez total demandada que, en ocasiones, responden a causas ajenas al financiamiento de pagos operativos; evaluar cómo evoluciona la composición interna de la liquidez ante distintos niveles de actividad, etc;

(2) considerar, al igual que lo hacen los aportes de las finanzas corporativas modernas, la relación entre el monto de activos líquidos y el total del activo; la literatura permite un seguimiento de la evolución en el largo plazo de distintos tipos de activos líquidos. Asimismo, algunas pautas para la caracterización de la demanda de liquidez se desprenden de un examen de sus oscilaciones en ciclo de negocios.

---

<sup>17</sup> Si bien la antigüedad de estos aportes implica que, con pocas excepciones, sus argumentos teóricos hayan sido superados con posterioridad en la disciplina monetaria, lo que nos interesa extraer de ellos son las referencias a la efectiva evolución empírica de las tenencias de liquidez y su relación con las actividades operativas.

IV.2. Demanda de activos líquidos y ritmo de las operaciones. La velocidad del dinero.

Es posible extenderse hacia atrás hasta 1867 en un examen indirecto de esta relación gracias a los estudios de Friedman (1959) y Friedman y Schwartz (1963). Por su parte, un estudio de esta relación en las grandes empresas estadounidenses para el período 1914-1957 es ofrecido en Lutz (1945) y Payne (1961). Asimismo, varios trabajos adicionales se preocupan directamente por ella, al estudiar el período abierto desde 1945.

#### IV.2.a. Su relación en el largo plazo

En la evolución tendencial de la velocidad se distinguen dos etapas:

(i) una muy prolongada caída tuvo lugar al menos desde 1867 hasta la conclusión de la II Guerra Mundial (Friedman, 1959). Aun cuando este descenso se observa para un cociente entre agregados para toda la economía estadounidense<sup>18</sup> tanto Friedman como otros autores (Selden, 1961; Meltzer, 1963) adjudican el mismo comportamiento a la velocidad en las grandes firmas<sup>19</sup>.

(ii) desde 1945 cierta reversión de aquella caída en la velocidad, que se prolongó al menos hasta 1960, es señalada por varios autores (Selden, op cit; Bloch, 1963; Vogel y Maddala, 1965). Selden (op cit) observa que esta reorientación se advertía también en las medidas agregadas de velocidad de circulación, e inclusive “para la mayoría de las economías prósperas”<sup>20</sup>.

En buena medida, el incremento tendencial experimentado en la velocidad del dinero estuvo causado por un ascenso en la demanda de otros activos líquidos, de mayor rentabilidad, que debilitaron progresivamente la demanda de efectivo: depósitos a plazo, papeles comerciales, bonos estatales, etc. (Shatto, 1967).

#### IV.2.b. Su dinámica cíclica

---

<sup>18</sup> La velocidad se mide como  $PBN/M_1$ .

<sup>19</sup> Aun cuando los estratos de menor tamaño mostraban una mayor velocidad, esta brecha tendió a disminuir, en especial durante los años de la II GM.

<sup>20</sup> Al parecer, todas las ramas estudiadas por Selden experimentaron la misma aceleración. No obstante, su distribución por grupos de tamaño fue desigual, verificándose un incremento más acentuado entre las firmas de mayor tamaño, que hallaba por antecedente el incremento relativo en la velocidad de estos estratos durante la IIGM. Con todo, todavía se hacía ostensible una relación inversa entre velocidad de circulación del dinero y tamaño del activo (Selden, op cit).

Aquella trayectoria de largo plazo podía ser vista a su vez como el resultado de la inelasticidad de la demanda de dinero ante los cambios cíclicos en el nivel de operaciones, que determinaba que la velocidad aumentara durante las fases de auge, y retrocediera en las recesiones<sup>21</sup>. Tal dinámica sufrió, sin embargo, algunos cambios entre las dos etapas de largo plazo, jugando la disponibilidad de activos sustitutos del efectivo un rol diferente en cada una:

(i) antes de la II Guerra Mundial, la demanda de dinero fue más inelástica en las recesiones que en las fases de auge. Por otro lado, aun sin llegar a afectar sustancialmente las tenencias de efectivo, tendía a producirse cierta acumulación de activos sustitutos del dinero –en especial bonos públicos-, aunque esto sólo ocurría durante las fases recesivas (Freund, 1966, Payne 1965).

(ii) en la posguerra, en cambio, la inelasticidad fue mayor en las fases ascendentes que en las recesiones. La incorporación de sustitutos del dinero jugó aquí un rol inverso en el ciclo, acumulándose bonos del estado en fases expansivas –conteniendo el crecimiento en la demanda de efectivo- y desacumulándose en las contracciones (Shatto, 1972).

Para el período previo a 1945, los trabajos de Lutz (1945) y Selden (1961) permiten añadir algunos matices a este cuadro general a partir de una inspección más minuciosa de la relación cíclica entre activos líquidos y nivel de operaciones de las CNF norteamericanas. Allí se advierte que la tendencia al descenso de la velocidad entre las grandes firmas norteamericanas durante esos años se vio afectada por:

(a) los dos períodos bélicos, que combinaron un elevado dinamismo en las actividades operativas con una incorporación –muy intensa durante la primera guerra y de menor ritmo en la segunda- de inversiones líquidas alternativas al efectivo, especialmente entre las firmas más grandes; en tanto las medidas de liquidez tomadas para el cálculo de la velocidad excluían este tipo de activos financieros, ambas vías contribuían a un aumento en la velocidad del dinero computada;

---

<sup>21</sup> Friedman interpreta esta dinámica cíclica como contradictoria con la tendencia a largo plazo: mientras velocidad y nivel de actividad evolucionan en el mismo sentido en el corto plazo, lo hacen en sentidos inversos en el largo plazo. Busca explicar esta contradicción a partir de la teoría del consumo basada en el ingreso permanente, y traslada esa racionalización al caso puntual de las corporaciones no financieras. Postula así que la demanda de dinero puede asimilarse a la del capital fijo, cuya cantidad debería adaptarse al nivel de producción de largo plazo de la firma, y no verse sustancialmente alterado ante cambios coyunturales de la misma.



(b) un período de grandes oscilaciones cíclicas en el ritmo de la acumulación operativa a lo largo de la década del '30, durante el cual adquirió visibilidad un componente de los saldos de efectivo desvinculado del financiamiento de los pagos operativos –el *free cash*<sup>22</sup>–, que crecía en las recesiones y tendía a desaparecer en el auge.

IV.3. La demanda de liquidez y el activo total.

IV.3.a. Su relación en el largo plazo

Al aumentar el tamaño del activo total en el tiempo –e incluso en un corte transversal, avanzando entre empresas de menor a mayor tamaño– tenían lugar dos modificaciones en su composición: (i) la participación del efectivo en el total del activo decaía; y (ii) crecía la participación de los activos sustitutos del efectivo en el total de activos líquidos.

Pueden encontrarse varias interpretaciones sobre las causas de este proceso: (i) al crecer el volumen del activo total, tendía a ceder la proporción pasivos bancarios, alentando esto una caída en la demanda precautoria de efectivo, y su transferencia a otras formas de liquidez más rentables (Frazer,1964). (ii) La tendencia al alza del rendimiento de estos activos durante los años '50 y mediados de los '60 habría motivado el progresivo traspaso de efectivo a otras formas de liquidez; Shatto (1967), en efecto, comprueba estadísticamente que una amplia gama de activos financieros se habían convertido en sustitutos del dinero por esta causa. Asimismo, al advertir que esta sustitución avanzaba a medida que aumentaba el tamaño de las firmas, Vogel y Maddala (1967), Whalen (1965) y Selden (1961) insinúan que el costo de transacción inhibía sustituciones de montos limitados de efectivo, y que éstas comenzaban a hacerse rentables a medida que aumentaban los volúmenes de efectivo a sustituir. Elementos adicionales para la comprensión de este fenómeno de largo plazo surgen de una inspección a su dinámica cíclica.

IV.3.b. Su dinámica cíclica

Una tipificación de los movimientos protagonizados por las tenencias de liquidez en el ciclo de negocios es ofrecida por Lutz (op cit). Allí identifica dos alteraciones en la

---

<sup>22</sup> Para una explicación de la metodología usada para su cálculo ver Lutz (1945, p.40 ). El mismo autor adjudica estos saldos excedentes principalmente a dos motivos: (a) un “motivo precaución”, que aumenta con el nivel de incertidumbre sobre la evolución futura de los negocios, sumado a (b) la existencia de pronósticos desfavorables sobre la rentabilidad de la inversión en activos operativos, la ausencia de deudas que reducir, y la escasa disposición a distribuir dividendos; situación que, según él, sólo podía verificarse en períodos de recesión.

composición del activo propias de fases contractivas, y otras dos que caracterizan a las fases expansivas a lo largo del período 1919-1939. Es posible inferir que esta dinámica se prolongó sin grandes alteraciones al menos hasta 1960 gracias a los estudios de Bloch (1963), y en menor medida, Jacobs (1960).

*Fases contractivas.* Al enfrentar una demanda declinante tiene lugar un encogimiento automático de dos rubros del activo directamente vinculados al nivel de ventas y actividad, a saber, inventarios y cuentas a cobrar. También se produce una reducción inducida en las inversiones en reposición del activo fijo, que comprime el valor de este rubro. Así, el conjunto de estos tres activos, denominado aquí activo operativo (AO), tiende por regla general a retroceder durante las recesiones y crecer en las fases de auge. La *liquidación* de estas tres partidas constituye una fuente de incremento del efectivo durante la recesión. Paralelamente, tiene lugar la *liberación* de parte del efectivo en poder de la firma, hasta el momento comprometido en el financiamiento de las transacciones, que ahora pierden esa función.

Por otro lado, el efectivo disponible gracias a estos procesos de *liquidación* y *liberación*, puede salir de la firma reduciendo el volumen total de *fondos empleados*, conformado por la suma del pasivo y el patrimonio neto de la firma. Tal salida se presentará a partir de una combinación de los siguientes movimientos: (1) la absorción de eventuales pérdidas; (2) la distribución de dividendos no generados en el período; o (3) caídas en el pasivo total, producto de contracciones automáticas en las cuentas a pagar operativas, y de reducciones de pasivos financieros motivadas por la búsqueda de ahorro de intereses, vencimientos de corto plazo y las presiones de los acreedores. Tales filtraciones de fondos pueden agotar el efectivo conformado por la liquidación y liberación o insumir sólo una parte de la misma.

*Fases expansivas.* El incremento en la actividad y ventas requiere un mayor AO, y su financiamiento, a su turno exige el uso de un mayor volumen de dinero. Tales requerimientos pueden consumir los saldos líquidos o financiarse con fuentes externas. Ciertamente, las oscilaciones cíclicas de la acumulación de liquidez en este período en parte reflejaban las dificultades con que tropezó la coordinación entre los requerimientos financieros de la inversión y su cobertura con fondos externos. En efecto, un amplio predominio del autofinanciamiento es identificado en Lutz (1945) y Bloch (op cit). Éste último, incluso atribuye esta estrategia a las dificultades de los bancos para responder a una demanda extraordinaria de fondos durante las fases de

auge, que podía obligar a las firmas a posponer emisiones o reducir su monto, precisamente en el momento del ciclo en que el financiamiento más se requería.

Así, dos cuadros distintos tendieron a presentarse en las fases recesivas, cada uno de los cuales se correspondía con una configuración específica durante las recuperaciones.

	Contracción	Auge
(1)	El caso extremo en que el efectivo generado por liquidación y liberación es usado en su totalidad para reducir los fondos empleados. En cuyo caso caerá el monto total de efectivo, aunque el ratio de efectivo a activo total puede caer o aumentar. Es más probable que este escenario se presente en firmas con elevado endeudamiento, vencimientos a corto plazo, o con grandes pérdidas.	Dado que la recesión anterior implicó una reducción de efectivo hasta niveles mínimos para financiar transacciones, el aumento en el AO deberá financiarse con fondos externos o ganancias retenidas. El efectivo no caerá y probablemente tampoco su ratio a activo total.
(2)	La reducción en el volumen total de fondos empleados puede eventualmente ser menor que la suma del efectivo generado por liquidación y liberación. Las probabilidades de este escenario aumentan cuando el grado de endeudamiento y las pérdidas generadas por la recesión son reducidos. Aquí el ratio de fondos líquidos a activo total aumentará <sup>23</sup> .	Visto que la recesión anterior arrojó saldos líquidos excedentes sobre los requerimientos transaccionales, durante la recuperación se sucederán dos fases: una primera en que la firma consumirá el excedente de liquidez para financiar el aumento en el AO, y una segunda en que, tras alcanzar el mínimo transaccional, la firma deba recurrir a fondos externos para incrementar de allí en más AO y saldos de liquidez.

Cuadro 1. Patrones cíclicos de la liquidez en el período 1914-1970. Elaboración propia en base a Lutz (1945), Bloch (1963) y Jacobs (1960).

<sup>23</sup> Lo que ocurra con el ratio de efectivo (sin considerar otras inversiones) a activo total dependerá de las expectativas sobre la rentabilidad de demandar inversiones líquidas.

#### IV.3.c. Cambios en la acumulación de liquidez hacia 1960

Con todo, una serie de cambios en la fisonomía de este proceso cíclico parecían adquirir nitidez a partir de la primera mitad de los años `60. Esto se comprueba al observar la conjunción de los siguientes tres elementos:

(1) Jacobs (1960) advierte que el crecimiento en los flujos de fondos corporativos desde los años ´40 y ´50, había vertido en las carteras de inversión de las firmas un volumen creciente de fondos<sup>24</sup>; (2) paralelamente, venía evidenciándose un debilitamiento de las últimas fases de expansión respecto a la disponibilidad de fondos acumulados al interior de las firmas, de tal forma que los períodos de auge de la inversión no llegaban a consumir la totalidad de la liquidez disponible; este punto es directamente documentado por Bloch (op cit) para una muestra de firmas industriales durante el período 1958/61, y sugerido por él como una tendencia; y (3) al mismo tiempo, y probablemente explicada por los dos hechos anteriores, se había producido una gradual diversificación de las carteras de activos financieros; todas las evidencias señalaban que desde la IGM, los bonos estatales habían predominado en su interior<sup>25</sup>; no obstante, para mediados de los ´60 varios estudios comprobaban que desde 1950 se había desatado una etapa de creciente diversificación, que permitió la incorporación de activos más rentables y riesgosos<sup>26</sup>. Jacobs (op cit) muestra que para un subconjunto de 209 corporaciones no financieras, el porcentaje de bonos en la cartera financiera había declinado entre 1951 y 1957, del 95% al 83%. Bloch (op cit), por ejemplo, observa que en los últimos años, había crecido la demanda de papeles comerciales, certificados de depósito negociables y activos en moneda extranjera en el mercado de eurodólares; Shatto (op cit), como se comentó, había comprobado un proceso similar entre 1952 y 1966<sup>27</sup>. El Gráfico 5, que presenta la participación de nueve activos en la cartera total de activos líquidos

---

<sup>24</sup> Como se indicó arriba, el crecimiento de las carteras de inversión venía siendo documentado por otros autores. Selden (1961), Meltzer (1963), Shatto (1967), Frazer (1964), etc.

<sup>25</sup> Este predominio parece haberse conservado en todo el período 1914-1960, a excepción del boom bursátil de fines de los ´20 en el que Lutz infería que las acciones habían ocupado un lugar central.

<sup>26</sup> Paradójicamente, este proceso de diversificación elevó el riesgo y la rentabilidad de la cartera financiera, así como sus plazos promedios de maduración. Jacobs comprueba que la minimización del riesgo no operaba solamente vía adquisición de bonos del Tesoro estadounidense, sino también por medio de una concentración en plazos cortos que acotaban las posibles pérdidas por cambios en la tasa de interés.

<sup>27</sup> Como se mostró arriba, Shatto (1967) adjudicaba esta diversificación a una tendencia ascendente en la evolución de los rendimientos financieros. Sin embargo, esta hipótesis ya había sido discutida al menos, por Jacobs (1960) y Bloch (1963). Ambos encontraron que los cambios observados en la demanda de activos líquidos durante fines de los ´50 y principios de los ´60, no obedecían directamente a la curva trazada por sus respectivos rendimientos; sea porque sus diferenciales no evolucionaron del modo teóricamente esperable, o porque sus oscilaciones no se correspondían con los cambios cíclicos en la demanda de los activos.

confirma que el proceso de diversificación y pérdida de importancia de los títulos públicos también resultaba evidente para el agregado de CNF.

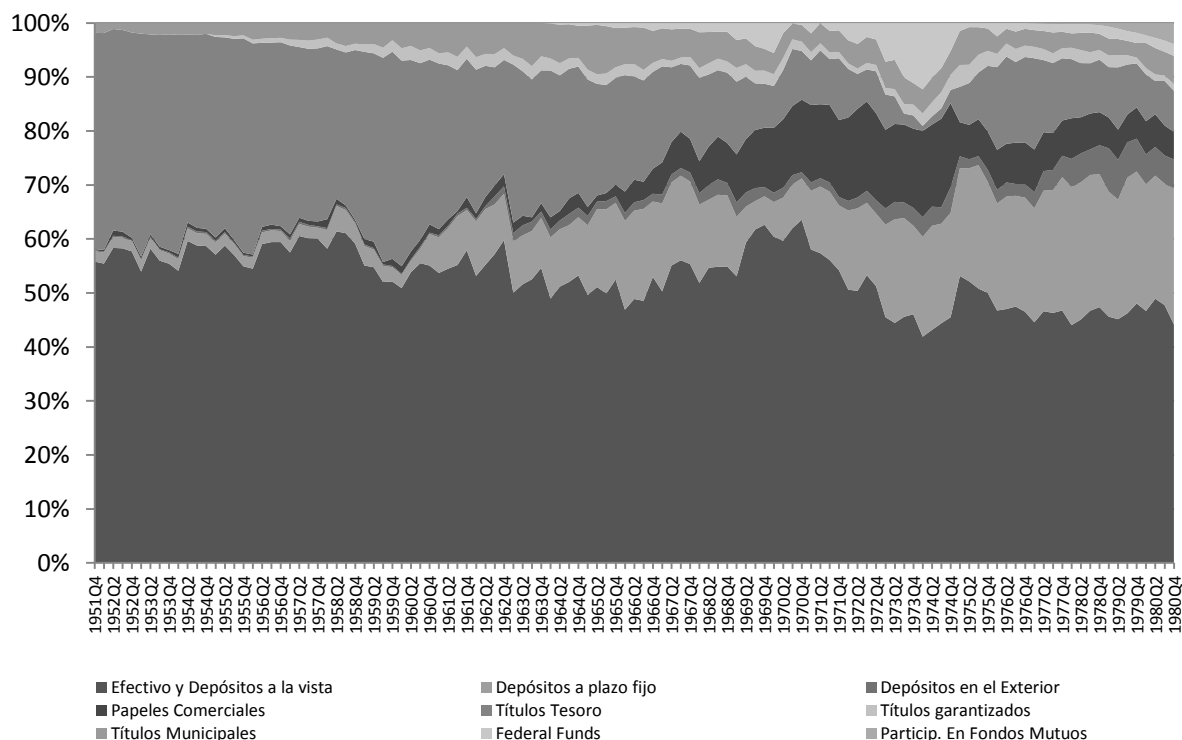


Gráfico 5. Participación de los activos en la cartera de liquidez de las CNF de Estados Unidos. Elaboración propia a partir del Informe Estadístico Z.1, Flow of Funds Account. Datos trimestrales, 4-1951/4-1980. Los activos líquidos considerados son los que indica la metodología de la Tabla L.102 de dicho Informe, sumando para cada trimestre los siguientes activos: Depósitos a la vista y Efectivo, Total depósitos a plazo, Depósitos privados en el extranjero, Papeles comerciales, Títulos del Tesoro, Títulos garantizados por Agencias Estatales, Títulos y préstamos municipales, Fondos Federales y Títulos de acuerdos de recompra, y Participación en fondos mutuos.

Al discutir las causas de la diversificación, Jacobs (1960) sostiene que (a) un cambio generalizado de actitud de las firmas frente a la gestión de su liquidez había tenido lugar en los últimos años: mientras anteriormente ésta sólo constituía una reserva de liquidez cuya explotación rentable se produciría recién al financiar las operaciones, ahora aparecían incentivos a abocar más tiempo a su administración específica como fuente directa de ganancias; (b) que ese cambio de actitud se reflejaba no sólo en la diversificación, sino también en la supresión de restricciones impuestas por los directivos a los gerentes financieros referidas a los tipos de activos a adquirir; y (c) finalmente, que esta nueva disposición a correr más riesgos podía explicarse por el crecimiento en el volumen de fondos administrados. Bloch (1963), afirma que las corporaciones no financieras tendían a acumular un volumen sustancial, diversificado y relativamente más riesgoso, en la medida que se debilitaban las oportunidades de

inversión reales en relación a los recursos disponibles. Con todo, aun cuando las firmas demandaran una cartera creciente y riesgosa, la administración de su rendimiento continuaba siendo un problema secundario: los principales objetivos todavía consistían en el financiamiento de las actividades operativas. Esto no implicaba que el problema de maximizar el valor de la cartera fuese ignorado, sino que su conflicto con el rol de financiamiento de las operaciones tendía a resolverse a favor de éste último, toda vez que las fases de auge restituían dicha función.

## **V. La acumulación de liquidez y los problemas del crecimiento corporativo**

Una opción analítica poco explorada en la literatura es aquella que considera el incremento de la liquidez en el activo de las corporaciones, a la luz de las opciones de crecimiento a que éstas han acudido en forma predominante con anterioridad. Esto supone entender a la composición del activo de las firmas en un momento dado como un reflejo de las opciones de crecimiento que han logrado concretar. En este sentido, con el propósito de registrar antecedentes adicionales de la acumulación de liquidez en las corporaciones no financieras y agregar nuevos elementos a la perspectiva de largo plazo propuesta en el apartado anterior, resulta de interés revisar someramente cuáles han sido las trayectorias de crecimiento corporativo predominantes entre las grandes firmas de países desarrollados en la etapa previa.

A tal fin, este apartado presenta una breve descripción de la trayectoria de crecimiento seguida por las grandes firmas estadounidenses durante el período de posguerra, en particular del proceso de diversificación emprendido durante el lapso que transcurre entre 1950 y 1970. Aun cuando esta experiencia no fue idéntica en otros países, sí se ha observado una progresiva tendencia a la asimilación de las modalidades de crecimiento corporativo norteamericano por parte de grandes firmas no estadounidenses (Chandler, 1982).

Para comprender la racionalidad de las trayectorias de crecimiento que predominaron entre las grandes corporaciones de Estados Unidos en esos años se requiere conocer al menos dos elementos del contexto en que éstas tuvieron lugar. A saber, (i) la oligopolización de los mercados y (ii) la desaceleración del crecimiento y la caída de la rentabilidad.

(i) Los principales mercados de la economía norteamericana en la posguerra se caracterizaron por su naturaleza oligopólica y estable, derivada de elevadas barreras a la

entrada, y se encontraron dominados por grandes firmas líderes con una significativa capacidad productiva y financiera. Como consecuencia de la consolidación de la interdependencia en materia de precios y volúmenes de oferta, se encontraba poco difundida la competencia en precios, y en su lugar prevalecía la competencia a partir de la diferenciación de productos y servicios complementarios, así como una competencia en costos que buscaba trasladar las ganancias de productividad hacia mayores márgenes de rentabilidad y ampliación del autofinanciamiento (Chandler, op cit; Crotty, 2000).

Dicha estructura de mercado condicionaba además las trayectorias de crecimiento disponibles. En particular, el crecimiento horizontal mediante inversiones en las ramas originales se encontraba limitado por el ritmo de expansión del mercado, pues incrementos en la producción de una firma individual por encima del crecimiento de la demanda de mercado dañaba las ventas de los competidores, perturbaba la coordinación oligopólica y amenazaba con precipitar una guerra de precios. Tendía a aparecer así un desbalance entre la elevada capacidad de acumulación que surgía del control de los mercados, por un lado, y el relativo retraso del crecimiento de la demanda en los negocios originales, por otro, frente al que las firmas reaccionaban incorporando nuevos productos y procesos.

(ii) según dos de los primeros trabajos en ocuparse de la diversificación como trayectoria de crecimiento de las grandes firmas industriales (Gort, 1962 y Rumelt, 1974) la gradual desaceleración del crecimiento de la demanda y las declinantes oportunidades de inversión en las actividades tradicionales, como consecuencia de la madurez de los respectivos productos, limitaron la capacidad de las grandes firmas industriales de crecer en sus ramas de origen. Ello generó una presión para que las empresas prosiguieran su crecimiento desplazando su capital de aquellas ramas más maduras hacia otras en principio más dinámicas. Según Gort (op cit) originalmente las actividades más atractivas en este último sentido fueron la química, la producción de maquinarias y productos metálicos.

A ello se suma la contracción de la rentabilidad, documentada en ciertos trabajos (Dumenil y Levy, 2004, Glyn, 2006), que comenzó a evidenciarse en el agregado de las principales economías desarrolladas desde mediados de los ´60, y que añadió por su parte un apremio adicional al problema de crecimiento.

Así, la modalidad de crecimiento vía *diversificación*, o incorporación de nuevos negocios, que había sido iniciada por algunas firmas en la década del ´20, se generalizó

a lo largo de la segunda posguerra como vía para evitar la sobre-inversión en ramas saturadas. Según Rumelt (1982), la proporción de las 500 mayores firmas industriales que se encontraba `sustancialmente diversificada' pasó del 30% en 1949, al 63% en 1974. En efecto, se advertía que las firmas más involucradas en la diversificación operaban originalmente en ramas muy concentradas y cuya demanda crecía a menor ritmo que aquellas ramas nuevas en las que ingresaban.

Algunos aportes provenientes de la literatura financiera avalaron esta noción según la cuál las firmas más involucradas en operaciones de diversificación fueron en especial aquellas que operaban originalmente en negocios poco promisorios (Lang y Stulz, 1994, Opler y Titman, 1991).

Se ha establecido (Rumelt, op cit) que en este proceso de diversificación es posible distinguir dos fases separadas y con rasgos específicos. Una primera etapa, situada en los años ´50, en la que, predominantemente, las firmas que emprendieron la diversificación anexaron negocios que, dentro de las actividades más dinámicas de la época, se encontraban vinculados técnica o comercialmente a los principales rubros de actividad. Estos nuevos activos permitían el despliegue de economías de alcance, por medio del aprovechamiento de recursos y ventajas competitivas desarrollados en las ramas tradicionales, en particular aquellos relacionados con las actividades de Investigación y Desarrollo y de comercialización. Por lo demás, se ubicaban en mercados con escasa competencia, ofreciendo mayores rentabilidad y posibilidades de crecimiento.

La segunda fase tuvo lugar en la segunda mitad de los años ´60 y en ella predominaron inversiones caracterizadas por su escasa o nula relación con los negocios originales y/o por tratarse de adquisiciones con las que se esperaba obtener ganancias financieras, vendiéndolas luego de haber hecho subir su valor de mercado. Ciertamente, siendo la rentabilidad ofrecida por éste último grupo de negocios inferior al brindado por el primero, su incorporación a la órbita de las grandes empresas en cuestión puede no comprenderse totalmente sin advertir que las oportunidades de diversificación relacionada ya habían sido agotadas, y aún persistía -se acentuaba- el desbalance mencionado entre la liquidez disponible y la existencia de espacios viables para su aplicación.

Desde luego, aquél proceso no adquirió los mismos rasgos e intensidad en todos los casos. Cada empresa, dependiendo de circunstancias particulares, lo experimentó de un



modo singular. Fue dispar, en efecto, la capacidad de cada firma para emprender esta estrategia e incorporar negocios dinámicos y en los que sacar provecho de su estructura interna previa. Ciertas firmas encontraron rápidamente un límite a su diversificación bajo la primera modalidad, mientras que otras pudieron aprovechar mejor y extender las posibilidades de diversificación vinculada.

En cualquier caso, la difusión de la diversificación como modalidad de crecimiento de las grandes firmas industriales durante el período 1950-1970 suministra una perspectiva valiosa para comprender la expansión de la liquidez y activos financieros en el total del activo de las CNF desde 1980, que no puede ser recogida en las racionalizaciones teóricas resumidas en el apartado II. La acumulación de liquidez puede entenderse como una continuidad de aquél proceso que, combinando un elevado volumen de acceso a fondos y un relativamente limitado conjunto de oportunidades de inversión en las actividades operativas originales, dio lugar a la transferencia de recursos hacia nuevas aplicaciones. En efecto, podría ser vista como una última etapa en dicha secuencia que comienza con el crecimiento interno en las actividades tradicionales, y continúa con la diversificación relacionada y no relacionada (Burachik, 2007). Esta vez, las nuevas aplicaciones comprenden activos ya completamente independientes de los negocios iniciales y valorados en virtud de su rentabilidad financiera o de su liquidez.

Por otro lado, en las operaciones de diversificación se torna visible una función eminentemente financiera en la asignación centralizada de los fondos invertibles de una misma empresa entre distintos proyectos industriales, de acuerdo con sus tasas de rentabilidad esperadas. En efecto, puede considerarse al crecimiento vía diversificación como un antecedente inmediato de la adquisición masiva de activos financieros que la literatura de la financierización percibe desde 1980. Entendiendo a esta función financiera como una estrategia a partir de la cual una dirección financiera central asigna los fondos internos de la empresa entre distintos activos, representen éstos distintas variantes de capital productivo o de activos financieros. Inclusive, aun cuando la demanda de activos financieros no cobró en ese período las dimensiones adquiridas recientemente, sí se encuentran evidencias (Crotty, 2005; Krippner, 2005) de que se produjo en los años sesenta una esterilización de fondos excedentes bajo la forma de compras de activos financieros.

## VI. **Síntesis y Discusión**

Este Capítulo está dirigido a revisar críticamente los principales argumentos que han sido utilizados por la literatura de las Finanzas Corporativas para explicar la acumulación de liquidez reciente entre las CNF de países avanzados. Como se ha marcado en el apartado II esta acumulación ha acaparado la atención de analistas financieros y académicos como consecuencia de sus elevados niveles actuales, de su sostenido incremento durante los últimos años, así como por su papel jugado antes y después de la crisis financiera iniciada en 2007/8.

Se mostró también que la importancia de los activos líquidos en el activo total de las CNF ha estado en expansión desde 1980, lo que lo transforma en un rasgo estructural del período de largo plazo que se extiende desde entonces. Por otro lado, se comprobó la naturaleza internacional del fenómeno al mostrar que en la mayor parte de los países avanzados las CNF han visto crecer la importancia de su liquidez. Una ligera inspección a nivel firma también permitió advertir que se trata de un fenómeno generalizado entre las empresas, aunque tiende a ser más pronunciado entre las firmas más pequeñas.

La sección III resume las principales explicaciones teóricas de la demanda de liquidez disponibles en la actualidad. Como se pudo ver, éstas son diversas y en ocasiones contradictorias. Con todo, nuestra intención no es evaluar cuál de ellas reúne mayores méritos para explicar la expansión de los activos líquidos, sino identificar las limitaciones de los enfoques reseñados para realizar una caracterización completa de la acumulación de liquidez en las CNF desde 1980, que permita comprender su carácter generalizado y su crecimiento sostenido desde 1980.

En particular, dicho cometido se realiza considerando dos perspectivas. Primero, el apartado IV analiza la evolución efectiva de las tenencias de liquidez durante el período previo a 1980. Segundo, un análisis de las dificultades con que tropezaba el crecimiento de largo plazo de las grandes empresas industriales en la posguerra, antes de iniciarse el derrotero ascendente de la liquidez, es realizado en el apartado V.

La evolución de la acumulación de liquidez que se desprende de los estudios anteriores a 1980 establece una perspectiva que parece soslayarse en los nuevos abordajes teóricos. La propia literatura había comenzado a percibir que, en distintos grupos de firmas, una progresiva dilatación y diversificación de la cartera de activos líquidos tenía lugar desde 1960 reflejando una creciente afluencia de fondos operativos, por un lado, y el gradual debilitamiento relativo de las fases de inversión para desagotar la liquidez conformada en las fases recesivas, por otro. Una impresión similar emerge cuando se

consideran las trayectorias de crecimiento de las grandes empresas industriales en el período previo. La generalización del crecimiento a través de operaciones de diversificación –primero predominantemente hacia actividades vinculadas y luego hacia no vinculadas- durante la posguerra lleva a considerar la acumulación de liquidez como una nueva etapa en un proceso de crecimiento condicionado por la combinación de un gran acceso a fondos invertibles y un relativamente limitado conjunto de oportunidades de inversión en las actividades operativas.

No resultaría ilógico, luego, formular como hipótesis explicativa adicional que el atesoramiento pone de manifiesto la presencia de algunas dificultades con que las firmas tropiezan a la hora de reinvertir rentablemente los excedentes en aplicaciones operativas. Máxime cuando, como también hemos señalado, la ampliación de la liquidez tuvo lugar en simultáneo con un enrarecimiento del entorno operativo que limitó o al menos condicionó las opciones de crecimiento en actividades productivas. En este sentido, es significativo que la explicación más difundida al interior de las Finanzas Corporativas atribuya la acumulación de liquidez a su rol de preservar la capacidad para hacer frente a las oportunidades de inversión frente a las restricciones de financiamiento. Vale decir, una configuración opuesta a la que prevalecía en los años inmediatamente anteriores al inicio de la trayectoria ascendente de la liquidez.

Más concretamente, al explicar la demanda de efectivo los estudios citados en el apartado III pasan por alto una caracterización específica de dos variables que ellos mismos identifican como relevantes a la hora de determinar la demanda de liquidez de las firmas, a saber: (i) el flujo de fondos y (ii) la inversión efectivamente realizada y las oportunidades de inversión disponibles para las firmas.

El flujo de fondos juega un rol destacado en la mayor parte de las teorías explicativas de la demanda de liquidez. Es la primera y menos costosa fuente de financiamiento en la jerarquía financiera, es la fuente que abastece el atesoramiento precautorio de liquidez entre las firmas racionadas en el acceso a financiamiento externo, constituye un indicador del riesgo de experimentar problemas de agencia. Con todo, entre los estudios explicativos de la acumulación de liquidez no existe una caracterización de su evolución desde 1980<sup>28</sup>. Por ejemplo, ¿Cómo ha evolucionado la importancia del flujo de fondos

---

<sup>28</sup> O bien la caracterización del flujo de fondos es sumamente limitada. Por ejemplo algunos trabajos (Bates y otros, op cit) en forma aislada, toman como un dato el incremento en la volatilidad del mismo.

como fuente de financiamiento desde esos años en relación al activo total o al nivel de ventas de las firmas?

En cuanto a la inversión, los estudios de la literatura financiera ignoran el desempeño global de la inversión que las firmas efectivamente realizaron desde 1980 y consideran como dadas las características de las oportunidades de inversión disponibles para ellas. En efecto, podría decirse que no existe en la literatura revisada en la sección II una evaluación sistemática del modo en que las oportunidades de inversión se han visto alteradas desde 1980, para luego examinar cómo estas nuevas características afectaron la acumulación de liquidez. Sólo algunos trabajos, en forma aislada, se han preocupado por identificar los efectos de la inversión en I&D, de una estructura corporativa diversificada, o de la competencia sobre las tenencias de liquidez. Sin embargo, las oportunidades de inversión y la inversión efectivamente realizada pueden haber sufrido otras modificaciones. Por ejemplo, la volatilidad del entorno operativo pueden haber afectado el monto total que las firmas están dispuestas a invertir en la ampliación de la capacidad productiva, el dinamismo o ritmo de crecimiento de negocios tradicionales puede haber mermado, las innovaciones técnicas u otros cambios estructurales en la organización de la producción también pueden haber afectado las características de la inversión, etc.

El objetivo del Capítulo 3 es dar un primer paso en el análisis de estos dos factores. Concretamente, se analiza la evolución conjunta del ahorro bruto –que, ligeramente, puede entenderse como el flujo de fondos no distribuido a los inversores- y la formación de capital bruta. Para ello se consideran las estadísticas agregadas del sector de CNF para las economías desarrolladas que integran el G-7. Se buscará precisar cómo evolucionaron desde 1980, para luego indagar algunas implicancias y causas.

### **Capítulo 3. El exceso de ahorro de las CNF en el período 1980-2011**

#### **I. Introducción**

Un aspecto usualmente pasado por alto en los enfoques teóricos que han procurado explicar el crecimiento en las tenencias de activos líquidos entre las CNF es que éste se produjo en un período particular en la evolución de las economías desarrolladas. La finalización de la fase de crecimiento acelerado durante la segunda posguerra dio lugar, según diversos autores (Galambos, 2008, Maddison, 2001, Glyn, 2006), a una nueva etapa de largo plazo con características distintivas, al menos desde 1980. En particular, experimentaron una sustancial alteración, por un lado, las condiciones en que las firmas accedieron a fondos invertibles internos y, por otro, aquellas en que dicha inversión pudo realizarse efectivamente. Como se mostró en el Capítulo 2, la literatura sobre tenencias de activos líquidos ha omitido el estudio específico de las relaciones entre el acceso a fondos propios y la inversión en esta nueva etapa, por un lado, y el crecimiento de la liquidez, por el otro. No obstante, ambos aspectos parecen relevantes, en tanto uno (el acceso a fondos propios) constituye una fuente sustancial de financiamiento de las tenencias de liquidez y el otro (la inversión) la principal aplicación alternativa de dichos fondos.

En cuanto a estas dos variables, algunos trabajos recientes evidencian la aparición de un exceso de Ahorro Bruto (AB) por sobre el monto destinado a Formación Bruta de Capital (FBC) en los primeros años de la década del 2000 (FMI, 2006; OECD, 2007). El igual que ocurre con el caso específico de la acumulación de liquidez, la detección de este Exceso de Ahorro (EA) persistente por parte de las CNF en países desarrollados produce desconcierto. En primer lugar, pues contrasta con un largo período a lo largo del cual el mismo sector mantuvo una Necesidad de Financiación Neta que debió ser cubierta con fondos provenientes de otros sectores institucionales. Y, segundo, puesto que se esperaría que mejoras en la rentabilidad y disponibilidad de fondos propios estimulen y posibiliten incrementos proporcionales de la inversión.

Los trabajos en cuestión exhiben signos de una significativa gravitación económica del EA: por ejemplo, en el bienio 2003-2004, la suma del EA agregado del sector corporativo de los países del G-7 duplicaba la suma de los superávits de cuenta corriente de países emergentes y en desarrollo en ambos años. Con todo, las explicaciones del fenómeno disponibles son limitadas, en tanto se concentran en sus implicancias de corto

plazo y no avanzan en una revisión sistemática de sus posibles causas a partir de la literatura relacionada con el ahorro y la inversión corporativos a nivel agregado.

Por su parte, el inicio de la crisis financiera internacional en 2007 aportó nuevos motivos para avanzar en un estudio específico del EA. Por un lado, la acumulación de liquidez derivada del EA de las corporaciones no financieras contribuyó a la gestación de dicha crisis (ver el Capítulo 2 de este trabajo, y Pozsar, 2011). Por otro, la relevancia del estudio del EA del sector corporativo se ve subrayada en el contexto actual de débil reactivación económica en los países desarrollados. De acuerdo con datos y estudios recientes, la tendencia al aumento del EA corporativo se acentuó en 2008, en parte como consecuencia de la reducción del acceso al crédito del sector una vez iniciada la crisis financiera (IILS, 2011, Kahle y Stulz, en prensa, Campello, Graham y Harvey, 2011)<sup>1</sup>. La escasa recuperación de la inversión corporativa desde 2009 ha sido señalada reiteradamente como principal responsable del insuficiente ritmo de mejoría de la actividad y el empleo<sup>2</sup>. Más aún, esta apreciación ha llevado a las principales autoridades políticas a advertir al sector corporativo sobre la necesidad de que éste realice su aporte a la recuperación económica elevando su demanda de inversión y empleo<sup>3</sup>.

La necesidad de adoptar una perspectiva de largo plazo para el estudio del EA resulta evidente cuando se advierte que, precisamente desde la década de 1980, la distribución funcional del ingreso en las economías desarrolladas se tornó cada vez más favorable a los beneficios. Combinado con una relativamente exigua reinversión, ello se convierte en una potencial fuente de crisis, en la medida que porciones crecientes del ingreso son absorbidos por un sector que, al mismo tiempo, reduce progresivamente sus gastos.

Este capítulo tiene por objetivo general conocer en mayor profundidad y explicar la generación de EA en el sector de CNF de países desarrollados. A su turno, ello permitirá suministrar un marco para la comprensión del proceso de acumulación de activos líquidos protagonizado por dicho sector. En una primera parte se acude a las estadísticas del Sistema de Cuentas Nacionales de estos países, compiladas por la

---

<sup>1</sup> Ver The Economist, 'Why are firms saving so much?', 1/7/2010.

<sup>2</sup> Wall Street Journal, 'What will it take for companies to unlock their cash hoards', 28/05/2011, Financial Times, 'Corporate Finance: Rivers of Riches', 22/5/2011. Ver también, CNBC 'Cash-Hoarding Companies Put Economy, Stock Rally at Risk', 28/03/2011, The New York Times, 'Companies Still Hoarding Tons of Cash', 17/09/2010, The Economist, 'Show us the money', 1/7/2010., Wall Street Journal, 'Jittery Companies Stash Cash', 3/11/2009.

<sup>3</sup> Ver, por ejemplo, el discurso del presidente de Estados Unidos en la Cámara de Comercio de ese país. "Obama's Remarks at The Chamber of Commerce", The New York Times, 07/02/2011.

OECD y Naciones Unidas, para registrar las principales modificaciones sufridas por el ahorro y formación de capital brutos del sector de CNF en los países del G-7. Se documenta la tendencia desde 1980 a pasar de una situación de Necesidad de Financiación a otra de Capacidad de Financiación o, dicho de otra manera, al surgimiento de un exceso de AB por sobre la FBC del sector. Se registran también las repercusiones de esa tendencia a la aparición de EA sobre la estructura del balance del sector, individualizando las aplicaciones que absorbieron el ahorro no destinado a la propia formación de capital.

Habiendo dado cuenta del EA y sus aplicaciones en la primera parte, un segundo propósito de este capítulo consiste en revisar los factores que han sido señalados como causantes de su aparición y crecimiento. La inexistencia de antecedentes que aborden el estudio del EA en forma directa y sistemática implica que esta tarea deba acometerse en dos pasos. Primero, consignando los factores que la literatura vinculada ha identificado como posibles causantes del mayor ahorro bruto en las CNF de países desarrollados durante el período posterior a 1980. Y, segundo, repasando las razones que han sido señaladas como posibles limitantes de la inversión del sector en el mismo período.

Un criterio básico seguido al elaborar esta revisión de factores causantes del EA consistió en partir de estudios que se refirieran a la evolución del ahorro, la formación de capital, o sus componentes, en particular durante el período posterior a 1980, descartando trabajos dedicados exclusivamente a su análisis teórico. Al respecto cabe realizar una aclaración sobre los alcances del capítulo. Aunque desde el punto de vista del equilibrio macroeconómico, la posición financiera superavitaria del sector corporativo no financiero podría ser compensada con déficits financieros de alguno de los restantes sectores (el sector financiero, el gobierno, el resto del mundo o los hogares), no nos detenemos a evaluar este aspecto. En cambio, se busca explicar la tendencia sostenida a producir exceso de ahorro de las CNF a partir de los factores `internos´ del sector que las afectaron más o menos directamente.

## **II. El Exceso de Ahorro de las CNF luego de 1980**

¿Qué características definen al contexto en el que tuvo lugar la acumulación de liquidez por parte de las CNF? En particular, ¿qué ocurrió con el acceso a fondos invertibles en ese período? Por otro lado, ¿cómo evolucionó la realización efectiva de la formación de

capital de las CNF? ¿Se trata de un período en el que escasearon los fondos invertibles mientras las oportunidades de inversión experimentaban un auge o, por el contrario, de una etapa donde ambos ítems evolucionaron a ritmos similares?

Tales preguntas guían la elaboración de esta sección. La principal materia prima a la que se recurre para responderlas son los datos del Sistema de Cuentas Nacionales, compilados por la OECD y Naciones Unidas, que permiten un estudio específico del sector de CNF. Nos concentramos en especial en los países del llamado G-7, estos son: Alemania, Canadá, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón, y Reino Unido. En primer lugar se presentan los resultados que surgen de un análisis directo de las variables de ahorro e inversión. Posteriormente, las estadísticas disponibles sobre la evolución del balance de las CNF serán utilizadas para exhibir el modo en que dicho EA se reflejó en la composición del activo y la estructura de capital del sector.

### 1. Evolución del EA y sus componentes

El Sistema de Cuentas Nacionales de la OECD reporta tres ítems relevantes para estudiar la evolución del ahorro y la inversión de las CNF, a saber: el Ahorro Bruto, la Formación Bruta de Capital y la Necesidad/Capacidad de Financiamiento<sup>4</sup>, que aquí es utilizada como indicador del EA. El Cuadro 1 muestra cómo se construyen estas variables a partir de otros conceptos propios de las cuentas nacionales<sup>5</sup>.

Cuadro 1. Construcción de las variables Ahorro Bruto, Formación Bruta de Capital y Exceso de Ahorro.
$\begin{aligned} \text{Ahorro Bruto} &= \text{Excedente Operativo Bruto} \\ &+ \text{Ingresos de la Propiedad Netos} \\ &- \text{Impuestos sobre los Ingresos} \\ &+ \text{Otras Transferencias Netas} \end{aligned}$
$\begin{aligned} \text{Formación Bruta de Capital} &= \text{Formación Bruta de Capital Fijo} \\ &+ \text{Variación de Inventarios} \\ &+ \text{Adquisición menos disposición de valores} \end{aligned}$

<sup>4</sup> En inglés *Net Lending (+)/Net Borrowing (-)*

<sup>5</sup> Una explicación pormenorizada de cada componente se presenta en Lequiller y Blades (2006), capítulos 7 y 8, y Comunidad Europea et al (2009).



*Exceso de Ahorro*

*= Capacidad de Financiamiento (+)*

*/Necesidad de Financiamiento(-)*

*= Ahorro Bruto + Transferencias Netas de Capital*

*- Formación de Capital Bruta*

Elaboración propia en base a Lequiller y Blades (2006) y Comunidad Europea et al (2009).

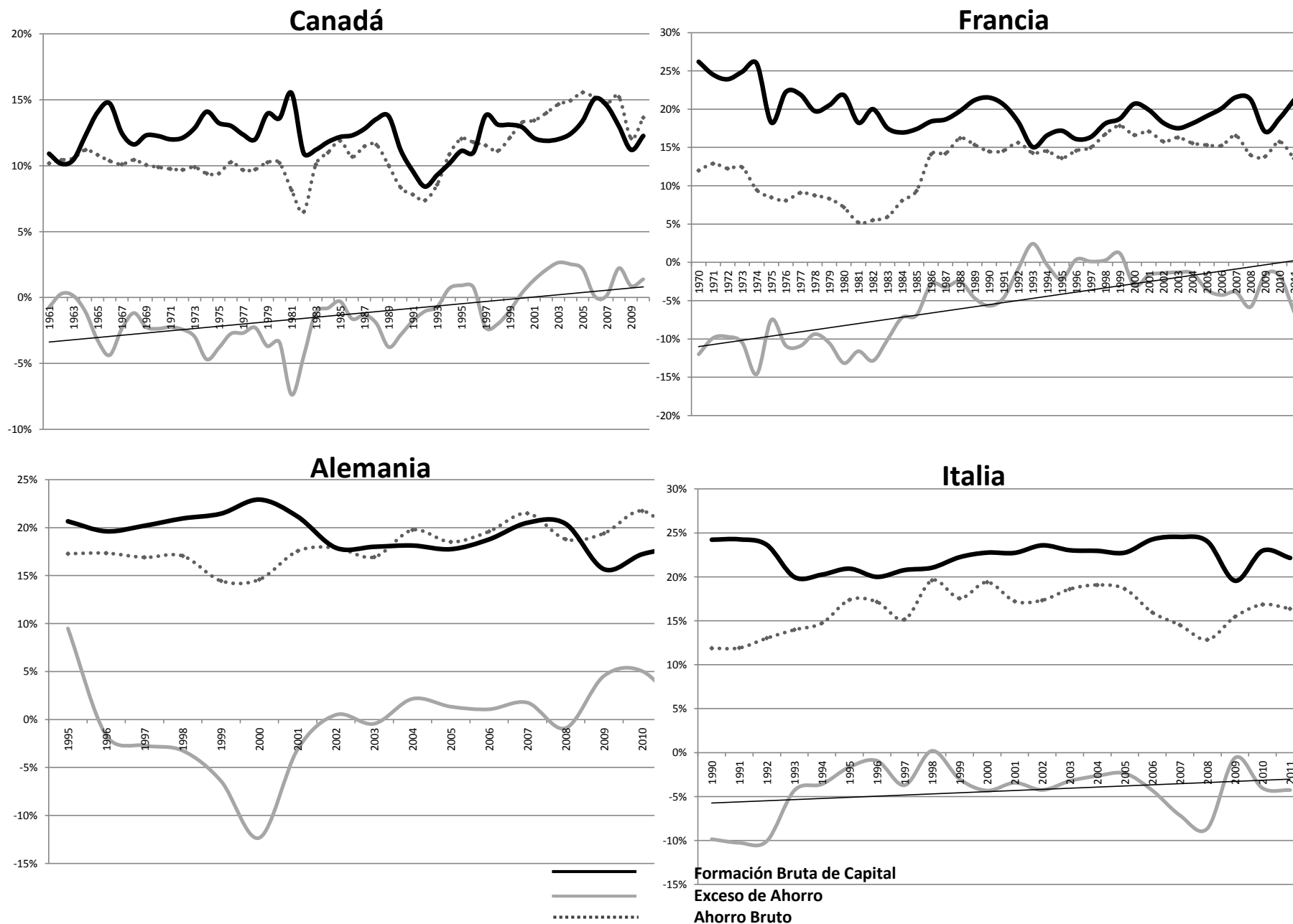
Una respuesta preliminar a las preguntas formuladas al inicio de esta sección es brindada por el Gráfico 1, que muestra la evolución del EA, el AB y la FCB para cada uno de los países del G-7 a lo largo del período para el que se dispone de datos, que varía de país en país. Allí se advierte que, en general, el EA presentó una tendencia ascendente aunque el ritmo y el período puntual durante el cual tuvo lugar la mayor parte del incremento difieren entre países. Canadá, Francia y Estados Unidos ofrecen la posibilidad de examinar estas tres variables al menos desde 1970. En los tres casos puede afirmarse que la tenencia del EA es creciente desde 1980, pero sólo en Canadá el aumento se produjo de una manera uniforme (aunque combinada con altibajos cíclicos), pasando de -7 a 2% del VAB entre 1981 y 2011. En Francia la mayor parte del incremento del EA ocurrió entre 1982 y 1993, lapso en el que creció 15 puntos porcentuales, pasando del -13 al 2% del VAB, para luego experimentar una muy débil caída hasta 2011. Por su parte, las CNF estadounidenses vieron incrementar su EA desde mediados de los '70<sup>6</sup>, aunque su ascenso se intensificó notoriamente desde la salida de la crisis financiera de comienzos de los 2000.

Las estadísticas de Japón y Reino Unido acusan un incremento sostenido del EA que se produjo en ambos países desde comienzos de los '90. La capacidad de financiamiento de las CNF en estos dos países sobresale por su persistencia en el tiempo. En Reino Unido éste pasó de -3 al 8% del VAB entre 1990 y 2010, conservando valores positivos desde 2002 en adelante. Las CNF japonesas exhibieron un EA positivo desde 2001 pero, en especial, se distinguen por ser las que vieron aumentar su EA más de prisa pues entre 1990 y 2011 éste escaló del -15 al 13% del VAB.

---

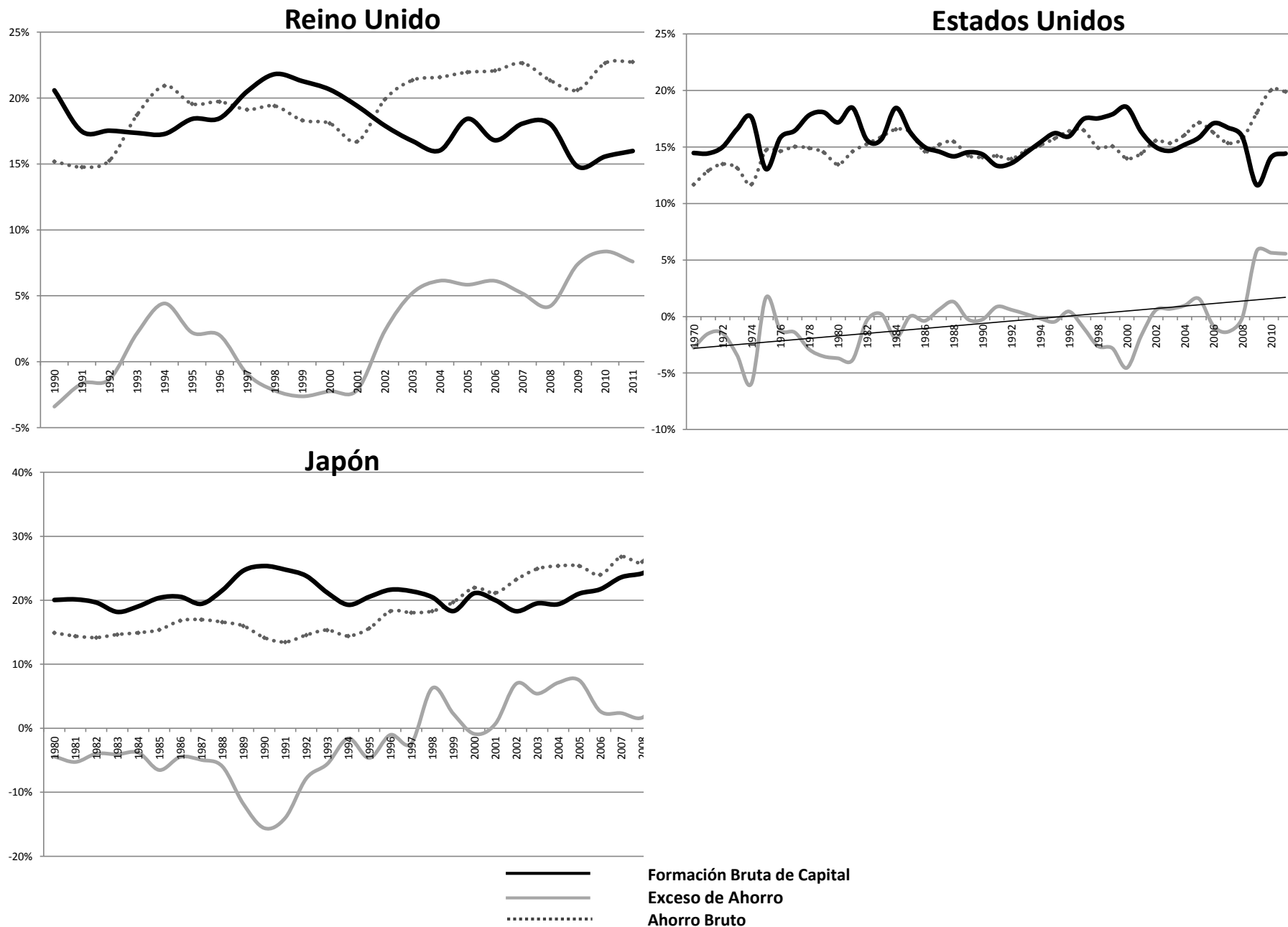
<sup>6</sup> El salto coyuntural del EA hasta alcanzar por primera vez valores positivos durante 1975 fue recordado incluso en algunas intervenciones más recientes de Bernanke (2005).

Gráfico 1. Panel A. El Exceso de Ahorro entre las CNF del G-7.



El Gráfico 1, Panel A muestra la evolución del Ahorro Bruto, la Formación Bruta de Capital y el Exceso de Ahorro, todos normalizados por el Valor Agregado, para el Sector Corporativo no Financiero de Canadá (1961-2011), Francia (1970-2011), Alemania (1991-2011) e Italia (1990-2011).

Gráfico 1. Panel B. El Exceso de Ahorro entre las CNF del G-7.



El Gráfico 1, Panel B muestra la evolución del Ahorro Bruto, la Formación Bruta de Capital y el Exceso de Ahorro, todos normalizados por el Valor Agregado, para el Sector Corporativo no Financiero de Reino Unido (1990-2011), Estados Unidos (1970-2011) y Japón (1980-2011).

En Alemania el incremento se inicia en 2000 al cabo de una caída cíclica donde alcanzó el -12% del VAB. Pese a su acotado período de ascenso, el EA trepó con gran velocidad, alcanzando un pico de 5% en 2010 para contraerse exiguamente en el último año disponible. Por último, probablemente sean las CNF de Italia las que mostraron una tendencia más moderada del EA.

La evolución combinada del AB y la FBC de la que resulta el incremento del EA también difiere entre países, aunque en general predomina la conjugación de aumento de AB y estancamiento o declinación franca de la FBC. Con todo, las experiencias de Canadá e Italia se apartan parcialmente de dicha configuración. Veámoslo caso por caso:

- En **Canadá**, como lo muestra el Gráfico 1 en particular desde la década del '90, aumentaron en forma conjunta el AB y la FBC, aunque la FBC no logró seguir el ritmo del aumento del AB.
- En **Francia** el incremento del EA durante los '80 parece haber respondido a un abrupto incremento en el AB entre 1980 y 1988 (del 5 al 16% del VAB), combinada con una caída de la FBC originada a mediados de los años '70 e interrumpida en 1993, durante la cual se contrajo del 26 al 15%. Desde entonces, la leve tendencia decreciente del EA fue consecuencia de una parcial y lenta recuperación de la FBC.
- En **Alemania** el ascenso del EA desde 2000 obedeció tanto al incremento persistente del AB como al repliegue de la FBC que ocurrió en forma escalonada concentrándose en particular en los años de crisis financieras 2000-2002 y 2009.
- En **Italia** el AB aumentó rápidamente del 12 al 19% del VAB entre 1990 y 1998 para luego estancarse y ceder 6 puntos porcentuales entre 2004 y el impacto de la crisis financiera en 2008. Mientras tanto, la FBC, luego de una abrupta caída de 4 puntos porcentuales entre 1991 y 1993, también sostuvo un lento crecimiento hasta 2008.
- En **Reino Unido** el aumento del EA resulta de la tendencia ascendente del AB (pasa del 15 al 22% del VAB en 1990-2011), así como de una caída de largo plazo de la FBC, que se produce en particular desde 1998 en adelante, cayendo 7 puntos porcentuales.

- En **Estados Unidos** la inclinación al EA aparece como consecuencia de una ligera tendencia al aumento del AB, combinada con un notorio estancamiento de largo plazo de la FBC. Sin embargo, la aceleración del incremento del EA desde 2000 refleja en especial un súbito salto del AB combinado con una declinación importante de la FBC, concentrada en los períodos de crisis financieras, 2000-2002 y en 2009.
- En **Japón**, por último, se combinan una acelerada escalada del AB, que sube 19 puntos porcentuales entre 1991 y 2010, con un estancamiento de la FBC durante ambas décadas.

Si bien la tendencia creciente del EA resulta, en general, claramente distinguible en el Gráfico 1, hasta aquí el análisis descansó en una mera observación visual de su evolución en el tiempo. En lo que sigue damos un paso adicional sometiendo al EA a un análisis econométrico que permite corroborar la significatividad estadística de tal tendencia, así como la del AB y la FBC. Este análisis es llevado a cabo en tres niveles: primero, se evalúa la tendencia en la totalidad de los países de la OECD, lo que permite inferir en qué medida el proceso captado por el Gráfico 1 para los países del G-7 constituye un fenómeno general extendido entre el conjunto de países desarrollados; segundo, evaluamos la tendencia del EA, AB y FBC de las CNF del subgrupo de países del G-7. Para ambos grupos de países (OECD y G-7), la evaluación de la existencia de una tendencia es efectuada para varios sub-períodos: el período prolongado 1980-2011, y cada una de las décadas allí comprendidas, esto es: 1980-1990, 1990-2000, y 2000-2011. Dada la limitación que significa asumir que la tendencia es la misma en cada uno de los países considerados, en tercer lugar computamos la tendencia de EA, AB y FBC para cada uno de los países del G-7, tomando la totalidad de las observaciones disponibles para cada caso desde 1970.

Los resultados resumidos en el Panel A del Cuadro 2 confirman la existencia de una tendencia positiva del EA entre las CNF de la OECD y el G-7 para el período 1980-2011. Con todo, al evaluar la significatividad estadística de tal tendencia en cada década, surge que sólo las décadas del '90 y 2000 mostraron una inclinación significativa al incremento del EA en ambos grupos de países.

**Cuadro 2**  
**Tendencias del Exceso de Ahorro, Formación Bruta de Capital y Ahorro Bruto, por grupo de países y sub-períodos.**  
 Efectos fijos por país y tendencia lineal

Variable Dependiente	OECD	OECD	OECD	OECD	G-7	G-7	G-7	G-7
	1980-2011	1980-1990	1990-2000	2000-2011	1980-2011	1980-1990	1990-2000	2000-2011
<b>Panel A. Exceso de Ahorro</b>								
Tendencia	0.00308*** (0.000314)	-0.00117 (0.00144)	0.00308** (0.00137)	0.00364*** (0.000798)	0.00246*** (0.000303)	0.00195 (0.00144)	0.00310** (0.00146)	0.00335*** (0.000921)
Constante	-6.171*** (0.627)	2.270 (2.866)	-6.171** (2.734)	-7.311*** (1.601)	-4.924*** (0.604)	-3.921 (2.863)	-6.204** (2.922)	-6.713*** (1.847)
Número de Observaciones	447	69	157	250	185	46	72	80
R Cuadrado	0.185	0.011	0.036	0.084	0.272	0.045	0.065	0.155
Número de Países	23	9	20	23	7	6	7	7
<b>Panel B. Formación Bruta de Capital</b>								
Tendencia	-0.00135*** (0.000208)	0.00218** (0.000989)	0.000945 (0.000796)	-0.00202*** (0.000531)	-7.21e-05 (0.000162)	0.000449 (0.000848)	0.000932 (0.000708)	-0.00108** (0.000541)
Constante	2.918*** (0.416)	-4.128** (1.963)	-1.658 (1.588)	4.276*** (1.065)	0.323 (0.323)	-0.718 (1.684)	-1.677 (1.412)	2.350** (1.085)
Número de Observaciones	448	69	157	251	185	46	72	80
R Cuadrado	0.090	0.076	0.010	0.060	0.001	0.007	0.026	0.052
Número de Países	23	9	20	23	7	6	7	7
<b>Panel C. Ahorro Bruto</b>								
Tendencia	0.00193*** (0.000197)	0.00192** (0.000870)	0.00459*** (0.000775)	0.00178*** (0.000472)	0.00236*** (0.000195)	0.00370*** (0.00102)	0.00440*** (0.000566)	0.00147** (0.000561)
Constante	-3.654*** (0.394)	-3.653** (1.728)	-8.958*** (1.547)	-3.351*** (0.946)	-4.546*** (0.389)	-7.224*** (2.029)	-8.629*** (1.129)	-2.758** (1.125)
Número de Observaciones	448	69	157	251	185	46	72	80
R Cuadrado	0.184	0.076	0.205	0.059	0.453	0.252	0.486	0.087
Número de Países	24	9	20	24	7	6	7	7
<b>Panel D. Exceso de Ahorro</b>								
	Canada	Francia	Alemania	Italia	Japón	EE.UU	Reino Unido	
	Per. Disponible*	Per. Disponible*	Per. Disponible*	Per. Disponible*	Per. Disponible*	Per. Disponible*	Per. Disponible*	
Tendencia	0.00144*** (0.000194)	0.00274*** (0.000403)	0.00289 (0.00235)	0.00130 (0.000992)	0.00481*** (0.000998)	0.00110*** (0.000267)	0.00446*** (0.000882)	
Constante	-2.874*** (0.386)	-5.500*** (0.802)	-5.791 (4.705)	-2.649 (1.985)	-9.623*** (1.991)	-2.196*** (0.532)	-8.889*** (1.764)	
Número de Observaciones	41	42	17	22	29	42	22	
R Cuadrado	0.585	0.535	0.092	0.079	0.463	0.298	0.561	
<b>Panel E. Formación Bruta de Capital</b>								
Tendencia	-4.03e-05 (0.000197)	-0.00104*** (0.000301)	-0.00222** (0.000765)	0.000393 (0.000541)	0.000355 (0.000452)	-0.000164 (0.000208)	-0.00138** (0.000577)	
Constante	0.204 (0.393)	2.267*** (0.599)	4.647*** (1.532)	-0.563 (1.082)	-0.498 (0.900)	0.484 (0.414)	2.947** (1.155)	
Número de Observaciones	41	42	17	22	29	42	22	
R Cuadrado	0.001	0.230	0.360	0.026	0.022	0.015	0.223	
<b>Panel F. Ahorro Bruto</b>								
Tendencia	0.00140*** (0.000212)	0.00195*** (0.000338)	0.00272*** (0.000736)	0.00128 (0.000766)	0.00450*** (0.000468)	0.000952*** (0.000156)	0.00304*** (0.000510)	
Constante	-2.670*** (0.422)	-3.760*** (0.673)	-5.265*** (1.475)	-2.399 (1.532)	-8.781*** (0.933)	-1.743*** (0.310)	-5.895*** (1.020)	
Número de Observaciones	41	42	17	22	29	42	22	
R Cuadrado	0.526	0.455	0.476	0.123	0.774	0.483	0.641	

Cuadro 2. Los paneles A, B, y C evalúan la tendencia del EA, AB y FBC de las CNF de la OECD y el G-7. Para ambos grupos de países, la evaluación de la existencia de una tendencia es efectuada para varios sub-períodos: el período prolongado 1980-2011, y cada una de las décadas: 1980-1990, 1990-2000, y 2000-2011. Los paneles D, E y F muestran la tendencia del EA, AB y FBC para cada uno de los países del G-7 (Canadá, Francia, Alemania, Italia, Japón, Reino Unido y Estados Unidos), considerando la totalidad de observaciones disponibles desde 1970. La tendencia es calculada mediante un modelo de efectos fijos por país donde la variable dependiente es, según corresponda, el EA, AB o FBC, y la explicativa es el tiempo medido en años. \* Denota que la tendencia es significativa con un nivel de confianza del 90%, \*\* que lo es con un 95% de confianza y \*\*\*, con un 99%.

Los Paneles B y C establecen una primera aproximación a la evolución del AB y la FBC que ocasionó el crecimiento del EA. Mientras que la FBC mostró una tendencia negativa para el período 1980-2011 en el total de la OECD y del G-7, si se limita el período de análisis a 1980-2011 la caída de la FBC sólo es significativa para la OECD considerada en su totalidad. Por el contrario, puede afirmarse que el AB creció en forma sostenida en ambos agrupamientos de países, y en prácticamente todos los sub-períodos considerados.

El Panel D muestra la tendencia seguida por el EA en cada uno de los países del G-7, considerando todos los datos disponibles desde 1970. De allí se desprende que la tendencia fue positiva y significativa en cinco casos: Canadá, Francia, Japón, Estados Unidos y Reino Unido. Con la excepción de Italia, el AB tendió a crecer en todos los países (Panel F), mientras que la FBC mostró una clara contracción en Francia, Reino Unido y Alemania (Panel E). En este último caso, la tendencia del EA no resultó estadísticamente significativa pese a que el aumento del AB y la caída de la FBC sí lo fueron. Sólo en el caso de Italia ninguna de las tres medidas mostró una tendencia estadísticamente significativa en el período considerado (1995-2011).

Resumiendo, puede afirmarse que en 1980 se abrió una etapa caracterizada por la inclinación de las CNF a experimentar un EA –aunque en la mayoría de los casos este recién adquirió valores positivos desde 2000-, e incluso a incrementar su magnitud una vez que este apareció. El momento puntual y la velocidad con que esto se produjo, así como la combinación de cambios en el AB y la FBC de la que resultó difieren según el país, aunque en general reflejó un incremento de la tasa de ahorro bruto combinada con un estancamiento o abierta declinación de la formación bruta de capital. Con todo, la evidencia econométrica y análisis descriptivo presentados aquí indican que la tendencia ascendente del EA de las CNF existe y es estadísticamente significativa en la mayoría de los países desarrollados.

Así, se diría que la continua acumulación de liquidez desde 1980 que concentró nuestra atención en el Capítulo 2, convivió con una inclinación de las CNF, iniciada también hacia 1980, a producir un exceso de los fondos propios del sector por sobre sus gastos en formación de capital. Ello muestra la necesidad de comprender el contexto en el que se produjo la acumulación de liquidez pues, mientras las explicaciones de las Finanzas Corporativas toman a estas variables como un dato, aquí se advierte que tanto el ahorro como la formación de capital agregados evolucionaron en un sentido compatible con las

pautas extraídas de los antecedentes de la acumulación de liquidez, que llevan a ver a ésta última como una acumulación de fondos no invertidos a causa de los límites que las firmas encuentran para reinvertir sus fondos internos. Con todo, una caracterización más completa del EA surge al analizar la evolución de las aplicaciones del EA y al identificar sus causas.

## 2. Cambios en el balance de las CNF y aplicaciones del EA

A continuación se analiza la evolución del balance del sector, que ofrece diversos indicios referidos al destino otorgado a los fondos generados internamente y no aplicados a la formación bruta de capital. Así, se considera la trayectoria de las principales *aplicaciones* del EA. En rigor, los fondos utilizados por las CNF proceden del endeudamiento, sus ganancias no distribuidas y la emisión de acciones en el mercado de capitales. Los datos disponibles de los Balances de Activos Financieros y No Financieros del Sistema de Cuentas Nacionales permiten distinguir el pasivo del patrimonio neto, pero no identificar qué parte del crecimiento del patrimonio neto obedece a nuevas emisiones suscriptas en el mercado, y cuál a las ganancias retenidas, impidiendo identificar estrictamente las aplicaciones del EA. No obstante esta salvedad, es posible analizar la evolución de los activos operativos, el endeudamiento, los activos financieros, y las participaciones en otras firmas.

El Cuadro 3 describe cómo fueron obtenidos los ratios analizados en esta sección, partiendo de los ítems disponibles en el Balance de Activos Financieros y el de Activos no Financieros provistos por la OECD para los países estudiados. El Gráfico 2, por su parte, presenta la evolución de estas variables para cada país.

Cuadro 3. Construcción de las variables de aplicaciones de exceso de ahorro
$Activo\ Total = Activos\ Fijos + Inventarios + Total\ Activos\ Financieros$ (*)
$Activo\ Operativo = (Activos\ Fijos + Inventarios +$ $Crédito\ Comercial)/Activo\ Total$ (**)
$Activos\ Financieros = Total\ Activos\ Financieros/Activo\ Total$
$Endeudamiento(***)$ $= (Pasivos\ Totales - Acciones\ y\ otros\ fondos\ de\ los\ propietarios)/Activo\ Total$



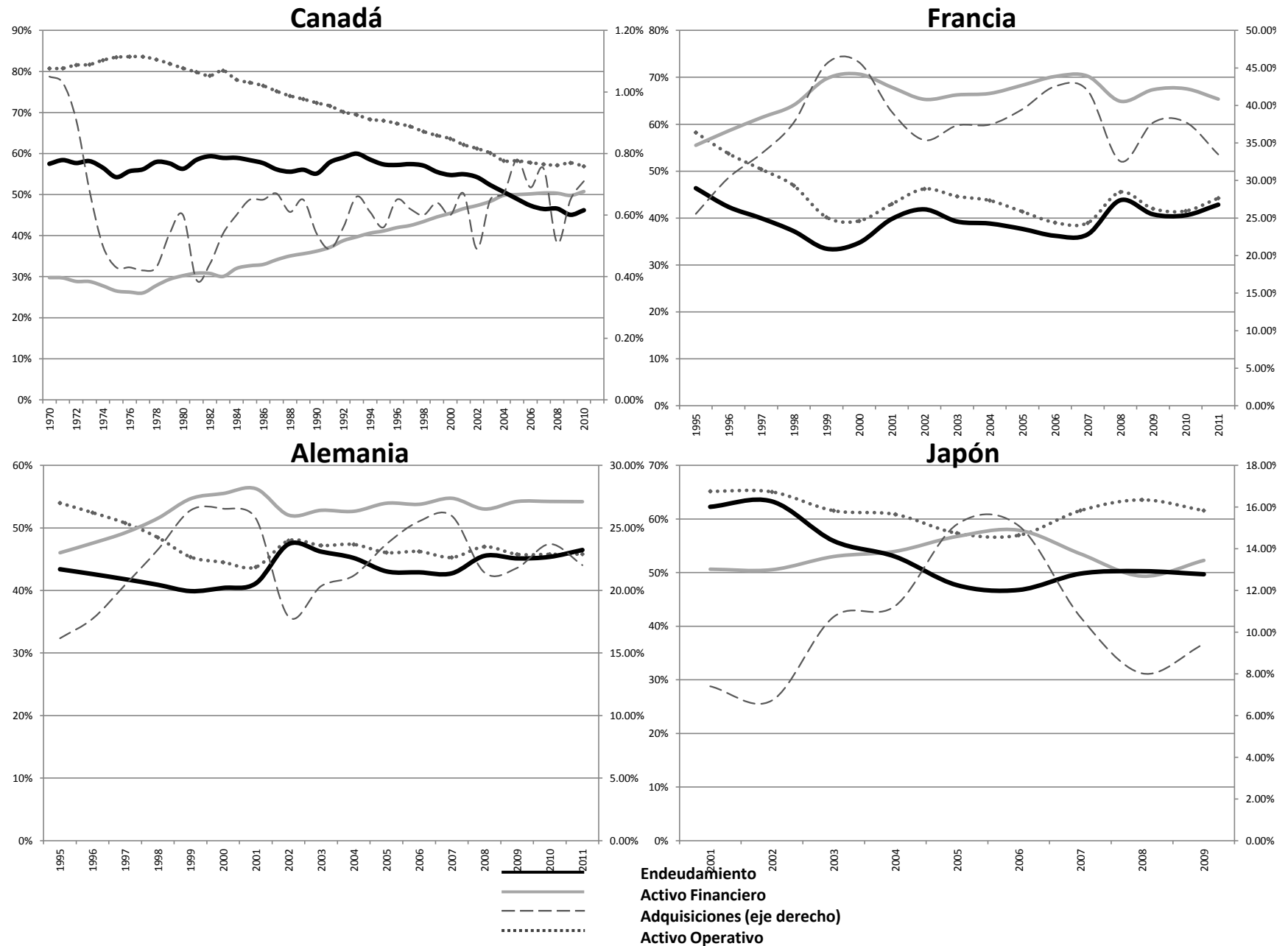
$\frac{\text{Activos Líquidos}}{= \frac{\text{Efectivo y Depósitos} + \text{Títulos} + \text{Participación en Fondos Mutuos}}{\text{Activo Total}}}$
$\frac{\text{Adquisiciones}}{= \text{Acciones y otras participaciones en la propiedad} / \text{Activo Total}}$
(*) Para Alemania se calcula sumando en el numerador Activos Fijos y Activos Financieros únicamente. (**) Para Alemania el numerador contiene únicamente Activos Fijos. (***) En el Sistema de Cuentas Nacionales, los Pasivos Totales equivalen a la suma del Pasivo y el Patrimonio Neto en el balance de una firma individual.

El primer rasgo destacado en los seis países que presentan estadísticas de Balances de Activos Financieros y No Financieros es la contracción del activo operativo, esto es, la participación de los bienes de uso, inventarios y crédito comercial, en el activo total. Ello refleja la pérdida de gravitación de los recursos destinados a la actividad principal entre las firmas del sector, así como una diversificación en la inversión de fondos disponibles hacia activos no involucrados en el negocio original. Para Canadá y Estados Unidos, que presentan las series más prolongadas, se advierte una caída incesante del AO desde el 83 y 87% del Activo Total respectivamente en 1970 hasta el 56% en 2011. La disponibilidad de datos para Reino Unido permite comprobar que una contracción similar tuvo lugar al menos desde 1990; a partir de entonces hasta 2011 el AO cayó del 73 al 46% del AT. En Francia y Alemania se observan caídas similares, especialmente concentradas en la segunda mitad de los '90. En Japón se dispone de un período mucho más acotado para hacer esta evaluación; de todos modos se registra una caída neta del AO en el total del activo entre 2001 y 2009.

Por otro lado, el estudio de la OECD (2007) afirma que una vez enfrentadas al inesperado aumento del ratio de endeudamiento que sobrevino a causa del colapso de la capitalización bursátil a comienzos de los 2000, una gran cantidad de firmas optó por repagar deuda antes que invertir o distribuir beneficios. Por su parte, los riesgos de una nueva crisis en los mercados financieros y eventuales contracciones en el acceso a crédito, indujeron a las firmas a reducir su dependencia del financiamiento externo y fondearse con recursos internos.

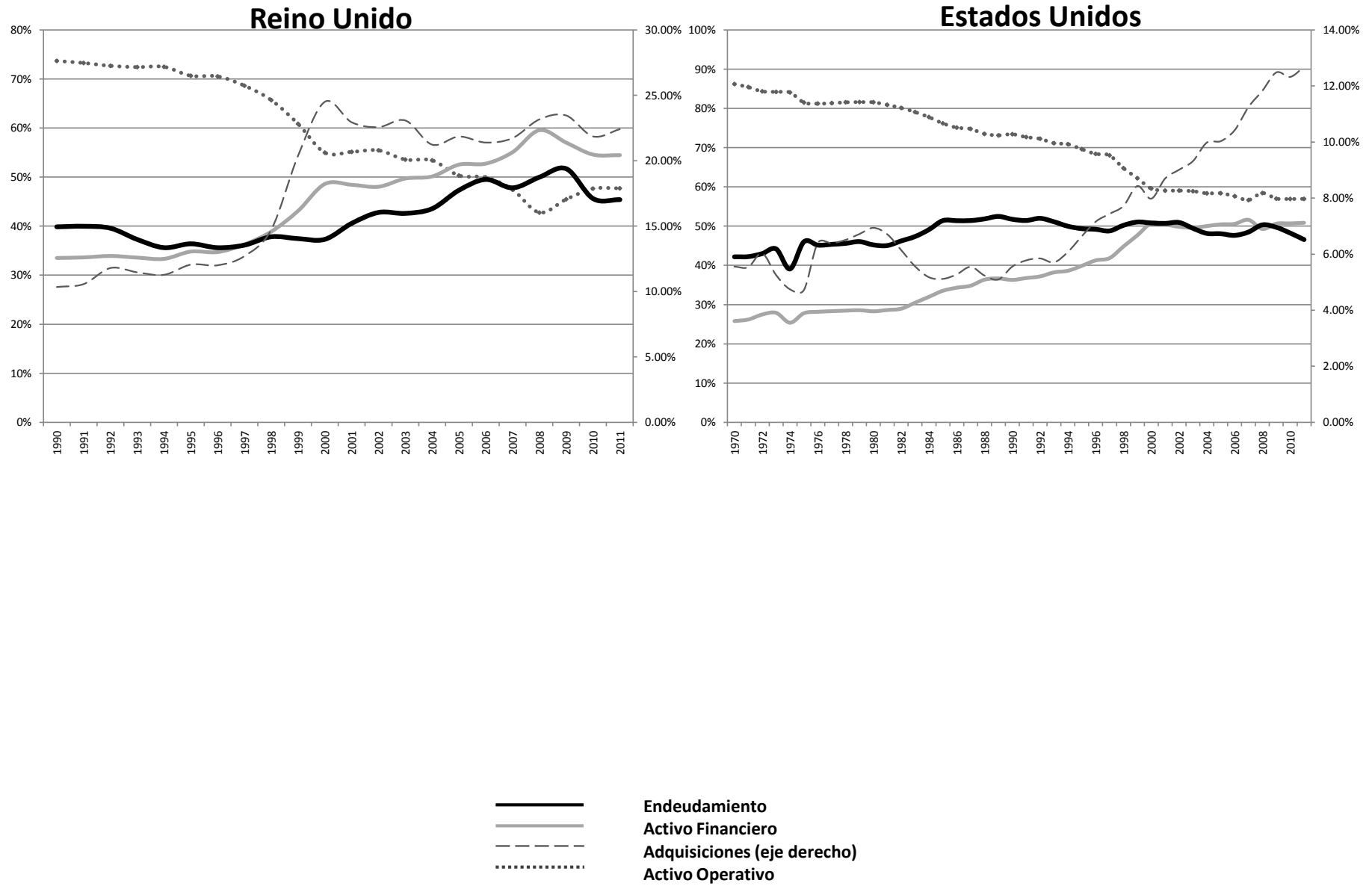
En efecto, en tres de los seis países entre los que cabe este análisis, el endeudamiento cedió o exhibió un estancamiento. En EE.UU. permaneció estancado desde fines de la década del '80, y mostró una tendencia muy leve a la caída que se acentuó desde 2000; en Canadá cayó desde el 60% en 1990 hasta el 45% en 2011 e incluso tuvo lugar una

Gráfico 2. Panel A. Aplicaciones del Exceso de Ahorro



El gráfico XXX muestra la evolución de la participación de los activos operativos, el pasivo total, los activos financieros, etc., en el Activo Total para el Sector Corporativo no Financiero de Canadá (1970-2011), Francia (1995-2011), Alemania (1995-2011) y Japón (2001-2009).

Gráfico 2. Panel B. Aplicaciones del Exceso de Ahorro



El Gráfico 2, Panel B muestra la evolución de la participación de los activos operativos, el pasivo total, los activos financieros, etc., en el Activo Total para el Sector Corporativo no Financiero de Reino Unido (1990-2011) y Estados Unidos (1970-2011).

mejora en el perfil de vencimientos a partir de la sustitución de pasivos de corto por otros de largo plazo (Thomas, 2006). En Japón, por su parte, se produjo una notoria caída del 63 al 50% entre 2001 y 2009. El proceso de desapalancamiento constituyó en estos países una de las aplicaciones del EA.

Mientras tanto, se percibió una inclinación a aumentar el endeudamiento en Reino Unido y Francia, donde creció 10 puntos porcentuales entre mediados de la década del '90 y 2011, y en Alemania aumentó 5 puntos porcentuales. Con todo, aun en aquellos países donde el endeudamiento no cedió, desde 2000 las firmas aprovecharon la coyuntura de bajas tasas de interés para reestructurar sus pasivos (FMI, op. cit., Bates, Kahlen y Stulz, 2009).

La contracara del declive de los AO se revela al analizar la participación del total de Activos Financieros en el Activo Total. Éstos muestran un alza persistente en todos los casos. De nuevo, el ascenso es más apreciable entre aquellos países cuyas series se extienden desde los años '70: en Canadá y Estados Unidos los AF pasan del 30 y 26% del AT respectivamente, al 50% en 2011. En Reino Unido el ritmo de aumento es significativamente mayor, al crecer del 33 al 54% entre 1990 y 2011. En Alemania e Italia, ambos con series para el período 1995-2011, el aumento del AF fue de 8 y 10 puntos porcentuales entre extremos. Por último, Japón también exhibió un aumento neto del AF, aunque en el crecimiento de 7 puntos porcentuales que tuvo lugar entre 2001 y 2006, fue seguido por una reversión hasta 2008.

No todos los componentes del AF constituyen activos líquidos. Por el contrario, los textos del FMI (2006) y OECD (2007), afirman que las operaciones de fusión y adquisición (F&A) constituyeron una aplicación destacada. Para Canadá se verificó una mayor inversión entre empresas que reflejó el boom de operaciones de F&A iniciado a fines de los '90, con una alta proporción de operaciones realizadas en el extranjero. Del total de colocaciones financieras realizadas por las NFC en 1995-2005, el 32% fue destinado a inversiones entre empresas, y éstas, a su turno, se encontraron estrechamente correlacionadas con la inversión extranjera directa de firmas canadienses en el exterior (Thomas, 2006). Una situación similar se constata para el caso de Reino Unido, donde se produjo una gran acumulación de acciones y participaciones en otras firmas en la cartera financiera de las CNF, dominada por la tenencia de acciones de firmas del resto del mundo (Chamberlin, 2007). En igual sentido, el trabajo del FMI

(2006) afirma que tanto en Reino Unido como en Estados Unidos cobró protagonismo la adquisición de firmas en el extranjero, incluyendo algunas en países en desarrollo.

Una forma sencilla de comprobar la relevancia de esas operaciones consiste en computar el peso de las tenencias de acciones en poder de las CNF en relación a su AT. La evolución de esta medida para cada país se presenta también en el Gráfico 2, sugiriendo que la adquisición de participaciones en otras firmas creció ostensiblemente en Estados Unidos y Reino Unido, del 5 al 12% y del 10 al 22% del AT en cada caso, entre 1990 y 2011. Por su parte, ligeras tendencias ascendentes se registraron en Alemania y Francia (en 1995-2011).

En suma, el análisis de las principales modificaciones en la estructura del balance del sector corrobora el crecimiento de fondos propios disponibles para la inversión que no son destinados a la formación de capital y el financiamiento de las operaciones en la actividad principal de las firmas, sino a otras aplicaciones. En efecto, la importancia del AO decae sustancialmente y el crecimiento del AT prosigue por otros canales como la expansión del AF en general y la participación en otras firmas en particular. Asimismo, en algunos países y períodos se advierten procesos de desendeudamiento. En este marco, las tenencias de liquidez constituyen una aplicación entre otras posibles del exceso de ahorro.

### **III. Factores que incrementan el ahorro bruto**

En lo que resta del Capítulo 3 se procura delimitar una serie de causas de esta inclinación de las CNF en países avanzados a generar EA para posteriormente elaborar a partir de ellas una explicación general de este proceso. El apartado III presenta las principales razones halladas para explicar la tendencia al incremento del AB, concentrándose en particular en la literatura sobre el incremento de la participación de las ganancias en el ingreso. El apartado IV analiza los factores que actuaron recortando la inversión. Finalmente, una explicación general que recoge y articula el conjunto de factores señalados como causantes del EA es brindada en el apartado V.

Veamos primero qué factores pueden identificarse como causas del incremento en el AB. La descripción realizada en la introducción de este capítulo muestra que tal aumento en los países del G-7 se inició en general a comienzos de la década de 1980, aunque el momento preciso en que tal ascenso comenzó y el período durante el cual se extendió difieren de país en país.

En el mismo sentido, el aumento del ahorro bruto puede estar impulsado por uno o varios de sus componentes dependiendo del caso. En efecto, el ahorro bruto del sector de CNF equivale a la suma del excedente operativo bruto (esto es el excedente operativo neto más el consumo de capital fijo) y los ingresos de la propiedad netos, menos impuestos sobre el ingreso y más transferencias corrientes netas.

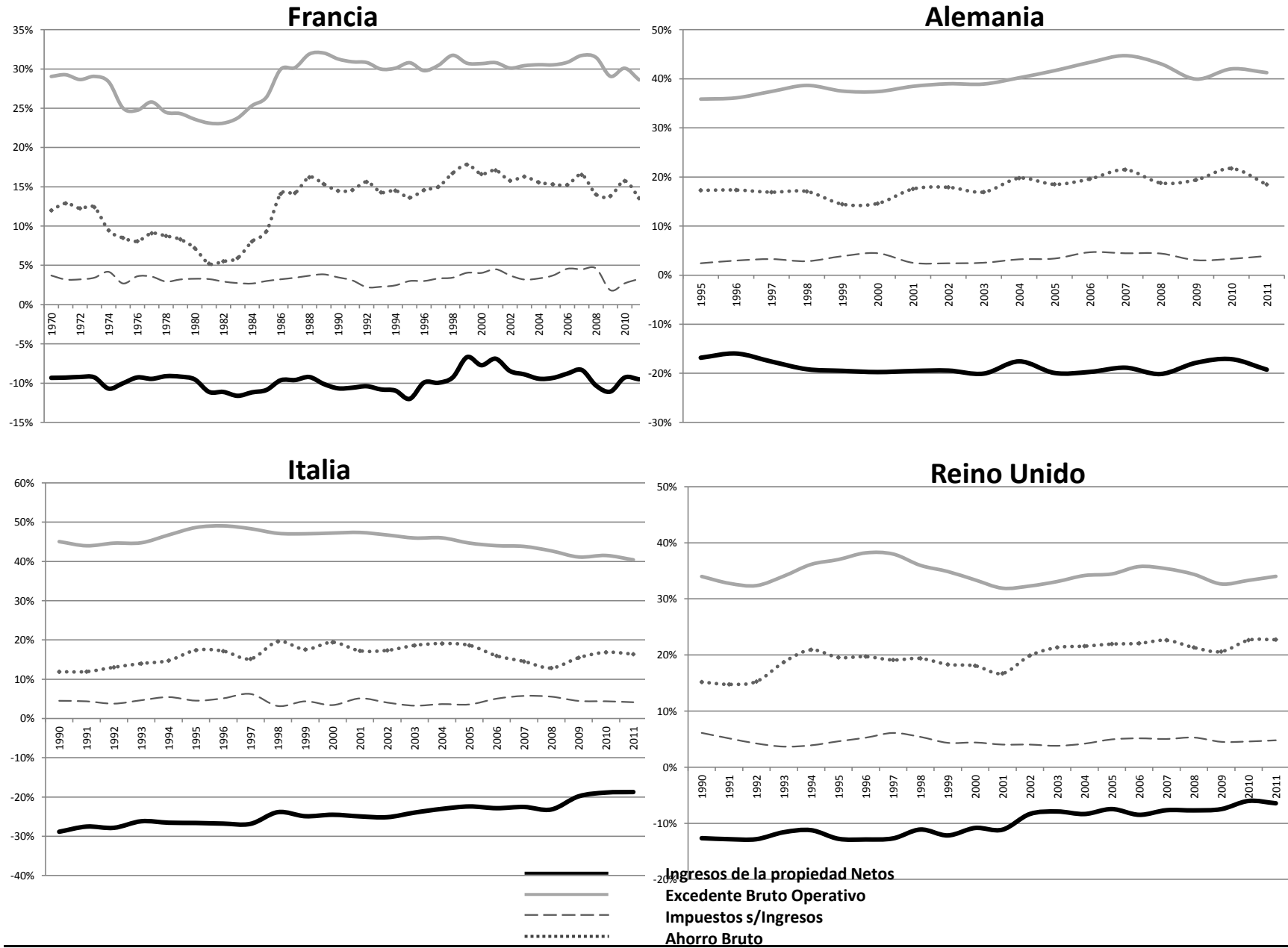
*Ahorro Bruto*

$$\begin{aligned} &= \textit{Excedente Operativo Bruto} \\ &+ \textit{Ingresos de la Propiedad Netos} \\ &- \textit{Impuestos sobre los Ingresos} + \textit{Otras Transferencias Netas} \end{aligned}$$

El Gráfico 3 muestra, para cada país, una apertura del ahorro bruto entre sus principales componentes en el período para el cual se dispone de datos. Los componentes exhibidos son: el Excedente Bruto de Operativo (EBO), los Ingresos Netos de la Propiedad (IPN), y los Impuestos Sobre los Ingresos, todos normalizados por el VAB del sector en el año correspondiente. La información disponible impide realizar este análisis para el caso de Canadá, pero los informes de su Oficina de Estadísticas permiten de todos modos comprender qué factores que impulsaron allí el Ahorro Bruto.

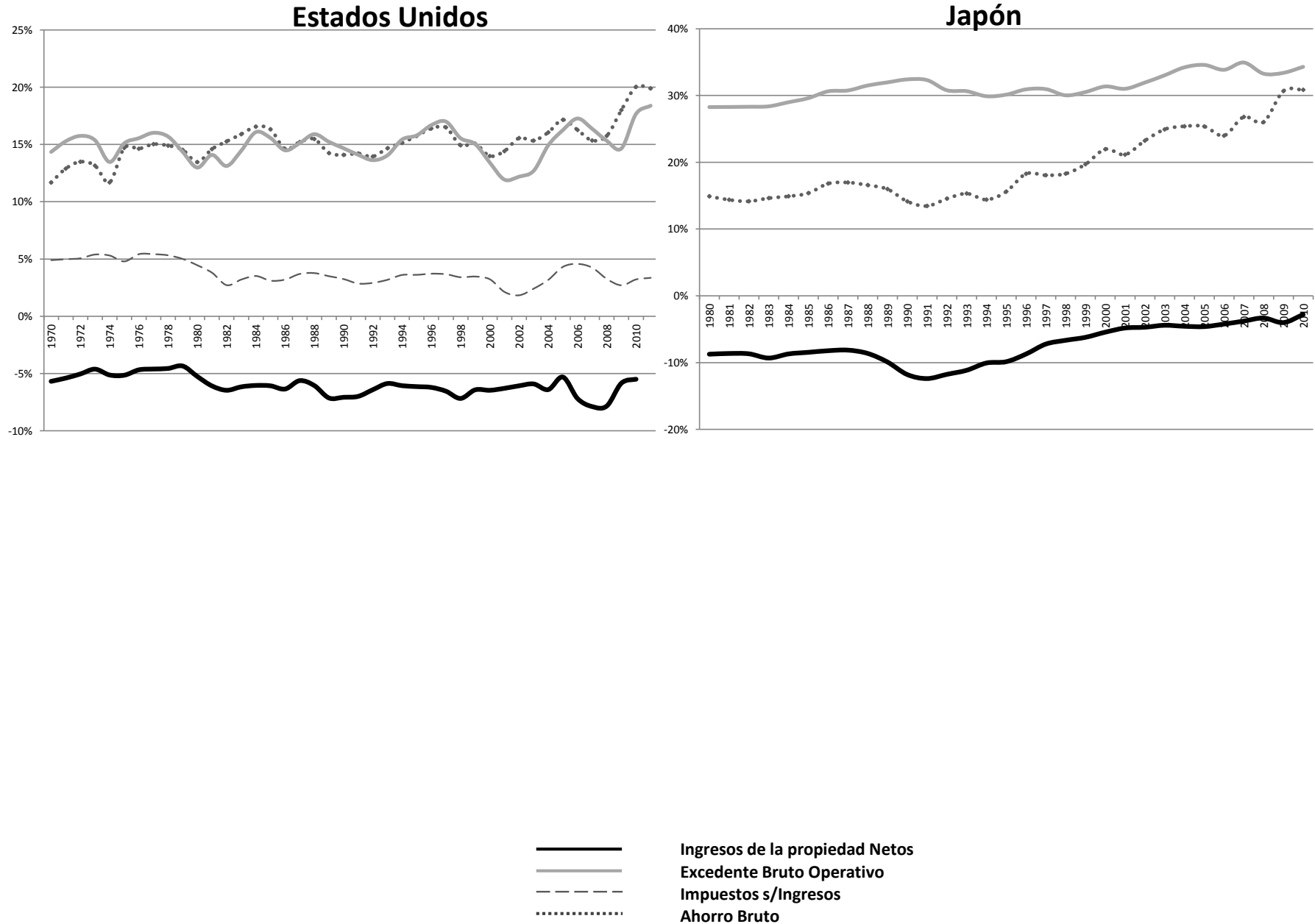
- El aumento del AB en **Francia** se produjo durante las décadas del '80 y '90, aunque el mismo creció más de prisa durante la primera. En ese primer período la principal causa detrás del crecimiento de la tasa de ahorro fue la expansión de la participación del EBO en el VAB. Durante la segunda mitad de los '90, por su parte, otra fuerza operó elevando el AB: los ingresos de la propiedad netos, que aumentaron de -12% a -7%.
- Los datos disponibles para **Alemania** desde 1995 indican que el principal impulsor del crecimiento del AB fue el aumento de la participación del EBO, aunque este decayó desde el inicio de la crisis financiera internacional en 2007.
- En **Estados Unidos**, la tendencia creciente del ahorro bruto se percibe con claridad recién desde 2000. Desde entonces la participación del EBO en el valor agregado aumentó desde el 12% hasta el 18% en 2011 (pese a que una caída tuvo lugar entre 2006 y 2009). Además se advierte una disminución sostenida del impuesto a los beneficios, que operó elevando el ahorro bruto en el largo plazo, y un deterioro tendencial de los IPN, que actuaron reduciéndolo.

Gráfico 3. Panel A. Evolución del AB y sus componentes entre las CNF del G-7.



El Gráfico 3, Panel A muestra la evolución del Ahorro Bruto, y sus componentes (Excedente Bruto Operativo, Ingresos de la Propiedad Netos, Impuestos sobre los Ingresos) todos normalizados por el Valor Agregado, para el Sector Corporativo no Financiero de Francia (1970-2011), Alemania (1995-2011), Italia (1990-2011) y Reino Unido (1990-2011).

Gráfico 3. Panel A. Evolución del AB y sus componentes entre las CNF del G-7.



El Gráfico 3, Panel B muestra la evolución del Ahorro Bruto, y sus componentes (Excedente Bruto Operativo, Ingresos de la Propiedad Netos, Impuestos sobre los Ingresos) todos normalizados por el Valor Agregado, para el Sector Corporativo no Financiero de Estados Unidos (1970-2011) y Japón (1980-2011).



- Por su parte, si bien en el caso de **Japón** la participación del EBO es estimada a partir del cociente correspondiente para toda la economía, esta estimación indica una tendencia al aumento que se inicia en 1980 en 30% hasta alcanzar un 37% en 2010. Los IPN también empujaron en forma ascendente el ahorro bruto, subiendo desde -9 hasta -2% entre 1980 y 2010.
- En **Italia** la participación del EBO sólo aumentó entre 1990 y 1996, enfrentando luego una caída lenta pero sostenida desde el 49% en ese año hasta el 40% en 2011. Mientras tanto, los IPN permitieron que el AB se mantuviera en los niveles alcanzados a fines de los '90, subiendo en forma continua desde el -30% hasta el -20%.
- En **Reino Unido** la participación del EBO se mantuvo estable, siendo los IPN los responsables de la leve propensión creciente del AB (pasaron del -12% al -6% entre 1990 y 2011).
- En **Canadá**, hasta 2005 se combinaron el incremento en el EBO y un incremento en los IPN producto de la contracción de la distribución de dividendos y la caída de las tasas de interés (Thomas, 2006).

En suma, dos componentes parecen explicar prácticamente la totalidad del aumento del ahorro bruto en el período posterior a 1980: la mayor participación del EBO en el VAB (es el caso de Francia, Alemania, Estados Unidos y Japón), y el incremento de los Ingresos de la Propiedad netos, que o bien apuntalaron el crecimiento del AB cuando el EBO también se expandía (en Japón), permitieron aumentar el AB cuando el EBO se mantuvo estable o bien contribuyeron a sostenerlo cuando éste ingresó en un período de contracción (Italia). Sólo en el caso de Estados Unidos, los IPN ejercieron un rol depresivo sobre el AB.

A continuación nos concentramos en cada una de estas dos fuentes del incremento del AB. Primero se presenta un resumen de las causas que, según la literatura vinculada, explican el aumento de la participación del EBO. A tal fin se reseñan los estudios existentes sobre la participación de los beneficios en el ingreso. Posteriormente, se discute brevemente el significado de los IPN como fuente de expansión del AB.

## **1. Causas de la creciente participación de los beneficios en el VAB**

La mayor participación del EBO en el VAB al interior del sector corporativo no financiero, se vio reflejada a su vez en una gradual expansión de la participación de los beneficios en el ingreso nacional a partir de 1980. Este cambio en la distribución funcional comenzó a ser advertido por un número creciente de trabajos desde fines de la década del '90. En particular, captó la atención de autores vinculados a la macroeconomía y la teoría del crecimiento pues supuso un alejamiento de los hechos estilizados señalados por Kaldor (1957), según los cuales las participaciones factoriales son estables en el largo plazo. Si bien existen pocos estudios sobre el proceso de crecimiento de la participación de los beneficios, recientemente se han realizado aportes más sistemáticos. La mayoría de ellos intenta explicar en el avance de la participación los beneficios en toda la economía, sin discriminar su evolución específica entre las CNF. Para nuestro propósito de explicar el aumento de la participación del EBO en el VAB de las CNF, considerar la distribución funcional agregada conlleva el riesgo de confundir cambios en la distribución funcional que ocurren en las corporaciones financieras o en el sector no corporativo, con cambios en las CNF. Sin embargo, como se verá, la naturaleza de las causas analizadas permite suponer que éstas actuaron especialmente en el seno de las CNF y no en otros sectores.

Hasta mediados de los '90 no se advirtió un aumento de la participación de los beneficios en el ingreso de los países anglosajones (Canadá, Estados Unidos y Reino Unido). Estados Unidos en particular mostraba considerables fluctuaciones de corto plazo, aunque alrededor de una tendencia levemente creciente de la participación de los beneficios. Por otro lado, en los países europeos y Japón la participación de los beneficios mostró una nítida forma de U, cayendo en forma generalizada durante la década del '70 y experimentando un incremento sostenido posteriormente. En efecto, Blanchard (1997) muestra esta dispar evolución de la distribución funcional del ingreso como un criterio que distingue a uno y otro grupo de países, y procura explicar los factores que llevaron a incrementar la participación de los beneficios en Europa desde 1980 en adelante.

Aún así, existen diferencias al interior de este último grupo: mientras en Alemania y Francia el incremento de los beneficios como proporción del ingreso comienza a principios de los '80, en Italia se aprecia desde mediados de los '70. De acuerdo con un estudio del FMI (2007), el incremento en la participación de los beneficios en los países

desarrollados ocurrió especialmente al interior de los sectores intensivos en trabajo no calificado, mientras que las ramas demandantes de trabajo calificado experimentaron incluso una leve caída de la participación de los beneficios, especialmente en los países anglosajones.

Los estudios que se han propuesto explicar esta tendencia al aumento de la participación de los beneficios en el ingreso identifican uno o varios de los siguientes factores, todos ellos signos de las transformaciones estructurales experimentadas por el mercado laboral en los países desarrollados desde la década del '70, como principales causantes: (i) el debilitamiento de la legislación de protección laboral, (ii) el debilitamiento sindical, (iii) la globalización del mercado de trabajo y (iv) el progreso tecnológico ahorrador de mano de obra. Veamos qué explicaciones y evidencias se han provisto para justificar el efecto de cada uno de ellos sobre la participación de los beneficios operativos en el ingreso.

#### **1.a. Debilitamiento de la legislación laboral**

Un primer elemento que se distingue entre las modificaciones sufridas por el mercado laboral es el repliegue de la legislación regulatoria sobre las condiciones de trabajo y contratación. El debilitamiento de esta legislación actuó mejorando la posición relativa de las firmas, permitiendo incrementos en la productividad del trabajo (a través del aumento en el número de funciones a cargo de un mismo operario, la intensificación de los ritmos de trabajo, contrataciones temporarias, etc.) sin que éstos se traduzcan necesariamente en aumentos salariales.

Ciertamente, la legislación de protección del empleo fue reducida en los países que aquí estudiamos, involucrando en la mayoría de los casos una flexibilización de las condiciones de trabajo temporario o en las actividades relacionadas de agencias de trabajo temporario. La OECD (2004) encuentra marcadas caídas en la legislación protectora del empleo en Alemania e Italia, y entre otros seis países desarrollados de la OECD que no integran el G-7. Francia no integraba ese grupo pues, luego de haber desregulado el mercado de trabajo durante los años '80 restableció cierta legislación protectora en la década de 1990. En los países anglosajones la legislación reguladora del mercado de trabajo ya era limitada a comienzos de los '80 y su reducción posterior fue mínima (Glyn, 2006).

En ese marco, Giammarioli y otros (2002) sugieren que la caída en la participación asalariada en Europa Continental desde mediados de los '80 es un resultado de la desregulación del mercado laboral. Identifican un efecto relevante de la legislación laboral sobre la participación asalariada en el valor agregado al observar la dinámica cíclica de esta última. En particular, advierten que las restricciones legales a los despidos en el período previo a 1980 limitaban la caída del empleo durante las recesiones forzando una redistribución del ingreso favorable a los trabajadores, mientras que estas oscilaciones cíclicas se atenúan para el período post-1980.

Más evidencias a favor del efecto de la legislación protectora del empleo sobre la participación asalariada surgen cuando se analizan las repercusiones de la internacionalización de la producción y la reubicación de plantas hacia países periféricos. Se ha comprobado que, dada la caída de la participación asalariada que trajo consigo dicha internacionalización<sup>7</sup>, los países con una legislación más rigurosa en materia de protección del empleo experimentaron una contracción menor (Milberg y Winkler, 2010).

### **1.b. Decaimiento sindical**

En segundo lugar, la capacidad de las empresas para apropiarse de una fracción creciente del valor agregado también debió nutrirse del decaimiento de la fortaleza negociadora sufrida por los sindicatos en el período en cuestión. Mientras que a lo largo del período que se extiende entre 1945 y fines de la década del '70 la proporción de trabajadores sindicalizados creció en forma sostenida, desde 1979 en adelante la sindicalización declinó notoriamente. En Reino Unido cayó un 40%, en Alemania e Italia un 33%, y en Francia un 50%. A su turno, el debilitamiento de la posición negociadora de los trabajadores se expresó en una pérdida de intensidad de los conflictos laborales. El pico de días de paro por cada 1000 trabajadores industriales alcanzado a principios de la década del '80 dio lugar a una rápida e ininterrumpida caída hasta la actualidad (Glyn, 2006).

Además de una causa inmediata de la caída de la masa salarial, el crecimiento del desempleo es otro signo poderoso de la fatiga en la capacidad negociadora los trabajadores. En Europa éste se multiplicó por aproximadamente 5 entre 1960 y 1990, para caer significativamente en la primera mitad de los '90. Francia, Alemania e Italia

---

<sup>7</sup> Esta causa de la mayor participación de las ganancias en el ingreso es presentada en detalle más adelante en este apartado.

fueron los que más vieron aumentar su desempleo durante el período 1960-1990 y los que menos lograron disminuirlo en los primeros '90.

Para algunos estudios el poder de negociación de los sindicatos ejerce un rol clave en la determinación de la evolución tendencial de las participaciones factoriales desde 1980. Algunos sugieren que las mayores presiones salariales ejercidas durante la década del '70, que llevaron al mínimo histórico de la participación de los beneficios en el ingreso durante esa década, dieron lugar a una respuesta retardada por parte de las empresas, que se tradujo en un incremento en la intensidad de capital de los procesos productivos y ocasionó la recuperación de dicha participación desde 1980 (Caballero y Hammour, 1998, Blanchard, 1997). De acuerdo con Blanchard (op. cit.), incluso, el debilitamiento del poder de negociación de los sindicatos desde 1980 constituye otra de las fuentes fundamentales de la redistribución de la renta generada en la producción que explica la caída de la participación asalariada en el ingreso.

Una evaluación empírica del impacto de la conflictividad sindical sobre la participación asalariada en el ingreso es ofrecida por Bentolila y Saint-Paul (2003) y Stockhammer (2009)<sup>8</sup>. Éste último proporciona resultados econométricos que indican el efecto positivo de la densidad sindical sobre la participación asalariada en 15 países de la OECD.

### **1.c. Globalización del mercado de trabajo**

En tercer lugar, la formidable expansión de la oferta mundial de trabajo que trajo consigo el proceso de globalización desde 1980 y las ventajas que ello supuso para la organización internacional de la producción entre las empresas multinacionales, actuaron elevando la participación de los beneficios en el valor agregado.

El FMI (2007) ofrece una cuantificación del aumento de la oferta global de trabajo en los últimos años como consecuencia de las reformas políticas y económicas en China, India y el Este Europeo. Ponderando la fuerza de trabajo de cada país por su coeficiente de exportaciones a PBI, la oferta laboral global se multiplicó por cuatro entre 1980 y 2005. El este de Asia contribuyó con la mitad del aumento, gracias al acelerado aumento de su población en edad laboral y creciente apertura comercial. Mientras que

---

<sup>8</sup> Bentolila y Saint-Paul (2003), por su parte, indican que el impacto del grado de conflictividad sindical difiere de acuerdo a las características del proceso de negociación de convenios laborales (centralizado o descentralizado) y del grado de coordinación en las negociaciones. La conflictividad sólo conduce a una mayor participación asalariada cuando se produce en países con negociaciones descentralizadas y con baja coordinación, o en aquellos países con negociaciones altamente centralizadas y coordinadas.

los trabajadores no calificados aportaron el mayor crecimiento en valores absolutos, el trabajo calificado experimentó un aumento relativo del 50%, explicado principalmente por los países desarrollados y China.

Los canales por los que tal incremento en la oferta internacional de trabajo impactó sobre la participación de los beneficios en el ingreso de países desarrollados son múltiples: el aumento de las importaciones de bienes intermedios a través de la relocalización de procesos productivos en el exterior, las mayores importaciones de bienes finales y la inmigración.

La inmigración creció significativamente desde mediados de 1980 en Alemania, Italia, Reino Unido y Estados Unidos. En este último, hacia 2005 la fuerza laboral inmigrante representaba un 15% del total, equiparando el valor de las importaciones en el PBI (FMI, 2007).

Por su parte, desde 1980 se produjo en los países desarrollados una división del proceso productivo y relocalización de algunos de sus segmentos hacia países en desarrollo. Milberg (2008) muestra como la expansión de las cadenas globales de valor trajo aparejada una caída de costos de insumos a las firmas líderes, permitiéndoles mantener o incluso aumentar sus márgenes, y así la participación de los beneficios en el ingreso, incluso durante un período en el cual los precios de los productos experimentaron presiones deflacionarias como consecuencia de la intensificación de la competencia.

Aunque más lentamente que el comercio de bienes finales, las importaciones de bienes intermedios avanzaron en forma sostenida, ocupando en la actualidad un 50% del total de importaciones realizadas por los países de la OECD. Por otro lado, en base a datos de las respectivas matrices de insumo-producto, Milberg y Scholler (2008) muestran que la participación de los insumos (bienes y servicios) importados como porcentaje de los insumos no energéticos en 2005 alcanzaron un 18% en Estados Unidos, 25% en Alemania y 31 % en Reino Unido.

Sin embargo, Milberg (op. cit.) sugiere que el comercio de bienes intermedios capta apenas una parte de los efectos de la deslocalización de la producción hacia el extranjero, y que una mejor medida de sus consecuencias es brindada por la participación de las importaciones totales desde países de bajos salarios, las que aumentaron de un 3% en 1980 hasta un 7% en 2006. La mayor cantidad de entradas de empresas de países en desarrollo en la actividad exportadora desde mediados de los '80

ocurrió en ramas de baja y media complejidad tecnológica (Mayer, 2000). Como consecuencia, los precios de importación tendieron a disminuir en relación a los precios finales, cayendo en mayor medida en aquellas ramas en las que las cadenas globales de valor se encontraban más desarrolladas: en computadoras, equipo eléctrico, productos de telecomunicaciones, calzado, textiles, muebles y productos químicos, el ratio de precios cayó al menos un 40% acumulado entre 1986 y 2006 (Milberg, op. cit.).

El estudio del FMI (2007) evalúa el impacto de estos canales de transmisión de la globalización del trabajo sobre la participación de los beneficios en el ingreso. Considera los precios de importación, la intensidad de la relocalización en el extranjero, la participación de inmigrantes en la fuerza de trabajo doméstica y corrobora que el proceso de globalización del trabajo, considerada globalmente, operó efectivamente elevando la participación de los beneficios en el ingreso, si bien cada canal considerado en forma individual ejerció un efecto muy modesto. El impacto es similar entre países anglosajones y el resto de los países, aunque las respectivas caídas de la participación asalariada parece obedecer a distintas combinaciones de canales individuales. Mientras en los países anglosajones la relocalización de la producción tuvo un impacto muy limitado, en el resto de los países la relocalización y la inmigración realizaron la mayor parte del impacto negativo de la globalización laboral sobre la participación asalariada.

A resultados similares sobre el impacto de la globalización del mercado de trabajo arriban la Comisión Europea (2007), Guscina (2006), Jayadev (2007) y Harrison (2002). Guscina encuentra un efecto negativo del grado de apertura comercial sobre la participación asalariada, mientras que Jayadev muestra un efecto negativo de la apertura de la cuenta capital. Harrison considera los efectos de la globalización a través de un conjunto amplio de variables que, además de la apertura comercial, incluyen la presencia de controles de capital, términos del intercambio, el ingreso de IED y las crisis cambiarias. El efecto depresivo de la globalización sobre la participación asalariada es inequívoco. Mientras los controles de capital muestran un efecto positivo sobre la participación asalariada, el resto de las variables operó contrayéndola.

#### **1.d. El progreso tecnológico y las tecnologías de la información y la comunicación.**

Por último, los adelantos técnicos ahorradores de mano de obra, en particular aquellos asociados a las tecnologías de la información y comunicación (TICs) realizaron una contribución adicional al aumento de la participación de los beneficios en el valor agregado.

En efecto, las TICs se tornaron gradualmente más importantes en el total de la inversión en los países considerados durante las dos últimas décadas (Barba y Pivetti, 2012, Norman, 2008). En ese marco, una serie de trabajos sostienen que el progreso tecnológico constituyó el principal responsable de la caída de la participación asalariada en el ingreso. Por caso, Ellis y Smith (2010) atribuyen la mayor parte del aumento en la participación de los beneficios en el ingreso a la mayor incidencia de las TICs y al progreso técnico que las afecta específicamente. Según las autoras, éste constituye el único factor explicativo capaz de adaptarse al carácter generalizado y a la persistencia en el tiempo de dicha tendencia, mientras que otras explicaciones sólo alcanzan a un número limitado de países o no se corresponden temporalmente con el período de ascenso de los beneficios.

Además de permitir incrementos de la producción prescindiendo de una contratación de mayor número de trabajadores, en la literatura se han planteado canales adicionales por los que el progreso técnico redujo la participación asalariada. Por caso, Ellis y Smith argumentan que la mayor tasa de amortización y cambio tecnológico asociada a las TICs estimula un reemplazo más acelerado de los bienes de capital y genera presiones para elevar la rotación del personal que no se adapta a las nuevas tecnologías. Dicha rotación eleva la capacidad de negociación de las firmas y les otorga ventajas a la hora de fijar salarios. Los resultados empíricos presentados por Ellis y Smith sugieren que una parte sustancial de la tendencia de la participación de los beneficios puede deberse a esta causa.

En otro estudio, la participación de las TICs en la inversión agregada es adoptada como un indicador del cambio tecnológico (FMI, 2007). Allí se señala que sus efectos sobre la participación asalariada en el ingreso son incluso más significativos que los generados por la globalización del mercado laboral.



Con todo, la primacía del cambio técnico entre los determinantes de la menor participación asalariada que señalan los estudios referidos, es puesta en cuestión por otros trabajos. Stockhammer (2009), por ejemplo, muestra que el efecto del cambio técnico es no significativo.

Tenemos así que, según la literatura concentrada en la distribución funcional del ingreso en países desarrollados, el aumento de la participación del EBO en el VAB respondió a (i) la retracción de la legislación protectora del empleo que al flexibilizar las condiciones de contratación permitió incrementos en la productividad laboral sin forzar aumentos en la compensación laboral total; (ii) el debilitamiento de la posición negociadora de los trabajadores en general, reflejada en la caída de las tasas de sindicalización y conflictividad laboral, y el avance del desempleo, que en conjunto facilitaron la apropiación de una mayor renta por parte de las empresas; (iii) el formidable incremento en la oferta efectiva de trabajo mundial, que fue absorbida por las firmas de países desarrollados a través de múltiples canales como las importaciones de bienes finales e intermedios, la conformación de CGV y la inmigración; y (iv) el progreso técnico y la creciente importancia de la inversión en TICs que produjo un ahorro de mano de obra, y elevó la rotación de los empleados reforzando así el poder de negociación de las firmas.

## **2. Los ingresos de la propiedad como fuente del AB**

Según se desprende de la introducción de la sección III, la segunda fuente decisiva en el aumento del AB fueron los Ingresos de la Propiedad Netos, que actuaron en forma expansiva en Japón, Italia y Reino Unido. Aun cuando no puede decirse que los IPN hayan sido positivos en ningún caso, sí tuvo lugar una reducción de sus valores negativos que elevó la disponibilidad de fondos internos.

Al respecto cabe mencionar que según algunos autores que estudian el caso estadounidense, el efecto neto de los ingresos y pagos financieros sobre la disponibilidad de fondos invertibles de las CNF desde 1980 fue negativo (Dumenil y Levy, 2004, Orhangazi, 2008, cuyos aportes serán presentados en la sección IV.2.a.). Por el contrario los resultados exhibidos al comienzo del apartado III muestran que, si bien ocurrió un gran aumento de los pagos de intereses y dividendos, el creciente peso de la tenencia de activos financieros (incluyendo participaciones en otras firmas del

mismo o terceros países) elevó también los montos cobrados por tales conceptos lo que, sumado al desendeudamiento y las menores tasas de interés reales, determinó que el efecto neto de los mayores intereses y dividendos pagados y recibidos sobre el ahorro bruto –esto es, sobre la capacidad de autofinanciamiento de la inversión- de las CNF fuera en general positivo o neutral.

Más aún, el crecimiento agregado de los dividendos pagados por las CNF debe ser relativizado en virtud de la caída en la distribución de dividendos registrada a nivel firma por la literatura de las finanzas corporativas. Según se desprende de varios estudios, tuvo lugar una notoria contracción en la proporción de firmas que distribuyeron dividendos en el período, dando lugar a lo que se denominó el ‘puzle de la desaparición de los dividendos’<sup>9</sup>. Se ha afirmado que, de todos modos, las tendencias agregada y a nivel firma son consistentes entre sí, en tanto las que abandonan la distribución de dividendos son típicamente pequeñas firmas con menor rentabilidad, mientras las firmas más grandes concentran una proporción creciente de las ganancias y elevan su ratio de *payout* (De Angelo, De Angelo y Skinner, 2004).

Recapitulando, el aporte neto de los Ingresos de la Propiedad es significativo pues ilustra las repercusiones del exceso de ahorro y sus aplicaciones sobre la composición del flujo del financiamiento interno de las firmas: éste comienza a ser guiado en forma creciente por ingresos no operativos. Ciertamente, el caso estadounidense, al que se ha dedicado la mayor parte de la atención en otros estudios, mostró el efecto contrario, pero esto no es representativo de la experiencia general en el resto de los países desarrollados. Una descripción detallada de la evolución de los ingresos de la propiedad pagados y recibidos se presenta en el Anexo III.2.

#### **IV. Causas que limitan la formación de capital**

Es preciso, por otro lado, ofrecer una explicación de las evidencias recogidas en el apartado II que se refieren a la evolución de la FBC. En resumen, allí se corroboró una tendencia contractiva de esta variable que se concentró en especial en la última década, aunque para tres de los países del G-7 (Francia, Alemania y Reino Unido) se mantuvo durante todo el período posterior a 1980.

---

<sup>9</sup> O “*disappearing dividends puzzle*”. La caída en la distribución de dividendos fue registrada en primer lugar por Fama y French (2001) para firmas estadounidenses, y luego en otros mercados financieros, tanto desarrollados como emergentes (Fatemi y Bildik, 2012).

Más aún, este no es el primer trabajo en detectar el desfallecimiento de la inversión en el período post-1980. Otros autores lo han indicado con anterioridad, estableciendo incluso algunos indicios de la anatomía interna de esta caída. Acaso el cambio más importante en la composición de la inversión agregada haya sido el rápido aumento de la inversión en tecnologías de la información y comunicación, que tuvo su pico hacia el año 2000. Ello se articuló con una sostenida contracción de la inversión en estructuras y con una caída de la inversión en maquinarias y equipos, que se vio interrumpida durante el auge de la inversión en los '90 (Barba y Pivetti, 2012).

Ciertamente, aunque no es posible determinar su impacto cuantitativo, algunos indicios aislados sugieren que la caída observada en el Gráfico 1 sobredimensiona la contracción que efectivamente ocurrió en la formación de capital de las CNF en los países estudiados. A lo largo del período considerado tuvo lugar una caída del precio relativo del capital y nuevos ítems pasaron a integrar los gastos de inversión sin ser completamente captados por las cuentas nacionales<sup>10</sup>. Con todo, una lectura general de la evidencia recogida en dicho apartado brinda signos adicionales de la presencia de dificultades para la formación de capital y el consecuente incremento de la capacidad operativa: por un lado, el crecimiento del EA puso de manifiesto que, aun disponiendo de los fondos requeridos, las firmas no estuvieron en condiciones de aplicarlos a la ampliación de la capacidad operativa<sup>11</sup>; por otro, el crecimiento de las firmas debió proseguir por canales distintos a la expansión 'interna' en la actividad principal (la participación del AO cayó en todos los casos).

El material bibliográfico permite plantear como hipótesis que tales resultados constituyen una consecuencia de cuatro grandes dificultades que operaron limitando la inversión. Estas son: (i) para el conjunto de firmas pequeñas y/o racionadas en su acceso al financiamiento externo: la menor disponibilidad de fondos invertibles, (ii) la pérdida de dinamismo de la demanda, en particular explicada por la modificación de los patrones distributivos, y la gradual caída en la utilización de la capacidad instalada (iii) la internacionalización productiva y conformación de las cadenas globales de valor, y (iv) la mayor volatilidad de las variables operativas y agresividad de la competencia en los mercados de productos.

---

<sup>10</sup> Es el caso de los gastos en procesos de *lean manufacturing*, la adquisición de tecnologías de la información, los gastos de investigación y desarrollo, publicidad, entrenamiento de empleados, mejoras en los procesos productivos y en el diseño de las plantas y planeamiento estratégico.

<sup>11</sup> El exceso de ahorro se registra aún cuando en su cómputo se descuentan los gastos en nuevos ítems de inversión -que no se cuentan como formación de capital pero sí como gastos corrientes.

## **1. La corriente de la financierización**

De acuerdo con la literatura de la financierización, la inversión de las corporaciones no financieras en países desarrollados se vio afectada negativamente por los cambios experimentados en la relación entre el sector financiero y las CNF desde la década del '80. Las principales repercusiones de esta nueva relación pueden resumirse en un aumento en la distribución de las ganancias hacia el sector financiero (acreedores y accionistas), bajo la forma de intereses, dividendos y recompra de acciones, y una mayor participación de las CNF en actividades financieras, adquiriendo activos financieros y elevando la proporción de ingresos financieros en el total de los ingresos, o adquiriendo firmas de intermediación financiera.

### **1.a. La maximización del valor del accionista**

Las modificaciones en las políticas de gestión de las CNF introducidas a principios de los '80 a causa de las presiones ejercidas por los principales accionistas, suelen ser mencionadas como el primer canal a través del cual el desarrollo del sector financiero afectó la inversión corporativa. Este cambio condujo a los gerentes a abandonar las políticas de 'retener y reinvertir' los fondos generados, imperante en la gestión de las grandes empresas industriales durante el período de crecimiento de posguerra, y adoptar un criterio de maximización del valor para el accionista (*shareholder value*) mediante la política de 'racionalizar y distribuir' (Lazonik y O'Sullivan, 2000). Así, los fondos internos se destinaron a aplicaciones que elevaban en el corto plazo el valor de mercado de las firmas, en detrimento de otras que permitían su crecimiento de largo plazo.

Como se mostró en el Capítulo 2, Crotty (2002) señala que tal cambio en la política gerencial de las CNF se había originado durante la oleada de diversificación de los años '60, durante la cual se inauguró una concepción de las CNF que las consideraba carteras de activos en las que las firmas controladas eran adquiridas de acuerdo con el rendimiento de corto plazo que ofrecieran. Según Lazonik y O'Sullivan (op. cit.) el mayor impulso cobrado por la estrategia gerencial del *shareholder value* desde 1980 se debió a dos grandes causas: por un lado, la decreciente rentabilidad con que las mayores empresas manufactureras de Estados Unidos se enfrentaban dados el excesivo crecimiento y diversificación ocurridos durante los años '60 y '70, por la agudización de la competencia en las principales ramas de actividad producida por la aparición de competidores internacionales, en particular de origen japonés y alemán. Por otro, la

necesidad de desarrollar un mercado de control corporativo que disciplinara a los gerentes cuyas compañías experimentaban un desempeño deficiente.

La implementación efectiva de esta estrategia de gobierno corporativo durante la década de 1980 se vio favorecida por la consolidación en el mercado financiero de los denominados inversores institucionales: fondos mutuos, fondos de pensiones y compañías de seguros de vida que, por su mayor tamaño relativo, se encontraban en condiciones de ejercer una sustancial influencia sobre los mercados de acciones. Una serie de cambios regulatorios<sup>12</sup> permitieron que estos invirtieran una porción ampliada de sus portafolios en acciones y bonos de baja calidad, y desempeñaran un rol central en el desarrollo del mercado de control corporativo durante los años '80.

En efecto, el mercado de control corporativo produjo una oleada de compras hostiles financiadas por inversores institucionales en los años '80 (Holmstrom y Kaplan, 2001). Una vez agotada la oleada de compras hostiles con la crisis del mercado bursátil en 1987, las gerencias profundizaron su orientación hacia la maximización del valor de los accionistas gracias a la gradual implementación de *stock options* como mecanismos de pago (Lazonik y O'Sullivan, op. cit., Holmstrom y Kaplan, op. cit., Crotty, op.cit.).

Según Crotty (op. cit.) este nuevo paradigma gerencial afectó negativamente la realización de proyectos de inversión y de I&D con largos períodos de maduración al acortar los plazos de planeamiento y estimular las desinversiones en aquellas unidades de negocios menos rentables en el corto plazo. Por su parte, Stockhammer (2004) plantea que la mayor influencia de los accionistas en la gestión de las CNF en el período posterior a 1980, condujo a una menor inversión y crecimiento corporativos como consecuencia de la relación negativa que éstos entablarían con la rentabilidad de corto plazo.

Algunos autores subrayan que dicha avidez por la rentabilidad de corto plazo condujo al incremento de las operaciones financieras realizadas por las CNF, siendo este el principal responsable de su menor inversión real. La suba de las operaciones financieras realizadas por las CNF es registrada mediante múltiples indicadores. De un modo similar al adoptado en el apartado II.2, Crotty (2005) muestra el aumento en el ratio de activos financieros a activos fijos en Estados Unidos desde un 40% en 1980 hasta

---

<sup>12</sup> Como la Employee Retirement Income Security Act reformada en 1978, o la Grant-St. Germain Act de 1982, en Estados Unidos.

superar el 100% en 2000<sup>13</sup>. Krippner (2005), por su parte, advierte que la proporción entre ingresos financieros (derivados de intereses, dividendos y ganancias de capital, lo que en el apartado III hemos llamado '*Ingresos de la propiedad*') y el flujo de fondos experimentó un aumento secular desde fines de los años '70.

Como principal causa del inicio de esta sustitución de inversiones reales por financieras, la literatura de la financierización señala al cambio en el diferencial de rentabilidad entre ambos negocios. A la menor rentabilidad operativa experimentada por las CNF a principios de la década del '70, se sumó el mayor rendimiento de las inversiones financieras, que respondía al aumento en las tasas de interés reales que ocurrieron a fines de los '70 como consecuencia de la política monetaria restrictiva y la desregulación de las tasas de interés pasivas de los bancos comerciales.

Si bien ciertos estudios encuentran una correlación negativa entre el incremento de los ingresos financieros y la caída de la inversión<sup>14</sup> e interpretan esto como un indicador del efecto negativo que los primeros ejercen sobre la segunda, la validez de estos resultados es dudosa. En efecto, (1) la relación negativa sólo se mantiene entre las firmas más grandes, mientras que para las más pequeñas se observa una relación positiva (Orhangazi, 2008), (2) incluso entre las firmas más grandes, que la dirección de causalidad entre cambios en los ingresos financieros e inversión sea la que estos estudios postulan es una de las interpretaciones posibles, pero los resultados empíricos no permiten descartar una causalidad inversa. En todo caso, como veremos enseguida, es posible identificar varios factores adicionales que deterioraron el atractivo de las actividades operativas, perturbando a la formación de capital en el período considerado en forma independiente de esta relación entre inversiones financieras y reales.

### **1.b. El crecimiento en los pagos hacia el sector financiero**

Otro segmento de la literatura sobre financierización señala al incremento en los pagos realizados por las CNF en concepto de intereses, dividendos y recompra de acciones, como la principal causa de la menor inversión. A comienzos de la década del '80 se produjo un salto repentino en el monto total de pagos al sector financiero que, según algunos autores (Stockhammer, 2004, Aglietta y Breton, 2001, Dumenil y Levy, 2004), obedeció al cambio en la estrategia gerencial predominante recién presentada, así como a las mayores tasas de interés que rigieron desde 1979.

---

<sup>13</sup> Un incremento similar es indicado por Orhangazi (2008).

<sup>14</sup> Tanto a nivel agregado (Stokhammer, 2004), como a nivel firma (Orhangazi, 2008).

Dumenil y Levy (2004) sugieren que la contracción de los fondos invertibles que tuvo lugar a causa del incremento en tales pagos ocasionó el debilitamiento de la inversión percibido entre las CNF en el período. Por su parte, Orhangazi (op. cit.) muestra evidencias econométricas que indican que los mayores pagos realizados al sistema financiero limitaron la inversión real no sólo a causa de la reducción de los fondos invertibles, sino también a través del acortamiento de los horizontes de planeamiento, así como de la mayor incertidumbre acerca de la cantidad y el costo del financiamiento externo que finalmente estaría disponible para la inversión.

Las explicaciones que atribuyen la menor inversión corporativa a la reducción de los fondos invertibles encuentran dificultades frente a la evolución efectiva de la tasa de interés, la distribución de dividendos y el exceso de ahorro durante el período posterior a 1980. A saber,

- (1) si bien las tasas de interés sufrieron un abrupto incremento a fines de la década del '70, desde 1982 se inició una tendencia a la caída de las mismas que perdura hasta la actualidad, ubicándose en la década de 2000 por debajo de los niveles que mostraban en la década del '60. Así, últimamente se ha afirmado que el efecto negativo del monto total pagado en concepto de intereses sobre la acumulación de capital perduró sólo hasta el año 2000 (Dumenil y Levy, 2011, ILSS, 2011);
- (2) por otro lado, aún cuando en el agregado los dividendos distribuidos por las CNF mostraron una tendencia a crecer durante el período posterior a 1980, como se mostró en el apartado III.2, este incremento convivió con una gradual desaparición de la distribución de dividendos a nivel firma;
- (3) finalmente, la tendencia alcista del AB documentada en el apartado II indica que, contra lo que sugiere esta hipótesis, los fondos internos disponibles no se contrajeron sino que se ampliaron. Más aún, la aparición de exceso de ahorro en el sector CNF de estos países muestra la generación de un sobrante de fondos aun luego de descontar el pago de intereses y la distribución de dividendos, sugiriendo que la debilidad de la formación de capital no obedece, al menos para el agregado del sector, a una menor disponibilidad de fondos invertibles internos.

Así, diversos argumentos conducen a desestimar la hipótesis según la cuál la inversión de las CNF se vio comprometida por la contracción de los fondos invertibles internos en el período post-1980.

Sin embargo, pese a que este argumento no puede ser aplicado al agregado, cuando la inversión es analizada a nivel firma surge una diversidad de casos individuales. Mientras las firmas más grandes concentran las ganancias y la distribución de dividendos, las más pequeñas pueden experimentar una falta de financiamiento. En efecto, los estudios de las finanzas corporativas documentan múltiples indicios del efecto negativo de las dificultades para acceder al financiamiento externo sobre la inversión entre firmas pequeñas o racionadas por otros motivos. Incluso, el resumen realizado en el Capítulo 2 deja constancia de estas consecuencias del racionamiento y, más puntualmente, del rol ejercido por la acumulación de liquidez para amortiguar los perjuicios de éste sobre la inversión corporativa en las firmas más pequeñas. Más aún, las dificultades para acceder al crédito deben haberse agudizado como consecuencia de la sucesión de crisis financieras y los correspondientes colapsos de la oferta de fondos externos. De modo que es esperable que aquellos efectos negativos de las restricciones financieras sobre la inversión de las firmas más pequeñas y racionadas se hayan agudizado.

En suma, el deterioro agregado de la inversión no puede atribuirse a la falta de fondos invertibles, aunque esta sí puede ser una razón de su decaimiento entre las firmas más pequeñas.

## **2. La internacionalización de la producción y las cadenas globales de valor.**

Para algunos autores la conformación de cadenas globales de valor (CGV) y la mayor Inversión Extranjera Directa (IED) realizada por firmas originarias de países desarrollados tuvo un significativo impacto negativo sobre la inversión doméstica de las CNF. En efecto, puede decirse que las CGV destinadas a abastecer de insumos y bienes intermedios, reducir los costos y elevar la flexibilidad de la producción entre las grandes firmas manufactureras, produjeron por una doble vía el incremento del EA pues al tiempo que elevaron la participación de las utilidades en el valor total generado, redujeron la reinversión los beneficios en los países de origen (Barba y Pivetti, 2012, Milberg, 2008). Más aún, el fomento de estructuras de gobierno de las CGV vía relaciones comerciales (*arm's length*) redujo incluso la IED requerida por la firma



líder para sostener la cadena de abastecimiento en el exterior (Milberg y Winkler, 2009).

En ese sentido, al explicar la débil inversión de las CNF posterior al estallido de la burbuja tecnológica en 2001, se ha afirmado que si a la formación de capital de Estados Unidos en esos años se sumaba la IED neta realizada por firmas de origen estadounidense, se alcanzaban niveles equivalentes a la formación de capital norteamericana durante el auge inversor de la década del '90 (Möec y Frey, 2006).

Algunos estudios empíricos han analizado el impacto de la salida de IED y conformación de CGV sobre la inversión en los países de origen, documentando el impacto negativo de las primeras sobre esta última. Feldstein (1995) utiliza datos agregados de 18 países de la OECD y muestra un efecto negativo de la salida de IED sobre la inversión doméstica. Asimismo, basándose en datos a nivel firma de Estados Unidos sobre eventos de internacionalización de la producción, se encontró que el impacto a largo plazo sobre el stock y la intensidad de capital de las firmas en el país de origen es negativo, aún cuando también se hallan efectos contractivos sobre el empleo (Monarch, Park y Sivadasan, 2012).

En resumen, parecen reunirse elementos suficientes para afirmar que la internacionalización de la producción constituye un factor causante de la menor formación de capital realizada por las CNF en los países avanzados.

### **3. La desaceleración de la demanda**

Es generalmente aceptado que durante el período durante el cual tendió a crecer el exceso de ahorro se desaceleró el crecimiento del nivel de actividad y la demanda agregada (Maddison, 2001). Paralelamente, numerosos signos indican que una caída generalizada en el grado de utilización de la capacidad instalada tuvo lugar, produciéndose incluso una abierta sobrecapacidad en algunas ramas puntuales. Podría postularse así que la combinación de estas dos tendencias representa una causa de la menor inversión de las CNF desde 1980. A continuación se repasan los principales argumentos sobre la debilidad de la demanda en el período y sus efectos sobre la inversión. Asimismo, se describen algunos indicios generales de la caída en el uso de la capacidad instalada que se combinó con el menor dinamismo de la demanda contribuyendo al descenso de la inversión.

Para una parte de la literatura el menor crecimiento de la demanda y, con ello, de las oportunidades de inversión ocasionó el repliegue de la formación de capital observado durante el período posterior a 1980. En efecto, de haberse conservado la relación capital-producto de 1980, la desaceleración del crecimiento de la demanda agregada habría producido una caída de la inversión de las CNF incluso mayor en Francia, Canadá, Japón e Italia (André et al, 2007). En la misma línea, y en contraposición a lo que sugieren los autores de la financierización, Bellamy Foster (2007) y Barba y Pivetti (2012) afirman que la acumulación de activos financieros entre las CNF norteamericanas es un resultado de la incapacidad de las firmas de reinvertir rentablemente sus utilidades en aplicaciones operativas, en este contexto de debilidad de la demanda.

Las causas citadas para explicar dicha desaceleración de la demanda agregada son diversas y han actuado durante distintos lapsos de tiempo: las elevadas tasas de interés reales dañaron la demanda en especial durante los primeros años de la década de 1980; las políticas fiscales restrictivas, y la difusión de programas de austeridad y ajuste estructural lo hicieron durante los años '90; la desaceleración de las economías del sudeste asiático impactó en la última parte de esa década (Crotty, 2000). Sin embargo, la causa de la desaceleración de la demanda en la etapa post-1980 más analizada en la literatura consiste en la caída del consumo generada por el avance en la desigualdad en la distribución del ingreso.

En particular, Sweezy y Magdoff (1987) sostienen que el lento crecimiento del consumo reduce la utilización de la capacidad instalada haciendo que las firmas deban limitar la reinversión de sus beneficios. En ese sentido, algunos estudios sugieren que la principal fuerza tendiente a la caída del consumo es el avance de la desigualdad en la distribución del ingreso que es a su turno, una consecuencia de las modificaciones sufridas por la inversión. Barba y Pivetti (2012) buscan ofrecer una explicación de la forma en que los cambios sufridos por la inversión desde 1980 en adelante empeoraron la distribución del ingreso, llevando a una menor demanda final y, por último al decaimiento de la propia inversión.

Según estos autores, a diferencia de la inversión generadora de nueva capacidad, desde 1980 cobraron importancia tres tipos de inversión que alteraron la estructura productiva y tendieron a empeorar la distribución del ingreso: (a) los nuevos métodos de producción ahorradores de mano de obra concentraron la distribución del ingreso

generando un desempleo tecnológico que redujo los salarios y la demanda en el largo plazo; (b) los cambios en la composición de la inversión agregada a favor del sector servicios y en detrimento del manufacturero generaron desempleo y caídas netas en el salario promedio, como consecuencia del menor nivel medio de especialización técnica requerida para el personal empleado, la menor proporción de negociaciones colectivas y legislación protectora de empleo más laxa del sector servicios; (c) la relocalización de plantas en el exterior, con las consecuencias enunciadas la sección anterior. Barba y Pivetti aseguran que la concentración en la distribución del ingreso a la que condujeron estas modificaciones, redujeron la demanda final y a su turno deterioraron los estímulos a la inversión destinada a la ampliación de la capacidad productiva.

Hasta el desencadenamiento de la crisis financiera internacional en 2007, una serie de factores actuaron debilitando la capacidad explicativa esta hipótesis. Por un lado, pese a la creciente desigualdad en la distribución del ingreso en Estados Unidos, el consumo privado como proporción del PBI creció en casi 10 puntos porcentuales desde 1980, llevando a una caída proporcional en el ahorro de los hogares. Más aún, la expansión de la inversión residencial por parte de los hogares produjo en este sector una posición financiera neta crecientemente deficitaria (van Treek y Sturn, 2012). Por otro lado, la desigualdad del consumo avanzó mucho más lentamente que la del ingreso (Greenspan, 1996, Krueger y Perry, 2006). Por consiguiente, algunos autores han sugerido que la mayor parte de la desigualdad del ingreso es explicada por componentes transitorios del mismo, permitiendo a los hogares asegurarse frente a las fluctuaciones del ingreso mediante la contratación de crédito para el consumo (Krueger y Perry, op. cit.).

Sin embargo, hallazgos más recientes encuentran que el crecimiento de la desigualdad obedeció en igual o mayor medida a cambios permanentes en la distribución del ingreso, indicando la insustentabilidad de la expansión del crédito como mecanismo para preservar el consumo de los segmentos de la población más desfavorecidos (Moffit y Gottschalk, 2012, Sabelhaus y Song, 2009). En efecto, tal insustentabilidad del crédito al consumo se volvió palpable con la crisis financiera desde 2007 (Rajan, 2010, Barba y Pivetti, 2009)<sup>15</sup>.

---

<sup>15</sup> Los aumentos la desigualdad en la distribución del ingreso también ocurrieron en otros países del G-7, aunque los períodos de ascenso y sus efectos sobre el consumo difieren de país en país. En Alemania, por ejemplo, la desigualdad sólo creció desde 2000 en adelante (Bönke, Corneo y Lüthen, 2011), pero esto no condujo a un mayor endeudamiento de los hogares alemanes ni creció la participación del consumo privado en el producto.

Por otro lado, es preciso referirnos brevemente a la contracción en el uso de la capacidad instalada y la aparición de excesos de capacidad. Son relativamente conocidos algunos ejemplos puntuales de ramas de actividad a nivel mundial donde se han acumulado importantes excesos de capacidad. Es el caso de las ramas automotriz, siderúrgica, química y petroquímica, y telecomunicaciones, entre otras<sup>16</sup>.

Quizás un síntoma del grado en que esto constituye un proceso general sea la tendencia a la caída en el nivel de utilización de la capacidad instalada en la industria de Estados Unidos y Canadá, los países para los que es posible encontrar información estadística sobre el tema. Este nivel mostró una caída neta significativa entre las ramas relevadas por la Reserva Federal y las estudiadas por la oficina de estadísticas de Canadá. En el caso estadounidense la inclinación a disminuir el grado de uso de la capacidad instalada se verifica desde los años '70 y para ramas con diversos grados de utilización "normal" de la capacidad. En cuanto a las ramas canadienses, la evolución es similar desde fines de los '80. En ambos casos, la tendencia a la caída se ve interrumpida por un crecimiento de la utilización durante el auge de los años '90 para aquellas ramas que típicamente tienen un menor nivel de uso "normal". No se registran estudios que aborden el estudio de la utilización de la capacidad en el periodo, por lo que un análisis general de las estadísticas disponibles sobre la misma es realizado en el Anexo III.4.

En efecto, algunos estudios han utilizado el argumento del exceso de capacidad para explicar la anémica recuperación de la inversión en Estados Unidos luego de la crisis de 2001. Varios postulan la existencia de un exceso de capacidad generado por el boom de inversión norteamericano durante la década de 1990 (Greenspan, 2002; McCarthy, 2004, French, Klier, y Oppedahl, 2002). Desai y Goolsbee (2004) prueban empíricamente esta hipótesis y encuentran que si bien no es posible atribuir la debilidad de la inversión agregada al exceso de capacidad, sí se corrobora que la baja inversión del sector manufacturero en el período posterior a 2000, se ve afectada por su exceso de inversión en el período previo.

En suma, a la luz de estos elementos es posible plantear que la combinación de la desaceleración de la demanda y la caída en las tasas de utilización de la capacidad instalada afectó negativamente la inversión de las CNF luego de 1980.

---

<sup>16</sup> Además de la gran cantidad de notas periodísticas sobre el tema, para el caso de la industria de las telecomunicaciones ver Johnson (1987) y el capítulo 10 de Sterling (2006), sobre la rama automotriz ver Humphrey y Memedovic (2003), para el caso siderúrgico ver Blonigen y Wilson (2010).

#### 4. Mayor volatilidad a nivel firma y recrudescimiento de la competencia

El lapso durante el que se produjeron las tendencias documentadas en el apartado II, contuvo también un veloz incremento en la volatilidad a nivel firma. Por empezar, la volatilidad promedio de los retornos idiosincráticos de firmas no financieras de Estados Unidos acusó un sostenido incremento (Campbell et al, 2001). Si bien existen quienes sugieren que ello obedeció al ingreso de nuevas firmas cotizantes con mayor volatilidad (Brown y Kapadia, 2007), otros hallazgos permiten inferir que un gradual enrarecimiento del entorno operativo de las firmas actuó como principal causa. Así, para algunos autores el incremento en la volatilidad de los retornos idiosincráticos se explica enteramente por la mayor volatilidad del rendimiento sobre el patrimonio neto (Wei y Zhang, 2006), mientras que otros lo atribuyen a la aparición de flujos de fondos más volátiles. En efecto, mientras la volatilidad del retorno idiosincrático promedio aumentó un 6% anual acumulado en los últimos cuarenta años, la de los *fundamentals* sobre los que tal rendimiento reposaba aumentó a una velocidad muy superior: la de las ganancias lo hizo al 16% anual y la del flujo de fondos al 15% (Irvine y Pontiff, 2008). En la misma línea se han documentado aumentos sostenidos en la volatilidad del empleo, las compensaciones salariales, las ventas y los gastos de capital a nivel firma. Más aún, las primas de riesgo y la probabilidad de incurrir en cesación de pagos aumentaron a lo largo del mismo período <sup>17</sup>.

Algunos autores encuentran que la volatilidad creció más en las ramas con mayor acceso relativo a los mercados de capitales, vía emisiones de acciones o deuda. En efecto, al igual que durante el período previo a la crisis de 1930, los mercados financieros de instrumentos de alto rendimiento emitidos por firmas con elevado riesgo recuperaron su actividad luego de 1970 y las ofertas públicas iniciales de acciones retomaron su expansión (Comin y Philippon, 2006).

Sin embargo, aun cuando la expansión de las emisiones corporativas se inscribe en un marco de creciente inestabilidad en el sistema financiero, difícilmente pueda sostenerse que, en el agregado, las CNF se vean ellas mismas más comprometidas desde un punto de vista financiero. Si bien la mayor emisión de pasivos y su crecimiento con respecto

---

<sup>17</sup> Para un análisis más detallado del incremento en la volatilidad del empleo, salarios y otras variables operativas ver Comin y Mulani (2006) y Comin, Groshen y Rabin (2009). Campbell y Taskler (2003), por su parte, estudian en particular la mayor probabilidad de cesación de pagos.

al flujo de fondos y los activos líquidos de las CNF había sido señalada por Minsky (1986) como causa de inestabilidad financiera agregada, desde 1980 los procesos de crecimiento del EA, acumulación de activos líquidos y desendeudamiento que se documentaron para las CNF en la primera parte de este capítulo, actuaron precisamente mitigando tales fuentes de inestabilidad financiera para el agregado del sector<sup>18</sup>.

Por otro lado, existen varias razones para presumir que el incremento en la volatilidad de variables reales y financieras a nivel firma reflejó en parte la intensificación de la competencia en los mercados de bienes y servicios, tanto a nivel internacional como al interior de cada país. Varios trabajos han registrado los vínculos entre estos dos aspectos. Por ejemplo, se ha mostrado que la mayor volatilidad se vio acompañada por una pérdida de poder de mercado reflejada en la mayor rotación de firmas líderes al interior de cada rama (en términos de ganancias operativas y participación de mercado), en una menor estabilidad de las posiciones relativas ocupadas en el mercado por cada firma (Comin y Philippon, op. cit.), y en una mayor frecuencia en los cambios de precios (Bils y Klenow, 2004). Igualmente, se han detectado incrementos más acusados de la volatilidad en aquellas actividades con mayor exposición a la competencia a través de la desregulación o de la apertura al comercio internacional (Comin y Philippon, op. cit., Irvine y Pontiff, op. cit.),

Inclusive, considerando la tendencia ascendente de la volatilidad a nivel firma, Thomas y D'aveni (2009) argumentan que la naturaleza de la competencia cambió a lo largo de los últimos 50 años, perdiendo vigencia la competencia oligopólica en la que predominaban la colusión y exclusión o la superioridad basada en el monopolio de recursos, y dando paso gradualmente al predominio de una nueva competencia caracterizada por un lado por cambios exógenos impredecibles –desde el punto de vista de la firma individual- en las condiciones de demanda, la tecnología, el acceso a crédito, etc., que ocurren más frecuentemente y con mayor amplitud. Y por otro, por cambios endógenos creados por los nuevos modelos de negocios, la innovación más rápida y fundamental, y el comportamiento más agresivo en busca de crecimiento.

Visto desde este ángulo, en la medida que las firmas se ven expuestas a una mayor –y no menor- volatilidad y riesgo en sus operaciones y decisiones de inversión, pierde significación el fenómeno denominado ‘gran moderación’, consistente en una caída de

---

<sup>18</sup> Esto no implica que la mejora permanente de la situación financiera del sector no actúe como una fuente de inestabilidad financiera en el agregado.

la volatilidad de las principales variables macroeconómicas: crecimiento del producto, inflación, empleo, etc<sup>19</sup>. En efecto, los perjuicios de la mayor volatilidad a nivel firma sobre la inversión corporativa han sido registrados en varios trabajos. Tempranamente, Malkiel (1979) mostró que el aumento de la volatilidad y el riesgo afrontado por las firmas norteamericanas desde la década del '70 explicaba su pobre desempeño en materia de formación de capital durante la recuperación cíclica iniciada en 1975<sup>20</sup>. Más recientemente, se ha comprobado que la mayor volatilidad de ventas y costos tuvo un efecto negativo sobre la inversión de las firmas alemanas (Von Kalckreuth, 2000) y que la de los retornos idiosincráticos afectó negativamente la inversión de firmas manufactureras de Estados Unidos<sup>21</sup>. Por su parte, otros autores también han encontrado que la incertidumbre acerca de la evolución futura de la demanda reduce la reacción de la inversión de las firmas ante incrementos en la demanda (Guiso y Parigi, 1999). Más aún, el efecto de la volatilidad sobre la inversión parece ser más perjudicial cuanto mayor es la intensidad de la competencia en la rama de actividad en cuestión, según se desprende de los ejercicios presentados por Ghosal y Loungani (1996). Finalmente, Armenter y Hnatovska (2012) muestran que la inversión de firmas norteamericanas se vio perjudicada por el crecimiento de la probabilidad de incurrir en pérdidas operativas<sup>22</sup>.

...

En resumen, el material revisado permite plantear que la formación bruta de capital se vio perjudicada por una serie de características que asumió el contexto en que debieron operar y financiarse las CNF desde 1980.

- Primero, aunque el deterioro agregado de la inversión no puede atribuirse a la falta de fondos invertibles pues precisamente se comprueba que estos tendieron a abundar, ésta sí puede ser postulada como una razón del decaimiento de la formación de capital entre las firmas más pequeñas y/o con menor acceso al financiamiento.

---

<sup>19</sup> Cuyo estudio específico fue iniciado por McConnell y Pérez-Quiroz (2000)

<sup>20</sup> Este antecedente es significativo si se considera que las escasas referencias oficiales al problema del exceso de ahorro corporativo registraban dicha debilidad de la inversión a mediados de los '70 como el único precedente de la experiencia de exceso de ahorro posterior a 2000 en Estados Unidos (Bernanke, 2005).

<sup>21</sup> Ver el perjuicio de la volatilidad de los retornos idiosincráticos sobre la inversión en Leahy y Whited (1996) y Baum y otros (2008).

<sup>22</sup> Sin ir más lejos, se ha comprobado que el aumento en el nivel de volatilidad enfrentado por las firmas constituye una causa relevante de la caída en la distribución de dividendos registrada en estos países por la literatura sobre el '*puzzle de los dividendos*' (Hoberg y Prabhala, 2009).

- Segundo, la mayor salida de IED y la conformación de las CGV lideradas por grandes empresas manufactureras originarias de países desarrollados contribuyó a disminuir la inversión en los países de origen.
- Tercero, el menor ritmo de crecimiento de la demanda y el gradual descenso en las tasas de utilización de la capacidad instalada, tanto a nivel agregado como en ramas puntuales pueden constituir una causa importante del desestímulo a la inversión reproductiva.
- Cuarto, el rápido incremento de la volatilidad de variables operativas relevantes para determinar el monto total a invertir en la ampliación de la capacidad productiva de las firmas, y la alteración de las modalidades de competencia, que incrementaron su intensidad y agresividad y elevaron la probabilidad de incurrir en pérdidas, también pueden haber tenido un efecto dañino sobre la inversión.

## **V. Síntesis y Discusión**

Se puede afirmar que el aumento de la demanda de liquidez se produjo en una etapa particular de las economías desarrolladas en la que las CNF mostraron una tendencia a producir exceso de ahorro, esto es, un volumen de Ahorro Bruto superior al requerido para hacer frente a la Formación de Capital Bruta o, dicho de otro modo un monto de inversión inferior al requerido para absorber todo el Ahorro Bruto. Asimismo, la sección II.2 de este capítulo permitió comprobar que tal inclinación hacia el surgimiento de EA fue consistente con otras modificaciones sufridas por la estructura del balance de las CNF. En ella, los activos involucrados directamente con las actividades principales de las CNF resignaron considerable importancia en el AT. Como contrapartida, aumentó el peso de los activos financieros y, entre ellos, de las participaciones en otras firmas a partir de operaciones de fusión y adquisición. Además, un proceso de desendeudamiento agregado del sector tuvo lugar en algunos países.

El repaso de los datos y la literatura vinculada con el ahorro y la inversión corporativos, nos conduce a inferir que esto se produjo por una combinación de factores que, por un lado, tornaron más amplio el acceso a fondos invertibles internos mientras que, por otro, esas mismas u otras causas, redujeron las posibilidades de y estímulos para aplicarlos efectivamente a la formación de capital.



En general, el ahorro bruto aumentó a causa de la mayor participación del excedente operativo en el ingreso del sector, y del crecimiento de los ingresos de la propiedad netos. La literatura sugiere que la primera, a su vez, obedeció al progresivo debilitamiento de la legislación laboral y de la capacidad negociadora de los trabajadores, a la globalización del mercado de trabajo y el incremento de la oferta laboral mundial, y finalmente, al avance técnico e incorporación de tecnologías de la información en los procesos productivos.

Como resulta evidente, las posibilidades y/o estímulos para aplicar esos mayores fondos a la inversión no mejoraron proporcionalmente. Según se desprende de los estudios reseñados, las CNF debieron enfrentar una serie de condicionantes a su FBC: las dificultades para acceder al financiamiento externo, dificultaron el fondeo de la inversión de las firmas más pequeñas; la mayor IED y la conformación de las CGV redujeron la necesidad de sostener o expandir la capacidad productiva en los países de origen; la combinación de un menor crecimiento de la demanda y el paulatino descenso de la utilización de la capacidad instalada desestimuló la formación de nueva capacidad productiva; y el progresivo enrarecimiento del entorno operativo vinculado al avance de una competencia más agresiva en los mercados de productos también la afectó negativamente.

Visto ahora como un todo, sería equivocado concebir la concurrencia de estas causas como una combinación ocasional de factores independientes entre sí. Por el contrario, los elementos recogidos en este Capítulo como causas del EA aparecieron en la realidad articulados en torno de una transformación global del proceso de acumulación de capital en los países desarrollados que ocupó el período posterior a 1980. Así, desde una perspectiva histórica, más general y comprensiva, la tendencia al EA de las CNF debería ser considerada como un producto de la transformación del proceso de acumulación que ocurrió desde 1980.

Se pueden discutir las implicancias de estos resultados en al menos dos planos. El primero es el de la caracterización de la demanda de liquidez en expansión desde 1980. Los resultados de este capítulo permiten comprobar que, efectivamente, en el período post-1980 existieron factores adicionales que debieron tener alguna incidencia sobre la demanda de liquidez, además de las explicaciones propias de las finanzas corporativas que, en forma predominante atribuyen a la liquidez la función de minimizar el impacto de las restricciones al financiamiento externo y evitar situaciones de sub-inversión. Por

el contrario, el contexto general del que dejan constancia las estadísticas agregadas es uno de relativamente abundante disponibilidad de fondos internos, y crecientes dificultades halladas en el ámbito operativo para destinar fluidamente dichos fondos a la inversión.

Así, se establece una perspectiva en la que la acumulación de liquidez emerge como una, entre varias, aplicaciones del exceso de ahorro resultante. En alguna medida, este aspecto resta trascendencia a la acumulación de liquidez como fenómeno en sí mismo. Ésta se torna secundaria en tanto se inscribe en un proceso donde las CNF disponen cada vez de mayores fondos en relación a la inversión, y la acumulación de activos líquidos no constituye el único destino de los fondos no invertidos.

Podría plantearse inclusive que algunas de las transformaciones que atravesó el proceso de acumulación de las CNF en el período generaron tanto la tendencia a producir un exceso de ahorro, como la necesidad de retenerlos como liquidez en el interior de la firma y no distribuirlos a los accionistas. Es el caso de aquellos factores que aparecen señalados como causantes, tanto del EA como de la demanda de liquidez específicamente: la volatilidad e intensificación de la competencia, el racionamiento financiero.

Por otro lado, ¿qué implicancias tienen los elementos revisados en este capítulo para la macroeconomía? Como se mencionó en la introducción, la existencia de un sector que tiende a absorber porciones crecientes del ingreso y simultáneamente a reducir sus gastos de inversión introduce una inclinación a la generación de crisis e inestabilidad económicas. En particular, supone que el crecimiento de la demanda agregada y el nivel de actividad deban reposar sobre la capacidad de otros sectores para compensar los efectos contractivos de las CNF, incurriendo en déficits y acumulando pasivos. Sin embargo, esa posibilidad es limitada: por caso, la crisis financiera que sobrevino con el estallido de la burbuja hipotecaria en 2008/9 constituyó una muestra de la insustentabilidad del crecimiento de la demanda sobre la base del endeudamiento de los hogares y el sector financiero.

Más aún, el carácter estructural y no meramente coyuntural o transitorio del fenómeno y sus causas implica que una eventual reversión del EA en las CNF requiera una modificación sustancial del entorno en que éstas operan. Es improbable que esto suceda en el corto plazo. En este sentido, se podría afirmar que las características que asumió el proceso de acumulación de capital entre las CNF de los países avanzados, al producir la

inclinación hacia el EA, también contribuyeron a volver más acentuada dicha proclividad a la crisis.

Desde luego, esto último repercute sobre el vigor de la recuperación económica posterior a la crisis financiera iniciada en 2007 en las economías desarrolladas. Aun cuando se identifique a la inversión como responsable de la mediocre recuperación del nivel de actividad y empleo desde 2009, incluso con un nivel de ganancias inusitado, y por mucho que se la pretenda estimular por medio de políticas monetaria y fiscal de alcance excepcional, las causas revisadas aquí suponen que la reanimación de la inversión y la superación del EA de las CNF no se producirán a instancias de meras medidas de política macroeconómica.

Los resultados de este Capítulo motivan varias preguntas que hacen a una comprensión más fehaciente del EA, su fisonomía interna y el grado en que resulta efectivamente ocasionado por las causas aquí señaladas. En buena medida estas preguntas son susceptibles de ser respondidas a partir de un análisis a nivel firma. Específicamente, este nivel de análisis permitiría responder ¿Cómo se manifiesta la tendencia a producir EA a nivel firma? ¿Qué tipos de firmas conducen el incremento del EA? ¿Cuáles son los factores que efectivamente se encuentran allí como causantes del aumento del EA? Estos interrogantes constituyen la principal motivación del siguiente capítulo.

<b>Anexo III.1. Detalle de las fuentes consultadas para el cálculo del Exceso de Ahorro, el Ahorro Bruto, y la Formación Bruta de Capital, por país.</b>		
Francia, Italia, Reino Unido y Alemania (OECDStat)		
<b>Variable</b>	<b>Item</b>	<b>Cuenta del Sistema de Cuentas Nacionales</b>
Valor Agregado Bruto	Gross Domestic Product/ Gross Value Added	Production Account
Ahorro Bruto	Disposable Income	Secondary Distribution of Income Account
Formación Bruta de Capital	Gross Capital Formation	Acquisition of Non-Financial Assets Account
Exceso de Ahorro	Net Lending (+)/Net Borrowing (-)	Acquisition of Non-Financial Assets Account
Japón (UNStat)		
<b>Variable</b>	<b>Item</b>	<b>Cuenta del Sistema de Cuentas Nacionales</b>
Excedente Bruto Operativo	Gross Operating Income	II.1.1 Generation of income account
Ahorro Bruto	"Savings, Gross"	II.4.1 Use of disposable income account
Formación Bruta de Capital	Gross Capital Formation	III.1 Capital account - Changes in assets
Exceso de Ahorro	Net Lending (+)/Net Borrowing (-)	III.1 Capital account - Changes in assets
Canadá (StatCan)		
<b>Variable</b>	<b>Item</b>	<b>Publicación de StatCan</b>
Valor Agregado Bruto	Gross Value Added	Table 380-0016 - Gross domestic product (GDP)
Ahorro Bruto	Gross Saving	Table 380-0021 - Sector accounts
Formación Bruta de Capital	Non Financial Capital Acquisition	Table 380-0021 - Sector accounts
Exceso de Ahorro	Net Lending (+)/ Net Borrowing (-)	Table 380-0021 - Sector accounts
Estados Unidos (FRB)		
<b>Definición de Variables</b>	<b>Item</b>	<b>Publicación de FRB</b>
Valor Agregado Bruto	Gross Value Added	Z.1 Statistical Release for Sep 20, 2012
Ahorro Bruto	Disposable Income, Net; Net Saving (IMA Q4)	Z.1 Statistical Release for Sep 20, 2012
Formación Bruta de Capital	Capital Formation, net (includes equity REITs) (IMA)	Z.1 Statistical Release for Sep 20, 2012
Exceso de Ahorro	Net Lending (+) or Borrowing (-) (Capital Account), includes statistical discrepancy	Z.1 Statistical Release for Sep 20, 2012

### **Anexo III.2. La composición de los ingresos de la propiedad**

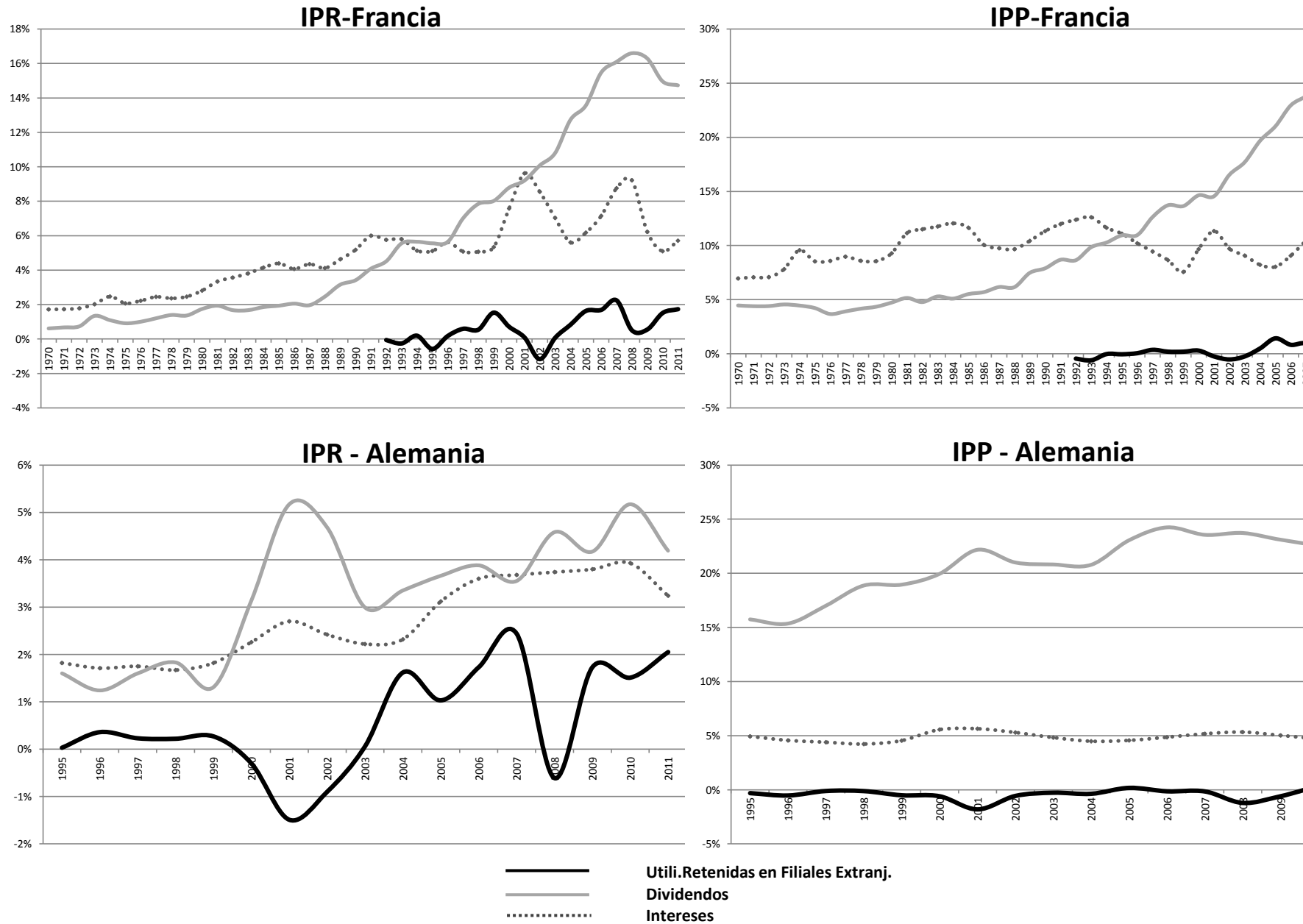
Los datos disponibles en las Cuentas Nacionales publicadas por la OECD para Francia, Alemania, Italia y Reino Unido, y por la Reserva Federal en el caso de Estados Unidos, permiten identificar 3 ítems de los ingresos de la propiedad recibidos y pagados: éstos son los dividendos, intereses y utilidades no distribuidas de filiales en el exterior. El Gráfico A3.1 presenta la evolución de estos ingresos para las CNF de cada país, tanto aquellos ingresos que son recibidos (Ingresos de la Propiedad Recibidos, IPR) por las CNF (Panel A), como los que son pagados por ellas a otros sectores (Ingresos de la Propiedad Pagados, IPP; Panel B). A continuación consta una breve descripción de cada caso nacional.

- **Francia.** Los IPN se mantuvieron estables en el largo plazo y, como se desprende del Gráfico 3, sólo realizaron una contribución neta al aumento del AB en la década del '90. Sin embargo ocurrieron cambios significativos en su interior. Tanto IPR como IPP aumentaron drásticamente durante el período 1970-2011, subiendo en particular los cobros y pagos de dividendos e intereses.

Los dividendos cobrados aumentaron del 0.5 al 15% del VAB entre ambos extremos del período, mientras que los intereses cobrados crecieron del 1 al 6% hasta 1990 y luego tendieron a ceder hasta 2000, para luego experimentar fuertes oscilaciones cíclicas en las dos últimas crisis financieras iniciadas en 2001 y 2007. Dividendos e intereses también crecieron entre los IPP, aunque la tendencia al aumento de los intereses pagados se interrumpió a comienzos de los '90: crecieron del 7 al 12% entre 1970 y 1992 y desde entonces oscilaron alrededor del 10%. Los dividendos pagados, por el contrario, mostraron un continuo incremento; crecieron a un ritmo moderado entre 1976 y 1990, pero luego se aceleraron pasando del 8 al 24% entre ese año y 2011.

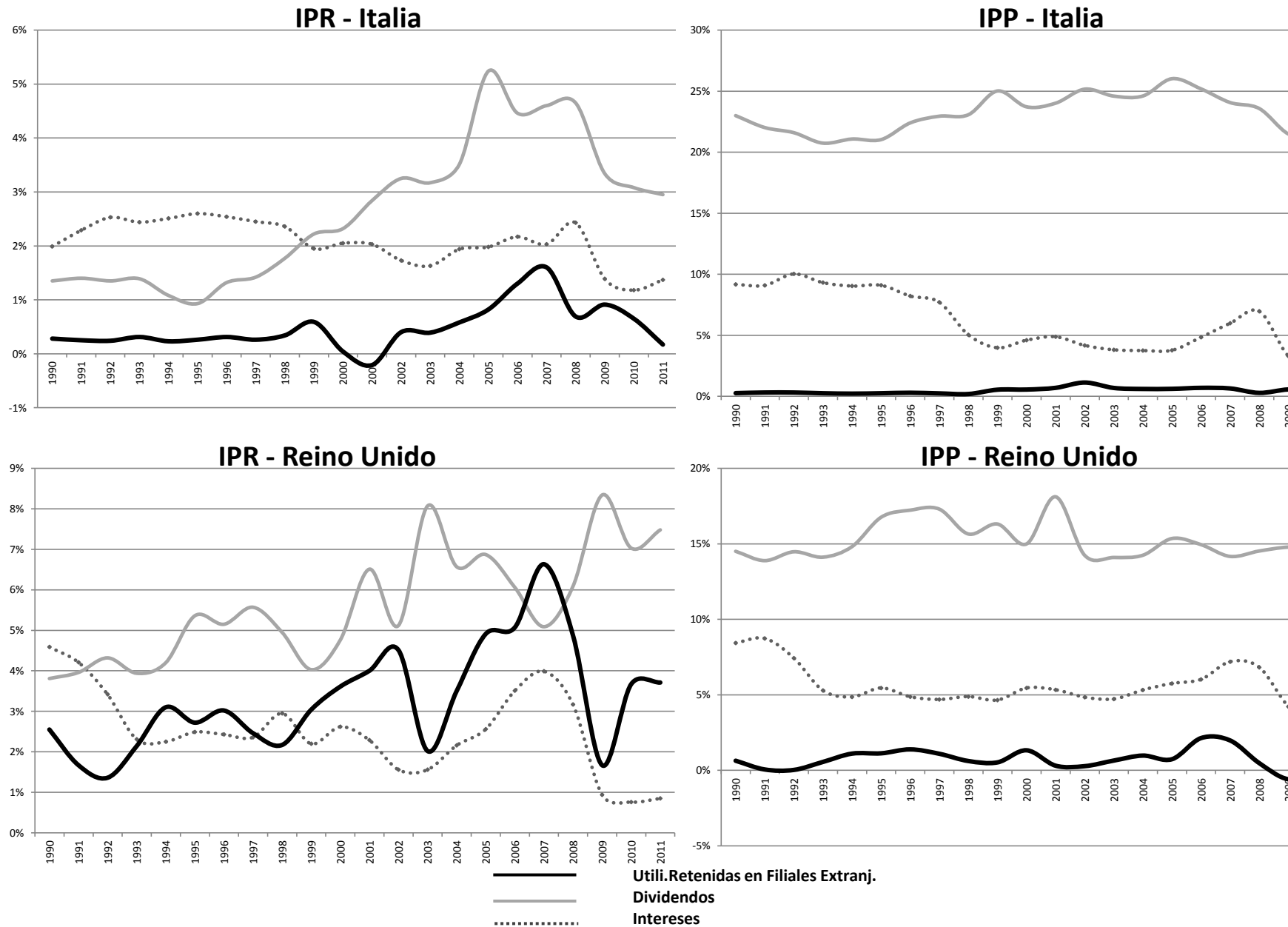
- **Alemania.** Al menos desde 1995, aquí también se mantuvieron estables los IPN alrededor de -20% del VAB. Así y todo, se produjeron apreciables modificaciones en su interior: crecieron significativamente los dividendos e intereses cobrados del 1 al 5%, y del 2 al 4% del VAB, respectivamente. Al mismo tiempo se observó el crecimiento, aunque entre acentuadas oscilaciones cíclicas, de las utilidades retenidas de filiales en el exterior, mientras durante la

Gráfico A3.1. Panel A. Evolución de los componentes de los Ingresos de la Propiedad Netos.



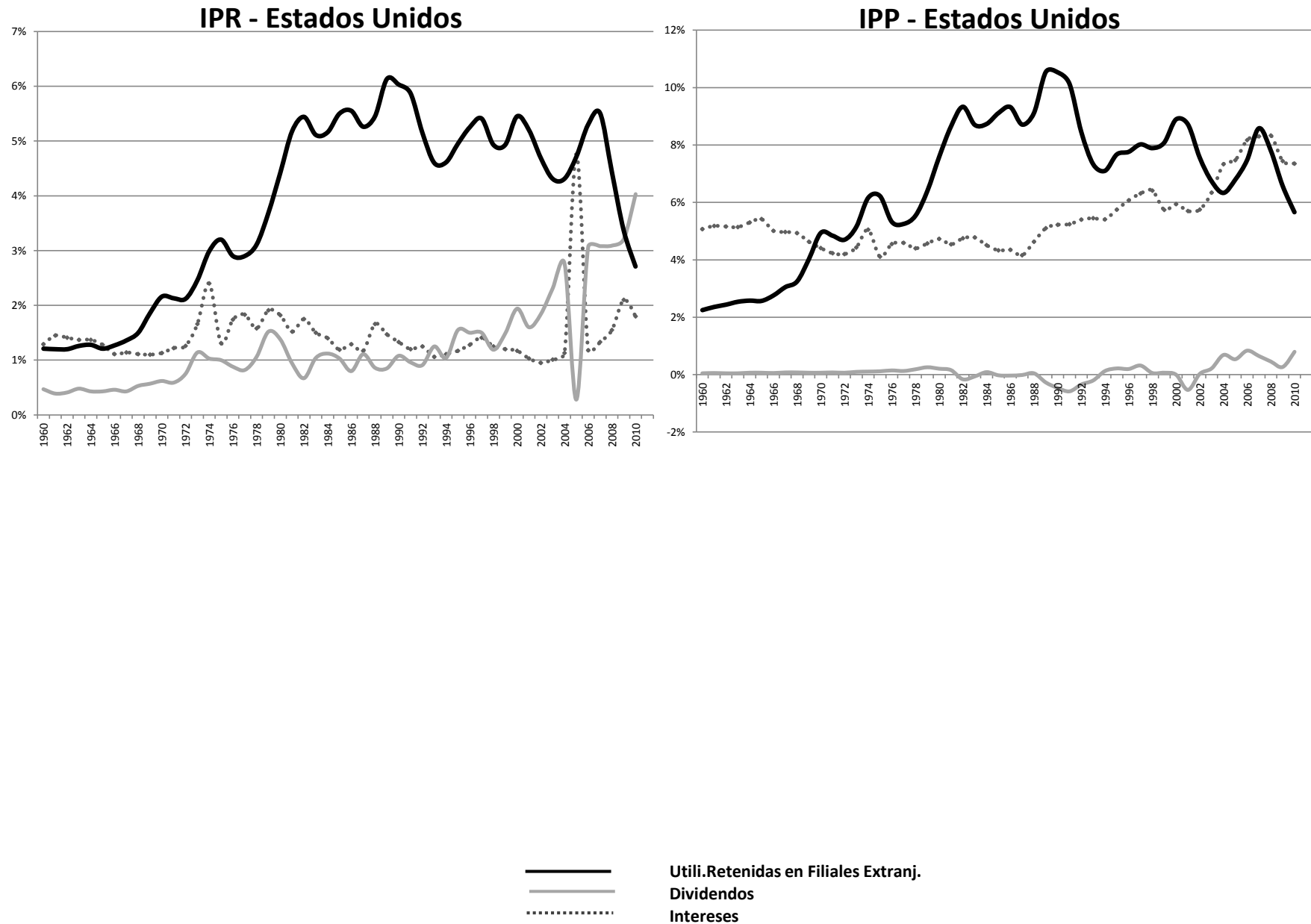
El Gráfico A3.1, Panel A muestra la evolución de los componente de los Ingresos de la Propiedad Netos. Éstos incluyen los pagos y cobros de Intereses, Dividendos y Utilidades Retenidas en Filiales en el Exterior,todos normalizados por el Valor Agregado. Para cada país se presentan los Ingresos de la Propiedad Recibidos (IPR) y los Ingresos de la Propiedad Pagados (IPP) por separado. Este Panel presenta los datos correspondientes a Francia (1970-2011) y Alemania (1995-2011).

Gráfico A3.1 Panel B. Evolución de los componentes de los Ingresos de la Propiedad Netos.



El Gráfico A3.1, Panel B muestra la evolución de los componente de los Ingresos de la Propiedad Netos. Éstos incluyen los pagos y cobros de Intereses, Dividendos y Utilidades Retenidas en Filiales en el Exterior, todos normalizados por el Valor Agregado. Para cada país se presentan los Ingresos de la Propiedad Recibidos (IPR) y los Ingresos de la Propiedad Pagados (IPP) por separado. Este Panel presenta los datos correspondientes a Italia (1990-2011) y Reino Unido (1990-2011).

Gráfico A3.1 Panel C. Evolución de los componentes de los Ingresos de la Propiedad Netos.



El Gráfico A3.1, Panel B muestra la evolución de los componente de los Ingresos de la Propiedad Netos. Éstos incluyen los pagos y cobros de Intereses, Dividendos y Utilidades Retenidas en Filiales en el Exterior,todos normalizados por el Valor Agregado. Para cada país se presentan los Ingresos de la Propiedad Recibidos (IPR) y los Ingresos de la Propiedad Pagados (IPP) por separado. Este Panel presenta los datos correspondientes a Estados Unidos (1960-2011).



- segunda mitad de los '90 éstas promediaron un 0,1%, en la década siguiente exhibieron un nivel medio de 1% del VAB. Con todo, los mayores IPR se vieron compensados por un incremento en los dividendos pagados que aumentaron del 15 al 24% en el mismo lapso.
- **Italia.** Los IPN crecieron del -30 a -20% del VAB entre 1990 y 2011. El incremento se debió al aumento de los dividendos cobrados, que pasaron del 1 al 5%, y a una caída de los intereses pagados desde el 10 al 2% del VAB. Los intereses cobrados mostraron una tendencia débilmente declinante durante todo el período, aunque sin ejercer una influencia significativa sobre la totalidad de los IPN (apenas cayeron 1,2% puntos porcentuales).
- **Reino Unido.** En 1990-2011 los IPN aumentaron 6 puntos porcentuales, de -12 a -6%. Reino Unido se distingue por el rol jugado por las utilidades de filiales retenidas en el exterior, que pasaron del 2 al 4.5% en 1996-2011. Si bien los dividendos recibidos crecieron como proporción del VAB, del 4 al 8% en todo ese lapso, al mismo tiempo se contrajeron en una magnitud similar los intereses cobrados. En relación a los IPP, los intereses pagados sufrieron caídas en dos períodos muy concretos 1990-1993 y 2007-2011, pasando del 8 al 2% entre ambos extremos del período considerado.
- **Estados Unidos.** Como se mostró en el Gráfico 3 los IPN atravesaron una muy lenta tendencia decreciente entre 1970 y 2011, ejerciendo un efecto negativo sobre el ahorro bruto. Eso se produjo pese a una expansión de largo plazo de los IPR. En efecto, el Gráfico A3.1 muestra que en un comienzo la fuerza más decisiva de ese incremento fue ejercida por los intereses cobrados, que crecieron en 5 puntos porcentuales entre 1970 y 1989. Sin embargo, de inmediato comenzó un nuevo período en el que los intereses recibidos comenzaron a ceder en forma tendencial, encontrándose en 2011 3 puntos porcentuales por debajo de su nivel en 1989. Los IPR fueron sostenidos desde entonces gracias al aumento de las utilidades de filiales en el exterior, que venían creciendo a menor ritmo, y se aceleraron entre 1990 y 2011, pasando del 1 al 4% del VAB. Los dividendos cobrados, por su parte, recién cumplieron un papel expansivo durante la década de 2000.

Por el lado de los IPP, los intereses pagados también experimentaron un crecimiento similar al protagonizado por los intereses recibidos entre 1970 y 1980, expandiéndose del 4 al 10,5% del VAB. Aunque a partir de entonces mostraron una caída tendencial, ésta se vio más que compensada por los mayores pagos de dividendos, que crecieron del 4 al 8% entre 1990 y 2011.

En suma, en materia de IPP, los países que cuentan con datos desde 1970 (Francia y Estados Unidos) mostraron un aumento de la presión de los intereses pagados hasta comienzos de los ´90; desde entonces dicha presión se alivió paulatinamente en todos los países analizados. Un movimiento contrario se observó en los dividendos pagados que, tras una etapa de relativa estabilidad en los ´70 y ´80 en Francia y Estados Unidos, crecieron en los cinco países estudiados en esta sección.

Por su parte, los IPR también experimentaron cambios apreciables. En Francia y Estados Unidos los intereses cobrados sólo evidenciaron una inclinación al crecimiento hasta 1990 y, con la excepción de Alemania, menguaron posteriormente en todos los países estudiados. Los dividendos crecieron en relación al VAB, en Francia desde 1970, en Alemania, Italia y Reino Unido desde 1990 y en Estados Unidos desde 2000. En estos dos últimos países, finalmente, cobraron notoriedad como fuente de ingresos las utilidades retenidas de filiales en el exterior, en forma consistente con el aumento en el peso de las participaciones en otras firmas documentado en la sección II.2.

### **Anexo III.3. La tendencia declinante de la utilización de la capacidad instalada en Estados Unidos y Canadá.**

La falta de estudios específicos sobre la evolución del grado de utilización y la eventual generación de exceso de capacidad instalada en la literatura nos lleva a realizar una exploración de este aspecto a partir de los datos disponibles. A continuación se realiza un estudio a nivel rama de la utilización de la capacidad instalada en Estados Unidos y Canadá. Los datos utilizados consisten en las series publicadas en el Informe G17 elaborado por la Reserva Federal de Estados Unidos y el Cuadro 028-0002 elaborado por StanCan, la oficina de estadísticas de Canadá.

Los datos de Estados Unidos muestran la evolución mensual de la tasa de utilización de la capacidad instalada de 57 ramas de actividad, siendo el período seleccionado 1960-2012. En el caso de Canadá, se reporta la tasa de utilización de la capacidad instalada de 34 ramas de actividad para el período 1987-2012.

En un primer paso realizamos una inspección general a la trayectoria de dicha utilización, mostrando cómo evolucionó para ramas con diversos grados de utilización “normal” de la capacidad instalada. A tal fin, el Gráfico III.A3.1 muestra la evolución de la utilización de la capacidad instalada para las ramas de actividad estadounidenses ubicadas en los percentiles 10, 50 y 90 de la distribución en cada año, desde 1960 hasta 2012. Mientras que el Gráfico III.3.2 hace lo propio para Canadá, durante el período 1987-2012.

En el caso de Estados Unidos se observa una clara tendencia a la caída de la utilización desde mediados de la década del ´60, aunque para las ramas de actividad con menor nivel de utilización se observa una interrupción de dicha caída durante los años 1983-1997.

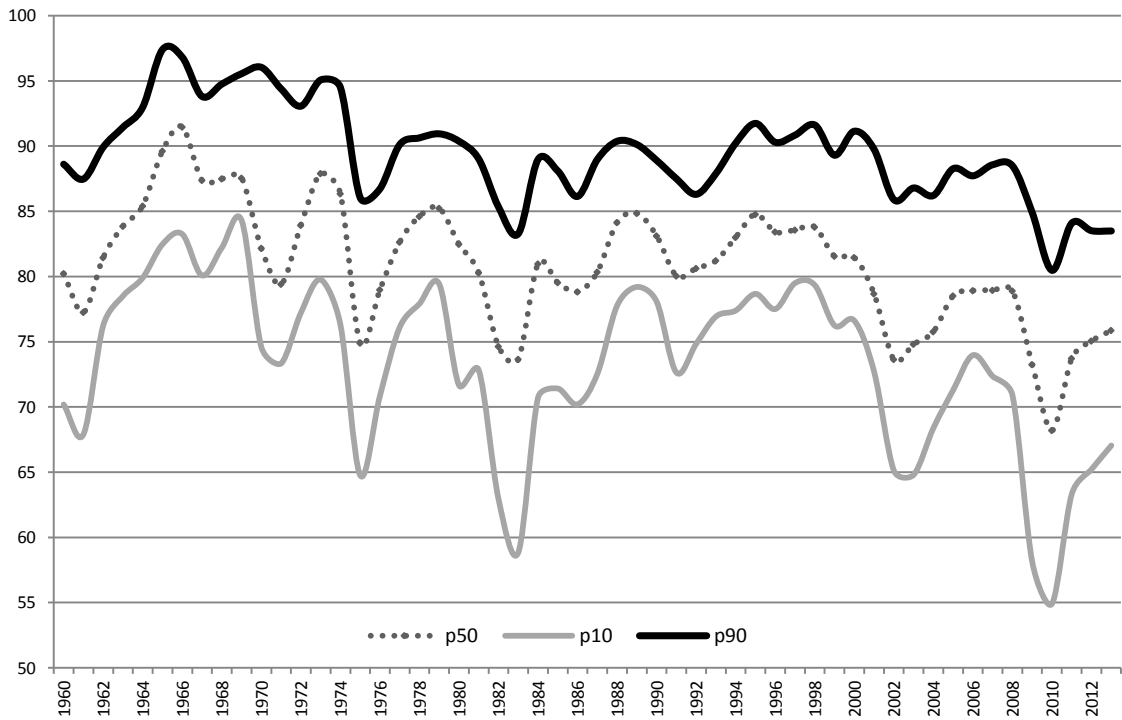


Gráfico III.A3.1. Evolución de la tasa de utilización de la capacidad instalada para las ramas de actividad de Estados Unidos ubicadas en los percentiles 10, 50 y 90 de utilización de la capacidad en cada año, 1960-2012. Elaboración propia sobre la base del Informe G17 de la Reserva Federal.

Aunque el período cubierto por los datos de Canadá es bastante más limitado, se comprueba también una tendencia a la caída, que nuevamente se ve interrumpida por un alza de la utilización durante los años '90 para el caso de las ramas con menor grado de utilización normal de la capacidad.



Gráfico III.A4.2. Evolución de la tasa de utilización de la capacidad instalada para las ramas de actividad de Canadá ubicadas en los percentiles 10, 50 y 90 de utilización de la capacidad en cada año, 1987-2012. Elaboración propia sobre la base del Cuadro 028-0002.

Una confirmación de dicha tendencia a la caída, así como del carácter general de la misma, es brindada por el Cuadro III.A3.1. Allí mostramos los resultados econométricos que surgen al regresar la tasa de utilización respecto del tiempo (en el caso de Estados Unidos el tiempo es medido en meses, mientras que en el canadiense se toma una frecuencia trimetral). Asimismo se reportan los resultados correspondientes para cada uno de los deciles de utilización “normal” de la capacidad instalada. La delimitación de tales deciles se realizó en función del nivel promedio de utilización para cada rama en el periodo correspondiente (1960-2012 para Estados Unidos, 1987-2012 para Canadá).

Los resultados econométricos confirman las inclinaciones observadas en los Gráficos previos. La tendencia es negativa y estadísticamente significativa para el total de ramas y cada uno de los deciles en el caso de Estados Unidos, y para el total de ramas y ocho de los deciles en Canadá.

**Cuadro III.A4.1**  
**Tendencias de la Tasa de Utilización de la Capacidad Instalada. Estados Unidos y Canadá**  
 Efectos fijos por rama y tendencia lineal

<b>Estados Unidos</b>	Todas las Ramas	Decil 1	Decil 2	Decil 3	Decil 4	Decil 5
	1960-2012	1960-2012	1960-2012	1960-2012	1960-2012	1960-2012
<b>Panel A. Utilización de la Capacidad Instalada.</b>						
Tendencia (mes)	-0.0156*** (0.000244)	-0.0212*** (0.00103)	-0.0194*** (0.000995)	-0.0168*** (0.000624)	-0.0134*** (0.000638)	-0.0179*** (0.000831)
Constante	86.18*** (0.0985)	82.41*** (0.409)	84.11*** (0.410)	84.25*** (0.253)	83.33*** (0.251)	86.13*** (0.339)
Número de Observaciones	31,059	3,378	3,114	3,234	2,883	3,210
R Cuadrado	0.116	0.112	0.109	0.183	0.133	0.127
Número de Ramas	57	6	6	6	5	6
		Decil 6	Decil 7	Decil 8	Decil 9	Decil 10
		1960-2012	1960-2012	1960-2012	1960-2012	1960-2012
<b>Panel B. Utilización de la Capacidad Instalada.</b>						
Tendencia (mes)		-0.0175*** (0.000887)	-0.0192*** (0.000648)	-0.0138*** (0.000544)	-0.00866*** (0.000592)	-0.00896*** (0.000619)
Constante		86.78*** (0.363)	88.26*** (0.265)	87.40*** (0.221)	88.68*** (0.233)	91.99*** (0.249)
Número de Observaciones		3,174	2,655	3,234	3,438	2,739
R Cuadrado		0.109	0.249	0.167	0.059	0.071
Número de Ramas		6	5	6	6	5
<b>Canadá</b>						
	Todas las Ramas	Decil 1	Decil 2	Decil 3	Decil 4	Decil 5
	1987-2012	1987-2012	1987-2012	1987-2012	1987-2012	1987-2012
<b>Panel C. Utilización de la Capacidad Instalada.</b>						
Tendencia (trimestre)	-0.0176*** (0.00139)	-0.0332*** (0.00463)	-0.0294*** (0.00457)	0.00222 (0.00410)	-0.0108*** (0.00335)	-0.00228 (0.00553)
Constante	433.1*** (27.77)	737.5*** (92.72)	665.5*** (91.46)	33.48 (81.94)	295.4*** (66.92)	126.3 (110.7)
Número de Observaciones	3,360	367	266	404	303	303
R Cuadrado	0.046	0.124	0.137	0.001	0.034	0.001
Número de Ramas	34	4	3	4	3	3
		Decil 6	Decil 7	Decil 8	Decil 9	Decil 10
		1987-2012	1987-2012	1987-2012	1987-2012	1987-2012
<b>Panel D. Utilización de la Capacidad Instalada</b>						
Tendencia (trimestre)		-0.00863** (0.00366)	-0.0254*** (0.00449)	-0.0374*** (0.00472)	-0.0170*** (0.00368)	-0.0189*** (0.00391)
Constante		253.8*** (73.19)	589.2*** (89.77)	831.3*** (94.31)	426.9*** (73.58)	465.8*** (78.25)
Número de Observaciones		404	303	404	303	303
R Cuadrado		0.014	0.096	0.136	0.067	0.072
Número de Ramas		4	3	4	3	3

Cuadro A4.1. Los paneles A, y B evalúan la tendencia de la tasa de utilización de la capacidad instalada para las 57 ramas de actividad relevadas en el Informe G17 de la Reserva Federal de Estados Unidos, durante el período 1960-2012 con una frecuencia mensual. Las columnas muestran los resultados para todas las ramas y para cada uno de los deciles de tasa de utilización promedio (durante todo el período 1960-2012). Los paneles C y D evalúan la tendencia de la tasa de utilización de la capacidad instalada para las 34 ramas de actividad relevadas en el período 1987-2012, con una frecuencia trimestral. Las columnas muestran los resultados para todas las ramas y para cada uno de los deciles de tasa de utilización promedio (durante todo el período 1987-2012). \* Denota que la tendencia es significativa con un nivel de confianza del 90%, \*\* que lo es con un 95% de confianza y \*\*\*, con un 99%.

En resumen, los datos parecen indicar que, efectivamente, el período durante el cual se produjo la tendencia ascendente del EA también convivió con una inclinación de las firmas a experimentar una caída en el nivel de utilización de la capacidad instalada.

## **Capítulo 4. Un estudio a nivel firma del exceso de ahorro en países desarrollados.**

### ***I. Introducción<sup>1</sup>***

El Capítulo 3 muestra que desde 1980 existe una tendencia ascendente de la posición financiera neta de las CNF a nivel agregado en los países más desarrollados. Definida esencialmente como la diferencia entre el Ahorro Bruto (AB) y la Formación Bruta de Capital (FBC), dicha posición fue creciendo gradualmente hasta conducir, en especial desde 2000 en adelante, a un Exceso de Ahorro (EA) por encima de los gastos en FBC del sector. Asimismo se verificó que la estructura del balance de este sector se modificó en forma consistente con la tendencia a la aparición de EA: cayó significativamente la importancia de los activos operativos, creció la de los activos financieros y se redujo – en algunos países- el endeudamiento.

El EA resultó directamente de la transformación sufrida por el proceso de acumulación de capital entre las CNF de tales países avanzados desde 1980. En efecto, los canales por los que tal transformación ocasionó el EA son diversos. Se separan entre aquellos que elevaron el acceso a fondos internos (principalmente a través del avance de los beneficios en la distribución funcional del ingreso del sector), y los factores que atentaron contra la inversión, como las mayores presiones ejercidas por el sector financiero sobre las decisiones tomadas en las CNF, la internacionalización y conformación de cadenas globales de valor, el menor dinamismo de los mercados en que las CNF operaron tradicionalmente, y el incremento en el riesgo y volatilidad del entorno operativo que hicieron menos atractiva la inversión en las actividades principales.

Pese a la gravitación económica del EA, subrayada por la actual coyuntura de lenta recuperación de la actividad económica, la inversión corporativa y el empleo, y por un prolongado período de incremento en la participación de los beneficios de las CNF en el ingreso en los países desarrollados, no se conocen trabajos que aborden de un modo directo el estudio del EA utilizando datos a nivel firma, para de ese modo obtener una identificación más precisa de los grupos de firmas que conducen sus movimientos

---

<sup>1</sup> El autor agradece la colaboración de Lisana Martínez y Leandro Brufman en la confección de la base de datos con la que se realizó el estudio empírico presentado en este Capítulo.



agregados y la relación que el EA entabla con algunas características puntuales de las firmas o del entorno en que éstas operan.

Más específicamente, los estudios a nivel firma que tratan temas afines se concentran en la demanda de liquidez o bien en la evaluación de distintas políticas financieras y sus efectos sobre la inversión corporativa ante situaciones de racionamiento o contracciones abruptas del crédito. Sin embargo, no existen estudios a nivel firma que se hayan preguntado por el EA, sus tendencias de largo plazo y movimientos cíclicos, los efectos que sobre él tienen aspectos financieros como el grado de restricciones en el acceso al financiamiento externo o sus repentinas contracciones, e incluso las repercusiones de otros factores propios del entorno operativo, como son la volatilidad y el dinamismo de esos negocios.

En dicho marco, este capítulo avanza en la caracterización y explicación del EA sobre la base de información a nivel firma para una muestra de empresas industriales de Alemania, Francia, Italia, Japón y Reino Unido en el periodo 1997-2011. Tal abordaje empírico nos permite realizar diversos ejercicios para conocer en mayor detalle el proceso de aparición y crecimiento del EA. Primero, se presenta la evolución en la muestra del EA, la formación de capital, el ahorro bruto, y las tres aplicaciones del EA: desendeudamiento, el crecimiento del activo no operativo y la acumulación de liquidez. Posteriormente, se evalúa mediante métodos econométricos si es posible hablar de una tendencia ascendente del EA a lo largo del período considerado y, por último, analizamos qué factores contribuyen a explicar dicha tendencia al crecimiento del EA en los últimos quince años.

Así, se considera un subconjunto acotado de aquellas causas “aisladas” que fueron enumeradas en el Capítulo 3. En particular se privilegia el estudio de los factores que fueron mencionados como causantes del EA a través de su efecto contractivo sobre la inversión, antes que de aquellos que lo hicieron elevando el AB. Los resultados preliminares presentados en el apartado III avalan esta pauta metodológica, pues señalan que la caída de la FBC es un fenómeno más significativo y extendido que la inclinación a aumentar el AB<sup>2</sup>. Sintéticamente, nos interesa determinar si las firmas con mayores

---

<sup>2</sup> Por lo demás, limitaciones inherentes al origen contable de los datos disponibles para el análisis a nivel firma, impiden conocer el grado en que el EA de cada firma se relacionó con las modificaciones que atravesó el mercado laboral, sus efectos sobre la participación del EBO en el valor agregado y con ello, sobre el AB.

obstáculos para invertir experimentaron una tendencia más pronunciada al aumento del EA.

En particular, nos concentramos en el rol ejercido por el racionamiento financiero, la volatilidad y el crecimiento de las actividades operativas de las empresas en la conformación de esta tendencia observada para el agregado.

Por un lado, conocer las consecuencias del racionamiento sobre el EA proporciona una pauta de la medida en que el EA se encuentra afectado por dificultades financieras y puede, en consecuencia, ser vinculado con la demanda precautoria de liquidez u otros aspectos del funcionamiento financiero de las firmas. Por otro lado, procuramos detectar el grado en que el EA obedece también a las dificultades halladas en los mercados de bienes y servicios en que las firmas deben operar. En consecuencia, nos preguntamos si el ritmo de crecimiento de las ventas y la existencia de oportunidades de inversión tienen un efecto sobre el EA, y si este es ocasionado por la mayor volatilidad de las variables operativas.

El Capítulo se estructura de la siguiente manera. En el apartado II se describe la base de datos a utilizar, se definen las principales variables de interés de nuestro estudio y se presenta su estadística descriptiva. El apartado III evalúa la tendencia del EA en el período considerado recurriendo a regresiones econométricas y describiendo su evolución en el tiempo, así como la de la formación de capital, el ahorro bruto, y sus principales aplicaciones. Posteriormente, el apartado IV presenta un conjunto de antecedentes teóricos que refuerzan nuestras tres hipótesis sobre las causas del crecimiento del EA. En el apartado V se describe la metodología mediante la cual dichas hipótesis son sometidas a prueba. Los resultados se presentan en el apartado VI, y sus implicancias son discutidas en el VII.

## ***II. Datos y construcción de variables***

El análisis a nivel firma es efectuado a partir de datos contables de frecuencia anual, para un conjunto de firmas de capital abierto de Alemania, Francia, Italia, Japón y Reino Unido, durante el período 1997-2011 obtenidos de la base de datos WorldScope, a través de Datastream. Siguiendo a la literatura financiera (Bates, Kahlen y Stulz, 2009, Custodio, Ferreira y Laureano, en prensa), nuestra base incluye firmas industriales exclusivamente. La selección de firmas industriales fue realizada en función de la

variable “*Clasificación por Sector General*”<sup>3</sup>, que distingue entre empresas manufactureras, de servicios, transporte, bancos, seguros y otras actividades financieras.

Se trata de datos de balances consolidados y comparables entre países. Sobre la base de estos datos se construyen las variables que consideraremos en nuestro estudio de acuerdo con las definiciones del Cuadro 1.

Variable	Definición
Ahorro Bruto	$\frac{[\text{Ganancia (Pérdida) del Período}_t + \text{Depreciaciones y Amortizaciones}_t - \text{Dividendos Distribuidos en Efectivo}]}{\text{Activo Total}_t}$
Formación de Capital Bruta <sup>4</sup>	$\frac{[\text{Inversión Fija}_t + \Delta \text{Activo Corriente neto de Efectivo}_t]}{\text{Activo Total}_t}$
Exceso de Ahorro	Ahorro Bruto – Formación de Capital Bruta
Endeudamiento	$\frac{\text{Pasivo Total}_t}{\text{Activo Total}_t}$
Tenencias de Liquidez	$\frac{\text{Efectivo e Inversiones Corrientes}_t}{\text{Activo Total}_t}$
Adquisiciones	$\frac{\Delta[\text{Activo no Corriente}_t - \text{Bienes de Uso}_t]}{\text{Activo Total}_t}$
Cuadro 1. Construcción de variables de interés.	

Seguidamente, en el Cuadro 2 se presenta la estadística descriptiva de la muestra para cada país exponiendo la media, mediana, percentiles 25 y 75, desvío estándar y número de observaciones (firma-año) de cada una de las seis variables indicadas arriba. Por otra parte, en el Anexo IV.A.1 se detalla la evolución anual de la cantidad de firmas por país.

<sup>3</sup> El nombre original de la variable en Datastream es “General Industry Classification”

<sup>4</sup> Se adopta una medida de la Formación Bruta de Capital que considera, además de los gastos en ampliación del activo fijo, la inversión en capital de trabajo. Ésta última incluye a la inversión en inventarios y en crédito comercial otorgado. La suma de estos dos ítems es obtenida restando del Activo Corriente el monto de Efectivo y Equivalentes, pues en la base de Datastream,  $\text{Activo Corriente} = \text{Inventarios} + \text{Crédito Comercial} + \text{Efectivo y Equivalentes}$

**Cuadro 2**  
**Estadística Descriptiva**

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

	Media	Desvío Estándar	p25	p50	p75	Nro. Obs
<b>Muestra Total</b>						
Ahorro Bruto	2.91%	13.42%	1.66%	4.69%	7.91%	72.450
Exceso de Ahorro	-2.00%	15.11%	-5.91%	-0.22%	4.32%	72.450
Formación Bruta de Capital	4.93%	11.29%	0.01%	4.72%	10.19%	73.687
Endeudamiento	54.57%	26.28%	38.06%	55.29%	70.25%	73.687
Tenencias de Liquidez	16.47%	15.71%	5.67%	11.88%	21.89%	73.687
Activo no Operativo	16.80%	15.82%	5.89%	11.93%	22.72%	73.648
<b>Francia</b>						
Ahorro Bruto	4.68%	10.44%	3.06%	6.23%	9.46%	7.460
Exceso de Ahorro	-2.46%	13.78%	-8.29%	-1.12%	4.47%	7.460
Formación Bruta de Capital	7.22%	12.99%	1.40%	6.98%	13.60%	7.638
Endeudamiento	61.06%	23.64%	48.07%	61.11%	73.38%	7.638
Tenencias de Liquidez	14.41%	14.25%	4.65%	9.83%	19.13%	7.638
Activo no Operativo	20.66%	17.73%	6.47%	15.30%	31.15%	7.635
<b>Alemania</b>						
Ahorro Bruto	3.10%	20.65%	1.72%	6.06%	9.79%	7.250
Exceso de Ahorro	-3.25%	22.31%	-9.03%	-1.13%	5.25%	7.250
Formación Bruta de Capital	6.42%	13.98%	0.14%	6.67%	13.50%	7.649
Endeudamiento	57.93%	26.08%	41.71%	60.18%	73.57%	7.649
Tenencias de Liquidez	15.48%	18.19%	3.10%	8.57%	20.62%	7.649
Activo no Operativo	18.23%	17.57%	4.55%	12.70%	27.40%	7.648
<b>Italia</b>						
Ahorro Bruto	3.66%	8.88%	2.15%	4.93%	7.63%	2.701
Exceso de Ahorro	-2.58%	12.18%	-7.85%	-1.57%	3.62%	2.701
Formación Bruta de Capital	6.37%	11.31%	1.05%	6.17%	12.25%	2.777
Endeudamiento	61.15%	19.59%	48.85%	62.71%	73.98%	2.777
Tenencias de Liquidez	11.72%	12.45%	3.92%	7.71%	14.60%	2.777
Activo no Operativo	20.43%	17.94%	6.83%	15.17%	29.00%	2.776
<b>Japón</b>						
Ahorro Bruto	3.52%	9.29%	1.77%	4.13%	6.72%	39.666
Exceso de Ahorro	-0.04%	10.89%	-3.67%	0.50%	4.29%	39.666
Formación Bruta de Capital	3.57%	9.32%	-0.38%	3.69%	8.08%	40.239
Endeudamiento	53.18%	22.14%	36.65%	53.88%	69.76%	40.239
Tenencias de Liquidez	17.58%	13.72%	7.92%	13.86%	23.01%	40.239
Activo no Operativo	14.20%	10.31%	6.90%	11.41%	18.76%	40.238
<b>Reino Unido</b>						
Ahorro Bruto	0.25%	18.67%	-1.13%	5.43%	9.49%	15.373
Exceso de Ahorro	-6.12%	19.74%	-11.58%	-2.19%	4.07%	15.373
Formación Bruta de Capital	6.37%	12.95%	0.53%	6.09%	12.80%	15.384
Endeudamiento	52.12%	35.99%	34.21%	51.10%	66.04%	15.384
Tenencias de Liquidez	15.93%	19.65%	2.71%	8.46%	20.96%	15.384
Activo no Operativo	20.32%	22.65%	1.56%	11.67%	32.82%	15.351

N indica cantidad la cantidad 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.

### **III. *Un análisis preliminar del EA a nivel firma***

#### ***a. Exceso de ahorro y aplicaciones en la muestra total***

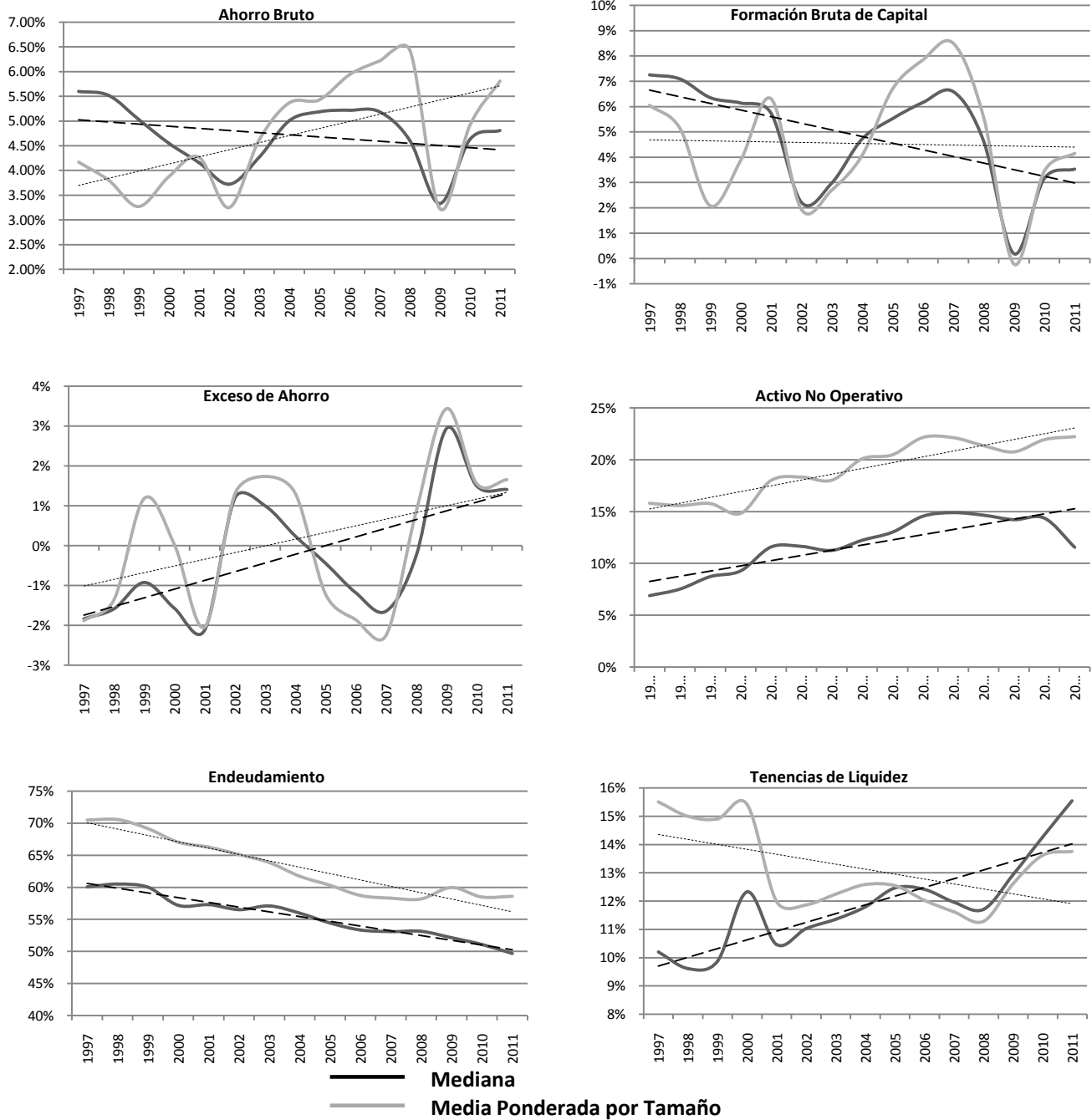
El Gráfico 1 presenta la evolución de las variables de interés en el período 1997-2011. Cada panel del gráfico muestra la trayectoria de la mediana y la media ponderada por tamaño (según Activo Total) de una de ellas. El propósito de considerar ambas medidas consiste en captar tanto el comportamiento representativo de la muestra (medido a través de la mediana), como lo sucedido en el agregado (aproximado por la media ponderada). La descripción que sigue se refiere a la evolución de las medias ponderadas por tamaño, reservándose para el apartado III.b un análisis de las diferencias que surgen entre dicha evolución y la que describen las medianas muestrales.

A diferencia de lo que surge en el análisis a nivel agregado del Capítulo III, el Gráfico 1 indica que, entre las firmas industriales estudiadas, prevalece una nítida dinámica anticíclica del EA. Éste tiende a disminuir en las fases de expansión económica previas a las crisis financieras (1999-2000, 2003-2007) y a ascender hasta valores positivos durante las fases recesivas e inmediatamente posteriores a una crisis financiera (1998-99, 2002-04 y 2009-10). Sus oscilaciones son explicadas principalmente por variaciones cíclicas en la formación de capital, y su nivel es siempre superior para la media ponderada por tamaño que para la mediana, indicando que su extensión es mayor entre las firmas más grandes. El mismo comportamiento se repite en el EA de cada uno de los países analizados (ver Apéndices IV.A.2 a IV.A.6). Este resultado tiene una gran importancia pues indica que el EA se agudiza en coyunturas de crisis, al caer más la formación de capital que el ahorro bruto. Con todo, se revela también una tendencia ascendente con máximos y mínimos cíclicos que aumentan en el tiempo.

Por otro lado, se advierte un incremento sostenido del ahorro bruto que sólo es perturbado por las coyunturas de crisis financieras y que, con intensidades dispares, es replicada en cada uno de los países estudiados. Ello contrasta con una mucho más fluctuante formación de capital cuya tendencia de largo plazo exhibe un notorio estancamiento.

Como contrapartida del creciente EA por sobre la formación de capital tuvieron lugar cambios en la estructura del estado de situación patrimonial de las corporaciones

**Gráfico 1**  
**Las principales variables de interés durante 1997-2010 para la muestra total.**



Exceso de Ahorro, Ahorro Bruto, Formación Bruta de Capital, Activo No Operativo, Endeudamiento y Tenencias de Liquidez, durante el período 1997-2010, según la mediana y el promedio ponderado por tamaño, para la muestra total de firmas manufactureras de Francia, Alemania, Italia, Japón y Reino Unido.

industriales estudiadas. Primero, se produjo una sostenida disminución en el endeudamiento promedio de la muestra, desde el 70% hasta el 58% del activo total. Esto resulta coherente con la mayor disponibilidad de fondos propios derivada del EA, y con la reiteración de crisis que dificultaron y elevaron el riesgo de la dependencia de financiamiento externo. Nuevamente, los datos a nivel firma reflejan la política de desendeudamiento identificada en los estudios agregados como aplicación del EA.

Pero las transformaciones del balance no se limitaron a la estructura de capital, sino que también alteraron la composición del activo. El Gráfico 1 permite apreciar que la participación de activos no operativos de largo plazo –que incluye la participación en compañías asociadas y otras inversiones- aumentó de un modo uniforme del 14 al 22%. La media ponderada de las tenencias de liquidez no experimentó cambios significativos e incluso decayó levemente.

En suma, hasta aquí los resultados reflejan las mismas tendencias que las identificadas en el Capítulo 3 basados en datos de cuentas nacionales, lo cual sugiere que la muestra es representativa de lo que sucede en el agregado.

#### ***b. Diferencias según el tamaño de la firma***

Con todo, el fenómeno de la concentración de capital, que eleva la incidencia de las firmas más grandes en la evolución del EA en la muestra, y las diferencias que el Gráfico 1 revela entre la evolución de media ponderada y mediana, llevan a preguntarnos por las diferencias en la evolución del EA entre distintos segmentos de tamaño.

Las trayectorias de media ponderada por tamaño y mediana del EA presentan una gran similitud. Sin embargo, la media ponderada por tamaño resulta siempre más elevada que la mediana, indicando que las firmas más grandes experimentaron niveles siempre superiores<sup>5</sup>. Más aún, al analizar la evolución de las medianas de las variables que componen el EA –el AB y la FBC- se observa una evolución diferente a la hallada para la media. En particular, tanto el ahorro bruto como la inversión muestran una inclinación a la caída cuando se los mide a través de su mediana, lo que implica un deterioro tanto del fondeo interno como de la formación de capital para la firma representativa de la muestra. Con todo, esto no impidió que la mediana del EA siguiera la misma evolución que su media ponderada.

---

<sup>5</sup> Lo mismo ocurre para el caso de los activos no operativos y el endeudamiento.

Ello sugiere que la tendencia a la generación de EA no está determinada exclusivamente por la caída de la inversión, o por un inusual crecimiento del ahorro bruto, sino que la combinación de estos factores varía de acuerdo con la firma. Más concretamente, para las firmas más grandes el EA parece obedecer a un gran crecimiento del AB en el marco de un estancamiento de la inversión, mientras que para las firmas más pequeñas, el crecimiento del EA aparenta ser consecuencia de una mayor caída de la FBC que del AB.

Por lo demás, la mediana de las tenencias de liquidez también se mueve en un sentido distinto al exhibido por la media ponderada. Aquella aumenta tendencialmente partiendo de un nivel muy inferior a la media ponderada, lo cual indica que el atesoramiento de liquidez ha sido una aplicación privilegiada entre las firmas de menor tamaño.

A continuación, con el propósito de evaluar en mayor detalle la tendencia seguida por el EA y sus determinantes primarios (el AB y la FBC), realizamos un análisis econométrico preliminar, separando a la muestra en deciles de tamaño. Esto nos permitirá confirmar o rechazar estadísticamente la existencia de una tendencia para estas variables, así como evaluar su robustez ante cambios en el tamaño de las firmas.

En primer lugar, evaluamos la tendencia del EA en toda la muestra y en cada decil de tamaño. Para ello regresamos el EA respecto del tiempo aplicando un modelo de panel con efectos fijos por firma y año (*two-way fixed-effects*). El panel A del Cuadro 3 muestra los resultados y permite confirmar la existencia de una tendencia creciente en el EA de la muestra total y en 8 de los 10 deciles de tamaño. Más aún, los paneles B y C del mismo cuadro muestran la evolución que experimentaron la formación de capital y el ahorro bruto, lo que establece una primera intuición acerca de cuáles son las causas primarias del aumento del EA en nuestra muestra. Aunque la tendencia trazada por el ahorro bruto no resulta homogénea entre grupos de tamaño, la formación de capital muestra una caída en la muestra general que coincide con la reflejada en cada uno de los grupos analizados.

Como testeo de robustez, buscamos aislar los efectos que los períodos de crisis financiera y recesión ejercieron sobre estas tendencias. En los paneles D a F se replican las mismas regresiones, pero agregando una variable dicotómica que es igual a 1 en los períodos en que la inversión agregada nacional –según el país al que pertenezca la firma- sufrió una contracción, e igual a cero de lo contrario. La cantidad de deciles en



**Cuadro 3**  
**Tendencias del Exceso de Ahorro, el Ahorro Bruto y la Formación Bruta de Capital, por decil de tamaño.**  
 Modelo lineal de efectos fijos two-way

Variable Dependiente	Muestra Total	Decil 1	Decil 2	Decil 3	Decil 4	Decil 5	Decil 6	Decil 7	Decil 8	Decil 9	Decil 10
<b>Panel A. Exceso de Ahorro</b>											
Tendencia	0.00247*** (0.000261)	0.0193*** (0.00538)	0.00235 (0.00285)	0.00685** (0.00325)	0.00480*** (0.00162)	0.00308*** (0.00119)	0.00199** (0.000809)	0.00138* (0.000750)	0.000617 (0.000878)	0.00272*** (0.000473)	0.00263*** (0.000265)
Constante	-0.0499*** (0.00286)	-0.266*** (0.0315)	-0.123*** (0.0159)	-0.0915*** (0.0182)	-0.0705*** (0.00829)	-0.0455*** (0.00645)	-0.0389*** (0.00813)	-0.0209** (0.0106)	-0.0226* (0.0123)	-0.0292*** (0.00602)	-0.0232*** (0.00311)
Número de Observaciones	72,496	2,742	4,444	5,427	6,360	7,263	6,672	8,143	9,328	10,531	11,586
R-cuadrado	0.022	0.052	0.025	0.019	0.041	0.043	0.022	0.025	0.021	0.045	0.072
Número de Firmas	9,153	650	847	916	934	936	925	983	974	992	996
<b>Panel B. Formación Bruta de Capital</b>											
Tendencia	-0.00363*** (0.000197)	-0.00518 (0.00371)	-0.00261 (0.00220)	-0.00764*** (0.00177)	-0.00607*** (0.00150)	-0.00547*** (0.00108)	-0.00493*** (0.000672)	-0.00292*** (0.000702)	-0.00211*** (0.000545)	-0.00248*** (0.000385)	-0.00212*** (0.000256)
Constante	0.0989*** (0.00216)	0.154*** (0.0213)	0.125*** (0.0122)	0.142*** (0.00986)	0.139*** (0.00760)	0.129*** (0.00590)	0.112*** (0.00689)	0.0745*** (0.00994)	0.0696*** (0.00764)	0.0718*** (0.00491)	0.0679*** (0.00299)
Número de Observaciones	73,733	2,836	4,598	5,559	6,473	7,364	6,900	8,328	9,426	10,613	11,636
R-cuadrado	0.069	0.041	0.050	0.097	0.091	0.097	0.080	0.071	0.088	0.096	0.127
Número de Firmas	9,233	669	864	922	942	938	945	988	975	993	997
<b>Panel C. Ahorro Bruto</b>											
Tendencia	-0.00106*** (0.000217)	0.0140*** (0.00497)	-0.000241 (0.00250)	-0.000610 (0.00299)	-0.00104 (0.00121)	-0.00199** (0.000825)	-0.00298*** (0.000663)	-0.00139** (0.000556)	-0.00146* (0.000750)	0.000230 (0.000346)	0.000490*** (0.000159)
Constante	0.0478*** (0.00238)	-0.111*** (0.0291)	-0.000221 (0.0140)	0.0478*** (0.0168)	0.0651*** (0.00620)	0.0812*** (0.00448)	0.0743*** (0.00667)	0.0531*** (0.00787)	0.0469*** (0.0105)	0.0426*** (0.00440)	0.0448*** (0.00186)
Número de Observaciones	72,496	2,742	4,444	5,427	6,360	7,263	6,672	8,143	9,328	10,531	11,586
R-cuadrado	0.008	0.045	0.021	0.009	0.023	0.033	0.028	0.030	0.006	0.012	0.050
Número de Firmas	9,153	650	847	916	934	936	925	983	974	992	996
<b>Panel D. Exceso de Ahorro</b>											
Tendencia	0.00300*** (0.000268)	0.0166*** (0.00565)	0.00175 (0.00294)	0.00644* (0.00329)	0.00405** (0.00165)	0.00294** (0.00122)	0.00201** (0.000808)	0.00191** (0.000785)	0.00183* (0.00106)	0.00430*** (0.000830)	0.00282*** (0.000747)
Dummy de Recesión	0.0149*** (0.00178)	0.0390 (0.0250)	0.00955 (0.0115)	0.0106 (0.0131)	0.0144** (0.00637)	0.00289 (0.00499)	0.00318 (0.00514)	0.0165*** (0.00615)	0.0210** (0.0104)	0.0231** (0.00996)	0.00271 (0.00987)
Constante	-0.0575*** (0.00300)	-0.261*** (0.0317)	-0.122*** (0.0160)	-0.0906*** (0.0183)	-0.0692*** (0.00831)	-0.0453*** (0.00647)	-0.0390*** (0.00813)	-0.0294*** (0.0112)	-0.0417*** (0.0155)	-0.0543*** (0.0124)	-0.0262*** (0.0116)
Número de Observaciones	72,450	2,742	4,444	5,421	6,360	7,255	6,668	8,115	9,328	10,531	11,586
R-cuadrado	0.023	0.054	0.025	0.019	0.042	0.043	0.022	0.026	0.022	0.045	0.072
Número de Firmas	9,144	650	847	913	934	933	924	981	974	992	996
<b>Panel E. Formación Bruta de Capital</b>											
Tendencia	-0.00429*** (0.000202)	-0.00448 (0.00387)	-0.00133 (0.00226)	-0.00708*** (0.00179)	-0.00514*** (0.00153)	-0.00472*** (0.00111)	-0.00501*** (0.000672)	-0.00353*** (0.000734)	-0.00315*** (0.000661)	-0.00377*** (0.000676)	-0.00226*** (0.000720)
Dummy de Recesión	-0.0187*** (0.00134)	-0.0100 (0.0159)	-0.0206** (0.00859)	-0.0147** (0.00700)	-0.0176*** (0.00585)	-0.0137*** (0.00458)	-0.0123*** (0.00438)	-0.0184*** (0.00576)	-0.0181*** (0.00648)	-0.0188** (0.00812)	-0.00194 (0.00952)
Constante	0.108*** (0.00226)	0.153*** (0.0214)	0.122*** (0.0122)	0.141*** (0.00986)	0.137*** (0.00762)	0.128*** (0.00592)	0.113*** (0.00689)	0.0838*** (0.0105)	0.0862*** (0.00965)	0.0922*** (0.0101)	0.0701*** (0.0111)
Número de Observaciones	73,687	2,836	4,598	5,553	6,473	7,356	6,896	8,300	9,426	10,613	11,636
R-cuadrado	0.072	0.041	0.052	0.098	0.093	0.098	0.081	0.072	0.089	0.097	0.127
Número de Firmas	9,224	669	864	919	942	935	944	986	975	993	997
<b>Panel F. Ahorro Bruto</b>											
Tendencia	-0.00120*** (0.000224)	0.0119** (0.00522)	0.000559 (0.00258)	-0.000347 (0.00303)	-0.000959 (0.00124)	-0.00141* (0.000845)	-0.00303*** (0.000663)	-0.00148** (0.000582)	-0.00131 (0.000909)	0.000541 (0.000607)	0.000532 (0.000447)
Dummy de Recesión	-0.00388*** (0.00148)	0.0306 (0.0231)	-0.0129 (0.0101)	-0.00711 (0.0120)	-0.00149 (0.00476)	-0.0104*** (0.00346)	-0.00857** (0.00422)	-0.00248 (0.00456)	0.00249 (0.00890)	0.00455 (0.00728)	0.000600 (0.00591)
Constante	0.0498*** (0.00250)	-0.107*** (0.0293)	-0.00153 (0.0140)	0.0479*** (0.0168)	0.0650*** (0.00622)	0.0799*** (0.00449)	0.0750*** (0.00667)	0.0542*** (0.00831)	0.0447*** (0.0133)	0.0377*** (0.00904)	0.0441*** (0.00693)
Número de Observaciones	72,450	2,742	4,444	5,421	6,360	7,255	6,668	8,115	9,328	10,531	11,586
R-cuadrado	0.008	0.046	0.022	0.009	0.023	0.035	0.029	0.029	0.006	0.012	0.050
Número de Firmas	9,144	650	847	913	934	933	924	981	974	992	996

El Cuadro 3 muestra la tendencia lineal de las principales variables de interés (Exceso de Ahorro, Formación de Capital Bruta y Ahorro Bruto) en un modelo de efectos fijos two-way con efectos específicos por firma y año. Los resultados se presentan para la muestra total y para cada uno de los deciles de tamaño. Los Paneles A, B y C muestran los resultados de regresiones que incluyen una constante y la tendencia lineal únicamente. Los Paneles D, E y F incluyen una variable dummy que identifica los periodos de crisis económica (caída de la inversión agregada) en el país donde la firma está radicada. Los desvíos estándar se reportan entre paréntesis. . \*, \*\*, \*\*\*, indican la significatividad al 10, 5 y 1% respectivamente.

los que el EA registra una tendencia ascendente y estadísticamente significativa aumenta ahora a 9 (ver panel D), manteniéndose las conclusiones referidas a la evolución de ahorro y formación de capital brutos (paneles E y F).

En suma, la información provista por el Cuadro 3 permite confirmar que existe una tendencia ascendente del EA en el período, y verificar que ésta se correspondió con una caída sostenida en la inversión de las empresas de la muestra.

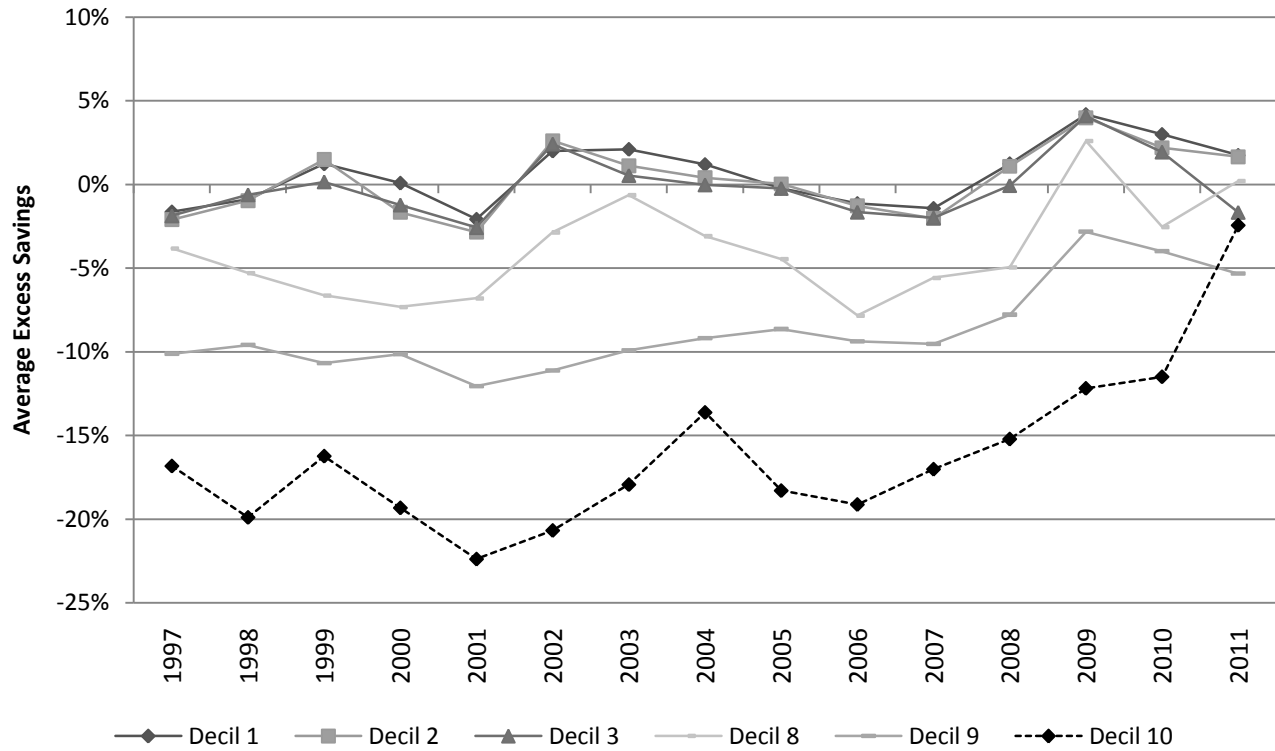
*c. Una exploración de posibles explicaciones*

La disponibilidad de datos a nivel firma permite realizar una exploración más exhaustiva de la fisonomía interna del crecimiento en el EA corroborado hasta aquí, a partir de preguntas o hipótesis acerca de sus posibles causas. El material revisado en los capítulos 2 y 3 suministra un punto de partida propicio a tal fin. A continuación nos concentraremos en dos grandes conjuntos de factores, a saber: (1) las restricciones para acceder a financiamiento externo; (2) las dificultades impuestas por el entorno operativo.

Por cierto, la hipótesis según la cual la inversión de las CNF se redujo por la menor disponibilidad de fondos internos, ocasionada a su vez por el aumento de los pagos al sector financiero, se ven debilitadas por varios motivos revisados en el capítulo 3. Así y todo, las dificultades para acceder a fondos externos han afectado las políticas financieras y la inversión de las firmas, según se desprende de numerosos trabajos de la literatura financiera. En particular, al repasar las explicaciones teóricas de la acumulación de liquidez se mostró que ésta constituye una política financiera clave para amortiguar los efectos del racionamiento financiero sobre la inversión de las firmas más afectadas por este.

Sería de interés, entonces, evaluar si las dificultades para acceder a financiamiento externo ocasionan al menos una parte de la tendencia a la aparición del EA. En tal sentido puede plantearse la siguiente pregunta, ¿muestran las firmas con distintos niveles de restricciones para acceder al financiamiento externo diferencias en la evolución de su EA? El Gráfico 2 permite extraer una respuesta preliminar. Allí las firmas son ordenadas según el grado de restricciones al financiamiento que enfrentan, medido a través un indicador ampliamente utilizado en la literatura de racionamiento, el

**Gráfico 2**  
**Exceso de Ahorro**  
Firmas Racionadas vs. No Racionadas



El Gráfico 2 muestra la evolución del Exceso de Ahorro par alas firmas que enfrentan un mayor racionamiento (deciles 8,9 y 10) y aquellas que enfrentan menos racionamiento (deciles 1, 2 y 3). Las firmas fueron separadas en deciles de acuerdo al valor del índice Whited-Wu, y luego se computó el Exceso de Ahorro promedio para cada año y decil.

índice Whited-Wu (2006)<sup>6</sup>. Para cada firma se computa anualmente el índice WW y se obtiene un valor promedio para todo el período 1997-2011. La muestra total es dividida en deciles de índice WW promedio, y se grafica la evolución en el tiempo de la mediana del EA correspondiente a cada uno de los primeros y últimos tres deciles.

En términos del nivel del EA, el Gráfico 2 muestra que las firmas racionadas (deciles 8, 9 y 10) tienen siempre un EA negativo e inferior a las no racionadas (deciles 1, 2 y 3). Es decir, precisamente las firmas con mayores dificultades para acceder al financiamiento externo dependen en una mayor medida de éste para solventar su inversión. Por el contrario, las firmas no racionadas, no sólo exhiben una menor dependencia del fondeo externo sino incluso por momentos un exceso de fondos internos (esto es, un EA positivo). Con todo, la evolución en el tiempo del EA tendió a acortar las distancias entre racionadas y no racionadas. En efecto, las firmas con mayores restricciones aumentaron su EA mucho más velozmente, lo que brinda razones para presumir que el racionamiento financiero es una causa del incremento del EA.

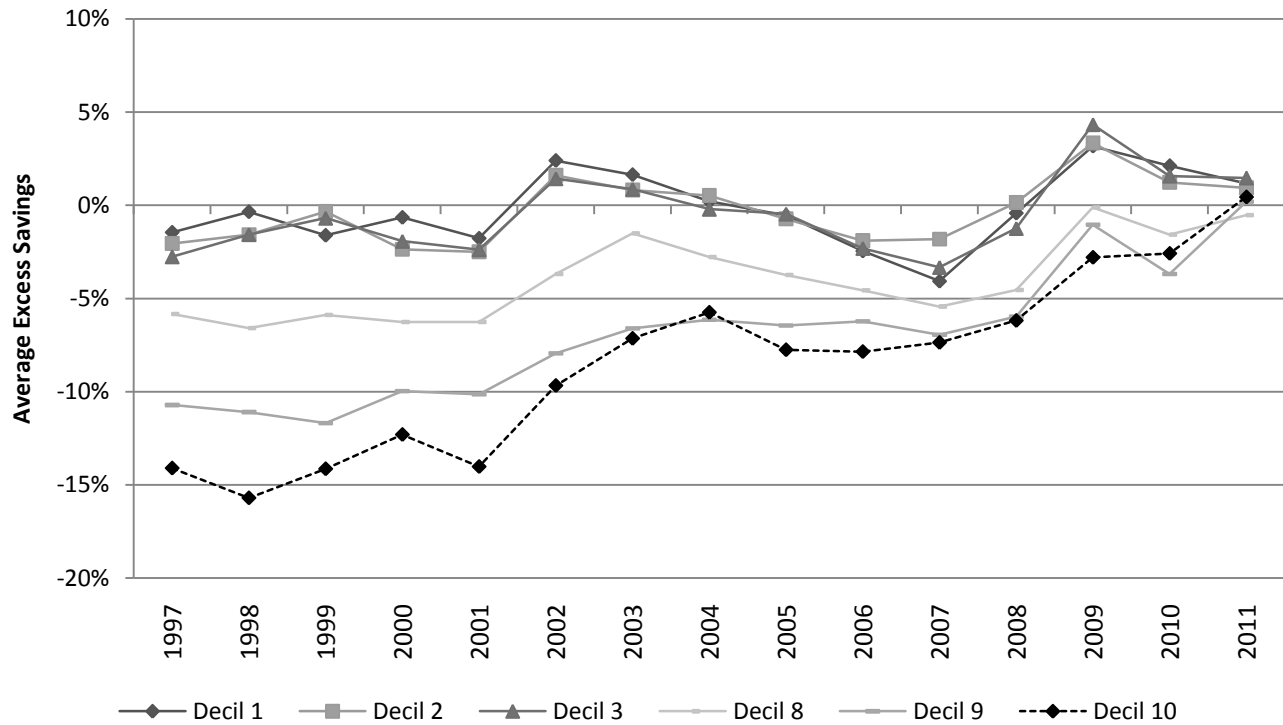
En otro orden, es necesario conocer del modo más directo posible los efectos sobre el EA de las nuevas características que parece haber asumido el entorno operativo. A tal fin, se analizan los efectos de dos rasgos que, como se argumentó en el capítulo previo, atravesaron severos cambios en los últimos años: la volatilidad y el ritmo de crecimiento de las actividades operativas.

En efecto, dada la mayor volatilidad idiosincrática prevaleciente en el período en cuestión resultaría de interés discernir si las firmas más expuestas a tal volatilidad experimentaron a su vez una inclinación más pronunciada al incremento del EA. El Gráfico 3 presenta un ejercicio orientado por dicha pregunta. Allí las firmas se ordenan en deciles de volatilidad según el coeficiente de variación de su Q de Tobin, para luego graficar la evolución anual de la mediana del EA correspondiente a los primeros y últimos tres deciles de volatilidad.

---

<sup>6</sup> Cuanto mayor resulta el índice WW mayor es el grado de racionamiento financiero que enfrenta la firma. El cálculo del índice se realiza siguiendo la fórmula a continuación. Índice Whited – Wu (2006) =  $-0.091 * (\text{Flujo Neto de Caja})/AT + 0.062 * \text{dummy de dividendos} + 0.021 * \text{Pasivo no Corriente}/AT - 0.044 * \ln(AT) - 0.035 * \text{Tasa de crecimiento de Ventas}$

**Gráfico 3**  
**Exceso de Ahorro**  
Firmas volátiles vs. No volátiles



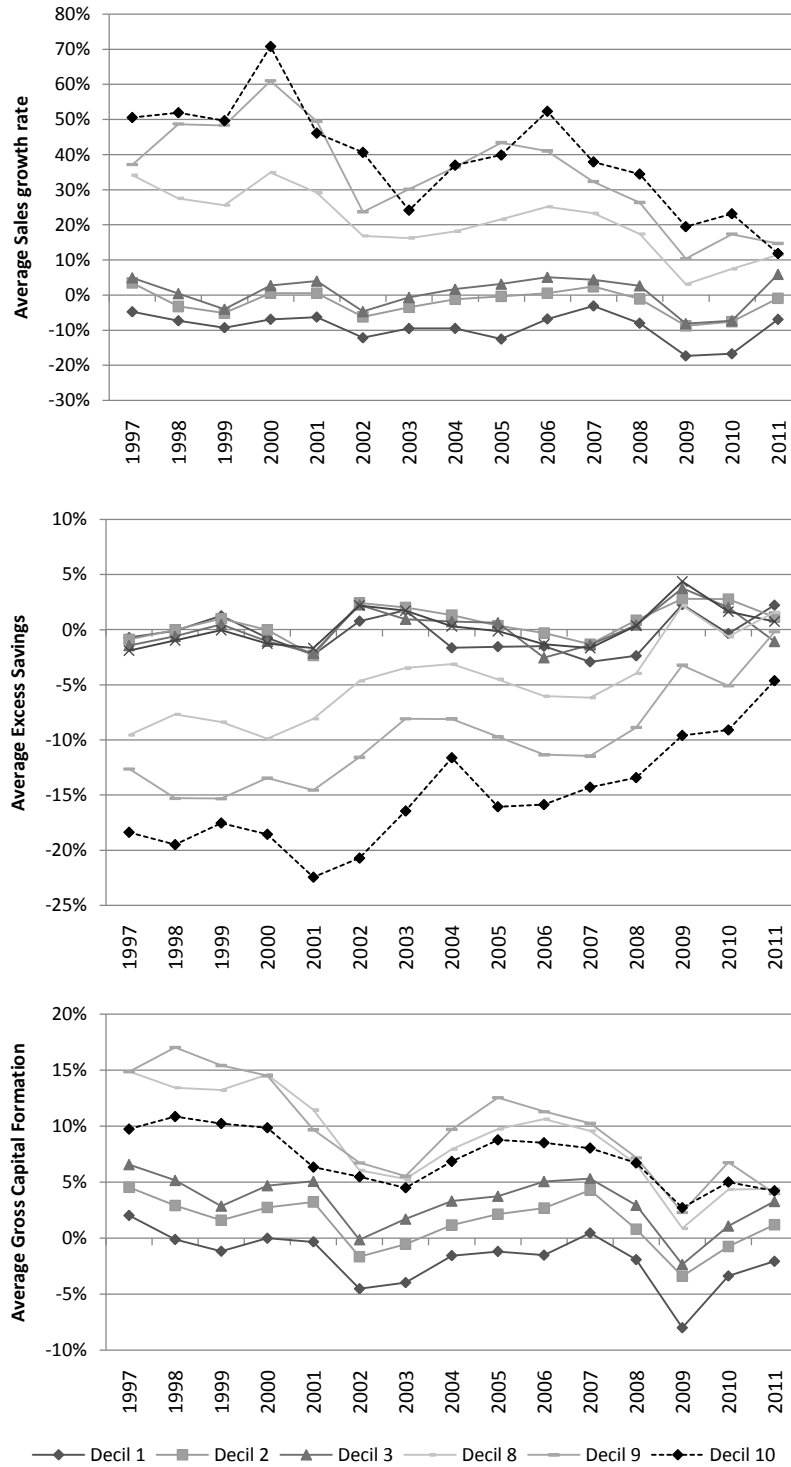
El Gráfico 3 muestra la evolución del Exceso de Ahorro para firmas que enfrentan un entorno más volátil (deciles 8, 9 y 10) y aquellas que enfrentan un entorno menos volátil (deciles 1, 2 y 3). Las firmas fueron separadas en deciles de acuerdo al valor del coeficiente de variación de la Q de Tobin, y luego se computó el Exceso de Ahorro promedio para cada año y decil.

Se observa una dinámica similar a la que surge al separar a las firmas según su grado de racionamiento. Si bien los deciles de mayor estabilidad son los que muestran siempre un mayor nivel de EA (e incluso los únicos que experimentan niveles positivos en algunos años), los estratos más volátiles incrementan su EA a un ritmo muy superior, produciéndose una convergencia entre el EA de los distintos niveles de volatilidad a lo largo del período, lo que sugiere que la volatilidad también jugó un rol en la determinación de la tendencia alcista del EA observada en primer lugar.

Por último, sería plausible conjeturar que un gradual deterioro de las oportunidades de inversión actúa como causa de la extenuación de la formación de capital, sin que ello implique necesariamente un perjuicio sobre la rentabilidad y el ahorro bruto de las firmas afectadas, produciéndose como resultado la elevación observada en el ahorro excedente de toda la muestra. Una hipótesis que se desprende de este planteo es que las firmas más maduras y con una menor tasa de crecimiento son aquellas donde el EA tiende a ser mayor. El Gráfico 4 confirma esta intuición. Para confeccionar dicho Gráfico ordenamos a las firmas en deciles de ritmo de crecimiento de ventas promedio durante todo el período 1997-2011, y luego mostramos la evolución en el tiempo de la mediana de tasa de crecimiento de las ventas (Panel A), EA (Panel B) y FBC (Panel C) correspondientes a los primeros y últimos tres deciles.

Como se observa en el Panel B del Gráfico 4, el EA es siempre más alto para las firmas más maduras cuyas ventas crecen muy lentamente o incluso se contraen. Los deciles 1, 2 y 3 de crecimiento de ventas promedio muestran niveles permanentemente superiores. Sin embargo, los grupos de firmas de mayor dinamismo (deciles 8, 9 y 10) tienden a acercarse a los niveles de EA de los grupos más maduros. Es sencillo conciliar esta evolución con la relación esperada entre dinamismo y EA si se observa (en el Panel A) la trayectoria seguida por el ritmo de crecimiento de los estratos más dinámicos. Como vemos los deciles 8, 9 y 10 experimentaron en el período una rápida contracción en su ritmo de crecimiento, retrocediendo también su FBC. Esto es, si bien el EA fue mayor entre las firmas de menor crecimiento y más maduras, las firmas más dinámicas, al sufrir un significativo deterioro en su crecimiento fueron las que experimentaron un crecimiento más acelerado en su EA.

**Gráfico 4**  
**Tasa de Crecimiento de Ventas, Exceso de Ahorro**  
**Firmas de alto crecimiento vs firmas de bajo crecimiento**



El Gráfico 4 muestra la evolución del ritmo de crecimiento de las ventas, el Exceso de Ahorro y la Formación Bruta de Capital, para las firmas de crecimiento alto (deciles 8, 9, 10) y las de bajo crecimiento (deciles 1, 2 y 3). Las firmas fueron separadas en deciles de acuerdo con tasa de crecimiento de ventas promedio durante el período muestral, y luego se computaron la tasa de crecimiento de ventas, el Exceso de Ahorro y la Formación Bruta de Capital para cada año y decil.

Resumiendo, el racionamiento, la volatilidad y las diferencias en el ritmo de crecimiento de las firmas parecen haber tenido un efecto sobre el crecimiento del EA. En efecto, los resultados preliminares presentados en los Gráficos 2 a 4 sugieren que el EA creció más velozmente entre las firmas más racionadas, aquellas que enfrentaron una mayor volatilidad y aquellas que sufrieron un más abrupto recorte en su ritmo de crecimiento. Sobre la base de estas intuiciones, a continuación se busca reforzar desde un punto de vista teórico las hipótesis que luego serán sometidas a una evaluación más exhaustiva en el apartado VI.

#### **IV. Antecedentes teóricos y construcción de hipótesis**

Pese a la ausencia de antecedentes teóricos específicos sobre el fenómeno del EA en el sector corporativo, en lo que sigue procuramos elaborar y consolidar las hipótesis acerca de los efectos del racionamiento financiero, la volatilidad operativa y el ritmo de crecimiento sobre el EA a partir de la literatura vinculada a la inversión, el flujo de caja libre y las tenencias de liquidez.

*Racionamiento financiero.* Por un lado, es conocido el argumento según el cual la inversión se ve limitada por el efecto de restricciones al financiamiento, iniciada por Fazzari y otros (1988). Según éste, las firmas que enfrentan restricciones para obtener financiamiento externo verían menguada su inversión respecto del nivel “óptimo” si no contaran con el financiamiento interno requerido para éste último.

Pero, fuera de este razón para esperar una menor inversión, ¿tienen las firmas racionadas motivos para generar más EA que firmas no racionadas? Dada la discusión sobre la utilidad de la metodología de Fazzari y otros (op cit) para identificar la presencia de restricciones financieras<sup>7</sup>, nuevas formas de identificación fueron introducidas en la literatura. Almeida, Campello y Weisbach (2004) procuran hacerlo a partir del análisis de la demanda de efectivo. Su modelo postula que las firmas racionadas deberían atesorar sistemáticamente una porción del flujo de caja, mientras las no racionadas no, confirmando esta hipótesis empíricamente. Por otro lado, evalúan la variación de dicha propensión a ahorrar a lo largo del ciclo de negocios: las

---

<sup>7</sup> Iniciada por Kaplan y Zingales (1997), quienes ponen en duda la precisión de la metodología original al analizar las declaraciones de los gerentes en reportes anuales de las firmas identificadas como racionadas por Fazzari, Hubbard y Petersen –por su bajo ratio de payout-, y clasificar a éstas en tres subgrupos: no racionadas, posiblemente racionadas, y racionadas. Encuentran que las firmas clasificadas como racionadas exhiben la menor sensibilidad de la inversión al flujo de caja.



recesiones afectan negativamente tanto el monto del flujo de caja como el atractivo de las inversiones corrientes. Allí las firmas racionadas tienden a ahorrar una mayor proporción del flujo de caja, mientras que no se detectan cambios significativos entre las no racionadas. Este trabajo constituye un antecedente relevante para el estudio del exceso de ahorro, al examinar de un modo directo la decisión de atesorar una proporción del flujo de fondos como efectivo.

Por su parte, Acharya, Almeida y Campello (2007) ofrecen un nuevo avance en el estudio de la administración del flujo de caja que las firmas racionadas realizan para atenuar los efectos de las restricciones financieras. Sugieren la existencia de dos formas de amortiguar tales restricciones: atesorar el flujo de caja y así aumentar la liquidez para afrontar inversiones futuras, o reducir el apalancamiento y guardar capacidad de endeudamiento para el futuro. Acharya, Almeida y Campello postulan que la elección entre una y otra estrategia depende de las necesidades de cobertura (*hedging needs*) de cada firma. Aquellas empresas cuyo flujo de caja se correlaciona positivamente con el surgimiento de oportunidades de inversión (baja necesidad de cobertura), pueden financiar las inversiones con dicho flujo, y complementarlo con el financiamiento externo cuya magnitud depende del desendeudamiento consumado en períodos previos. Las firmas con baja correlación entre flujo de caja y oportunidades de inversión (alta necesidad de cobertura) preferirán utilizar el primero para acumular efectivo que pueda ser utilizado en momentos en que las oportunidades de inversión surjan y no se disponga de un flujo corriente para cubrir su financiamiento. Con todo, cualquiera sea el caso en relación a las necesidades de cobertura, tanto la demanda de efectivo como el desendeudamiento implican que un mayor exceso de ahorro tendrá lugar entre las firmas racionadas.

*Volatilidad.* La mayor volatilidad idiosincrática y sus efectos sobre la inversión, tornan esperable que el EA se presente en mayor medida en aquellas firmas que experimentaron una mayor volatilidad a lo largo del período. Si bien los principales modelos teóricos formulados desde 1970 no son conclusivos acerca del impacto de la volatilidad sobre la inversión<sup>8</sup>, una relación negativa entre la volatilidad y la inversión,

---

<sup>8</sup> Un resumen de estos argumentos es proporcionado por Leahy y Whited (1996). Allí se muestra que, en esencia, la relación teórica entre la volatilidad y la inversión depende la flexibilidad con que cuenta la firma para adaptarse ante cambios imprevistos en el precio de venta, cumpliendo un papel clave la irreversibilidad de la inversión realizada y la flexibilidad con que cuente la firma para adaptar sus coeficientes de trabajo/capital. Estas condiciones de partida se ven reflejadas en una funcional asumida para el valor del producto marginal del capital. En principio, si esta es convexa (cóncava) en una variable aleatoria y volátil, la inversión se verá estimulada (desalentada) ante incrementos en la volatilidad.

y positiva entre la volatilidad y el EA resulta esperable a raíz de los hallazgos realizados en la literatura sobre la inversión y la demanda de liquidez.

Como se vio en el Capítulo 3, el ascenso del EA se produjo en paralelo a un aumento de la volatilidad de los flujos de fondos, la rentabilidad y los rendimientos idiosincráticos, y con el recrudecimiento de la competencia en los mercados de bienes. También se mostró que en este contexto la mayor volatilidad de ventas y costos tuvo un efecto negativo sobre la inversión de las firmas alemanas y que la de los retornos idiosincráticos repercutió negativamente sobre la inversión de firmas manufactureras de Estados Unidos<sup>9</sup>.

Más aún, Bates, Kahlen y Stulz (2009) también muestran cómo los estratos de firmas que experimentaron un mayor incremento en volatilidad en los flujos de fondos fueron a su vez aquellos donde las tenencias de liquidez tendieron a crecer con mayor rapidez. Finalmente, Baum, Kaglayan, Ozkan y Talavera (2006) indican que las políticas de liquidez seguidas por cada firma son afectadas por la volatilidad macroeconómica (aproximada a través de la variancia condicional del producto, la producción industrial, la inflación minorista, y los retornos de mercado). En especial, cuando se trata de firmas con elevado dinamismo, racionamiento financiero e intensidad de capital.

*Ritmo de crecimiento.* Además de la intuición y resultados que se desprenden del Gráfico 4, algunos aportes clásicos de las Finanzas Corporativas también permiten presumir que el menor ritmo de crecimiento de las actividades operativas actuó como una causa del EA.

En efecto, en un conocido trabajo Jensen (1986) estudia las consecuencias de un fenómeno asimilable al EA: el flujo de caja libre, entendido como aquella parte del flujo de caja que excede al requerido para financiar la totalidad de los proyectos de inversión con valor presente positivo al alcance de la firma. Según el autor, tal fenómeno surgía en particular en sectores con altas rentas económicas pero maduros y con escasas oportunidades de crecimiento. Algunos ejemplos citados son los sectores petrolero, siderúrgico, químico, cervecero, tabacalero y productor de papel (Jensen, 1989).

Por otro lado, esta hipótesis también se desprende de los problemas acerca de las trayectorias de crecimiento adoptadas por las grandes empresas desde la posguerra, que se resumieron en el capítulo 2. Los estudios citados allí muestran que la gradual pérdida

---

<sup>9</sup> Ver Von Kalckreuth (2000), Leahy y Whited (1996) Guiso y Parigi, (1999) y Baum y otros (2008).

de dinamismo de los negocios originales redujo las posibilidades de inversión en ellos y motivó la reorientación de los fondos hacia la adquisición de activos en nuevos negocios. En la medida en que esto supone la adquisición de activos ya existentes, y no constituye una operación de formación de capital bruta, se transforma en un motivo de EA.

De hecho, tal hipótesis es explorada en el estudio de las operaciones de fusión y adquisición, las que a su vez pueden interpretarse como aplicaciones del exceso de ahorro. Por ejemplo, al buscar los determinantes de adquisiciones apalancadas Opler y Titman (1991) encuentran que las firmas que inician estas operaciones combinan bajas oportunidades de inversión en sus negocios originales, altos flujos de efectivo, y una mayor inclinación a la diversificación. Arikan y Stulz (2011), por su parte, encuentran evidencias coherentes con la idea de que las adquisiciones realizadas por firmas maduras son inducidas por el agotamiento de las oportunidades de crecimiento interno<sup>10</sup>.

En suma, se tienen tres hipótesis no excluyentes mutuamente acerca de los factores que ocasionan el surgimiento del EA en la muestra. A saber,

- i. el EA es producido por las firmas racionadas en su acceso al financiamiento externo que administran su flujo de fondos para eludir los perjuicios de dichas restricciones,
- ii. el EA es causado por un entorno operativo más volátil que afecta negativamente el atractivo de los proyectos de inversión de las firmas, o
- iii. el EA es causado por un menor crecimiento y oportunidades de inversión.

En lo que sigue buscamos someter estas hipótesis a una contrastación econométrica que signifique avance con respecto a las relaciones halladas en los Gráficos 2 a 4, esencialmente incorporando controles que permitan aislar el efecto de otras variables que presumiblemente pueden afectar el EA o la FBC de las firmas en el período.

## V. Metodología

Para evaluar en qué medida tales hipótesis permiten explicar la tendencia creciente del EA a lo largo del período 1997-2011 acudimos a modelos de efectos fijos (en particular,

---

<sup>10</sup> Aunque éstos últimos también muestran que las operaciones de adquisición son realizadas en igual proporción por firmas jóvenes y maduras. Es decir, las firmas con Ofertas Públicas Iniciales más recientes muestran una gran actividad de adquisición en los años inmediatamente posteriores, al igual que las firmas maduras.

modelos *two-way fixed-effects*<sup>11</sup>) que incorporan como regresores a la tendencia y, en forma alternada, medidas de racionamiento, volatilidad y ritmo de crecimiento, así como términos de interacción entre estas medidas y el tiempo, con el objeto de advertir el grado en que las firmas racionadas, volátiles y dinámicas muestran una mayor tendencia al incremento del EA.

Así, la efectividad de cada hipótesis para explicar la distribución del EA en el período inicial es evaluada considerando el signo y la significatividad de las variables que identifican el racionamiento, volatilidad o dinamismo. Mientras que para considerar su validez para explicar la tendencia se evalúa el signo y significatividad del término de interacción entre la tendencia y las variables que identifican el racionamiento, volatilidad o dinamismo.

Dado que el EA es el resultado de lo acontecido con el ahorro bruto y la formación de capital bruta, y que, de acuerdo con el análisis presentado en la sección III, ésta última mostró una tendencia contractiva para la totalidad de la muestra y para cada decil de tamaño, cada regresión donde el EA aparece como variable dependiente, es replicada adoptando como dependiente a la formación de capital bruta, con el propósito de identificar también el modo en que cada uno de los tres aspectos considerados afectan la inversión. Por lo demás, este paso nos permitirá conectar los resultados obtenidos en la literatura sobre la inversión con el objeto central de nuestra investigación, el EA.

*Indicadores de racionamiento, volatilidad y dinamismo.* Utilizamos cuatro medidas de racionamiento ampliamente difundidas en la literatura para evaluar sus efectos sobre el EA, a saber: el logaritmo natural del activo total (que identifica como racionadas a las firmas de menor tamaño), y los índices creados en la literatura de restricciones financieras: Whited-Wu (2006) y Kaplan-Zingales (1997)<sup>12</sup>. Dados los límites de estos dos últimos índices, señalados por Hadlock y Pierce (2010), para medir el racionamiento y la relación cuadrática encontrada por estos autores entre el tamaño y el racionamiento, incluimos como medida adicional al tamaño al cuadrado,  $\ln(AT)^2$ . Al evaluar los efectos del racionamiento sobre la inversión se agregan tres medidas adicionales, cuya utilización en el caso del exceso de ahorro se ve impedida por problemas de endogeneidad: la rentabilidad sobre activos (que identifica como

---

<sup>11</sup> La aplicación de la técnica de efectos fijos por empresa y año permite controlar el efecto de aquellos factores inobservables potencialmente asociados al EA que varían de firma en firma o entre períodos.

<sup>12</sup>  $\text{Índice Kaplan - Zingales (1997)} = -1.002 * FNC/AT + 0.283 * Q \text{ de Tobin} + 3.319 * PT/AT - 39.368 * \text{Dividendos en efectivo} - 1.315 * \text{Efectivo}/AT$

racionadas a las de menor rentabilidad) una variable dicotómica que adopta el valor 1 si la firma distribuye dividendos y cero de no ser así, y otra que adopta valor 1 cuando una firma experimenta ganancias y 0 si sufre pérdidas.

El efecto de la volatilidad del entorno operativo es evaluado mediante cinco variables. Éstas se construyen mediante el coeficiente de variación de: *i.* las ventas netas, *ii.* la tasa de crecimiento de las ventas, *iii.* la Q de Tobin<sup>13</sup>, *iv.* el costo de ventas, y *v.* el ratio de ganancias netas a ventas. En cada caso se toma un coeficiente de variación móvil con una ventana de cinco años de acuerdo con la fórmula  $cv_{-5} x = \frac{\sigma_{-5}x}{E_{-5}x}$ , donde  $\sigma_{-5}x$  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  $t-5$ .

Por su parte, las medidas de crecimiento utilizadas son la tasa de crecimiento interanual de las ventas, la Q de Tobin y, siguiendo a Graham (2000) y Fama y French (2002), consideramos también la inversión en investigación y desarrollo normalizada por el activo total.

*Controles.* Cada regresión incorpora variables de control que procuran aislar los efectos de la situación financiera de la firma

- *Situación y política financiera.* Siguiendo a autores que han estudiado los efectos del racionamiento sobre la inversión (Duchin, Ozbas y Sensoy, 2010) incluimos un conjunto de indicadores que capturan los efectos de la situación financiera al inicio de cada período: el nivel de endeudamiento, el de endeudamiento de corto plazo, las tenencias de liquidez, y la relación entre activos y pasivos de corto plazo, todos medidos en el período  $t-1$ ; así como la variación de deuda total y la variación de deuda de corto plazo, con el objeto de absorber los efectos de la política financiera implementada durante el período  $t$ .
- *Activo no operativo.* Siendo el crecimiento del activo no operativo una de las principales aplicaciones del EA, se incluye el ratio  $Activo\ No\ Operativo_{t-1} / Activo\ Total_{t-1}$  con la finalidad de capturar los efectos que el grado de diversificación ejerce sobre la formación de capital fijo realizada directamente por la empresa y, con ello, sobre su EA (Ahn, Denis y Denis, 2006).

---

<sup>13</sup> Computada como  $Q = (Capitalización\ Bursátil + Valor\ Libros\ Pasivo) / Valor\ Libros\ Activo$

- *El entorno macroeconómico.* Incluimos una variable dicotómica que identifica los períodos en que la inversión agregada nacional –según el país al que pertenezca la firma- sufrió una contracción.

Así, para evaluar la utilidad de las hipótesis presentadas a la hora de explicar la evolución tendencial del EA y la formación de capital, los modelos a estimar vendrán dados por,

$$y = X\beta + \alpha z + \gamma t + \delta tz + u \quad (1)$$

Donde  $y$  representa, en cada caso, el EA o formación de capital,  $t$  indica el tiempo medido en años,  $\gamma$  representa la tendencia de la variable dependiente que no es captada por las variables de control;  $tz$  representa el término de interacción entre, según sea el caso, la variable de racionamiento, volatilidad o crecimiento, por un lado, y el tiempo por otro; y  $\delta$  es el coeficiente que lo acompaña. Nuestro interés en el coeficiente  $\delta$  radica en que nos indica la medida en que la tendencia del EA se diferencia según la firma sea racionada o no racionada, volátil o estable, y de alto o bajo crecimiento.

## VI. Resultados

Las cuatro columnas en el panel A del Cuadro 4 exhiben los resultados de las regresiones del EA correspondientes a cada una de las medidas de racionamiento. Cuando la variable dependiente es la formación de capital (panel B), se agregan tres columnas correspondientes a medidas de racionamiento adicionales.

Tres de las cuatro medidas sugieren que el EA era inicialmente menor para las firmas racionadas. Si bien el índice Kaplan-Zingales muestra lo contrario, dadas las limitaciones de este último índice para captar el racionamiento (Hadlock y Pierce, 2010), y la coincidencia entre los restantes tres indicadores, nos inclinamos por asumir que el exceso de ahorro al inicio fue menor para las firmas racionadas.

Todas las regresiones del panel A del Cuadro 4 reflejan una tendencia positiva para el EA aún entre firmas no racionadas. Sin embargo, para tres de las cuatro medidas de racionamiento (tamaño, tamaño al cuadrado e índice Whited-Wu) el término de interacción entre el racionamiento y el tiempo indica que el EA entre las firmas racionadas registró una tendencia al aumento significativamente superior al resto de la muestra.

**Cuadro 4**  
**El efecto del racionamiento financiero sobre la tendencia del Exceso de Ahorro**  
 Modelos de efectos fijos por firma

Variables Independientes	Panel A				Panel B						
	Variable Dependiente: Exceso de Ahorro				Variable Dependiente: Formación Bruta de Capital						
Tendencia	0.00936*** (0.00119)	0.00607*** (0.000670)	0.00414*** (0.000959)	0.0118*** (0.00142)	-0.0137*** (0.000751)	-0.00822*** (0.000429)	-0.00312*** (0.000249)	-0.0120*** (0.00212)	-0.00163*** (0.000232)	-0.00182*** (0.000348)	-0.00223*** (0.000271)
Dummy de Recesión	0.00645*** (0.00152)	0.00641*** (0.00152)	0.00622*** (0.00167)	0.00468*** (0.00160)	-0.0109*** (0.00120)	-0.0109*** (0.00120)	-0.00870*** (0.00129)	-0.00676*** (0.00127)	-0.0117*** (0.00111)	-0.0138*** (0.00119)	-0.0116*** (0.00115)
L.endeudamiento	-0.0551*** (0.00979)	-0.0562*** (0.00979)	-0.0964*** (0.0179)	-0.0500*** (0.0100)	0.0615*** (0.00712)	0.0625*** (0.00715)	0.0531*** (0.00769)	0.0624*** (0.00739)	0.0544*** (0.00661)	0.0591*** (0.00711)	0.0587*** (0.00685)
L.activo corriente/AT	-0.0365*** (0.0115)	-0.0386*** (0.0114)	-0.0382*** (0.0123)	-0.0489*** (0.0118)	0.136*** (0.00958)	0.133*** (0.00962)	0.136*** (0.00998)	0.135*** (0.00999)	0.0961*** (0.00874)	0.129*** (0.00955)	0.113*** (0.00915)
L.demanda_liquidez	-0.343*** (0.0128)	-0.343*** (0.0128)	-0.330*** (0.0117)	-0.345*** (0.0129)	0.319*** (0.00870)	0.319*** (0.00872)	0.316*** (0.00889)	0.318*** (0.0101)	0.308*** (0.00824)	0.305*** (0.00865)	0.301*** (0.00847)
L.activo.nooperativo	-0.236*** (0.0142)	-0.230*** (0.0141)	-0.214*** (0.0126)	-0.235*** (0.0120)	0.165*** (0.00871)	0.168*** (0.00871)	0.159*** (0.00909)	0.188*** (0.00916)	0.169*** (0.00838)	0.149*** (0.00848)	0.156*** (0.00842)
var_deuda_total	-0.471*** (0.0108)	-0.469*** (0.0108)	-0.474*** (0.0134)	-0.433*** (0.0113)	0.392*** (0.00932)	0.394*** (0.00932)	0.391*** (0.00970)	0.369*** (0.0104)	0.408*** (0.00873)	0.393*** (0.00929)	0.397*** (0.00900)
var_deuda_corriente	-0.126*** (0.0119)	-0.127*** (0.0119)	-0.130*** (0.0127)	-0.132*** (0.0123)	0.229*** (0.0117)	0.228*** (0.0117)	0.231*** (0.0121)	0.225*** (0.0117)	0.201*** (0.0106)	0.227*** (0.0117)	0.216*** (0.0112)
logAT	0.0295*** (0.00236)				-0.000320 (0.00178)						
logAT_t	-0.000477*** (6.79e-05)				0.000735*** (4.38e-05)						
logAT2		0.000972*** (7.60e-05)				-0.000127** (5.83e-05)					
logAT2_t		-1.61e-05*** (2.08e-06)				2.38e-05*** (1.37e-06)					
KZ_index			0.0228*** (0.00866)				-0.00287*** (0.00111)				
KZ_index_t			-0.000972 (0.000685)				0.000324*** (9.82e-05)				
WW_index				-0.373*** (0.0316)			0.492*** (0.0440)				
WW_index_t				0.0152*** (0.00214)			-0.0160*** (0.00327)				
roa								0.327*** (0.0204)			
roa_t								-0.00214 (0.00181)			
paga_div									0.0104*** (0.00369)		
paga_div_t									-9.85e-05 (0.000338)		
gana_pierde										0.0409*** (0.00267)	
gana_pierde_t										0.000311 (0.000251)	
Constante	-0.335*** (0.0343)	-0.122*** (0.0175)	0.0808*** (0.0116)	-0.117*** (0.0205)	-0.0839*** (0.0263)	-0.0592*** (0.0140)	-0.0700*** (0.00606)	0.200*** (0.0287)	-0.0987*** (0.00545)	-0.0907*** (0.00648)	-0.109*** (0.00578)
Número de Observaciones	60,589	60,589	56,915	57,769	61,422	61,422	56,920	58,465	61,422	61,422	61,422
R-cuadrado	0.294	0.293	0.387	0.367	0.478	0.478	0.480	0.502	0.535	0.473	0.498
Número de Firmas	8,393	8,393	8,112	8,212	8,467	8,467	8,112	8,268	8,467	8,467	8,467

Cada columna del Cuadro 4 reporta los resultados de la regresión correspondiente a una medida de racionamiento financiero. En el Panel A la variable dependiente es el Exceso de Ahorro, en el Panel B la variable dependiente es la Formación Bruta de Capital. Cada columna reporta los coeficientes estimados para la tendencia, nuestras variables de control, la medida de racionamiento financiero y el término de interacción entre esta medida y la tendencia. Nuestras variables de control son una variable dummy que indica la contracción agregada de la inversión en el país donde la firma está radicada durante el año t (Dummy de recesión), la variación de la deuda total y corriente entre los periodos t y t-1, y los valores rezagados del ratio de Pasivo Total/Activo Total (endeudamiento), el Pasivo Corriente/AT, Efectivo y Equivalentes/AT (demanda\_liquidez), Activos no Operativos/AT (activo.nooperativo). Las medidas de racionamiento financiero utilizadas son el logaritmo natural del Activo Total (logAT), el logaritmo natural del Activo Total al cuadrado (logAT2), el índice Kaplan y Zingales (KZ\_index), el Whited-Wu (WW\_index), el Retorno sobre Activos (roa), una variable dummy igual a 1 cuando la firma paga dividendos en efectivo (paga\_div), y una variable dummy igual a 1 cuando la firma obtiene un resultado neto positivo (gana\_pierde). Los desvíos estándar robustos al agrupamiento por firma se reportan entre paréntesis. \*, \*\*, \*\*\*, indican significatividad al 10, 5, y 1% respectivamente.

Algo diferente surge cuando se analiza la evolución en el tiempo de la inversión entre las firmas racionadas, aspecto analizado en el panel B del Cuadro 4. En particular, el efecto del racionamiento sobre la inversión es negativo a juzgar por cuatro de las siete medidas disponibles de racionamiento (Kaplan-Zingales, rentabilidad sobre activos, dummy de dividendos y dummy de resultados positivos), pero resulta positivo para dos de las medidas restantes (tamaño al cuadrado e índice Whited-Wu), por lo que no es posible afirmar que las firmas más racionadas hayan visto limitada su inversión al comienzo del período.

El panel B del Cuadro 4 también permite evaluar si existen diferencias en la tendencia que registró la inversión entre empresas racionadas y no racionadas. Al observar los coeficientes que acompañan al tiempo en cada una de las regresiones (es negativo y significativo en todas), se infiere que la tendencia declinante de la inversión se extendió aún entre las firmas no racionadas. Por otro lado, según tres de las medidas (tamaño, tamaño al cuadrado e índice Whited-Wu), las firmas racionadas vieron caer su inversión a un ritmo significativamente superior a las no racionadas.

En suma, puede afirmarse que las firmas racionadas expusieron una tendencia al aumento del EA más acusada que la experimentada por el resto de la muestra a lo largo del período 1997-2011. Esto podría interpretarse como un indicio de que las firmas racionadas administraron el flujo de fondos buscando eludir los perjuicios del racionamiento, tal como se plantea en Almeida, Campello y Weisbach (2004) y Acharya, Almeida y Campello (2007). Sin embargo, una conclusión en tal sentido se ve debilitada por los resultados que muestra el panel B del Cuadro 4: la inversión de las firmas racionadas cayó más que la de las no racionadas.

Con todo, la tendencia descendente en la inversión de las firmas no racionadas sugiere que es incorrecto atribuir la aparición del EA exclusivamente a problemas de racionamiento. Se refuerza así la necesidad de explorar las hipótesis subsiguientes y esclarecer qué efectos tuvieron la volatilidad y el ritmo de crecimiento sobre el EA y la inversión corporativa.

Según se desprende de la sección II, podría presumirse que el incremento en la volatilidad ocasionó un crecimiento en el EA. En consecuencia, el Cuadro 5 permite evaluar en qué medida esta hipótesis se verifica empíricamente.



**Cuadro 5**  
**Efectos de la Volatilidad sobre el Exceso de Ahorro**  
 Modelos de efectos fijos por firma

Variables Independientes	Panel A					Panel B				
	Variable Dependiente: Exceso de Ahorro					Variable Dependiente: Formación Bruta de Capital				
Tendencia	0.000939*** (0.000284)	0.00181*** (0.000225)	0.00155*** (0.000228)	0.00181*** (0.000225)	0.000769*** (0.000280)	-0.000737*** (0.000228)	-0.00191*** (0.000175)	-0.00145*** (0.000183)	-0.00185*** (0.000176)	-0.000224 (0.000216)
Dummy de Recesión	0.00774*** (0.00152)	0.00911*** (0.00155)	0.00840*** (0.00161)	0.00868*** (0.00153)	0.00743*** (0.00156)	-0.0124*** (0.00120)	-0.0139*** (0.00121)	-0.0115*** (0.00122)	-0.0134*** (0.00120)	-0.0122*** (0.00124)
logAT	0.0254*** (0.00243)	0.0263*** (0.00235)	0.0265*** (0.00240)	0.0276*** (0.00237)	0.0247*** (0.00242)	0.00382** (0.00185)	0.000886 (0.00181)	-4.21e-05 (0.00187)	0.00102 (0.00181)	0.00286 (0.00177)
L.endeudamiento	-0.0516*** (0.00973)	-0.0517*** (0.00978)	-0.0418*** (0.00981)	-0.0525*** (0.00964)	-0.0521*** (0.0102)	0.0519*** (0.00712)	0.0480*** (0.00710)	0.0432*** (0.00700)	0.0504*** (0.00712)	0.0440*** (0.00742)
L.activo corriente/AT	-0.0302*** (0.0114)	-0.0291** (0.0115)	-0.0376*** (0.0114)	-0.0268** (0.0115)	-0.0270** (0.0117)	0.127*** (0.00964)	0.123*** (0.00964)	0.132*** (0.00966)	0.126*** (0.00963)	0.124*** (0.00973)
L.demanda_liquidez	-0.327*** (0.0129)	-0.321*** (0.0133)	-0.335*** (0.0131)	-0.327*** (0.0131)	-0.316*** (0.0135)	0.296*** (0.00868)	0.287*** (0.00878)	0.296*** (0.00883)	0.295*** (0.00877)	0.287*** (0.00879)
L.activo.nooperativo	-0.221*** (0.0138)	-0.210*** (0.0141)	-0.236*** (0.0124)	-0.217*** (0.0141)	-0.214*** (0.0143)	0.146*** (0.00859)	0.135*** (0.00873)	0.143*** (0.00870)	0.141*** (0.00871)	0.145*** (0.00889)
var_deuda_total	-0.472*** (0.0109)	-0.474*** (0.0111)	-0.472*** (0.0112)	-0.474*** (0.0109)	-0.472*** (0.0112)	0.394*** (0.00950)	0.394*** (0.00966)	0.395*** (0.00973)	0.396*** (0.00959)	0.393*** (0.00990)
var_deuda_corriente	-0.121*** (0.0121)	-0.120*** (0.0123)	-0.124*** (0.0125)	-0.121*** (0.0122)	-0.123*** (0.0125)	0.224*** (0.0119)	0.225*** (0.0121)	0.229*** (0.0122)	0.224*** (0.0120)	0.224*** (0.0123)
movcv_ventas_netas	-0.0761*** (0.0186)					0.0967*** (0.0138)				
movcv_ventas_netas	0.00629*** (0.00179)					-0.00845*** (0.00134)				
movcv_crecim_ventas		-6.00e-06*** (1.92e-06)					2.19e-06 (2.24e-06)			
movcv_crecim_ventas_t		3.76e-07** (1.63e-07)					-8.60e-08 (1.80e-07)			
movcv_cm_v_ventas			-0.0678*** (0.0222)					0.00625 (0.0117)		
movcv_cm_v_ventas_t			0.00496** (0.00227)					-0.000953 (0.00134)		
movcv_resultado_ventas				-5.01e-06* (3.01e-06)					-1.75e-06 (1.74e-06)	
movcv_resultado_ventas_t				2.98e-07 (2.03e-07)					1.19e-07 (1.23e-07)	
movcv_tobin_q					-0.0828*** (0.0160)					0.113*** (0.0104)
movcv_tobin_q_t					0.00643*** (0.00158)					-0.0113*** (0.00108)
Constante	-0.272*** (0.0365)	-0.301*** (0.0346)	-0.298*** (0.0358)	-0.318*** (0.0347)	-0.266*** (0.0362)	-0.148*** (0.0281)	-0.0825*** (0.0270)	-0.0783*** (0.0280)	-0.0897*** (0.0269)	-0.129*** (0.0271)
Número de Observaciones	57,959	56,244	55,719	57,725	55,057	58,687	56,920	56,393	58,443	55,611
R-cuadrado	0.290	0.288	0.295	0.290	0.289	0.476	0.476	0.483	0.475	0.481
Número de Firmas	7,572	7,108	7,129	7,494	6,991	7,629	7,162	7,183	7,550	7,032

Cada columna del Cuadro 5 reporta los resultados de la regresión correspondiente a una medida de volatilidad. En el Panel A la variable dependiente es el Exceso de Ahorro, en el Panel B la variable dependiente es la Formación Bruta de Capital. Cada columna reporta los coeficientes estimados para la tendencia, nuestras variables de control, la medida de volatilidad y el término de interacción entre esta medida y la tendencia. Nuestras variables de control son una variable dummy que indica la contracción agregada de la inversión en el país donde la firma está radicada durante el año t (Dummy de recesión), la variación de la deuda total y corriente entre los períodos t y t-1, y los valores rezagados del ratio de Pasivo Total/Activo Total (endeudamiento), el Pasivo Corriente/AT, Efectivo y Equivalentes/AT (demanda\_liquidez), Activos no Operativos/AT (activo.nooperativo). Las medidas de volatilidad utilizadas son el coeficiente de variación móvil de las ventas netas (movcv\_ventas\_netas), el del ritmo de crecimiento de las ventas netas (movcv\_crecim\_ventas), el del ratio de costo de ventas a ventas (movcv\_cm\_v\_ventas), el del margen de ganancia neta (movcv\_resultado\_ventas), y el de la Q de Tobin. Los desvíos estándar robustos al agrupamiento por firma se reportan entre paréntesis. \*, \*\*, \*\*\*, indican significatividad al 10, 5, y 1% respectivamente.

Las firmas volátiles mostraban inicialmente un menor EA. Esto se advierte en el signo negativo y la significatividad estadística de cada una de las cinco medidas de volatilidad. Sin embargo, se constata que también fueron las firmas más volátiles aquellas entre las que mayor inclinación a aumentar el EA se evidenció. Concretamente, el panel A del Cuadro 5 muestra que las firmas cuyos costo de ventas, Q de Tobin, ventas y tasa de crecimiento de ventas fueron más volátiles, mostraron una tendencia al aumento del EA significativamente mayor que el resto de la muestra.

Al igual que en el estudio de los efectos del racionamiento sobre la inversión, el panel B del Cuadro 5 muestra la relación entre volatilidad e inversión para cada una de las cinco medidas de volatilidad. Según dos medidas (ventas y Q de Tobin), al inicio del período la inversión era superior para las firmas más volátiles. Sin embargo, de acuerdo con las restantes cuatro medidas, no se detectaban diferencias significativas en la inversión para distintos niveles de volatilidad.

Algo similar ocurre cuando se evalúa la tendencia que recorrió la inversión según el grado de volatilidad. El panel B refleja que, en general, la tendencia a la caída de la inversión se hizo visible aún entre las firmas menos volátiles, aunque de acuerdo con las medidas de volatilidad de ventas y Q de Tobin, la inversión cayó todavía más para las firmas más volátiles.

Resumiendo, si bien la inversión padeció una caída generalizada y el exceso de ahorro tendió a aumentar entre firmas volátiles y estables, se puede afirmar que las firmas más volátiles registraron una mayor caída en su inversión y una inclinación superior que el resto a aumentar el EA.

Resta considerar el rol jugado por el crecimiento y las oportunidades inversión. Del Gráfico 4 se desprenden al menos tres intuiciones relevantes. Se advierte en primer lugar una tendencia a la desaceleración del crecimiento de las ventas de los segmentos más dinámicos, que conduce a la disminución de las diferencias de crecimiento a lo largo del lapso 1997-2011. Por otro lado, al inicio del período las firmas más dinámicas mostraban un ahorro neto muy negativo, que durante 1997-2000 representó en promedio un -20 y -15% del activo para los deciles de crecimiento 10 y 9, respectivamente. Ello contrastaba con el EA de los deciles 1 a 3, cuyo nivel nunca cayó por debajo de -5% del activo. Finalmente, mientras todos los estratos de crecimiento

**Cuadro 6**  
**Efecto del crecimiento sobre el Exceso de Ahorro**  
 Modelos de efectos fijos por firma

Variables Independientes	Panel A			Panel B		
	Variable Dependiente: Exceso de Ahorro			Variable Dependiente: Formación Bruta de Capital		
Tendencia	0.00152*** (0.000221)	0.000917** (0.000395)	0.00227*** (0.000383)	-0.00185*** (0.000173)	-0.00156*** (0.000315)	-0.000943*** (0.000274)
Dummy de Recesión	0.00870*** (0.00152)	0.00814*** (0.00155)	0.0113*** (0.00245)	-0.0107*** (0.00116)	-0.0134*** (0.00121)	-0.0117*** (0.00182)
logAT	0.0249*** (0.00242)	0.0277*** (0.00235)	0.0355*** (0.00456)	0.00362** (0.00175)	0.00394** (0.00179)	-0.00304 (0.00270)
L.endeudamiento	-0.0509*** (0.00980)	-0.0563*** (0.0101)	-0.0436*** (0.0139)	0.0478*** (0.00668)	0.0552*** (0.00731)	0.0543*** (0.00991)
L.activo corriente/AT	-0.0349*** (0.0115)	-0.0288** (0.0118)	-0.0501*** (0.0165)	0.117*** (0.00901)	0.125*** (0.00961)	0.163*** (0.0140)
L.demanda_liquidez	-0.334*** (0.0127)	-0.331*** (0.0129)	-0.382*** (0.0205)	0.291*** (0.00833)	0.303*** (0.00861)	0.331*** (0.0121)
L.activo.nooperativo	-0.224*** (0.0137)	-0.225*** (0.0141)	-0.331*** (0.0186)	0.141*** (0.00822)	0.150*** (0.00877)	0.198*** (0.0121)
var_deuda_total	-0.471*** (0.0109)	-0.475*** (0.0109)	-0.446*** (0.0159)	0.358*** (0.00901)	0.393*** (0.00952)	0.361*** (0.0129)
var_deuda_corriente	-0.128*** (0.0120)	-0.122*** (0.0122)	-0.157*** (0.0174)	0.207*** (0.0111)	0.224*** (0.0119)	0.264*** (0.0165)
crecim_ventas	-0.0376*** (0.00913)			0.103*** (0.00825)		
crecim_ventas_t	0.00454*** (0.000860)			-0.00284*** (0.000735)		
tobin_q		-0.00568** (0.00247)			0.00644*** (0.00229)	
tobin_q_t		0.000737** (0.000305)			-0.000285 (0.000223)	
rd			-0.750*** (0.183)			-0.00264 (0.0706)
rd_t			0.0257** (0.0105)			-0.0138** (0.00544)
Constante	-0.269*** (0.0354)	-0.306*** (0.0348)	-0.433*** (0.0732)	-0.129*** (0.0260)	-0.146*** (0.0275)	-0.0624 (0.0439)
Número de Observaciones	60,589	59,676	30,729	61,422	60,419	30,992
R-cuadrado	0.294	0.293	0.365	0.499	0.476	0.486
Número de Firmas	8,393	8,283	4,422	8,467	8,352	4,439

Cada columna del Cuadro 6 reporta los resultados de la regresión correspondiente a una medida de crecimiento. En el Panel A la variable dependiente es el Exceso de Ahorro, en el Panel B la variable dependiente es la Formación Bruta de Capital. Cada columna reporta los coeficientes estimados para la tendencia, nuestras variables de control, la medida de volatilidad y el término de interacción entre esta medida y la tendencia. Nuestras variables de control son una variable dummy que indica la contracción agregada de la inversión en el país donde la firma está radicada durante el año t (Dummy de recesión), la variación de la deuda total y corriente entre los períodos t y t-1, y los valores rezagados del ratio de Pasivo Total/Activo Total (endeudamiento), el Pasivo Corriente/AT, Efectivo y Equivalentes/AT (demanda\_liquidez), Activos no Operativos/AT (activo.nooperativo). Las medidas de crecimiento utilizadas son el ritmo de crecimiento de las ventas netas (crecim\_ventas), la Q de Tobin (tobin\_q) y la proporción del gasto en Investigación y Desarrollo a Activo Total (rd). Los desvíos estándar robustos al agrupamiento por firma se reportan entre paréntesis. \*, \*\*, \*\*\*, indican significatividad al 10, 5, y 1% respectivamente.

exhibían una tendencia a elevar su EA, los deciles de mayor crecimiento tendían a hacerlo mucho más aceleradamente. En particular, para los deciles 10 y 9 el EA aumenta desde los niveles mencionados hasta -5 y 0%, respectivamente. Esto es, aunque los estratos más maduros parecen haber sido siempre los que mayor nivel de EA mostraron, se observó también una tendencia de los estratos más dinámicos a elevar su EA en forma especialmente acelerada, en un marco de franca retracción de su ritmo promedio de ventas.

El Cuadro 6 confirma la intuición derivada del Gráfico 4 acerca del comportamiento del EA entre 1997 y 2011. Pese a que inicialmente mostraban un EA menor, se corrobora que las empresas que sufrieron la mayor desaceleración en su ritmo de crecimiento – que, a su vez, eran las más dinámicas- fueron aquellas donde el EA aumentó más aceleradamente.

Ello se constata observando el coeficiente que corresponde al término de interacción en cada columna del panel A de dicho Cuadro. Tal comportamiento provocó que para 2010-2011 desaparecieran las diferencias del EA que se apreciaban entre el grupo de empresas más dinámicas y el resto de la muestra (siempre que se incorporen las variables de control mencionadas).

Podríamos atribuir estas diferencias en el crecimiento del EA entre estratos de crecimiento a un incremento del ahorro bruto de las firmas más dinámicas superior al aumento que experimentó su formación de capital. Sin embargo, un elemento adicional para la comprensión de aquella distribución del EA surge cuando se considera la evolución de la formación de capital. El panel B del Cuadro 6 muestra que la inversión entre las firmas más dinámicas, que experimentaron una mayor desaceleración en su crecimiento durante el lapso de tiempo considerado, disminuyó significativamente más que lo que cayó para los estratos más maduros de la muestra. Y ello a pesar de haber sido las que mayor inversión mostraban al inicio del período.

En suma, el EA aumentó en mayor medida para aquellas firmas que, aún gozando de un mayor crecimiento y oportunidades de inversión en promedio a lo largo de todo el período 1997-2011, notaron también un mayor deterioro en dicho crecimiento y en su formación de capital.

Resumiendo toda la evidencia recogida en este apartado puede afirmarse que:

- (1) El EA creció entre firmas racionadas y no racionadas, entre firmas volátiles y estables, así como entre firmas de rápido o débil crecimiento.
- (2) En el mismo sentido, la FBC tendió a caer entre firmas racionadas y no racionadas, entre firmas volátiles y estables, así como entre firmas de rápido o débil crecimiento.
- (3) Al inicio del período analizado no se detectaban diferencias en la inversión entre firmas racionadas y no racionadas, impidiendo afirmar que el racionamiento tuviera un efecto perjudicial sobre la inversión.
- (4) A lo largo del período, el EA creció más intensamente entre las firmas racionadas.  
Esto permitiría suponer que, como se desprende teóricamente de Almeida et al (2004), las firmas racionadas administraron el flujo de fondos para sobrellevar sus restricciones financieras ante el surgimiento de oportunidades de inversión. Sin embargo, en un contexto de caída generalizada de la inversión, ésta cayó significativamente más para las firmas racionadas.
- (5) El EA creció más y la inversión declinó en forma más pronunciada entre aquellas firmas que enfrentaron un contexto operativo más volátil e incierto.
- (6) El EA aumentó más velozmente y la inversión se contrajo más en aquellas firmas que –partiendo de altos niveles de dinamismo- experimentaron una más rápida contracción en su ritmo de crecimiento.
- (7) En conjunto, esta evidencia sugiere que no sólo hubo un crecimiento promedio del EA sino que también tuvo lugar un visible proceso de convergencia entre el EA de firmas con diferentes características:
  - i. Primero, al inicio del período y contra lo que resultaba esperable de acuerdo con la literatura el EA fue inferior entre las firmas racionadas. Sin embargo, éstas elevaron sus niveles de EA a un ritmo significativamente superior. De hecho, el Gráfico 2 complementa el Cuadro 4 e ilustra dicho proceso de convergencia.
  - ii. Segundo, si bien se encontró que el EA resultaba menor entre las firmas que enfrentaban un ambiente operativo más volátil al inicio del período, las firmas más volátiles vieron crecer su EA más aceleradamente.

- iii. Por último, tal como se esperaba, el EA es mayor y la FBC menor entre las firmas de menor crecimiento. No obstante, durante el período de análisis las firmas más dinámicas sufrieron una contracción en su crecimiento, convergiendo con las de crecimiento más exiguo, lo que las llevó a aumentar el EA y disminuir su FBC a ritmos significativamente mayores que el resto de las firmas (ver Gráfico 4).

## VII. Síntesis y Discusión

Los resultados de este Capítulo permiten avanzar en la caracterización y explicación del EA en diversos sentidos. En primer lugar, el análisis de los datos a nivel firma confirma la existencia de una tendencia al aumento del EA para la muestra total y para 9 de los 10 deciles de tamaño. Esta tendencia tuvo como contrapartida una caída de la formación de capital, un descenso en el endeudamiento y un aumento en la participación de los activos no operativos en el total del activo. La acumulación de liquidez avanzó en especial entre las firmas más pequeñas.

Significativamente, el estudio a nivel firma permite vislumbrar el efecto de las coyunturas recesivas y de crisis financieras sobre el EA. En tales momentos el EA promedio experimenta un repentino y sustancial incremento reflejando un desplome de la formación de capital superior a la contracción del ahorro. Este efecto, que es pasado por alto cuando el EA se considera a partir de las estadísticas agregadas, permite afirmar que el EA es también en buena medida resultado de un contexto de crisis.

Partiendo del material estudiado en los capítulos 2 y 3, se elaboran desde un punto de vista teórico tres hipótesis explicativas del EA que se asocian a tres de las causas de la caída de la FBC enunciadas en el Capítulo 3, a saber: (i) el EA es ocasionado por el racionamiento financiero y la administración del flujo de fondos que las firmas realizan para eludir sus perjuicios; (ii) el EA es causado por un entorno operativo más volátil que reduce el atractivo de los proyectos de inversión disponibles, y (iii) el EA es causado por un menor crecimiento y oportunidades de inversión.

Aunque en el período inicial el EA no se comportó como hubiera sido esperable de acuerdo con nuestras hipótesis, los resultados muestran que éstas resultan válidas para explicar la evolución del EA a lo largo del tiempo: las firmas racionadas, aquellas que enfrentaron un entorno operativo más volátil, y las que experimentaron una mayor

desaceleración en su crecimiento, vieron aumentar su EA a un ritmo significativamente superior al resto. A una conclusión análoga puede arribarse a partir del análisis de la inversión. En el marco de una generalizada caída en la formación de capital, las empresas racionadas, más volátiles y con mayor contracción en su crecimiento sufrieron una caída más aguda en su inversión.

Resulta innegable que la tendencia hacia la aparición del EA tuvo entre sus principales causas a las dificultades financieras que se presentaron durante el período, incluyendo en particular a la última crisis iniciada en 2007. Por un lado, esto queda de manifiesto en los incrementos abruptos que sufrió el EA durante o inmediatamente después de cada crisis financiera, tal como se describe en la sección III. Por otro, como hemos corroborado en la sección VI, las firmas racionadas en su acceso al financiamiento experimentaron un aumento tendencial del EA significativamente superior al ocurrido entre las empresas no racionadas.

Sin embargo, nuestros resultados permiten también afirmar que el crecimiento del EA no obedece exclusivamente a las dificultades financieras, sino que es igualmente ocasionado por problemas operativos de diversa naturaleza. Primero, el aumento del EA se verifica aún cuando se controla por los efectos recesivos de las sucesivas crisis financieras ocurridas en el período muestral, lo que sugiere que se produce aun ignorando los efectos inmediatos de estas coyunturas. Segundo, el EA también aumenta entre las firmas no racionadas, insinuando que otras razones no vinculadas a las restricciones financieras presionan sobre él. Tercero, dicho incremento se corresponde con una significativa tendencia decreciente de la formación de capital, que afecta a firmas racionadas y no racionadas en su acceso a financiamiento externo. Y cuarto, el EA tendió a crecer más aceleradamente entre las empresas que mostraron mayores dificultades operativas: aquellas cuyo entorno operativo se evidenció más volátil e incierto, y aquellas que gozando de un mayor dinamismo al inicio del período, vieron contraerse más rápidamente su crecimiento a lo largo del tiempo.

Ello sugiere que la tendencia ascendente del EA hubiera existido aún sin la ocurrencia de las crisis financieras, y que, por tanto, prevenirlas o restablecer rápidamente el acceso al crédito una vez que estallaron resulta insuficiente para revertir dicha tendencia. Con todo, sería deseable estudiar el comportamiento del exceso de ahorro entre distintos grupos de firmas en el contexto específico de las crisis financieras, análisis que queda pendiente para un estudio posterior.

En la medida en que, como se indicó en la introducción, el EA corporativo se tradujo en una fuente importante de demanda de activos financieros emitidos por el sistema financiero desregulado, puede plantearse incluso que las dificultades de las firmas racionadas para acceder al financiamiento externo, la volatilidad operativa y el deterioro de las oportunidades de crecimiento actuaron también como causas indirectas de la crisis financiera de 2007, a través de su presión alcista sobre el EA. Más aún, ello supone un canal de interrelación entre el proceso de ascenso del EA y la crisis financiera, por el cual el primero contribuye a la gestación de la segunda, y ésta impulsa la expansión del EA.

Estos hallazgos confirman el carácter problemático del aumento en la participación de los beneficios del sector corporativo en el ingreso que ha tenido lugar en los países bajo estudio en los últimos 20 años. En tanto estas firmas continúen conviviendo con un contexto signado por las mencionadas dificultades financieras y operativas, el crecimiento en la participación de los beneficios en el ingreso seguirá dando lugar a una proporción también creciente del ingreso que es sustraída del proceso de inversión.

Por último, en combinación con los resultados del Capítulo 3, este Capítulo ha documentado tres fenómenos sobre los que existe un conocimiento limitado en la literatura y que merecerían en adelante ser objeto de estudios más específicos: la sostenida caída de la formación de capital, la gradual pérdida de importancia del activo operativo en el total del activo del sector, y el proceso de desendeudamiento.

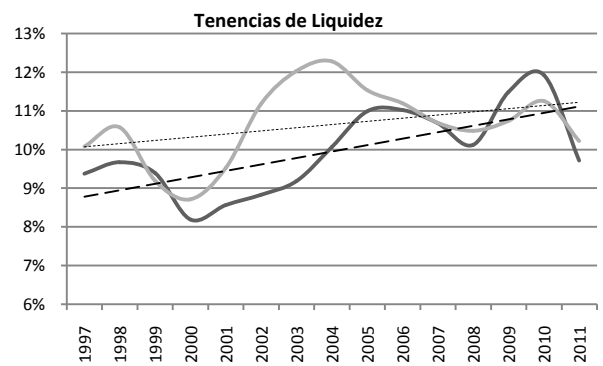
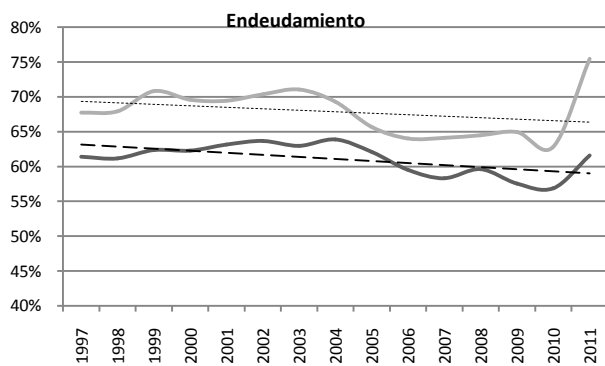
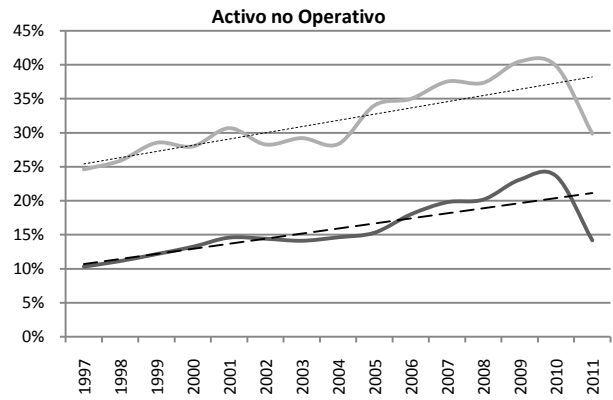
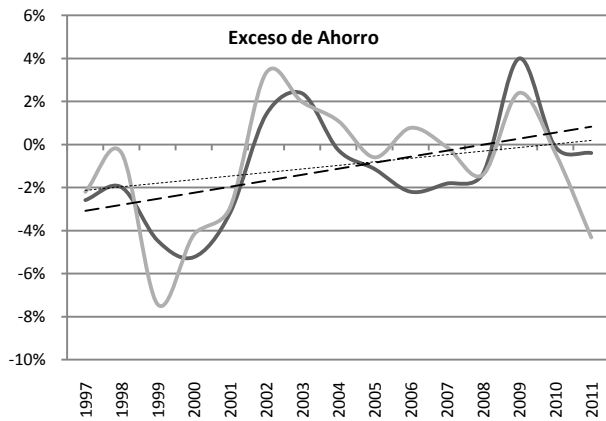
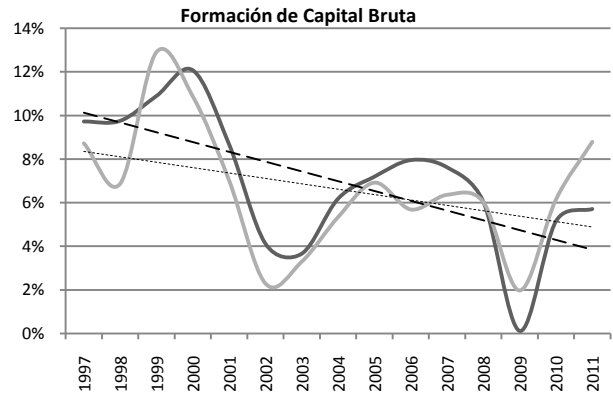
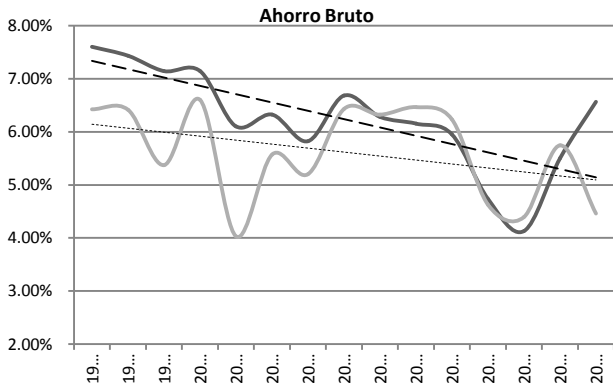


**Anexo IV.A.1**  
**Cantidad de firmas por país y año**

<b>Año</b>	<b>Francia</b>	<b>Alemania</b>	<b>Italia</b>	<b>Japón</b>	<b>Reino Unido</b>	<b>Muestra Total</b>
1997	494	417	141	1.128	1.173	3.356
1998	541	485	154	1.114	1.144	3.442
1999	540	530	166	1.120	1.047	3.407
2000	560	526	183	2.578	966	4.818
2001	580	591	190	2.888	1.030	5.283
2002	561	551	199	3.127	1.107	5.548
2003	555	538	198	3.119	1.127	5.540
2004	545	528	205	3.111	1.168	5.560
2005	542	530	204	3.248	1.160	5.686
2006	526	525	215	3.234	1.131	5.633
2007	506	515	211	3.236	1.119	5.589
2008	513	516	217	3.171	1.048	5.469
2009	490	507	212	3.075	1.052	5.339
2010	470	476	200	3.016	951	5.116
2011	37	15	6	2.501	150	2.710

Este cuadro muestra el número de firmas que reportan valores para nuestra medida de Exceso de Ahorro por año y país, así como para la muestra total.

### Anexo IV.A.2 Las principales variables de interés durante 1997-2010 para firmas de Francia

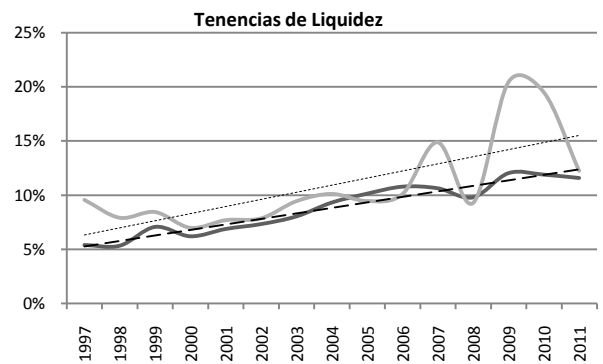
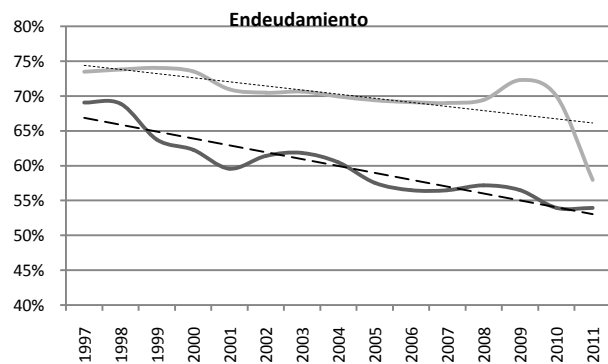
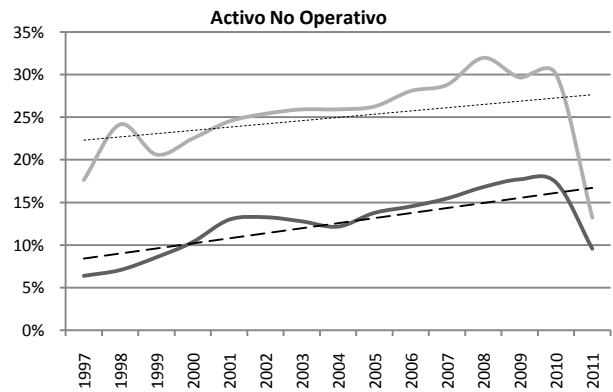
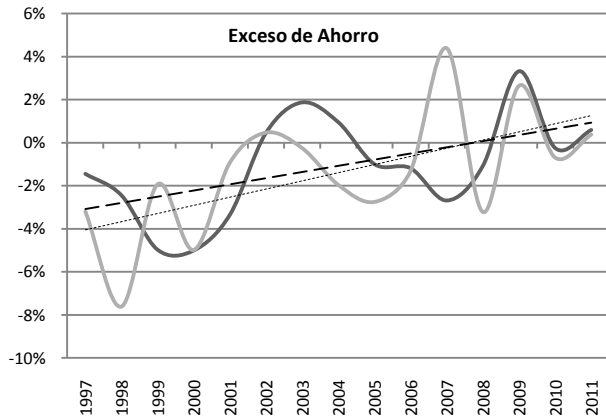
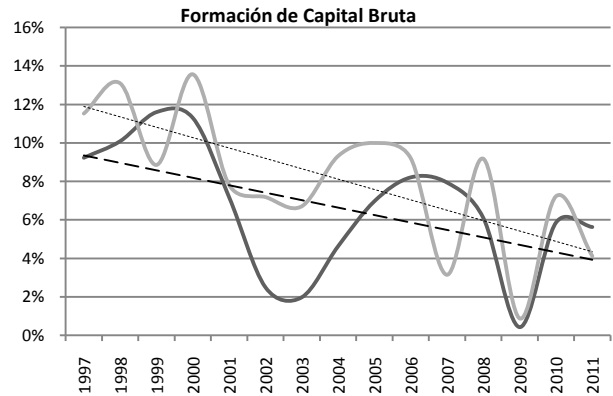
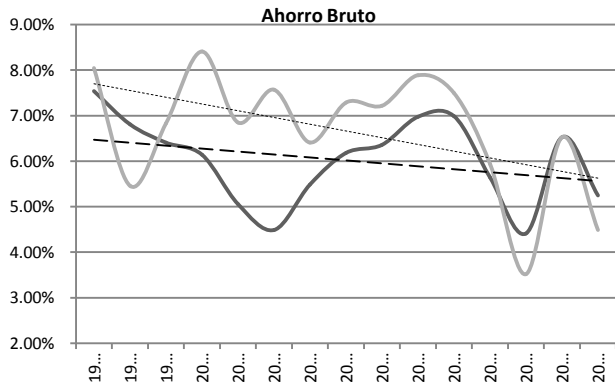


**Mediana**  
 **Media Ponderada por Tamaño**

Exceso de Ahorro, Ahorro Bruto, Formación Bruta de Capital, Activo No Operativo, Endeudamiento y Tenencias de Liquidez, durante el período 1997-2010, según la mediana y el promedio ponderado por tamaño, para la muestra total de firmas manufactureras de Francia.

### Anexo IV.A.3

#### Las principales variables de interés durante 1997-2010 para firmas de Alemania

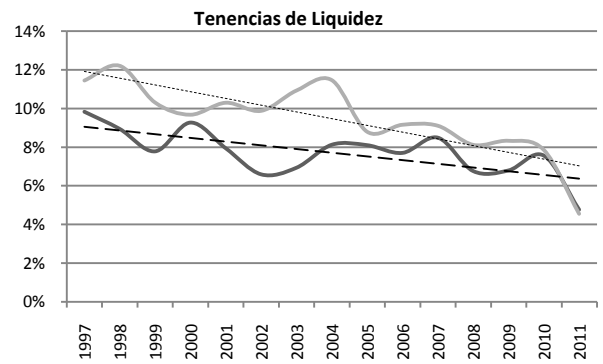
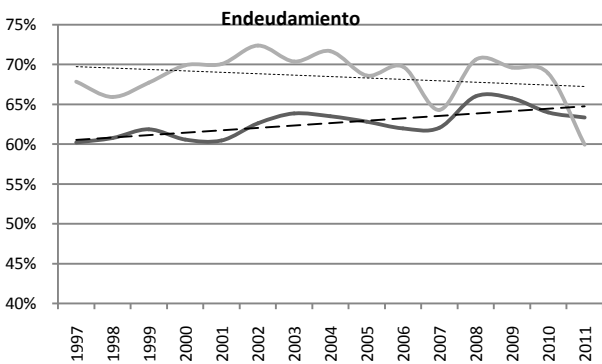
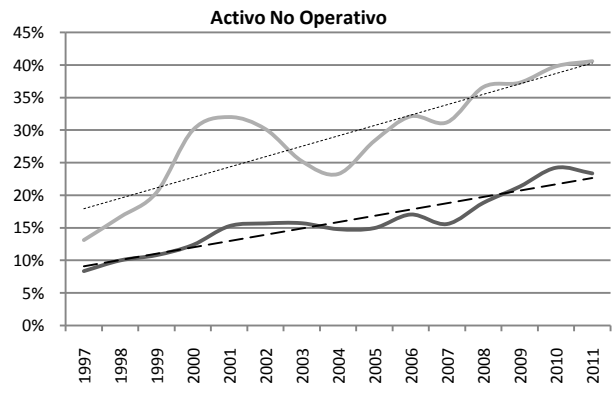
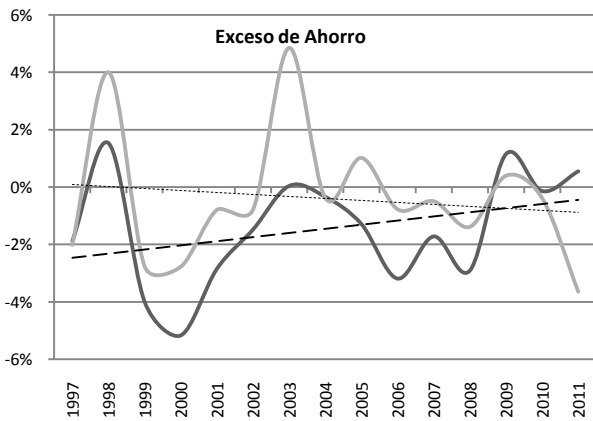
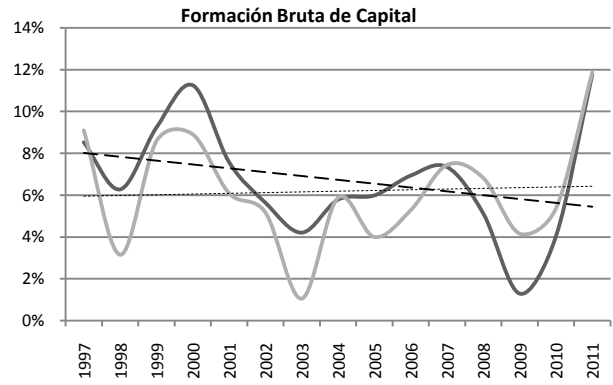
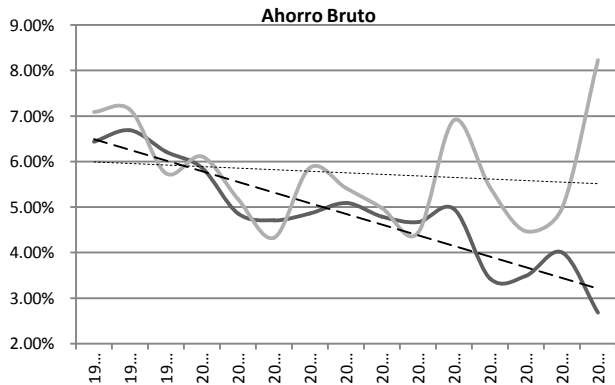


**Mediana**  
 **Media Ponderada por Tamaño**

Exceso de Ahorro, Ahorro Bruto, Formación Bruta de Capital, Activo No Operativo, Endeudamiento y Tenencias de Liquidez, durante el período 1997-2010, según la mediana y el promedio ponderado por tamaño, para la muestra total de firmas manufactureras de Alemania.

### Anexo IV.A.4

## Las principales variables de interés durante 1997-2010 para firmas de Italia

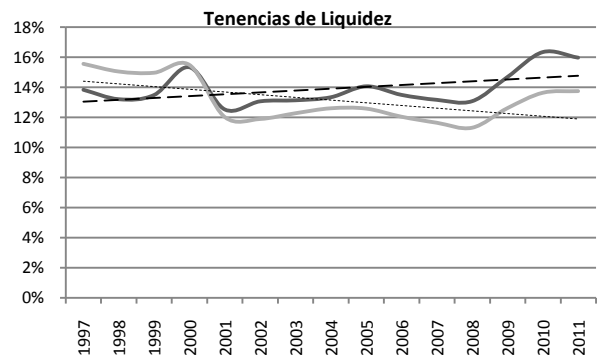
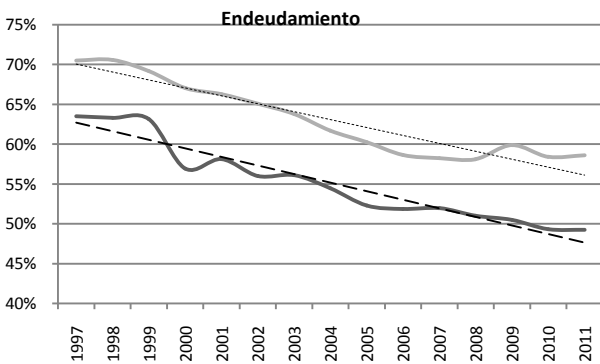
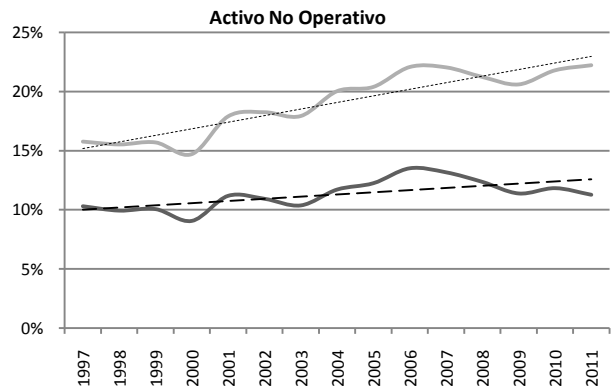
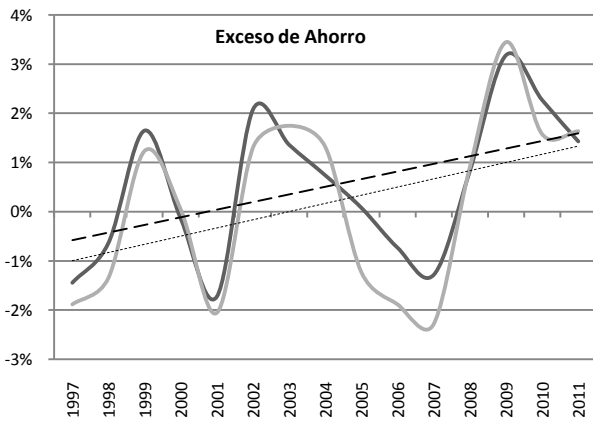
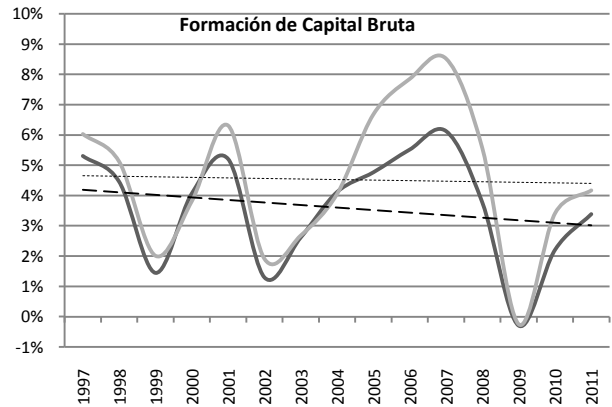
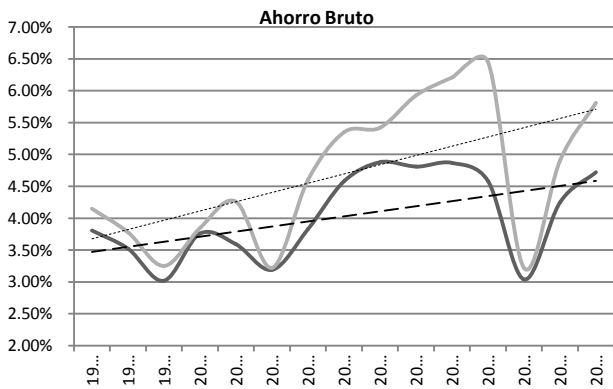


Mediana  
 Media Ponderada por Tamaño

Exceso de Ahorro, Ahorro Bruto, Formación Bruta de Capital, Activo No Operativo, Endeudamiento y Tenencias de Liquidez, durante el período 1997-2010, según la mediana y el promedio ponderado por tamaño, para la muestra total de firmas manufactureras de Italia.

### Anexo IV.A.5

## Las principales variables de interés durante 1997-2010 para firmas de Japón

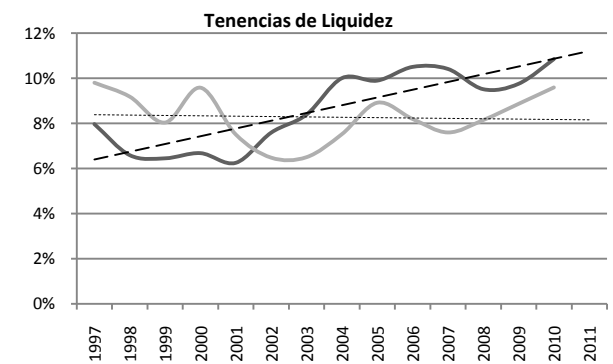
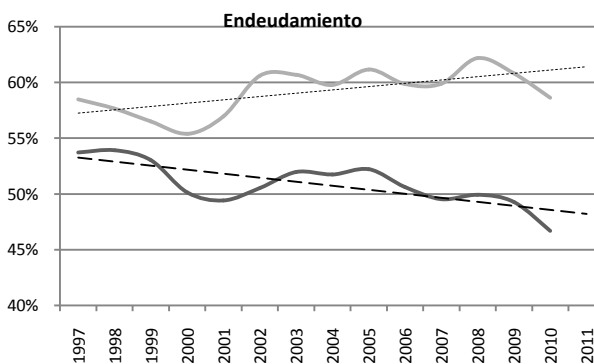
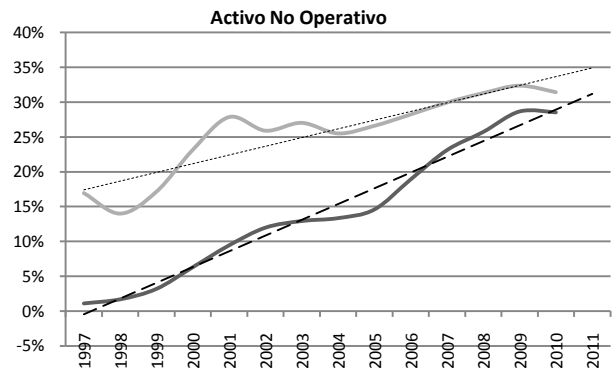
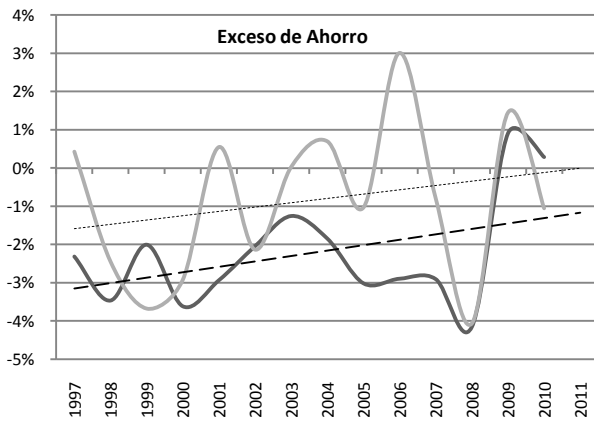
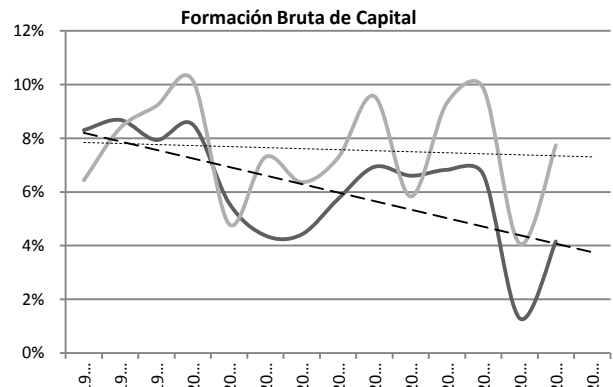
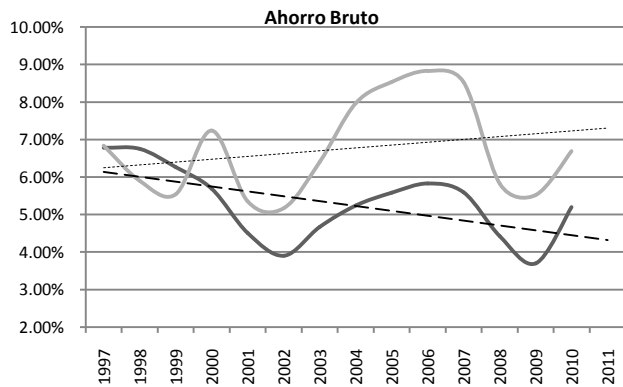


— Mediana  
 — Media Ponderada por Tamaño

Exceso de Ahorro, Ahorro Bruto, Formación Bruta de Capital, Activo No Operativo, Endeudamiento y Tenencias de Liquidez, durante el período 1997-2010, según la mediana y el promedio ponderado por tamaño, para la muestra total de firmas manufactureras de Japón.

**Anexo IV.A.6**

**Las principales variables de interés durante 1997-2010 para firmas de Reino Unido**



**Mediana**  
 **Media Ponderada por Tamaño**

Exceso de Ahorro, Ahorro Bruto, Formación Bruta de Capital, Activo No Operativo, Endeudamiento y Tenencias de Liquidez, durante el período 1997-2010, según la mediana y el promedio ponderado por tamaño, para la muestra total de firmas manufactureras de Reino Unido.

## **Capítulo 5. Resumen y discusión**

Este capítulo presenta un resumen de los principales resultados del trabajo, así como una discusión de sus implicancias más sobresalientes.

### **I. Motivación y presentación del problema**

La necesidad de comprender las causas del incremento persistente de fondos obtenidos por las firmas de países desarrollados pero no destinados a la formación de capital constituye la principal motivación de este trabajo. En particular, el interés por este fenómeno reside en su capacidad para poner de manifiesto la existencia de límites u obstáculos que impiden que la inversión agote el cúmulo de recursos a disposición del sector privado.

Como se advirtió, algunos motivos adicionales estimulan el interés por este tema. Por empezar, a lo largo de los últimos 10 años la prensa financiera internacional ha venido dando cuenta de una ingente acumulación de liquidez en firmas no financieras en países avanzados, cuya magnitud difiere conforme varían las fuentes estadísticas o subgrupos de firmas consideradas, sin que ello impida reconocer su nivel históricamente elevado. Más aún, recientemente se ha señalado que el excesivo atesoramiento de efectivo y activos de liquidez equivalente por parte de las firmas entraña riesgos para la estabilidad financiera y el nivel de actividad económica, en tanto puede desempeñar un papel importante en la sobre-expansión crediticia y la gestación de crisis financieras como las que tuvieron lugar en 2000/2001 y 2007/2008.

En el Capítulo 2 se muestra que la evolución ascendente de la liquidez corporativa no es un fenómeno reciente, sino que se inicia hacia 1980. También se registra allí que el crecimiento de la liquidez comprende a firmas de distintos países desarrollados (al menos, a aquellos que integran el denominado G-7), y que este incremento no es protagonizado únicamente por un subgrupo específico de firmas sino generalizado, aunque la acumulación de liquidez es más intensa entre las firmas más pequeñas.

### **II. Literatura sobre demanda de liquidez. Sus limitaciones.**

Ciertamente, los estudios académicos dirigidos a explicar las causas del incremento de la liquidez corporativa han abundado en los últimos años. En efecto, el Capítulo 2

resume las principales racionalizaciones teóricas utilizadas en la actualidad para explicar la demanda de liquidez.

Esquemáticamente, éstos pueden ser presentados en tres grandes ejes. El primero reúne al enfoque de demanda óptima, y postula que las tenencias de liquidez constituyen un objetivo explícito de una política financiera orientada a optimizar el valor de la firma. Así, los determinantes de la demanda de liquidez son el deseo de minimizar los costos de transacción asociados a la obtención de liquidez en el mercado y, principalmente, el de evitar la subinversión ocasionada por las dificultades para obtener financiamiento externo.

El segundo enfoque es el de jerarquías financieras. Éste sugiere que el stock de liquidez de una firma en un momento dado constituye un resultado pasivo que surge a partir de la compensación entre el flujo de fondos y los requerimientos de liquidez corrientes.

El tercer eje resume las racionalizaciones que la corriente de la financierización ha realizado acerca de las tenencias de activos financieros. Dicha corriente permite abrir un nuevo ángulo al postular que la demanda de activos líquidos resulta motivada, no por su carácter de liquidez o su inmediato poder cancelatorio sino por su rentabilidad y capacidad para aportar ingresos financieros a los ingresos totales de las CNF.

El propósito último del Capítulo 2 fue evaluar la medida en que dichas explicaciones permiten dar cuenta acabadamente de las causas del aumento de la demanda de liquidez. En particular, dicho cometido se llevó a cabo considerando dos perspectivas que muestran a la acumulación de liquidez como un rasgo de un período histórico particular en la evolución de las CNF. Primero, se analizó la trayectoria efectiva de las tenencias de liquidez durante el período previo a 1980, así como su interacción con las actividades operativas. Segundo, se resumieron las dificultades con que tropezaba el crecimiento de las grandes empresas industriales en la posguerra, antes de iniciarse el derrotero ascendente de la liquidez.

El estudio de la evolución de la acumulación de liquidez en el período previo a 1980 permitió registrar una serie de antecedentes relevantes. Por empezar, a la luz de la bibliografía relevada se comprobó que desde inicios del período de posguerra tuvo lugar un lento crecimiento en los flujos de fondos recibidos por las CNF estudiadas. Mientras tanto, las fases de auge de la inversión resultaban crecientemente insuficientes para canalizar dichos fondos hacia el financiamiento de las operaciones. Inclusive, como



consecuencia de lo anterior, la cartera de activos financieros y líquidos tendió gradualmente a crecer como proporción del total del activo y a diversificarse incorporando activos cada vez más rentables y riesgosos (como títulos comerciales, certificados de depósitos negociables y activos nominados en moneda extranjera del mercado de eurodólares). Los propios autores abocados al estudio de la acumulación de liquidez en esos años veían en dicha diversificación de la cartera financiera una reacción de las firmas ante un escenario donde las oportunidades de inversión reales tendían a escasear en relación a los recursos disponibles.

Una lectura análoga se desprende del análisis de las trayectorias de crecimiento de las grandes empresas industriales, también durante el período previo a 1980. La literatura muestra que este crecimiento se encontraba fuertemente condicionado por la combinación de la coordinación oligopólica de la inversión en las ramas tradicionales, por un lado, y una desaceleración del crecimiento de la demanda y, consecuentemente, de las oportunidades de inversión en dichas ramas, por otro. Ello motivó la generalización de operaciones de diversificación mediante las cuales el crecimiento de la gran empresa prosiguió en otras ramas en principio más dinámicas y vinculadas técnica o comercialmente con las actividades originales, aunque luego continuó con la incorporación de negocios escasamente relacionados o adquiridos con la intención de obtener meras ganancias financieras.

La generalización del crecimiento vía diversificación durante la posguerra lleva a considerar la acumulación de liquidez como una nueva etapa en un proceso de crecimiento condicionado por la combinación de un gran acceso a fondos invertibles y un *relativamente* limitado conjunto de oportunidades de inversión en las actividades originales. Concretamente, podría concebirse como una última etapa en dicha secuencia que comienza con el crecimiento interno en las actividades tradicionales, y continúa con la diversificación relacionada y no relacionada. Esta vez, las nuevas aplicaciones comprenden activos ya completamente independientes de los negocios iniciales y valorados en virtud de su rentabilidad financiera o de su liquidez.

A la luz de estos antecedentes históricos resulta plausible plantear como hipótesis (adicional, y no necesariamente excluyente) que la acumulación de liquidez refleje las dificultades que afectan a las firmas a la hora de reinvertir rentablemente los excedentes en aplicaciones operativas. En ese marco, es notable que los estudios de las Finanzas Corporativas, por el contrario, asignen en la explicación de la demanda de liquidez un

lugar privilegiado al rol de preservar la capacidad de aprovechamiento de las oportunidades de inversión frente a las trabas para acceder al financiamiento externo.

En efecto, los trabajos dedicados a estudiar la acumulación reciente de liquidez pasan por alto la evolución efectiva desde 1980 del volumen relativo del flujo de fondos, así como de las características de las oportunidades de inversión disponibles. Conocer esta evolución adquiere importancia a la luz de los antecedentes recién mencionados. Más aún, puede afirmarse que los mismos planteos teóricos identifican a ambas variables como determinantes clave de la demanda de liquidez.

El flujo de fondos juega un rol destacado en la mayor parte de las teorías explicativas de la demanda de liquidez. Es la primera y menos onerosa fuente de financiamiento en la teoría de las jerarquías financieras, es la fuente que abastece el atesoramiento precautorio de liquidez en las firmas racionadas, es un indicador del riesgo de incurrir en problemas de agencia, etc. Pese a ello los trabajos que han pretendido explicar la acumulación de liquidez parecen ignorar su evolución y características desde 1980. Por ejemplo, no se plantean como interrogante cómo se modificó la magnitud del flujo de fondos como fuente de financiamiento desde esos años en relación al activo total o al nivel de ventas de las firmas.

También se toman como dadas las características de las oportunidades de inversión disponibles para las firmas. No existe en dicha literatura una evaluación sistemática de las fuerzas generales que alteraron las oportunidades de inversión desde 1980, para luego examinar cómo éstas nuevas características afectaron las políticas financieras. En efecto, las oportunidades de inversión pueden haber sufrido sustanciales cambios, y eso a su vez haber afectado la magnitud de la inversión efectivamente realizada.

### **III. El Exceso de Ahorro y sus causas generales**

El Capítulo 3 procura iniciar el análisis de estos dos factores. Concretamente, se analiza la evolución efectiva del Ahorro Bruto (podríamos decir, una definición particular del flujo de fondos) y la Formación de Capital Bruta, considerando directamente las estadísticas del Sistema de Cuentas Nacionales correspondientes al sector de CNF para las economías desarrolladas que integran el G-7. El propósito es determinar cómo evolucionaron desde 1980, y luego indagar sus posibles causas generales e implicancias.

De ese análisis se desprende que el aumento de la demanda de liquidez se produjo en una etapa particular de las economías desarrolladas en la que las CNF mostraron una

tendencia a mejorar su posición financiera neta, que en general se plasmó en un exceso de ahorro, esto es, un volumen de Ahorro Bruto superior al requerido para hacer frente a la Formación de Capital Bruta, hacia la década de 2000. La irrupción de este Exceso de Ahorro persistente por parte de las CNF ha ocasionado cierta perplejidad entre los muy escasos autores que la han detectado. Primero, puesto que irrumpe luego de un prolongado período durante el cual las CNF absorbieron fondos provenientes del resto de los sectores institucionales (sector corporativo financiero, hogares) para cubrir una Necesidad de Financiación Neta. Y, segundo, pues resultaría, al menos intuitivamente, esperable que mejoras en la rentabilidad y disponibilidad de fondos propios alienten y viabilicen incrementos proporcionales de la inversión.

Más aún, no es posible sostener que el mencionado Exceso de Ahorro sea insignificante: durante algunos años del período post-2000 éste ha más que duplicado la magnitud de los superávits de cuenta corriente de países desarrollados, principal indicador de los desbalances que aquejaron a la economía internacional en la última década. Inclusive, la relevancia del EA se ve subrayada por la actual coyuntura macroeconómica de recesión o débil recuperación de la actividad económica, la inversión corporativa y el empleo, y por un prolongado período de incremento en la participación de los beneficios de las CNF en el ingreso en los países desarrollados.

Asimismo, ese capítulo permitió verificar que tal inclinación hacia el surgimiento de EA fue consistente con las alteraciones sufridas por el balance de las CNF. Los activos operativos de las CNF resignaron considerable importancia en el AT. Como contrapartida, aumentó el peso de los activos financieros y, entre ellos, de las participaciones en otras firmas a partir de operaciones de fusión y adquisición (diversificación). Además, en algunos países ocurrió un proceso de desendeudamiento del sector. Todo ello indica que la acumulación de liquidez integró un conjunto más amplio de modificaciones en la estructura del balance de las CNF.

La literatura vinculada con el ahorro y la inversión corporativos muestra que esto se produjo por una combinación de factores que, por un lado, ampliaron y propiciaron el acceso a fondos invertibles internos mientras que, por otro, esas mismas u otras causas, comprimieron las posibilidades y estímulos para aplicarlos efectivamente a la formación de capital.

El Ahorro Bruto aumentó como consecuencia de una creciente participación del excedente operativo en el ingreso del sector, y de la expansión de los denominados

Ingresos de la Propiedad Netos. Los estudios sobre el avance de los beneficios en la distribución del ingreso son relativamente nuevos (se inician en la segunda mitad de los '90). Éstos sugieren que la creciente participación de los beneficios, a su vez, obedeció al progresivo debilitamiento de la legislación laboral y de la capacidad negociadora de los trabajadores, a la globalización del mercado de trabajo y el incremento de la oferta laboral mundial, y finalmente, al avance técnico ahorrador de mano de obra y la incorporación de tecnologías de la información en los procesos productivos.

Por otro lado, las posibilidades y/o estímulos para asignar esos mayores fondos a la inversión no mejoraron proporcionalmente. Por el contrario, las CNF debieron enfrentar una serie de condicionantes que comprimieron su FBC real: algunas firmas, en particular las más pequeñas, atravesaron dificultades en el acceso a financiamiento externo; la mayor IED y la conformación de las cadenas globales de valor redujeron la reinversión de los beneficios para expandir la capacidad productiva en los países de origen; el crecimiento más débil de la demanda y la paulatina caída del grado de utilización de la capacidad instalada –que para algunas ramas puntuales se expresó como un abierto exceso de capacidad- desestimuló la formación de nueva capacidad productiva; por último, el establecimiento de una competencia más agresiva que incrementó la probabilidad de incurrir en pérdidas, así como el gradual enrarecimiento del contexto operativo –que condujo a una mayor volatilidad de variables clave para la determinación de la inversión- también la afectaron negativamente.

Estos resultados permiten repensar las causas de la acumulación de liquidez. De ellos se deduce que la demanda de liquidez fue causada por factores adicionales no suficientemente contemplados en la literatura financiera, y que en particular exceden a las explicaciones más frecuentes, que atribuyen a la liquidez la función de minimizar el impacto de las restricciones al financiamiento externo y evitar así situaciones de sub-inversión. Por el contrario, el contexto general del que dejan constancia las estadísticas agregadas es uno de relativamente abundante disponibilidad de fondos internos, y crecientes dificultades halladas en el ámbito operativo para destinar en forma fluida dichos fondos a la inversión.

Incluso, ello delimita una perspectiva desde la cual la acumulación de liquidez emerge como una, entre varias, aplicaciones del exceso de ahorro resultante. Podría decirse que, en alguna medida, este punto de vista resta trascendencia a la acumulación de liquidez como fenómeno en sí mismo. En tanto dicha acumulación de liquidez –a nivel de

variables stock- convive con una tendencia a comprimir la reinversión del ahorro – variables flujo- y, por otro lado, no resulta el único destino de los fondos excedentes, parece necesario completar sus explicaciones puntuales, con otras que den cuenta del contexto general en que ésta se desarrolla.

Esto no implica necesariamente que las explicaciones halladas en la literatura financiera sean inapropiadas o irrelevantes, sino que una comprensión más acabada de su significado resulta de una perspectiva más general. Inclusive, es posible postular que existen factores que al mismo tiempo ocasionan, por un lado, el exceso de ahorro, y por otro, la retención de ese exceso de ahorro bajo la forma de liquidez. Tal parece ser el caso de las trabas al financiamiento externo, la volatilidad y la intensificación de la competencia.

En suma, además de examinar las razones puntuales que hacen que se acumule liquidez, como lo hace la literatura reseñada en el Capítulo 2, resulta de interés explicar los motivos de la tendencia a la aparición del EA y someter estas explicaciones a una evaluación empírica que permita comprobarlas o rechazarlas. Una vez registrado el fenómeno a nivel agregado, se torna necesario un estudio más pormenorizado de la tendencia hacia el exceso de ahorro y de sus causas. El análisis a nivel firma parece constituir un ámbito apropiado para avanzar en ese sentido.

#### **IV. Análisis del Exceso de Ahorro y sus causas a nivel firma**

Pese a su gran importancia económica en la actualidad, no se conocen trabajos que aborden de un modo directo el estudio del Exceso de Ahorro utilizando datos a nivel firma para de ese modo identificar los grupos de firmas que lideran sus evolución agregada y conocer la relación que el EA establece con algunas características puntuales de las firmas o del entorno en que éstas operan.

El Capítulo 4 se propone avanzar en dicha dirección sobre la base de datos de una muestra de más de cinco mil empresas industriales de Alemania, Francia, Italia, Japón y Reino Unido en el periodo 1997-2011. Ese material empírico permite formular diversos objetivos específicos. A saber: (1) apreciar la evolución en la muestra de la formación de capital, el ahorro bruto, y las tres aplicaciones del EA: desendeudamiento, las adquisiciones y la acumulación de liquidez; (2) corroborar si existe una tendencia del EA a lo largo del período considerado (3) analizar qué factores permiten explicar la tendencia al crecimiento del EA en los últimos quince años. En particular, allí se

procura determinar el efecto de las dificultades para acceder a financiamiento externo sobre el EA, y el modo en que éste fue afectado por los problemas operativos, puntualmente la desaceleración del crecimiento y la volatilidad del entorno operativo.

El análisis de los datos a nivel firma confirma la existencia de una tendencia al aumento del exceso de ahorro ampliamente extendida entre firmas de diversos tamaños. Esta propensión se corresponde con una caída de la formación de capital igualmente generalizada, mientras que no es posible observar en la muestra una tendencia clara en el ahorro bruto. Por otro lado, tiene lugar un descenso en el endeudamiento y un aumento en la participación de los activos no operativos en el total del activo.

Este nivel de análisis revela también una dinámica cíclica del Exceso de Ahorro, experimentado al menos por el subconjunto de firmas que integran la muestra analizada, y que resultaba difícil de distinguir sobre la base de datos agregados: el exceso de ahorro promedio se incrementa significativamente durante las coyunturas recesivas e inmediatamente posteriores a cada una de las crisis financieras abarcadas en el período muestral. Y ello, a su vez, refleja caídas de la formación de capital bruta muy superiores a las contracciones del ahorro. Por cierto, los ejercicios econométricos realizados permiten afirmar que existió una tendencia creciente del exceso de ahorro, independientemente de los abruptos saltos que éste experimentó durante las fases de crisis. Así y todo, no parece equivocado afirmar que el exceso de ahorro de las firmas no financieras constituye una cualidad distintiva de coyunturas de crisis.

En cuanto al análisis de las causas del EA, en el estudio a nivel firma se evalúan en forma separada tres hipótesis que surgen de los Capítulos 2 y 3, a saber: que el aumento del EA fue causado por el racionamiento financiero, que fue un resultado de la mayor volatilidad y que resultó del menor crecimiento y dinamismo.

Pese a la consistencia y carácter generalizado de la tendencia al aumento del EA, es posible apreciar una gran heterogeneidad de situaciones individuales, en especial en materia de nivel del EA. Por caso, una inspección del EA para diferentes estratos de racionamiento o crecimiento indica que las firmas más racionadas y aquellas de mayor crecimiento, aún aportando al movimiento ascendente del EA agregado, preservaron niveles de EA negativos en general durante toda la etapa.

Aún así, los resultados indican que nuestras hipótesis brindan una explicación razonable de evolución del EA a lo largo del tiempo: las firmas racionadas, aquellas que

enfrentaron un entorno operativo más volátil, y las que experimentaron una mayor desaceleración en su crecimiento, fueron a su vez las que sufrieron un aumento más pronunciado del EA. Más aún, incluso cuando la debilidad de la formación de capital se encontró ampliamente difundida, la caída de la inversión se vio en especial agudizada entre las empresas racionadas, más volátiles y con mayor contracción en su crecimiento sufrieron una caída más aguda en su inversión.

## **V. Discusión**

En suma, parece quedar definido un panorama similar al que se desprendía de las discusiones iniciadas durante la década del '30 que se presentan concisamente en el Capítulo introductorio. Esto es, por un lado cobra visibilidad un desbalance entre una elevada capacidad de ahorro del sector de CNF y las posibilidades para canalizarlo a la formación de capital. Por otro lado, si bien esta tendencia actuó como un factor recesivo sobre el nivel de actividad, no puede plantearse que haya conducido a un estancamiento de largo plazo. Con todo, sí contribuyó a producir un escenario de inestabilidad financiera y fluctuaciones del nivel de actividad, y puede incluso en el futuro operar efectivamente como una fuente importante de estancamiento.

Naturalmente, existen diversos aspectos que hacen de este trabajo una elaboración particular e independiente de aquellas discusiones. Primero, aquí se parte de evidencias empíricas (las mismas estadísticas agregadas, los datos a nivel firma) en forma directa dan cuenta de la tendencia a la aparición de fondos que no son invertidos entre firmas no financieras, y se procura presentar de un modo integral y coherente las diversas expresiones de dicha tendencia: la inclinación al aumento del exceso de ahorro, el incremento en la demanda de liquidez, la contracción del activo operativo, el creciente peso de las operaciones de fusión y adquisición, la caída del endeudamiento, etc. Más aún, este trabajo se concentra en retratar y explicar dicho fenómeno en un período puntual: el que sigue a 1980. Esto es, una etapa posterior al período de posguerra, durante el cual aquellas tendencias parecieron desaparecer.

En segundo lugar, aquí se acude a una gran cantidad de trabajos académicos que, acaso de forma aislada y desarticulada, brindan signos del modo en que este fenómeno es causado por las características que asumió la acumulación de capital de las CNF en este nuevo período. Inclusive, el estudio empírico propio llevado a cabo en el Capítulo 4

suministra también evidencias concretas del impacto que tienen algunas de esas características sobre el exceso de ahorro.

En este marco, es posible discutir las principales implicancias de los resultados de este trabajo.

Primero, resulta destacable que los saltos abruptos del exceso de ahorro sean un fenómeno típico de coyunturas de crisis financieras y recesivas. Este hecho combinado con la tendencia generalizada al crecimiento del exceso de ahorro permite sugerir que durante todo el período posterior a 1980 se establecieron, de un modo estructural y perdurable, algunos rasgos y conductas típicas de coyunturas de crisis, que aún así se exacerbaban cada vez que estas crisis estallaron efectivamente.

Segundo, se torna evidente que tanto la inclinación hacia el exceso de ahorro como sus causas tienen una naturaleza eminentemente estructural y no transitoria. La literatura muestra cómo los múltiples factores identificados como causas generales del fenómeno (el incremento de la participación de los beneficios operativos en el ingreso, las dificultades impuestas por el sistema financiero, la internacionalización de la producción, el gradual enrarecimiento del entorno operativo, la mayor agresividad de la competencia, y el deterioro del crecimiento de la demanda) revisten un carácter de largo plazo. Más aún, éstos no constituyen factores aislados o aleatorios, sino que por el contrario se encuentran indisolublemente articulados en torno de una modificación integral sufrida por el patrón de acumulación de las CNF en los países avanzados. Consecuentemente, a modo de explicación general, no parece desacertado afirmar que la tendencia hacia la aparición del exceso de ahorro en este sector representa un resultado de ese patrón de acumulación.

Por lo demás, es difícil negar que la tendencia hacia la aparición del exceso de ahorro encontró entre sus causas a las dificultades financieras que se presentaron durante el período. Por un lado, esto queda de manifiesto en los incrementos abruptos que sufrió el exceso de ahorro en el entorno de cada crisis financiera. Por otro, las firmas racionadas en su acceso al financiamiento experimentaron un aumento tendencial del EA significativamente superior al ocurrido entre las empresas no racionadas.

Sin embargo, los resultados de este trabajo permiten también sostener que el crecimiento del exceso de ahorro no obedece exclusivamente a las dificultades financieras, sino que es igualmente ocasionado por problemas operativos de diversa



naturaleza. Primero, el aumento del EA se verifica aún cuando se controla por los efectos de las sucesivas crisis financieras –y sus consecuentes contracciones abruptas del crédito- ocurridas en el período muestral, lo que sugiere que se produce aun ignorando los efectos inmediatos de estas coyunturas. Y segundo, el EA tendió a crecer más aceleradamente entre las empresas que mostraron mayores dificultades operativas: aquellas cuyo entorno operativo se evidenció más volátil e incierto, y aquellas que gozando de un mayor dinamismo al inicio del período, vieron contraerse más rápidamente su crecimiento a lo largo del tiempo.

Más aún, la incidencia de estos factores, de índole tanto financiera como operativa, también se pone de manifiesto al considerar las aplicaciones del exceso de ahorro. Es evidente que el crecimiento en la demanda de liquidez y el requisito de contar con una estructura financiera flexible, que cobraron notoriedad desde 1980 y no antes, se encuentran explicados por factores que también alientan el exceso de ahorro: la mayor volatilidad operativa, el recrudecimiento de la competencia, la frágil confiabilidad que inspira para ciertas firmas el mercado financiero como fuente de fondos, etc.

El impacto de aquellos factores operativos insinúa que la tendencia ascendente del exceso de ahorro hubiera existido aún sin la ocurrencia de las crisis financieras, y que, por tanto, resulta insuficiente con restablecer el acceso al crédito para revertir dicha tendencia. Más aún, la índole estructural y no simplemente coyuntural o transitoria de las causas del exceso de ahorro en las corporaciones no financieras supone que cualquier intento de revertirlo exija una sustancial alteración del contexto y modo en que éstas desarrollan sus actividades, sugiriendo que es altamente improbable que ello suceda en el corto plazo.

Por otro lado, el fenómeno no se reduce a la existencia de ahorro no invertido sino que la misma inversión muestra un constante deterioro, reflejado entre otras cosas en la pérdida de importancia de los activos operativos. Por sí mismo, este aspecto parece constituir un indicador del carácter problemático y la acotada sostenibilidad del proceso de acumulación de capital de las CNF, tal como este se ha desarrollado en las últimas décadas.

El aumento del ahorro bruto también resulta conflictivo en este marco. Por un lado, en la medida en que refleja un avance de la participación de los beneficios del sector corporativo en el ingreso que ha tenido lugar en los países estudiados en los últimos 30 años, lleva consigo un problema distributivo en sí mismo. Pero además, en tanto

persistan los factores limitantes del crecimiento de la formación de capital, también entraña un problema de importancia desde un punto de vista macroeconómico.

En efecto, la existencia de un sector que tiende a absorber porciones crecientes del ingreso y simultáneamente a reducir sus gastos de inversión produce indefectiblemente una mayor inclinación a la inestabilidad financiera y crisis económica. Puntualmente supone que el crecimiento de la demanda agregada y el nivel de actividad deban reposar sobre la capacidad de otros sectores para compensar los efectos contractivos de las corporaciones no financieras, incurriendo en déficits y acumulando pasivos. Sin embargo, la crisis financiera internacional iniciada en 2007 parece haber puesto de manifiesto, precisamente, los límites e insustentabilidad de procesos de creciente endeudamiento en sectores como el corporativo financiero y el de los hogares.

Más aún, en la medida en que el exceso de ahorro corporativo se tornó una fuente importante de demanda de activos financieros emitidos por el sistema financiero desregulado, contribuyendo con ello a su sobre-expansión, puede plantearse incluso que las dificultades de las firmas racionadas para acceder al financiamiento externo, la volatilidad operativa y el menor crecimiento de los negocios originales actuaron también como causas indirectas de la crisis financiera de 2007, a través de su presión alcista sobre el exceso de ahorro.

Desde luego, todo ello repercute sobre el vigor de la recuperación económica posterior a la crisis financiera iniciada en 2007 en las economías desarrolladas. Aun cuando se identifique a la inversión como responsable de la mediocre recuperación del nivel de actividad y empleo desde 2009, incluso con un nivel de ganancias inusitado, y por mucho que se la pretenda estimular por medio de políticas monetarias (y fiscal, en el comienzo de la intervención oficial en 2008/2009) de alcance excepcional, las causas revisadas aquí suponen que la reanimación de la inversión y la superación del EA de las CNF no se producirán a instancias de meras medidas de política macroeconómica.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Acharya, V., Almeida, H., Campello, M.(2007). Is Cash Negative Debt? A Hedging Perspective on Corporate Financial Policies. *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 16, 515-554.

Aglietta M., Breton R (2001), Financial systems, corporate control and capital accumulation. *Economy and Society* Vol. 30 N°4, 433–66.

Ahn,S., Denis,D., Denis, D. (2006), Leverage and Investment in Diversified Firms. *Journal of Financial Economics*. Vol 79, 317-337

Akerlof, G. (1970), The market for ‘lemons’: quality and the market mechanism, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, 488–500.

Almeida, H., Campello, M., Weisbach, M. (2004). The Cash Flow Sensitivity of Cash. *The Journal of Finance*, Vol. 59, No. 4, 1777-1804.

Almeida, H., Campelo, M., Weisbach, M. (2002), “*Corporate Demand for Liquidity*”, NBER WP 9253.

André, C., Guichard, S., Kennedy, M., Turner, D. (2007), Corporate Net Lending. A Review of Recent Trends. *OECD Economics Department Working Papers*, No. 583, OECD Publishing. doi: 10.1787/044308023722

Arikan, A., Stulz, R. (2011). “*Corporate Acquisitions, Diversification, and the Firm’s Lifecycle*”. *Fisher College of Business WP 2011-03-018*.

Armenter, R., Hnatkovska, V. (2012), The Macroeconomics of Firms Savings, Working Paper N°12-1, Research Department, Federal Reserve Bank of Philadelphia.

Baran, P., Sweezy, P. (1966), “*El Capital Monopolista. Ensayo sobre el Orden Económico y Social de Estados Unidos*”. Edición en español de 1974, Siglo Veintiuno Editores.

Barba, A., Pivetti, M. (2012), Distribution and accumulation in post-1980 advanced capitalism. *Review of Keynesian Economics*, Inaugural Issue, Autumn, 126–142.

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*, Vol. 64, N°5, 1985-2021.

Baum, C., Caglayan, M., Ozkan, N., Talavera, O. (2006). The Impact of Macroeconomic Uncertainty on non-financial firms` demand for liquidity. *Review of Financial Economics*, Vol. 15, 289-304.

Baum, C., Caglayan, M., Stephan, A., Talavera, O (2008). Uncertainty Determinants of Corporate Liquidity. *Economic Modelling* Vol. 25 p. 833-849.

Baum, C., Schäfer, D., Talavera, O. (2007). “*The Effects of Industry Level Uncertainty on Cash Holdings. The Case of Germany*”. Boston College, Working Paper n° 637.

Baumol, W.J., (1952). “*The transactions demand for cash: An inventory theoretic approach*”. *Quarterly Journal of Economics* Vol. 66, 545–556.

Bellamy Foster, J. (2007), *The Financialization of Capitalism. Radical Political Economics at the Left Forum* , New York, Marzo.

Bentolila, S., Saint-Paul, G. (2003). Explaining Movements in the Labor Share, *The B.E. Journal of Macroeconomics*, Vol. 3, N°1.

Ben-Zion, U. (1974). The cost of capital and the demand for money by firms. *Journal of Money, Credit and Banking*, 6(2), 263–269.

Bernanke, B. (2005), *The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit*. The Federal Reserve Board, At the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economists, Richmond, Virginia.

Bils, N., Klenow, P. (2004), Some Evidence on the Importance of Sticky Prices, *Journal of Political Economy*, Vol. 112, N° 5, 947-985.

Blanchard, O. (1997), *The Medium Run*. Brookings Paper on Economic Activity. N°2, 89-158.

Bloch, E. (1963). “*Short Cycles in Corporate Demand for Government Securities and Cash*”. *The American Economic Review*, Vol. 53, N° 5, 1058-1077.

Blonigen, G., Wilson, W. (2010), Foreign subsidation and excess capacity. *Journal of International Economics*, Vol. 80, 200-211.

Blundell, R., Bond, S. (1998). Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of Econometrics* Vol. 87, 11-143.

Bönke, T., Corneo, G. & Lüthen, H. (2011). Lifetime Earnings Inequality in Germany. Discussion Papers de DIW Berlin 1160, DIW Berlin, German Institute for Economic Research.

Brown, G., Kapadia, N. (2007). Firm-specific risk and equity market development. *Journal of Financial Economics*, Vol. 84, 358-388.

Brown, J., Peterson, B., (2011). “Cash holdings and R&D smoothing”. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 17, 694–709.

Burachik, G. (2007), Crecimiento de Grandes Empresas: propuesta metodológica y aplicación al caso argentino, Tesis Doctoral, Universidad Nacional del Sur, Bahía Blanca.

Caballero, R., Hammour, M. (1998), Jobless Growth: Appropriability, Factor Substitution, and Unemployment, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, Vol. 48, N° 1, 51-94.

Campbell, J., Lettau, M., Malkiel, B., Xu, Y. (2001). Have Individual Stocks Become More Volatile? An Empirical Exploration of Idiosyncratic Risk, *The Journal of Finance*, Vol. LVI, N° 1, 1-44.

Campbell, J., Taksler, G.( 2003), Equity volatility and corporate bond yields. *Journal of Finance*, Vol.58, 2321-2349

Campello, M., Graham, J., y Harvey, C. (2011), The real effects of financial constraints: Evidence from a financial crisis. *Journal of Financial Economics*, Vol. 97, 470–487.

Chamberlin, G. (2008), Recent Trends in UK Corporate Net Lending. *Economic & Labour Market Review*, Vol. 2, No 7, Julio.

Chandler A. (1982). “*The M-form: industrial groups, american style*”. *European Economic Review*, vol. 19, N° 1.

Chen, N., Mahajan, A., (2010). “*Effects of Macroeconomics Conditions on Corporate Liquidity International Evidence*”. *Research Journal of Finance and Economics*. Vol 35, 112-129.

Comin, D., Groshen, E., Rabin, B. (2009), Turbulent firms, turbulent wages? *Journal of Monetary Economics*, Vol. 56. N°, 109-133.

Comin, D., Mulani, S.(2006), Diverging Trends in Aggregate and Firm Level Volatility. *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 88, N°2, 374-383.

Comin, D., Phillipon, T. (2006), The Rise in Firm-Level Volatility: Causes and Consequences. En Gertler, M., Roggof, K., “*NBER Macroeconomics Annual 2005, Volume 20*”, MIT Press.

Comisión Europea (2007), The labour income share in the European Union. En “Employment in Europe”, Comunidad Europea, Luxemburgo.

Comunidad Europea, Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, Fondo Monetario Internacional, Naciones Unidas, Banco Mundial (2009), “National Accounts System 2008”, Nueva York.

Crotty J. (2000), Slow growth, destructive competition and low road labor relations: a Keynes-Marx-Schumpeter analysis of neoliberal globalization, Working Paper N° 6, University of Massachusetts Amherst, *Political Economy Research Institute*.

Crotty, J. (2002), The effects of increased product market competition and Changes in Financial Markets on the Performance of Non Financial Corporations in the Neoliberal Era; en *Financialization and the world economy*. Epstein, G. (ed). Cheltenham: Edward Elgar.

Crotty, J. (2002b); Why there is chronic excess capacity – The market failures issue. *Challenge*, Vol. 45, N° 6, 21-44.

Custodio, C., Ferreira, M., Laureano, L. (en prensa), Why are US firms using more short-term debt?, *Journal of Financial Economics*, en prensa.

Custodio, C., Ferreira, M.A., Raposo, C. (2005). “*Cash Holdings and Business Conditions*”. Working Paper, Social Science Research Network: <http://ssrn.com/abstract=608664>

DeAngelo, H., DeAngelo, L., Skinner, D. (2004). Are dividends disappearing? Dividend concentration and the consolidation of earnings. *Journal of Financial Economics*, Vol. 72. 425-456.

Demir, F. (2009), “Financial liberalization, private investment and portfolio choice: Financialization of real sectors in emerging markets”. *Journal of Development Economics*, Vol 88, 314-324.

Denis, D., Osobo, I. (2008). Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy. *Journal of Financial Economics*, Vol. 89, 62-82.

Denis, D., Sibilkov, V., (2010), “Financial constraints, investment, and the value of cash holdings”. *Review of Financial Studies*, Vol. 23, 247–269.

Desai, M., Goolsbee, A. (2004), Investment, Overhang, and Tax Policy. *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 2004, N° 2, 285-338.

Dittmar, A., Mahrt-Smith, J., Servaes, H., (2003). “*International corporate governance and corporate cash holdings*”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 38, 111–133.

Donaldson, G., (1961), *Corporate Debt Capacity: A Study of Corporate Debt Policy and the Determination of Corporate Debt Capacity*, Division of Research, Harvard Graduate School of Business Administration.

Donaldson, G., (1969), *Strategy for Financial Mobility*, Division of Research, Harvard Graduate School of Business Administration.

Duchin, R., Ozbas, O., Sensoy, B. (2010), Costly external finance, corporate investment, and the subprime mortgage financial crisis. *Journal of Financial Economics*, Vol 97, 418-435.

Dumenil, G., Levy, D. (2004), *Capital Resurgent: Roots of the Neoliberal Revolution*, Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts-Londres.

Dumenil, G., Levy, D. (2011), *The Crisis of the Early 21st Century: A Critical Review of Alternative Interpretations*. Preliminary Draft

Ellis, L., Smith, K., (2010), The Global Upward Trend in the Profit Share. *Applied Economics Quarterly*, Vol. 56, N° 3, 231-256

Fama, E., French, K., (2001). Disappearing dividends: Changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of Financial Economics*, Vol 60, 3–43.

Fama, E., French, K., (2002). Testing tradeoff and pecking order predictions about dividends and debt. *Review of Financial Studies*, Vol 15, 1–33.

Fatemi, A., Bildik, R. (2012), Yes, dividends are disappearing: Worldwide evidence. *Journal of Banking and Finance*, Vol. 36, 662-677.

Fazzari, S., Hubbard, G, Petersen, B (1988). Financing constraints and corporate investment, *Brooking Papers on Economic Activity* 1, 141-195.

Feldstein, M. (1994), The Effects of Outbound Foreign Direct Investment on the Domestic Capital Stock. En Feldstein, M, Hines, J., Hubbard, G. (1995), “*The Effects of*

*Taxation on Multinational Corporations*”, National Bureau of Economic Research, University of Chicago Press, Chicago

FMI (2006). Awash with Cash: Why are Corporate Savings So High?. *World Economic Outlook*, Abril, 135-159.

FMI (2007), The globalization of labour. *World Economic Outlook*, Abril, 161-192.

Foley, C. Fritz, H., Titman, S., Garry, T., (2007). “*Why do firms hold so much cash? A tax-based explanation*”. *Journal of Financial Economics*, Vol. 86, 579–607.

Frazer, W. (1964). “*The Financial Structure of Manufacturing Corporations and the Demand for Money: Some Empirical Findings*”. *The Journal of Political Economy*, Vol. 72 N° 2 176-183.

French, E., Klier, T., Oppedahl, D. (2002), Is there still an investment overhang, and if so, should we worry about it?. *Chicago Fed Letter*, Special Issue, Mayo.

Fresard, L. (2010). “*Financial Strength and Product Market Behavior: The Real Effects of Corporate Cash Holdings*”. *Journal of Finance*, Vol. 65, N° 3, 1097-1122.

Freund , W.C. (1966), *Investment Fundamentals*. American Bankers Association, New York.

Friedman, M, Schwartz, A., (1963). *A Monetary History of the United States, 1867-1960*. Princeton: Princeton University Press.

Friedman, M. (1959). “*The Demand for Money: Some Theoretical and Empirical Results*”. *The Journal of Political Economy*, Vol. 67, N° 4, 327-351.

Galambos, J. (2008), *The US Corporate Economy in the Twentieth Century*, en Engerman, S. y Gallman, R., “*The Cambridge Economic History of the United States*”, vol. III., Cambridge University Press, Cambridge, Reino Unido.

Ghosal, V., Loungani, P. (2000), The differential impact of uncertainty on investment in small and large business. *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 82, 338–349.

Giammarioli, N., Messina, J., Steinberger, T., Strozzi, C. (2002), *European Labor Share Dynamics: An Institutional Perspective*. European University Institute, Working Paper N° 2002/13.

Glyn, A. (2006), *Capitalism Unleashed: Finance, Globalization and Welfare*, Oxford University Press, Oxford-New York.



Gort M. (1962), *Diversification and Integration in American Industry*. Princeton University Press

Graham, J. (2000). How big are the tax benefits of debt? *Journal of Finance Vol 55*, 1901–1941.

Graham, J., Harvey, C. (2001), “*The theory and practice of corporate finance: evidence from the field*”, *Journal of Financial Economics* , Vol. 60, 187-243

Greenspan, A. (1996), Job Insecurity and Technology. En Fuhrer, J. C ., Little, J.S. “*Technology and Growth: Conference Proceedings*”, Federal Reserve Bank of Boston, Boston.

Greenspan, A. (2002), Informe semiannual de Política Monetaria de la Junta de la Reserva Federal al Congreso, ante el Comité de Servicios Financieros, Casa de los Representantes de Estados Unidos.

Guiso, L., Parigi, G. (1999), Investment and Demand Uncertainty, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 114, 185-227.

Guney, Y., Ozkan, A., Ozkan, N. (2007). “*International Evidence on the Non-linear Impact of Leverage on Corporate Cash Holdings*”. *Journal of Multinational Financial Management*, Vol. 17, 45-60.

Guscina, A. (2006), Effects of globalization on labor’s share in national income. IMF Working Paper 06/294.

Hadlock, C. y Pierce, J. (2010), New Evidence on Measuring Financial Constraints: Moving Beyond the KZ Index. *The Review of Financial Studies*, Vol. 23, N°5, 1909-1940.

Hansen, A. (1938), “*Full Recovery or Stagnation*”. W. W. Norton, Incorporated.

Harford, J., (1999), “*Corporate cash reserves and acquisitions*”, *Journal of Finance*, Vol. 54, 1969–1997.

Harford, J., Mansi, S., Maxwell, W., (2008), “*Corporate governance and firm cash holdings in the US.*”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 87, 535–555.

Harrison, A. (2002) Has globalization eroded labor’s share? Some cross-country evidence, Mimeo, UC Berkeley.

Haushalter, D., Sandy K., and William M. (2007). *“The influence of product market dynamics on the firm’s cash holdings and hedging behavior”*. Journal of Financial Economics Vol. 84, 797–825.

Hobberg, G., Prabalaha, H. (2009), Disappearing Dividends, Catering, and Risk. Review of Financial Studies, Vol. 22. N°1, 76-116.

Holmström, B., Tirole, J. (2000), *“Liquidity and Risk Management”*, Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 32, 3, 295-319.

Holmström, B., Kaplan, S. (2001), Corporate Governance and Merger Activity in the United States: Making Sense of the 1980s and 1990s. The Journal of Economic Perspectives, Vol. 15, N°2, 121-144.

Holmström, B., Tirole, J. (2011), Inside and Outside Liquidity. Boston, MIT Press.

Humphrey, J., Memedovic, O., (2003), The Global Automotive Industry Value Chain: What Prospects for Upgrading by Developing Countries, Sectoral Studies Series, United Nation Industrial Development Organization, Viena.

International Institute for Labour Studies ( 2011), Making profits work for investment and jobs. En *World of Work Report 2011*. International Institute for Labour Studies-International Labour Organization, 31-54.

Irvine, P., Pontiff, J. (2008). *“Idiosyncratic return volatility, cash flows, and product market competition”*. Review of Financial Studies, Vol. 22, 1149–1177.

Jacobs, D. (1960) *“The marketable security portfolios fo non-financial corporations, investment practices and trends”*. The Journal of Finance, Vol. 15, No. 3, 341-352.

Jayadev, A. (2007), Capital account openness and the labour share of income. Cambridge Journal of Economics Vol. 31, 423-443.

Jensen, M. (1986), *“Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers”*. The American Economic Review, Vol.76, N° 2, 323-329.

Jensen, M. (1989). The eclipse of public corporation. Harvard Business Review, Septiembre-Octubre, 61-74.

Johnson, L. (1987), Excess Capacity in international telecommunication. Telecommunications Policy, September.

Kahle, K., Stulz, R. (en prensa), “*Access to capital, investment, and the financial crisis*”, *Journal of Financial Economics*, manuscrito aceptado, disponible en <http://www.sciencedirect.com/sci-hub.org/science/article/pii/S0304405X13000573>

Kaldor, N. (1957), A Model of Economic Growth. *The Economic Journal*, Vol. 67, N° 268, 591-624.

Kaplan, S., Zingales, L. (1997). “*Do financing constraints explain why investment is correlated with cash flow?*”, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 112, 169-215.

Kaplan, S., Zingales, L. (1997). Do financing constraints explain why investment is correlated with cash flow? *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 112, 169-215.

Keynes, J.M. (2001[1936]), *Teoría General de la Ocupación, el Interés y el Dinero*. Buenos Aires: Fondo de Cultura Económica.

Kim, C., Mauer, D., Sherman, A. (1998), “*The Determinants of Corporate Liquidity: Theory and Evidence*”. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 33, N° 3, 335-359.

Krippner, G (2005). “*The Financialization of the American Economy*”. *Socio-Economic Review* Vol. 3, 173–208

Krishnamurthy, A., Vissing-Jorgensen, A. (2010). The Aggregate Demand for Treasury Debt. *NBER Working Paper No. 12881*.

Krueger, D., Perri, F. (2006), Does income inequality lead to consumption inequality? Evidence and theory. *Review of Economic Studies* Vol. 73, 163-193.

Kusnadi, Y., Wei, K., (2011). “*The determinants of corporate cash management policies: evidence from around the world*”, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 17, 725–740.

Lang, L., and Stulz, R. (1994), “*Tobin’s q, corporate diversification, and firm performance*”, *Journal of Political Economy*, Vol. 102, 1248–1280.

Lazonik, W., O’Sullivan, M. (2000), Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance. *Economy and Society*, Vol. 29, N°1, 13-35.

Leahy, J., Whited, T. (1996), The Effects of Uncertainty on Investment: Some Stylized Facts, *Journal of Money Credit and Banking*, Vol. 28, 64–83.

Lequiller, F., Blades, D. (2006), “*Understanding National Accounts*”, OECD Publishing, París.

Lutz, F.(1945). *Corporate Cash Balances 1914-1943. Manufacturing and Trade*. New York: NBER.

Maddison, A., (2001), “The World Economy. A Millenian Perspective.”, Development Center Studies, Organization for Economic Cooperation and Development (OECD), París.

Malkiel, B. (1979), The Capital Formation Problem in the United States, *The Journal of Finance*, Vol. 34, N°2, 291-306.

Martinez Carrascal, C. (2010), “*Cash Holdings, Firm Size and Access to External Finance. Evidence for the Euro Area*”, Banco de España, Documento de Trabajo N° 1034

Mayer, J. (2000), The fallacy of composition: A review of the literature. UNCTAD Discussion Paper 166.

McCarthy, J. (2004), What Investment Patterns across Equipment and Industries Tell Us about the Recent Investment Boom and Bust. *Current Issues in Economics and Finance*, Vol. 10, N°6. Federal Reserve Bank of New York, Mayo.

McConnell, M., Perez-Quiros, G. (2000), Output Fluctuations in the United States: What Has Changed since the Early 1980's? *American Economic Review*, Vol. 90, N°5, 1464-1476.

Meltzer, A. (1963). “*The Demand for Money: The Evidence from the Time Series*”. *The Journal of Political Economy*, Vol. 71, N° 3, 219-246.

Milberg, W, Winkler, D. (2010) “*Financialization and the dynamics of offshoring in the USA*”. *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 34, 275-293.

Milberg, W, Winkler, D. (2010), Economic insecurity in the new wave of globalization: offshoring and the labor share under varieties of capitalism. *International Review of Applied Economics*, vol. 24, N° 3, 285-308.

Milberg, W. (2008), “*Shifting sources and uses of profits: sustaining US financialization with global value chains*”. *Economy and Society*, Vol. 37, N° 3, 420-451.

Milberg, W., Scholler, (2008), Globalization, Offshoring and Economic Insecurity in Industrialized Countries. Background paper, United Nations Department of Economic and Social Affairs.

Miller, M., Orr, D. (1966). “*A model of the demand for money by firms*”. *Quarterly Journal of Economics* Vol. 80, 413–435.

Minsky, H. (1986), “*Stabilizing an Unstable Economy*”, McGraw Hill, Nueva York.

Modigliani, F., Miller, M. (1958), “The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment”, *The American Economic Review*, Vol. 48, , 261-297.

Möec, G., Frey, L. (2006), Global imbalances, saving glut and investment strike. Occasional Paper N°1, Banque de France, Febrero.

Moffitt, R. A., Gottschalk, P. (2012), Trends in the Transitory Variance of Male Earnings in the U.S. *Methods and Evidence. Human Resources*. Vol. 47. 204-236.

Monarch, R., Park, J., Sivadasan, J. (2012), Gains from Offshoring? Evidence from U.S. Microdata. Working Paper, disponible en [http://webuser.bus.umich.edu/jagadees/papers/offshoring/MPS\\_offshoring\\_012113.pdf](http://webuser.bus.umich.edu/jagadees/papers/offshoring/MPS_offshoring_012113.pdf)

Mulligan, C. B. (1997). “*Scale economies, the value of time, and the demand for money: Longitudinal evidence from firms*”, *Journal of Political Economy* 105, 1061–1079.

Myers, S., (1984), “*The capital structure puzzle*”, *Journal of Finance* Vol. 39, 575–592.

Myers, S., Majluf, N., (1984). “*Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have information that investors do not have*”. *Journal of Financial Economics* Vol. 13, 187-221

Norman, D. (2008), The puzzle of manufacturing sector investment: is the lag behind its drivers more apparent than real? *Business Economics*, Abril.

OECD (2007), Corporate Savings and Investment: Recent Trends and Prospects, *OECD Economic Outlook*, Vol. 82. Preliminary Edition.

OECD, (2004), *Employment Outlook*. Paris: OECD.

Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., Williamson, R., (1999). “The determinants and implications of cash holdings”. *Journal of Financial Economics* Vol. 52, 3–46.

Opler, T., y Titman, S. (1991). The Determinants of Leveraged Buyout Activity: Free Cash Flow vs. Financial Distress Costs. *The Journal of Finance*, Vol. 48, No. 5, 1985-1999.

Orhangazi, Ö., (2008). “*Financialization and capital accumulation in the non-financial corporate sector. A theoretical and empirical investigation on the US economy: 1973-2003*”. *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 32, 863–886.

Ozkan, A., Ozkan, N. (2004). “*Corporate Cash Holdings: An Empirical Investigation of UK Companies*”. *Journal of Banking and Finance*, Vol. 28, 2103-2134.

Payne, W. (1961), *Industrial Demands upon the Money Market, 1919-57: A Study in Fund-flow Analysis*, New York: NBER.

Pinkowitz, L., Stulz, R., Williamson, R., (2012), Multinationals and the high cash holdings puzzle, [Fisher College of Business, Working Paper No.10](#)

Pinkowitz, L., Williamson, R., (2006). "What is a dollar worth? The market value of cash holdings." Georgetown University, Working Paper.

Pinkowitz, L., y Williamson, R., (2001). "*Bank Power and Cash Holdings. Evidence From Japan*". The Review of Financial Studies, Vol. 14, N° 4, 1059-1082.

Pozsar, Z. (2011). Institutional Cash Pools and the Triffin Dilemma of the U.S. Banking System, IMF Working Paper 11/190

Rajan, R. (2010), "*Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy*", Princeton University Press.

Reserva Federal de Estados Unidos (2012), Informe Estadístico Z.1, Flow of Funds Account, Septiembre.

Rumelt R. (1986[1974]). *Strategy, Structure and Economic Performance*. Harvard Business School Press, Boston, Massachusetts.

Rumelt, R., (1982). "*Diversification strategy and profitability*". Strategic Management Journal, N° 3, 359-369.

Sabelhaus, J., Song, J. (2009), Earnings volatility across groups and time. *National Tax Journal*, Vol **62**, N°2, 347-364.

Saddour, K. (2006), "The Determinants and the Value of Cash Holdings: Evidence from French firms", Cahier de recherche n°2006-6, Centre de Recherche sur la Gestion, Université Paris Dauphine.

Schumpeter, J. (1939), "*Business Cycles: A Theoretical, Historical and Statistical Analysis of the Capitalist Process*". McGraw-Hill, New York.

Selden, R. T. (1961). "*The postwar rise in the velocity of money: A sectoral analysis*". The Journal of Finance, 16(4), 483-545.

Shatto, G. (1967). "*Money Substitutes for the Corporate Business Sector*". The Journal of Finance, Vol. 22, No. 1, 83-85.

Shatto, G. (1972). “*Government Securities and the Cyclical Investment Behavior of Corporations and Commercial Banks: A note*”. *Journal of Business*, Vol. 45. N° 3, 385-386.

Stein, J. (2001), Agency, Information and Corporate Investment, en: Constantinides, G., Harris, M., Stulz, R. (Eds.), *Handbook of Economics and Finance*, Elsevier Science.

Steindl, J. (1952), “*Maturity and Stagnation in American Capitalism*”, Blackwell, Oxford, Londres.

Sterling, C. (2006), “*Shaping American Telecommunications: A History of Technology, Policy, and Economics*”, Lawrence Erlbaum Associates. Mahwah, Nueva Jersey-Londres.

Stiglitz, J., y Weiss, A. (1981), “Credit rationing and markets with imperfect information”, *American Economic Review* Vol. 71, 393–411.

Stockhammer, E. (2004). “*Financialization and the slowdown of accumulation*”. *Cambridge Journal of Economics* vol. 28, N° 5, 719-741.

Stockhammer, E. (2009), Determinants of functional income distribution in OECD countries, *IMK Studies*, 05-2009, IMK, Hans Boeckler Foundation, Macroeconomic Policy Institute.

Subramaniam, V., Tang, T., Yue, H., Zhou, X., (2011) “*Firm structure and corporate cash holdings*”, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 17, 759–773.

Sweezy, P., Magdoff, F. (1987), “*Stagnation and Financial Explosion*”, *Monthly Review* Press, Nueva York.

Thoma, L., D`aveni, R. (2009) , The changing nature of competition in the US manufacturing sector, 1950—2002. *Strategic Organization*, Vol. 7, N°4, 387-431.

Thomas, (2006), Recent Trends in Corporate Finance Some Evidence from the Canadian System of National Accounts. Research Paper, Income and Expenditure Accounts Technical Series, Statistics Canada.

Tobin, J., (1965), “*Money and economic growth. Econometrica* “, Vol. 33, N° 4, 671–684.

Tong, Z.(2011), “*Firm diversification and the value of Corporate Cash Holdings*”. *Journal of Corporate Finance*. Vol. 17, 741-758.

Van Treeck, T., Stur, S. (2013), *Income inequality as a cause of the Great Recession? A survey of recent debates*. Conditions of Work and Employment Series N°39, International Labor Organization, Génova.

Vogel, R., Maddala, G.S. (1965). "*The Demand for Money: A Cross-Section Study of Business Firms: Comment*". The Quarterly Journal of Economics, Vol. 79, N° 1, 153-159.

Vogel, R., Maddala, G.S. (1967). "*Cross-Section Estimates of Liquid Asset Demand by Manufacturing Corporations*". The Journal of Finance, Vol. 22, N° 4, 557-575.

von Kalckreuth, U. (2000). "*Exploring the role of uncertainty for corporate investment decisions in germany*". Deutsche Bank, Discussion Paper 5/00.

Wei, S., Zhang, C., (2006). *Why Did Individual Stocks Become More Volatile?*, *The Journal of Business*, Vol. 79, No. 1, 259-292.

Whalen, E. (1965). "*A cross-section study of Business Demand for Cash*". The Journal of Finance, Vol. 20, N°3, 423-443.

Whited, T., Wu, G. (2006). *Financial Constraints Risk*. The Review of Financial Economics, Vol. 19, N°2, 531-559.