

# Un estudio exploratorio de la demanda corporativa de activos líquidos en Argentina

Pérez Artica, Rodrigo<sup>1</sup>

## Resumen

Se busca revisar los aportes de la literatura financiera para explicar el incremento en la demanda de activos líquidos entre las corporaciones no financieras en los países desarrollados, evaluar conceptualmente el grado en que sus supuestos permiten una completa cobertura de las posibles causas de la demanda de activos líquidos, y obtener con ello una metodología tentativa para observar e interpretar este fenómeno en el contexto de las grandes empresas no financieras que actúan en Argentina.

**Palabras clave:** Financierización; Demanda de activos líquidos; Demanda de dinero; Inversión corporativa.

---

<sup>1</sup> Datos del Autor. Becario de Conicet. Doctorando en Economía (UNS). Auxiliar de Docencia Cátedra Finanzas Públicas C.P. e-mail: [rodrigoperezartica@gmail.com](mailto:rodrigoperezartica@gmail.com)

## **Un estudio exploratorio de la demanda corporativa de activos líquidos en Argentina.**

### **I. Introducción**

Es conocida la discusión que tiene lugar en Argentina alrededor de la naturaleza hipotéticamente rentista de la inversión empresaria local, su presunta falta de disposición a comprometerse en inversiones que supongan plazos prolongados de recupero, así como su inclinación a aplicar fondos a actividades financieras o comerciales de carácter especulativo. Aun cuando este planteo ya había sido sugerido, e incluso estudiado como un aspecto auxiliar de la dinámica cíclica, por algunos autores locales a lo largo del tercer cuarto del siglo XX<sup>2</sup>, varios otros<sup>3</sup> han coincidido al señalar que durante los últimos treinta años esta conducta adquirió un relieve más acentuado entre las grandes empresas domésticas.

Asimismo, durante los últimos años la prensa financiera internacional ha dirigido en forma reiterada su atención hacia la acumulación de activos líquidos en los balances de grandes corporaciones no financieras de países desarrollados –y ha interpretado este fenómeno, además, de formas disímiles. Son conocidos en este ámbito los casos de grandes conglomerados principalmente industriales como General Motors, Chrysler, Apple, y General Electric, o de servicios como Microsoft, y Google<sup>4</sup>, en que la acumulación de efectivo y activos líquidos alcanzó niveles inusitadamente elevados que llevaron inclusive a desencadenar conflictos entre accionistas y directivos de las firmas, precipitar amenazas de compras hostiles, etc.

Desde entonces, la literatura financiera ha reconocido la relevancia de este fenómeno y procurado ofrecer elementos para su comprensión. Así, se han sucedido una serie de estudios teóricos y econométricos que permiten recopilar un conjunto de circunstancias teóricamente susceptibles de alentar la acumulación de liquidez. Una porción significativa de estos aportes se inscribe en el marco de modelos de demanda óptima de liquidez, asumiendo como supuesto que los activos líquidos de las firmas deberían responder a cambios en los niveles *deseados* de tenencia de las

---

<sup>2</sup>Sábato y Schwartzer (1983); O'Donnell (1982), Vitelli (1990)

<sup>3</sup>Basualdo (2006); Ortiz y Schorr (2006); Schwartzer (1986).

firmas, mientras que otros planteos conciben a estas tenencias como saldos accesorios del resto del funcionamiento financiero y operativo de las firmas.

El propósito específico de este trabajo consiste en revisar estos aportes, evaluar conceptualmente el grado en que sus supuestos permiten una completa cobertura de las posibles causas de la demanda de activos líquidos, y obtener con ello una metodología tentativa para observar e interpretar este fenómeno en el contexto de las grandes empresas no financieras que actúan en Argentina.

## **II. Evidencias para la economía estadounidense**

Los estudios empíricos interesados por las empresas norteamericanas muestran que los cambios de conducta en relación a la demanda de activos financieros no son recientes; por el contrario, la mayoría de los trabajos evidencian un punto de inflexión durante la segunda mitad de los años `70, que originó tanto una aceleración en el hasta entonces débil aumento del ratio (*Efectivo y equivalentes/Activo Total*), como un consecuente incremento en la importancia de los ingresos financieros en el total de ingresos percibidos<sup>5</sup>.

*Activos Financieros y Endeudamiento Neto.* Bates et al (2009) indican que este ratio ha crecido entre 1980 y 2004 un 129% y 169%, para media y mediana muestrales respectivamente, en una muestra extraída del Computstat, con entre 3500 y 5600 observaciones anuales dependiendo del año. Para la media, este ratio comienza con un valor de 10.48% y termina en 24.03%. Evalúan cómo se distribuyó este incremento de acuerdo al tamaño de las empresas –según activos totales-, y advierten que el incremento se distribuyó homogéneamente entre todos los quintiles, aunque mostró mayor dinamismo entre los quintiles de menor tamaño. No obstante, los quintiles de mayor tamaño experimentaron una notoria aceleración desde 1998.

Los mismos autores examinan la evolución del endeudamiento bruto y neto (descontando del pasivo el valor del efectivo y los activos líquidos). Observan que la evolución del primero no sigue ninguna tendencia, mientras que el segundo cae tendencialmente desde 16,45% en 1980, hasta valores promedio negativos para

---

<sup>5</sup> Resulta curioso, no obstante, que este doble carácter del fenómeno (sus efectos tanto sobre los stocks como sobre los flujos de ingresos), no sea totalmente registrado por la literatura teórica.

2004/2006. Ello les permite deducir que la caída en el ratio de endeudamiento neto respondió directamente al incremento en las tenencias de efectivo, y no a caídas en el endeudamiento bruto.

Coincidentemente, Crotty (2002), tomando como base información de flujos de fondos de grandes empresas no financieras provista por la Reserva Federal, encuentra un significativo incremento en la tenencia de activos financieros a partir de comienzos de los años '80 –la razón entre activos financieros y activos fijos, luego de mantenerse estable por aproximadamente veinte años, aumentó desde 40% en 1980 hasta el 100% en 2000. No obstante, su trabajo aclara que la base de datos utilizada no es la más apropiada. Al parecer, dentro de la categoría “Activos Financieros” se incluyen rubros del activo que sería correcto apartar, pero cuya participación en el total de la categoría se desconoce. Con todo, de acuerdo con el autor es posible afirmar que cierto incremento en la proporción de activos financieros tuvo lugar desde 1980, sólo que no es por el momento posible precisar sus dimensiones.

Dumenil y Levy (2004) también dieron cuenta de un cambio de tendencia similar, usando datos del Bureau of Economic Analysis (BEA), las cuentas nacionales de producto e ingreso (NIPA), y la Reserva Federal. Al igual que Bates et al (2009), para ellos los cambios en la composición del activo no podría comprenderse en forma aislada de lo ocurrido con los pasivos. En efecto, la evolución de los pasivos totales sigue una trayectoria curiosamente parecida a la de los activos financieros –que en sus cálculos, no abarcan a las tenencias de acciones emitidas por firmas de la misma muestra. Los pasivos netos, esto es, la diferencia entre los pasivos totales y los activos financieros, muestran valores positivos y levemente decrecientes hasta fines de la década de 1990, para pasar posteriormente a magnitudes progresivamente negativas.

*Efectos sobre la rentabilidad.* Las evidencias sobre las tenencias de liquidez en Estados Unidos se nutren también de hallazgos referidos al impacto de esta tendencia sobre la rentabilidad global de las corporaciones no financieras. Así, Krippner (2005) confecciona una medida denominada *portfolio income*, que consiste en la razón entre los ingresos financieros (intereses y dividendos cobrados, más ganancias de capital) y el flujo neto de caja; y que calcula para las grandes corporaciones no financieras estadounidenses a partir de fuentes similares a las

utilizadas por los autores anteriores. La apreciación del *portfolio income* en el tiempo lleva a conclusiones congruentes con las mencionadas arriba, una financierización de ingresos muy significativa y creciente se advierte desde fines de los años '70.

Sin embargo, el estudio de Dumenil y Levy sobre el comportamiento del componente financiero de la rentabilidad en las grandes empresas estadounidenses, pareciera indicar lo contrario a lo sugerido por Krippner. Estos autores demuestran cómo la proporción de la tasa de ganancia del sector corporativo no financiero explicada por beneficios financieros netos, sufre una muy notable disminución desde 1980; es decir, precisamente a partir del momento en que los activos e ingresos financieros experimentan ambos aumentos sustanciales en su ritmo de crecimiento, los beneficios netos derivados de transacciones financieras ven mermar su participación en el total de los beneficios. La explicación hallada es que tal caída se debe al repentino incremento en las tasas de interés pagadas por los pasivos, producido en 1979, en lo que estos autores denominan “golpe de 1979<sup>67</sup>”.

### **III. Los modelos teóricos de demanda óptima**

El propósito de esta sección consiste en revisar la literatura teórica disponible para estudiar y caracterizar la demanda corporativa de activos líquidos. Predominan en este ámbito planteos que procuran elucidar las motivaciones que conducen a las firmas desear acumular activos líquidos antes que mantener su riqueza demandando otros activos. En ese sentido, se enumeran factores que hacen del efectivo y los activos de liquidez similar, entendidos como una unidad homogénea precisamente por contar con un mismo y elevado nivel de liquidez, activos atractivos para las firmas. En suma, la demanda de liquidez es percibida como el resultado racional de un proceso de optimización que arroja una cartera óptima para la firma.

En una primera instancia, los motivos de demanda corporativa de liquidez registrados se corresponden directamente con dos de los motivos de demanda de

---

<sup>6</sup> En rigor, los dos quintiles detectados como más dinámicos fueron el segundo y tercero.

<sup>7</sup> De acuerdo con Dumenil y Levy, el sector financiero de los países desarrollados logró forzar en 1979 un aumento en las tasas de interés nominales que estableció tasas reales positivas, a partir del cual los acreedores lograron torcer la distribución del ingreso en su favor.

dinero enunciados por Keynes (1936): (1) *el motivo transacción*: evitar el costo implicado en la recaudación de fondos en el mercado, ya sea liquidando activos con altos costos de realización o contrayendo pasivos; y (2) *el motivo precaución*: cubrirse ante la eventual aparición de una oportunidad de inversión que no pueda contar con medios alternativos de financiamiento, sea porque no hay fuentes disponibles o porque éstas resultan excesivamente caras. Los factores concretos que intervienen en la determinación de estos motivos suelen confundirse en la literatura, encontrándose autores que atribuyen determinados factores (por ejemplo, el alto costo o la falta del financiamiento externo, la variabilidad del flujo de fondos de la firma) a uno de los motivos, y otros autores que los adjudican a motivos distintos. Veamos más en detalle estos dos motivos, para luego revisar otros que se formulan en trabajos más recientes.

1. *El motivo transacción*. Planteado en términos conceptuales las firmas desearán una cantidad de efectivo que minimice la suma del costo de hacerse de fondos, por un lado, y el costo de quedarse corto de fondos para sostener su funcionamiento operativo corriente y efectuar las inversiones previstas, por otro. Esto ha sido originariamente desarrollado por Baumol (1952) y por Miller y Orr (1966) con sus respectivos modelos de inventarios. Falto de

Así, se puede esperar que el costo marginal de quedarse desprovisto de liquidez operativa, y con él, la demanda transacción de la liquidez, se relacione con variables como:

(i) La magnitud de los costos de transacción: aquellas firmas que nunca han participado del mercado de crédito y son castigadas con mayores tasas de préstamos, están más inclinadas a demandar más liquidez para cubrir sus necesidades de financiamiento que aquellas que ya han ingresado a los mercados y han construido una reputación.

(ii) Costo de obtener fondos vendiendo activos, reduciendo dividendos, o renegociando pasivos: si las firmas disponen de la posibilidad de vender activos a bajo costo, se espera que la demanda de liquidez sea menor; así, por ejemplo, las firmas diversificadas deberían tener menos activos líquidos en su cartera pues se asume que pueden vender activos corporativos a un menor costo; si pagan

dividendos, se espera que tengan menos problemas de financiamiento, cuanto menos por la cantidad de;

(iii) Extensión del ciclo de conversión del efectivo: cuanto más corto el ciclo de conversión del efectivo en la operatoria de la empresa, menor será la demanda de dinero, dado que más fácilmente logrará recuperar con su normal funcionamiento el dinero requerido para financiarse;

(iv) Riesgo del flujo de fondos: la mayor variabilidad puede conducir a situaciones en que los altos ingresos eleven la demanda de cash, o a eventuales faltantes ante flujos muy inferiores a los esperados; se espera entonces que la demanda de efectivo se incremente con la variabilidad

(v) Economías de escala: los modelos de Miller y Orr (1966), y también trabajos más recientes como Mulligan (1997) indican que la demanda de efectivo está sujeta a economías de escala; la relación efectivo/activo total se contrae a medida que se incrementa el monto del activo total.

Paralelamente, el costo de oportunidad de mantener saldos monetarios responderá en principio a la prima de liquidez determinada en la estructura temporal de las tasas de interés. Secundariamente, este costo de oportunidad estará moldeado por el tratamiento fiscal de los beneficios de las sociedades y las ganancias personales de los accionistas. En efecto, si el accionista no ve gravadas sus ganancias de capital, entonces cuando la empresa verifique una ganancia, preferirá que en lugar de permanecer como efectivo, esas ganancias se destinen a recomprar acciones; así, el accionista podrá compensar el efecto de los impuestos sobre la empresa elevando el valor de sus acciones. De modo que el costo de demandar efectivo para los accionistas es proporcional a la tasa impositiva aplicada a la firma.

## *2. El motivo precaución y la hipótesis de restricción crediticia.*

*a. El motivo precaución.* La demanda de dinero tiene en este caso la función de cobertura de la firma ante la aparición de posibles oportunidades de inversión, que requieran ser financiadas por fondos propios, suponiendo que las fuentes de financiamiento externas se encuentran vedadas, por su inexistencia o su costo inhibitorio. Se trata de minimizar el costo esperado de este desaprovechamiento de oportunidades de inversión, dado por un lado por las ganancias a que las

inversiones darían lugar, y por otro, por la probabilidad de no contar con financiamiento rentable para solventarlas.

La caracterización predominante de este motivo se vale de los problemas de información asimétrica que dan lugar a un conflicto principal-agente, entre los acreedores y la firma. En particular, considera la posibilidad de que la falta de información por parte de posibles inversores, eleve el costo de financiamiento a niveles tan altos que inhiban la concreción de oportunidades de inversión rentables para las firmas. En este sentido, es previsible que el costo de contraer deuda aumente a medida que el tipo específico de deuda requiera, para evaluar su rentabilidad definitiva para el acreedor, de mayor información sobre el proyecto y la firma. De modo que, ante mayores asimetrías de información –por ende, mayores costos de financiamiento externo-, eventuales caídas del flujo de fondos relativas a las dimensión de las oportunidades de inversión conducirían a contraer ésta última, e implicarían mayores costos. Veamos dos ejemplos: (1) es más probable que esta situación tenga lugar entre firmas con alta inversión en Investigación & Desarrollo, pues este tipo de inversiones demandan un mayor grado de información para ser evaluadas; (2) un caso distinto es aquel en que las firmas cuentan con muchas y/o muy rentables oportunidades de inversión; aquí los incentivos a mantener efectivo serán también elevados, aunque no ya tanto como consecuencia de la probabilidad de no encontrar financiamiento, sino más bien por el alto costo de oportunidad que significaría sacrificar dicha rentabilidad. Es decir, tanto uno como otro factor –probabilidad de falta de fondos y rentabilidad sacrificada- están presentes en ambos ejemplos, sólo que su importancia relativa es distinta en cada uno.

El riesgo del flujo de fondos de la firma juega un rol principal también en este motivo pues condiciona los saldos de liquidez disponibles en cada momento. Así, si la firma no puede acudir a otros 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.

*b. La hipótesis de la restricción crediticia.* Estrechamente conectado con este último argumento, un vasto conjunto de aproximaciones teóricas que aborda lateralmente la demanda de liquidez, es el que se concentra en las *restricciones al financiamiento* experimentadas por las grandes firmas. En principio, compañías con

acceso a oportunidades de inversión rentables podrían verse impedidas de llevarlas a cabo a causa de la escasez de fondos prestables y el consecuente racionamiento de crédito por parte del sistema financiero.

Una empresa no restringida podría hacer frente al financiamiento de las oportunidades de inversión que se le presenten, independientemente de cuáles sean sus posiciones de liquidez. Esto es, podrá recurrir libremente al financiamiento externo y así cubrir la totalidad de la inversión más rentable a su alcance. Una firma restringida, en cambio, no pudiendo recurrir al mercado financiero, deberá afrontar las erogaciones que la inversión suponga haciendo uso solamente de fondos propios; naturalmente, este hecho impone un límite al conjunto alcanzable de oportunidades de crecimiento: deberán desecharse aquellas inversiones que excedan el monto de fondos disponibles –medidos en general por medio del flujo neto de caja (FNC), que representa los fondos de libre disposición (Almeida et al; 2003).

Ante tal escenario, la firma podrá optar entre realizar la mejor inversión corriente posible, dados los montos del FNC, o conservar el FNC bajo la forma de activos líquidos, con miras a acumular en períodos subsiguientes la magnitud requerida para llevar a cabo una mayor inversión -más rentable- inicialmente descartada por la falta de crédito. De esta forma, la acumulación de activos financieros aparece como una alternativa de las firmas restringidas, que en caso de verificarse estaría evidenciando la mayor rentabilidad de esterilizar temporalmente el ahorro corriente, para en un período posterior suministrarle un uso productivo.

En esta misma línea, Acharía et al (2007) incorporan la posibilidad de que, ante el racionamiento, las firmas opten por *repagar deuda* en lugar de acumular activos financieros, de modo de lograr una mejor situación patrimonial y así acceder a mayores préstamos en el futuro. Elosegui et al (2006), a su vez, añaden al modelo otro uso posible al flujo de caja del período: el financiamiento del *capital de trabajo*<sup>8</sup>. Incluso se ha sostenido (Almeida et al; 2002) que la acumulación de activos financieros originada en estos motivos, puede tomar un comportamiento variable con el ciclo económico: además de incrementarse el flujo de caja, las inversiones productivas corrientes se vuelven más atractivas en una fase ascendente del ciclo; por ende, las colocaciones financieras presentes podrían llegar a verse

---

<sup>8</sup> Más aún, evalúan los enfoques teóricos en danza de acuerdo a su utilidad para caracterizar las restricciones crediticias en empresas de Argentina

inhibidas durante el auge, al perder interés las inversiones futuras a cuya financiación contribuirían, frente al realzado atractivo de las inversiones presentes.

3. *Los costos de agencia vinculados a la discrecionalidad gerencial.* Este argumento sugiere que los gerentes demandarán efectivo y activos líquidos por encima de los niveles requeridos para maximizar 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 tenderán a retener una parte del mismo bajo su órbita aun cuando no cuenten con oportunidades de inversión, antes que distribuirlos como dividendos o bajo la forma de recompra de acciones. En esa línea, Opler et al (1999) detallan tres motivos por los cuales los gerentes tendrían una mayor preferencia por la liquidez que los accionistas, a saber: (i) por su mayor aversión al riesgo, que se expresará en mayor demanda de liquidez, de contar con protección legal contra tomas hostiles u otros mecanismos de disciplinamiento; (ii) para financiar inversiones que el mercado no financiaría por ser insuficientemente rentables, pero que ellos de todas formas emprenderían; (iii) para evitar el pago de dividendos y retener el control sobre los fondos de la firma. Asimismo precisan que las circunstancias en que esta demanda excesiva de efectivo tiene mayores probabilidades de presentarse, se vinculan siempre a una menor probabilidad de ser removidos de los cargos gerenciales a raíz de una compra o fusión hostil.

Esta vertiente encuentra varias ramificaciones en la literatura empírica, que han buscado precisar los efectos de distintos esquemas de incentivos sobre la demanda de liquidez por parte de los gerentes. Así, por ejemplo, Ozkan y Ozkan (2004) han evaluado los efectos en Inglaterra de la propiedad gerencial de acciones sobre este fenómeno, encontrando 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 la participación gerencial en la propiedad de la empresa, incrementos en ésta conducen a menores tenencias; pero superado un umbral, la mayor participación conlleva mayor acumulación de efectivo. Asimismo, estudian los efectos de la distribución del directorio entre directores ejecutivos o externos, así como de la presencia de accionistas mayoritarios, en el control sobre los gerentes y su propensión a acumular liquidez.

Opler et al (1999) subrayan que, vista desde este ángulo, la demanda de activos financieros termina siendo para los gerentes un arma de doble filo, pues por un lado les permite conservar cierta independencia con respecto a las presiones de los inversores, mientras que por otro eleva el atractivo de la firma para potenciales compradores, que disponen de la posibilidad de efectuar una adquisición apalancada de la firma y luego cancelar de inmediato parte de los pasivos contraídos para la operación, consumiendo las reservas de efectivo de la firma.

Por último, la relación mantenida por la demanda de efectivo y equivalentes con las oportunidades de inversión cobra, en el contexto de este tercer “motivo”, un sentido opuesto al que adquiriría en el caso de la demanda precautoria. Aquí las firmas con problemas de información asimétrica y peores perspectivas de crecimiento genuino -por lo tanto, con menor acceso a financiamiento externo- mostrarán una mayor inclinación a demandar efectivo.

4. *La demanda por motivos impositivos.* Foley, et al (2007) desarrollan la hipótesis de que las multinacionales estadounidenses encuentran más razones para mantener efectivo que otras firmas, porque de esa manera evitan tributar sobre ganancias obtenidas en el exterior. Muestran en efecto que las firmas que enfrentan mayores impuestos a la repatriación de ganancias desde el exterior, mantienen más liquidez, que esta liquidez es mantenida bajo la órbita de las subsidiarias en el exterior, y que este fenómeno se acentúa para aquellas ganancias cuya repatriación es gravada con mayores alícuotas. Bates et al (2009), sin embargo, encuentran que las firmas que no tienen ingresos extranjeros gravables, sin actividades en otros países, experimentan un mayor crecimiento en su demanda de liquidez en el período 1980-2006.

5. *Formulaciones econométricas.* Los estudios suelen culminar con una evaluación econométrica de las relaciones delineadas teóricamente. Una revisión sintética de las variables incorporadas a los modelos a testear nos permitirá obtener una visión más general del tipo de análisis que emerge de este conjunto de aportes. Veamos estas variables siguiendo el modelo presentado en Bates et al (2009): (1) ratio valor de mercado a valor de libros del activo, como indicador de oportunidades de inversión, signo esperado: positivo; (2) activos totales, como

índice del tamaño de la firma, y signo esperado: negativo, esperando que predominen las economías de escala; (3) ratio flujo de fondos a activos, mide el efecto de los fondos internos sobre los saldos líquidos, signo esperado: positivo; (4) capital de trabajo neto de efectivo, se compone de los activos sustitutos del efectivo, signo esperado: negativo; (5) gastos de capital a activo; por un lado estos gastos consumen el efectivo, pero por otro indican la existencia de oportunidades de inversión que, por las hipótesis de cobertura desarrolladas, pueden alentar la acumulación de efectivo; no hay un signo esperado a priori; (6) Apalancamiento, medido como *Pasivos/Activos*. Se espera que el mayor apalancamiento obligue a las firmas a aplicar la liquidez a cancelar deuda, por lo que la relación con el ratio de efectivo será negativa. Sin embargo, el argumento de cobertura de Alcharía, et al (2007) sería consistente con una relación positiva.; (7) varianza del flujo de caja de la industria, signo esperado: positivo; (8) pago de dividendos, es una variable dummy que adopta valor 1 en el período en que la firma distribuye dividendos, signo esperado: negativo; (9) ratio de gastos de I&D a ventas; otro indicador de oportunidades de inversión de la firma, a mayor I&D mayores serán los costos financieros esperados de experimentar escasez de fondos, signo esperado: positivo; (10) adquisiciones a activos; dado que estos gastos consumen en efectivo disponible, tiene un signo esperado negativo.

6. *Los activos líquidos como inversión.* Los modelos previos parecen desestimar la combinación de rentabilidad y riesgo ofrecida por los activos financieros, como una variable de peso para entender la evolución de su demanda. En efecto, aun circunscribiéndonos a un esquema de demanda *deseada* de saldos líquidos, podría añadirse un motivo adicional susceptible de incitar esa demanda, cuya naturaleza difiere de los motivos examinados más arriba; a saber, mientras los primeros cuatro puntos parecen valorar el dinero en tanto liquidez –o bien como un activo que resguarda a las ganancias ordinarias de gravámenes impositivos, dando siempre por sentado que la rentabilidad operativa resultará atractiva para la firma-, éste último motivo valora su rentabilidad y su capacidad de alterar el riesgo de una cartera de activos.

Confiriéndoles a los activos líquidos este carácter de activos rentables y riesgosos, otra posible causa para su demanda ha sido señalada en la literatura

teórica: la *inestabilidad e incertidumbre* de mercado. Según esta vertiente, la volatilidad macroeconómica o específica del mercado en que cada empresa se inserta, estimula la afluencia de fondos invertibles a la adquisición de activos líquidos (Baum et al; 2006). Demir (2007) evalúa esta posibilidad para el caso de empresas en tres países emergentes: 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.

#### **IV. Los modelos de jerarquías financieras, el ciclo y la demanda especulativa de dinero.**

Acaso en un vértice opuesto, la teoría de la jerarquía financiera parte de postular que no existe una cantidad óptima de efectivo y equivalentes. Por el contrario, pueden darse dos situaciones: (a) que se admita la vigencia de comportamientos que minimizan el costo del capital con una combinación óptima entre todas las fuentes de financiamiento, en cuyo caso el efectivo puede pensarse como deuda negativa, que actúa reduciendo el nivel de deuda neta y por lo tanto determinando el la estructura de capital de la firma; así, en la medida en que las variaciones de efectivo se correspondan exactamente con variaciones en el mismo sentido de la deuda, la firma conservará su estructura de capital óptima; (b) que se reconozca la existencia de altos costos de emisión de acciones, explicados por asimetrías de información, cuya magnitud inhiba la emisión y conduzca a financiarse con fondos propios y contraer deuda cada vez que éstos escaseen.

En ésta última circunstancia, los saldos monetarios responderán a la interacción entre los flujos corrientes de fondos, los requerimientos de financiación de la firma y los pagos de deuda. Cada vez que se verifiquen flujos de fondos positivos por encima de los fondos requeridos para la inversión en la firma o para repagar deuda, éstos se acumularán bajo la forma de saldos monetarios. Por el contrario, cuando se presenten flujos negativos, éstos llevarán a consumir los saldos monetarios para hacer frente a los requerimientos de la firma de inversión, o se contraerá nueva deuda. En suma, con esta hipótesis, los saldos líquidos fluctúan de

acuerdo a la configuración que se verifique en el acceso a fondos propios por un lado, y las oportunidades de inversión y servicios de la deuda, por otro.

El carácter residual de los saldos monetarios considerado aquí como resultado *regular* del flujo de circulación del capital de una firma, permite imaginar situaciones *especiales* en que el dinero o sus equivalentes se acumulen más allá de niveles normales como consecuencia de que la configuración de flujos y usos de fondos conduzca en un período puntual a un exceso de liquidez a nivel de la firma. Más aún, ningún vínculo lógico impide pensar en que esta acumulación de liquidez se produzca como consecuencia de que, enfrentado a un flujo de fondos positivo dado, el empresario resuelva apartar momentáneamente estos fondos de la circulación operativa, por no percibir que las condiciones técnicas o económicas permitan repetir rentablemente el ciclo del capital. O, considerando la rentabilidad financiera que todavía podría producir este capital, el que la generación de ganancias se confíe –al menos ocasionalmente- a aplicaciones *no operativas* del capital invertido o generado, puede estar evidenciando obstrucciones a su circulación –también ocasionales, y relativas al caudal de fondos a disposición- por los canales *operativos* de acumulación. Por caso, las limitadas dimensiones de la demanda enfrentada por la firma en un momento puntual pueden impedir una expansión del capital de trabajo, o pueden no verificarse las condiciones económicas o técnicas para que los fondos conservados como liquidez sean desagotados reciclándolos como inversión.

En efecto, la posibilidad de obstrucción del ciclo del capital de una firma ha sido ya ampliamente estudiada por varios autores con anterioridad. Más aún, la extensión del atesoramiento entre las empresas, como consecuencia de malas expectativas acerca de la marcha de los negocios, ha sido señalada por Keynes (1936) como una causa central de las crisis cíclicas, y sobre este punto, incluso, ha reposado buena parte de su crítica a la economía clásica. La posibilidad teórica de desequilibrios entre ahorro e inversión agregados, encuentra por contrapartida esta suspensión temporaria de la circulación de capital a nivel firma. También Tobin (1965) ha reparado en la sustituibilidad entre activos reales y financieros, de acuerdo con su rentabilidad y riesgo relativos, y señalado que este hecho puede llevar a debilitar la demanda agregada y el crecimiento.

Esto nos obliga a detenernos, a su vez, en el rol jugado por la demanda corporativa de liquidez en el ciclo económico. La relación entre demanda de dinero y producción no es, por lo tanto, estable. Cuando, por algún motivo, se suspende el circuito operativo del capital, la liquidez se estaciona en las firmas, aumentando su demanda no tanto ya por causa de su poder cancelatorio o su rentabilidad, sino más bien por su cualidad de conservación del valor. Ésta última cualidad del dinero y las distintas formas de activos líquidos, resulta, entonces, un aspecto clave de la relación entre las tenencias líquidas y el funcionamiento de las firmas, que permanece soslayado en la literatura teórica y empírica más reciente.

### **Patrones cíclicos empíricos para firmas no financieras en Argentina.**

Buscaremos en este apartado realizar una inspección gráfica inicial que permita aportar algunas pautas para estudiar la dinámica de la demanda de activos líquidos en algunas de las grandes empresas industriales que operan en Argentina, durante un *período específico* que abarca (i) los últimos dos años de la crisis de la convertibilidad (2000-01); (ii) los cambios ocurridos durante 2002; y (iii) la fase de recuperación iniciada desde mediados de ese año. Su alcance está limitado por la disponibilidad de datos públicos acerca de la composición de los activos empresarios, circunscripto a las empresas industriales cotizantes en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires. La principal fuente de datos empíricos a nivel firma está conformada por la información contable que presentan los Estados de Situación Patrimonial trimestrales (junto a sus respectivas notas, anexos y memorias) de una muestra total de 59 empresas cotizantes, clasificadas por el Instituto Argentino de Mercado de Capitales (IAMC) como firmas industriales<sup>9</sup>. Esto implica que se han descartado para el análisis actividades financieras, bursátiles, seguros, bancos, comerciales, de distribución de energía eléctrica, de telecomunicaciones, entre otras. Los gráficos corresponden a un balance agregado para toda la muestra.

---

<sup>9</sup> Con mayor precisión, las firmas integran las actividades Alimentos y Bebidas, Materiales de construcción, Edición e Imprenta, Equipos, Papel y Celulosa, Petróleo y Gas, Productos Químicos y Petroquímicos, y Textiles. Un listado de las firmas estudiadas se encuentra en el Anexo I.

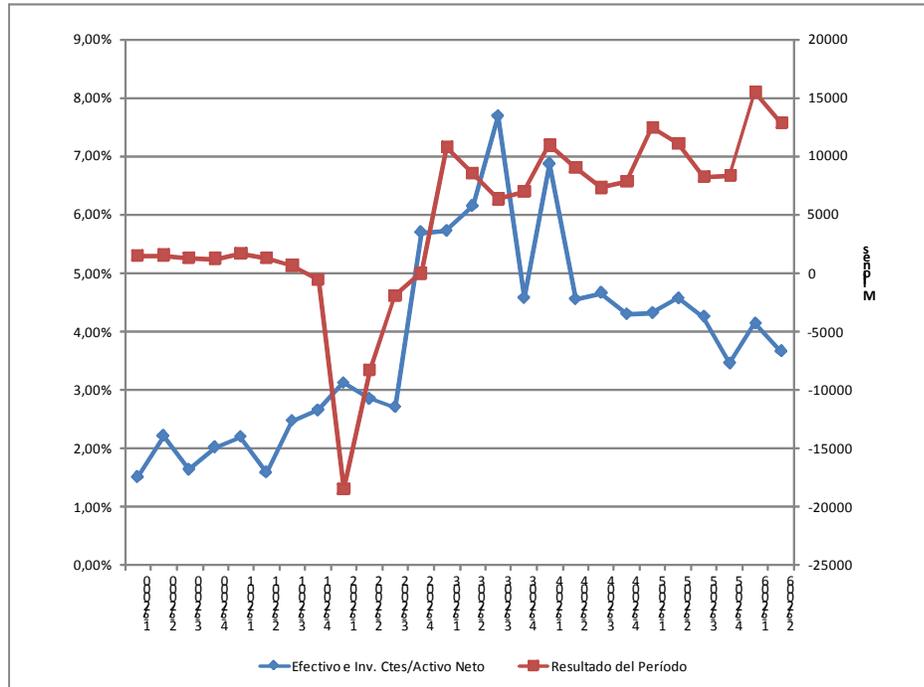


Gráfico 1. Ratio Activos Líquidos a Activo Neto y Resultado del Período.

Aun cuando carece de ajustes por inflación que consideren las revaluaciones contables, el Gráfico 1 muestra la relación entre una variable proxy del flujo neto de caja –los resultados del período– y el ratio de activos líquidos de la muestra. De allí se desprende con claridad que el salto que el ratio de activos líquidos de la firma se corresponde con un salto, incluso anterior en el tiempo, en la generación interna de fondos, alentada por el cambio de precios relativos generado por la devaluación.

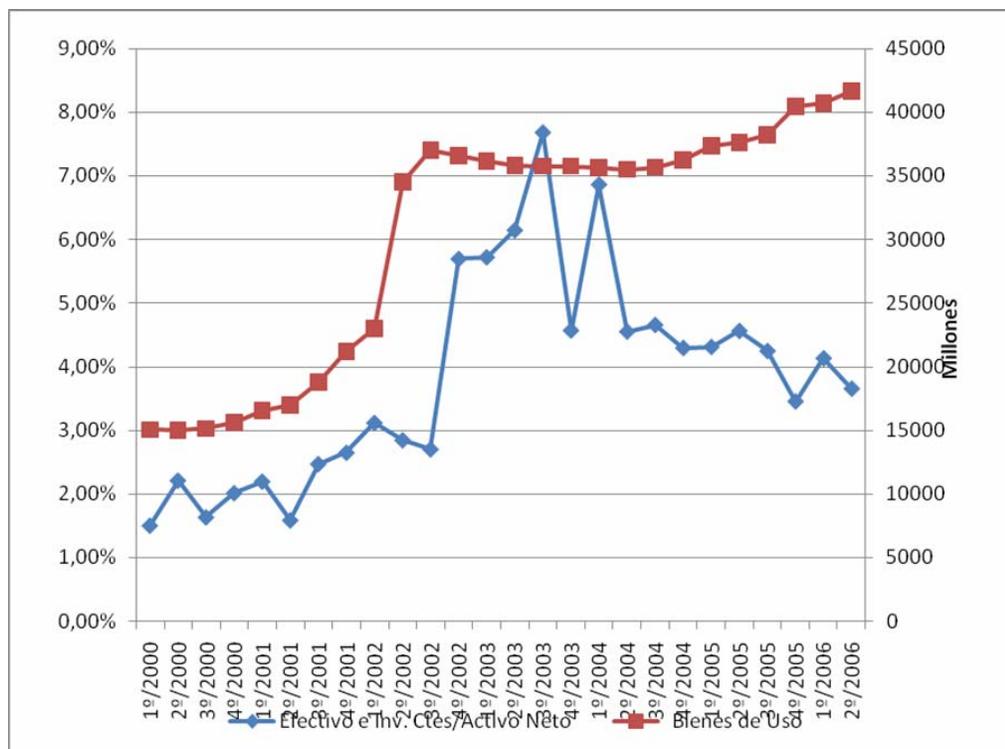


Gráfico 2. Ratio Activos Líquidos a Activo Neto y Bienes de Uso.

El Gráfico 2 indica que al menos una parte del incremento en la liquidez que introdujo la devaluación en la muestra fue desagotada a través de incrementos en la capacidad instalada. Esto se advierte al observar cómo el nivel de liquidez cae a medida en paralelo a un reinicio del crecimiento en los niveles de inversión en bienes de uso.

### Consideraciones finales: Pautas para un estudio empírico.

Por último, es posible extraer del análisis teórico desarrollado hasta aquí algunas pautas que queden a disposición de eventuales estudios empíricos. De algún modo, esto posibilitará evaluar en qué medida las explicaciones brindadas por la teoría se ajustan al comportamiento de las grandes firmas a examinar. El principal interés en este punto, sin embargo, será definir en función de ellas una serie de variables en función de las cuáles evaluar el proceso de financierización. A saber:

(1) La financierización puede fluctuar a lo largo del **ciclo**, por lo que es relevante observar como evoluciona con el nivel de actividad y las ganancias obtenidas. A su vez, dos factores pueden afectar la financierización en el ciclo:

(a) El incremento en el nivel de actividad requerirá una mayor disponibilidad de fondos para financiar la operatoria. Por lo tanto, será relevante evaluar la evolución del **capital de trabajo**.

(b) La mayor actividad puede presionar sobre la capacidad instalada, o inclusive mejorar la rentabilidad de negocios que antes se habían desechado. La **inversión** que se realice para ello requerirá de fondos que podrían sustraerse, entre otras fuentes, de las colocaciones a corto plazo.

(2) La **evolución del pasivo** es significativa a la hora de evaluar la financierización:

(a) como se ha visto, las empresas racionadas pueden verse forzadas a acumular activos financieros o a reducir sus pasivos.

(b) la reducción del pasivo corriente –mediante algún tipo de reestructuración- puede mejorar las disponibilidades para el financiamiento de la actividad –aumentar el capital de trabajo-;

(c) como afirman los autores consultados para Argentina, el endeudamiento puede destinarse a financiar la actividad productiva, y permitir la adquisición de activos financieros con los fondos propios.

(3) La **inestabilidad** macroeconómica, la incertidumbre asociada al valor de las divisas, o la de ciertos bienes comerciados internacionalmente, puede llevar a las grandes empresas a refugiarse en activos financieros, o cubrirse de los **riesgos** acudiendo a derivados financieros.

(4) Al parecer, las empresas pueden verse atraídas a la acumulación financiera por la combinación de rentabilidad y riesgo ofrecida por este conjunto de colocaciones, frente a las que encuentran en la producción. De modo que se deberían evaluar también los **resultados financieros** obtenidos.

#### **Bibliografía consultada:**

Acharía, V., Almeida, H., Campelo, M.(2007); Is Cash a negative debt? A hedging perspective on corporate financial policies. Journal of Financial Intermediation 16 (2007) 515–554

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

Basualdo E. (2006); *Estudios de Historia Económica Argentina. Desde Mediados del Siglo XX a la Actualidad*. Flacso/Siglo Veintiuno Editores, Buenos Aires.

Basualdo, E. y Kulfas, M. (2000); Fuga de capitales y endeudamiento externo en la Argentina; *Realidad Económica* 173, pp 76-103.

Bates, T; Kahle, K, Stulz, R (2009) Why do U.S. firms hold so much cash than they used to? *Journal of Finance*, vol LXVI, N°5, The American Finance Association, p 1985-2021

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

Baumol, W J., (1952), The transactions demand for cash: An inventory theoretic approach, *Quarterly Journal of Economics* 66, 545–55

Bellamy Foster, J. (2007); The financialization of world economy; *Monthly Review*, Vol. 58, N°11.

Brealey, R., Myers, S. (2003); *Principles of Corporate Finance*, Séptima Edición, Mc Graw Hill, New York.

Copeland, T., Koller, T., Murrin, J. (1990); "Valuation: Measuring and Mananging the Value of Companies". John Wiley & Sons. New York

Crotty, J. (2000); Structural contradictions of the neoliberal regime; Department of Economics, University of Massachussets, Amherst.

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; Department of Economics, University of Massachussets, Amherst.

Damill, M; Fanelli, J. (1988); Decisiones de Cartera y Transferencias de Riqueza en un Período de Inestabilidad Macroeconomómica; Documento/CEDES

Demir, F. (2007); Macroeconomic uncertainty, private investment and financialization of real sectors in Emerging Markets; University of Oklahoma WP 1942

Demir, F. (2007b); Private Investment and Cash Flow Relationship Revisited: Capital Market Imperfections and Financialization of Real Sectors in Emerging Markets; University of Oklahoma WP 3081.

Dumenil, G; Levy, D. (2004); The Real and Financial Components of Profitability (United States, 1952-2000); Review of Radical Political Economy vol. 36 n° 1

Elosegui, P.; Sotes Paladino, J.; Español, P.; Panigo, D. (2006); Metodologías alternativas para el análisis de las restricciones al financiamiento en Argentina; BCRA DT 2006/1

Epstein, G. (2002); Financialization, Rentier Interests, and Central Bank Policy, Department of Economics and Political Economy Research Institute (PERI) University of Massachusetts, Amherst.

Keynes, J.M.; (1936), *La Teoría General de la Ocupación, el Interés y el Dinero*, Fondo de Cultura Económica, México.

Kneeshaw, J. (1995); A survey on non-financial sector balance sheets in industrialised countries; Bank for International Settlements, WP 25.

Krippner, G (2005); The Financialization of the American Economy; Socio-Economic Review (2005) 3, 173–208

Miller, M. H., and Orr, D. (1966), A model of the demand for money by firms, *Quarterly Journal of Economics* 80, 413–435.

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.

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, 2008.

Ortiz, R., Schorr, M. (2006); La economía política de la hiperinflación, en *Los Años De Alfonsín ¿El poder de la democracia o la democracia del poder?* Pucciarelli, A. (ed) (2006) Siglo XXI Editores, Buenos Aires.

Sábato J. y Schvarzer J. (1983); “Funcionamiento de la economía y poder político en la Argentina: trabas para la democracia”. En Sábato J. (1991); *La Clase Dominante en la Argentina Moderna. Formación y Características*. CISEA/Imago Mundi, Buenos Aires

Schvarzer, J. (1986); *La política económica de. Martínez de Hoz*. Buenos Aires, Hyspamérica.

Serfati, C. (1996), El papel activo de los grupos predominantemente industriales en la financierización de la economía, en *La Mundialización Financiera*, Chesnais, F (comp) (1996); Losada, Buenos Aires.

Stockhammer, E. (2002); Financialization and the slowdown of accumulation. *Cambridge Journal of Economics* vol. 28 (5), pp. 719-741