

# Acumulación de liquidez en corporaciones no financieras de países desarrollados: a revisión de la literatura<sup>a</sup>

Rodrigo Pérez Artica<sup>b</sup>

Recibido: 24/02/2011 Aceptado: 29/04/2011

## Resumen

La dimensión últimamente alcanzada por la acumulación de activos líquidos entre las corporaciones no financieras de países desarrollados ha acaparado la atención de analistas y académicos. Este artículo ofrece una reseña crítica de los estudios que últimamente han procurado caracterizar y explicar dicha acumulación. A tal fin, se recurre a investigaciones previas que permiten conocer antecedentes del crecimiento reciente en la liquidez corporativa, así como a un análisis de los factores que han actuado como marco general de dicho aumento.

**Palabras clave:** activos líquidos, demanda de efectivo, corporaciones no financieras, exceso de ahorro.

---

<sup>a</sup> El autor desea agradecer los valiosos comentarios realizados por Gustavo Burachik, así como la compañía afable e indispensable de los integrantes de la Mesa de Enlace desarrollada en V. Amaducci en Febrero de 2011: Ana Clara Eliosoff, Pedro Migliorisi, Judit Eliosoff, Mariano Kloster y Maria Julia Eliosoff. Los errores son responsabilidad del autor.

<sup>b</sup> Instituto de Investigaciones Económicas y Sociales del Sur (IIESS) – Conicet/UNS, Argentina.

### Abstract

The amount recently attained by the accumulation of liquid assets within non-financial corporations from developed countries has raised concern among analysts and scholars. This article provides a critical review of studies that have attempted to characterize and explain this accumulation. To this end, previous research providing insight into history of the recent growth in corporate liquidity, as well as an analysis of the factors that have acted as a general framework for such an increase, are used.

**Key words:** liquid assets, cash demand, non-financial corporations, excess saving.

**JEL:** G31, G32, E22

## I. Introducción

Durante los últimos años la prensa financiera internacional ha dirigido en forma reiterada su atención hacia el atesoramiento de activos líquidos por parte de grandes corporaciones no financieras (CNF) de países desarrollados. Una preocupación similar fue incluso enunciada por algunos organismos financieros internacionales, y se vio intensificada con el inicio de la crisis internacional en 2008. De acuerdo con la Reserva Federal, la demanda de efectivo y equivalentes por parte de las CNF estadounidenses a mediados de 2010 había crecido un 25% desde el inicio de la crisis financiera internacional. Procesos análogos habían tenido lugar en otros países desarrollados: en Gran Bretaña, el exceso de ahorro del sector corporativo por sobre su formación de capital alcanzó un 8% del PBI en 2009, mientras para las firmas en la zona euro el déficit de ahorro de 2008 -4% del

PBI- se había vuelto nulo en 2009<sup>1</sup>. A pesar de esto, la liquidez creció notoriamente más para ciertas corporaciones individuales. Son relativamente conocidos algunos casos de firmas particulares en los que esta acumulación ha llegado incluso a desencadenar conflictos entre accionistas y directivos de las firmas, así como a precipitar amenazas de compras hostiles<sup>2</sup>.

Las motivaciones que los analistas han atribuido a este proceso son diversas. En ocasiones ha sido presentado 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); en el vértice opuesto,

1 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.

2 Conglomerados principalmente industriales como General Motors, Chrysler, Apple, 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; The New York Times 'Companies with Cash Hoards Don't Necessarily Pay It Out', 22/7/2004.

también se ha visto como una opción de las corporaciones frente a la incertidumbre y a las perspectivas de debilidad en la demanda en el mercado de bienes; o bien como un atesoramiento precautorio ante eventuales reiteraciones en la interrupción del flujo de crédito. Gradualmente, parecen haber ido perdiendo peso las posturas que advertían en dicho comportamiento signos de una inmediata recuperación en las actividades operativas de las firmas, mientras ganaron terreno visiones que perciben en él un obstáculo para dicha reanimación<sup>3</sup>.

Por su parte, la literatura financiera reciente 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 recopilan un conjunto de circunstancias 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 que los activos líquidos de las firmas deberían responder a cambios en los niveles *deseados* de tenencia de las firmas, mientras que otros planteos conciben a estas tenencias como saldos residuales del funcionamiento financiero y operativo de las firmas. Un segmento restante de la literatura, enfatiza las cualidades de los activos líquidos como inversiones atractivas para las firmas desde el punto de vista de su rendimiento y riesgo.

Numerosos estudios reconocen 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 estudios que se propongan vincular las prácticas de atesoramiento recientes con un examen de sus tendencias y dinámica cíclica 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 la forma en que episodios similares tuvieron lugar en Estados Unidos en las décadas del '20 y del '30, e incluso durante la Segunda Guerra Mundial<sup>4</sup>.

Por otro lado, suelen pasarse por alto, referencias a los procesos macroeconómicos en los que este tipo de conductas micro se inscriben. Se elude así una exploración de los vínculos que la demanda de liquidez de las CNF entabla con los movimientos del ahorro y la formación de capital brutos del sector corporativo no financiero, así como con aplicaciones alternativas del exceso de ahorro en dichas corporaciones: la adquisición de otras firmas, el desendeudamiento, etc<sup>5</sup>.

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 corporacio-

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

4 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.

5 Desde luego, sí existen trabajos concentrados en estos aspectos macro, algunos de los cuáles sirven aquí de base para la contextualización presentada en la sección III.2

nes en países desarrollados, (iii) una caracterización de su dinámica cíclica pasada y actual, y (iv) las diferencias que se han presentado en esta dinámica entre países.

El objetivo general de este trabajo consiste, por tanto, en realizar una revisión crítica de la literatura empírica y teórica concentrada en la acumulación de liquidez en las CNF de países desarrollados. En particular, se pretende:

(i) Presentar un resumen de la evolución de la demanda de liquidez y las principales fuerzas que la afectaron a lo largo de dos etapas estructurales distintas a saber, antes y después de 1980; se buscará señalar también cómo a cada etapa corresponde un período distinto dentro de la propia literatura, esto a través de diferentes preguntas de investigación.

(ii) Identificar, a partir de los estudios y datos agregados disponibles para los últimos años, los procesos más generales que afectaron al ahorro y la formación del capital del sector corporativo no financiero, en cuyo marco se insertó la acumulación de liquidez.

(iii) Revisar los distintos esquemas teóricos que han sido utilizados para intentar explicar la evolución reciente de esta acumulación.

(iv) Tomando en cuenta la caracterización previamente realizada, ofrecer una discusión de los planteos e hipótesis más recientes con el fin de formular nuevas preguntas y detectar aspectos del fenómeno que quedan aún por explorar en posteriores estudios empíricos.

Las secciones II y III presentan la evolución de la demanda de liquidez en cada una de las dos etapas mencionadas. El objetivo (ii), en particular, es abordado en la sección III.2.

La sección IV procura alcanzar el objetivo (iii), y una breve discusión final es ofrecida en la sección V.

## II. La demanda de liquidez en las grandes corporaciones no financieras en el período 1914-1970

Una serie de estudios relativamente antiguos se han preocupado por 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. Se trata, en general, de trabajos dedicados a evaluar la existencia de economías de escala en la demanda de dinero de las grandes CNF<sup>6</sup>, que estudian directamente la relación del efectivo y activos similares con el volumen de operaciones/ventas o con el total del activo. Algunos, incluso suministran un análisis de su evolución y oscilaciones en el tiempo, facilitando una reconstrucción de las distintas etapas de largo plazo y su dinámica cíclica. Se advierte, por último, un empeño por identificar los cambios en la composición interna de la cartera de activos líquidos.

Este apartado ofrece una síntesis de la dinámica de la acumulación de liquidez

6 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).

desde la Primera Guerra Mundial procurando a la vez dar cuenta del modo en que ella se vinculó con la acumulación de capital de las grandes empresas en esos años. En efecto, la propia literatura ponía de relieve 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, 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 financieras como fuente directa de ganancias.

### II.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; 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  $\frac{\text{Pagos Operativos}}{\text{Efectivo Más Depósitos}}$ <sup>7</sup>; 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.

(2) Considerar 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.

### II.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). De igual forma, varios trabajos adicionales se preocupan directamente por ella al estudiar el período abierto desde 1945.

#### II.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 econo-

<sup>7</sup> Si bien algunos estudios incorporaban otro tipo de activos líquidos, esta fue la medida que predominó en la literatura. En efecto, veremos que por considerar sólo estos activos y no otros de liquidez similar, la progresiva sustitución del efectivo por activos más rentables comenzó a verse reflejada como un aumento en la velocidad del dinero.

mía estadounidense<sup>8</sup> tanto Friedman como otros autores (Selden, 1961; Meltzer, 1963) adjudican el mismo comportamiento a la velocidad en las grandes firmas<sup>9</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, 1961; Bloch, 1963; Vogel y Maddala, 1965). Selden (1961) 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>10</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. (Shatto, 1967).

### II.2.b. *Su dinámica cíclica*

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>11</sup>. Tal dinámica sufrió, sin embargo, algunos cambios entre las dos etapas de largo plazo, jugando la disponibilidad de sustitutos del dinero 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, sin llegar a afectar significativamente 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 dinero, 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:

8 La velocidad se mide como  $PBN/M_t$ .

9 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.

10 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 II GM. Con todo, todavía se hacía ostensible una relación inversa entre velocidad de circulación del dinero y tamaño del activo (Selden, 1961).

11 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.

(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.

(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>12</sup>–, que crecía en las recesiones y tendía a desaparecer en el auge.

### II.3. *La demanda de liquidez y el activo total*

#### II.3.a. *Su relación en el largo plazo*

Dos fenómenos parecen emerger con claridad al aumentar el tamaño del activo en el tiempo, o avanzando entre empresas de menor a mayor tamaño en un mismo momento: (i) la participación del efectivo en el total del activo decaía; y (ii) el ratio de efectivo e inversiones líquidas a activo total permanecía relativa-

mente estable, mientras la participación de estas inversiones líquidas tendía a crecer en el total del activo.

Varias racionalizaciones plausibles pueden encontrarse: (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). 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. 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.

#### II.3.b. *Su dinámica cíclica*

Dos alteraciones en la composición del activo propias de fases de contracción, y otras dos que caracterizan a las fases expansivas del ciclo a lo largo del período 1919-1939 son tipificadas por Lutz (1945). 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, a Jacobs (1960).

<sup>12</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.

*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 a 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 su parte, 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 bús-

queda de ahorro de intereses, vencimientos de corto plazo y las presiones de los acreedores. Estas filtraciones de fondos, no obstante, pueden o no agotar el efectivo conformado por la liquidación y liberación.

*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. Dichos 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 (1963). Este 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 a reducir su monto —como de hecho sucedió durante 1956—, 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>1</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.

Tabla 1. Patrones cíclicos de la liquidez en el período 1914-1970. Elaboración propia en base a Lutz (1945).

### II.3.c. *Cambios en la dinámica cíclica y de largo plazo 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 a lo largo de los años '40 y '50, había vertido en las carteras de inversión de las firmas un volu-

men cada vez mayor de fondos<sup>14</sup>; (2) paralelamente, venía evidenciándose un debilitamiento de las últimas fases de expansión relativo a la disponibilidad de fondos de financiamiento acumulados al interior de las firmas, de tal forma que los booms de inversión no llegaban a consumir la totalidad de la liquidez disponible; este punto es directamente documentado por Bloch (1963) para el período 1958/61 y sugerido por él como una tenden-

<sup>13</sup> Lo que ocurra con el ratio de efectivo (sin considerar otros inversiones) a activo total dependerá de las expectativas sobre la rentabilidad de demandar inversiones líquidas.

<sup>14</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), entre otros.

cia; y (3) al mismo tiempo, y probablemente explicada por los dos hechos anteriores, se había producido una gradual diversificación de las carteras de inversión financiera; todas las evidencias señalaban que desde la IGM, los bonos estatales habían predominado en su interior<sup>15</sup>; no obstante, para mediados de los '60 varios estudios comprobaban que desde 1950 se había desatado una fase de creciente diversificación que permitió la incorporación de activos más rentables y riesgosos<sup>16</sup>. Jacobs (1960) 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 (1963), 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 (1967), como se comentó, había comprobado un proceso similar entre 1952 y 1966<sup>17</sup>.

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) 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, pues los principales intereses y objetivos todavía descansaban en el costado real de sus actividades. Esto no implicaba que el problema de maximizar el valor de la cartera fuese ignorado, sino que su conflicto con el costado real, tendía a resolverse a favor de éste último, toda vez que las fases de auge le devolvían a esa cartera su función de financiamiento de las operaciones.

15 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.

16 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.

17 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.

### III. La demanda de liquidez desde 1980. Caracterización y contextualización.

En general, motivada por la creciente importancia que la acumulación de liquidez alcanzó durante los últimos años, la literatura financiera reciente ha emprendido su análisis de un modo directo. Dichos estudios han privilegiado, no obstante, la evaluación de hipótesis explicativas surgidas al interior de las finanzas: la liquidez como una respuesta frente a condiciones de elevada asimetría de información y racionamiento crediticio, o ante problemas de agencia entre accionistas y gerentes; su relación con la estructura de capital óptima, o con la volatilidad de los rendimientos y el flujo de fondos. Son escasos, en cambio, los estudios que se interesan por la composición de la cartera de activos líquidos, su evolución en distintas ramas o sectores de actividad, e incluso aquellos que se proponen explorar las relaciones de la demanda de liquidez con el ciclo u otros aspectos –no financieros– que afectan el desempeño general de las firmas.

Así y todo, la sección III.1 procura valerse de los hallazgos empíricos –fundamentalmente econométricos– de esta literatura para componer una caracterización general del proceso de acumulación de liquidez experimentado por las CNF de países desarrollados durante los últimos treinta años. Los estudios sobre *financierización* suministran también elementos valiosos para este propósito. Finalmente, la tabla II aspira a ofrecer un resumen de estos resultados empíricos a nivel firma.

En la sección III.2 se buscará avanzar en la delimitación de un marco general de este

proceso, explorando la evolución reciente del ahorro e inversión brutos del sector corporativo no financiero en los países desarrollados, así como las diferentes aplicaciones del ahorro excedente. Llamativamente, estos aspectos permanecen inexplorados por la literatura específica sobre demanda de liquidez.

Una revisión específica de las explicaciones teóricas de esta acumulación, en función de las cuales abordar una discusión final, es ofrecida en la siguiente sección.

#### a. Evidencias a nivel firma

i. *Tendencias.* Como se mencionó en la introducción, los estudios empíricos muestran que el cambio de conducta de la demanda de activos financieros no es reciente; por el contrario, reconocen que un punto de inflexión se produjo a inicios de los '80, originándose allí 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.

Tras mantenerse relativamente estable a lo largo de veinte años, la razón entre activos financieros y activos fijos aumentó entre las firmas estadounidenses aproximadamente en un 150% entre 1980 y 2000 (Crotty, 2005), percibiéndose un crecimiento aún superior –170%– para la mediana de la muestra estudiada por Bates, Kahlen y Stulz (2009)<sup>18</sup>. Un comportamiento similar es atribuido por Pinkowitz y Williamson (2001) a la demanda

<sup>18</sup> Se trata de una muestra extraída de la base Computstat, con entre 3500 y 5600 observaciones anuales, dependiendo del año. Para la media, este ratio exhibe un valor inicial de 10.48% y alcanza para 2004 un 24.03%.

de liquidez de las CNF alemanas, afirmándose allí que las firmas japonesas mantenían niveles de liquidez incluso significativamente superiores.

Al parecer el incremento no se distribuyó homogéneamente entre todos los estratos de tamaño. Se perciben dos etapas distintas: (i) hasta 1998 los de mayor crecimiento fueron los estratos intermedios, mientras las firmas más pequeñas y aquellas de mayor tamaño tendieron a comprimir sus tenencias de liquidez<sup>19</sup>; (ii) desde allí en adelante acumularon liquidez todos los estratos, aunque lo hizo más intensamente el quintil de mayor tamaño (Bates, Kahlen y Stulz, 2009).

*ii. Liquidez y endeudamiento.* Cuando se examina la evolución del endeudamiento bruto y neto (el cual descuenta del pasivo la suma de efectivo y activos líquidos), se advierte que, mientras en promedio, el primero siguió una evolución errática, el segundo cayó tendencialmente desde 16,45% en 1980, hasta valores promedio negativos para 2004/2006 (Bates, Kahlen y Stulz, 2009). Se revela así 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.

A nivel firma, no parece encontrarse una relación lineal entre endeudamiento y demanda de liquidez. Para niveles bajos de apalancamiento, aumentos sucesivos del mismo conducen a una caída en la liquidez. Cuando el endeudamiento es elevado, en

cambio, aumentos sucesivos empujan a las firmas a adoptar una cobertura frente a una eventual interrupción en el crédito—cuya probabilidad aumenta con el apalancamiento—mediante una mayor demanda de liquidez (Guney, Ozkan y Ozkan, 2007).

*iii. Efectos sobre la rentabilidad y la inversión.* El crecimiento en la demanda de liquidez se vio reflejado en la mayor importancia de los ingresos financieros en el total de ingresos de las CNF. En efecto, la proporción entre ingresos financieros (intereses y dividendos cobrados, más ganancias de capital) y el flujo neto de caja, medida que Krippner (2005) denomina *portfolio income*, indica una financierización de ingresos muy significativa y creciente desde fines de los años '70. De acuerdo con Orhangazi (2008), los mayores rendimientos de inversiones financieras actuaron debilitando el atractivo de inversiones reales entre las CNF norteamericanas.

*iv. Volatilidad y competencia.* El incremento en las tenencias de liquidez transcurrió en simultáneo con el aumento de la volatilidad de los flujos de fondos y rendimientos idiosincráticos, y con el recrudescimiento de la competencia en los mercados de bienes. Así, algunos estudios empíricos se han concentrado en estudiar la relación existente entre demanda de liquidez, las distintas fuentes de volatilidad y las condiciones de la competencia.

- Volatilidad macroeconómica. Mayor volatilidad macroeconómica conlleva a 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 et al,

<sup>19</sup> Tanto Opler et al (1999) como Custodio, Ferreira y Raposo (2005) muestran esta tendencia para firmas con activos inferiores a US\$ 90 millones y para firmas con activos superiores a US\$ 900 millones.

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>20</sup>.

- Volatilidad idiosincrática. Incluso, 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 de 6% anual acumulado, ascendiendo a un ritmo superior la volatilidad de los *fundamentals* sobre los que ese rendimiento reposaba: la de las ganancias lo hizo a una tasa del 16% anual y la del cash flow al 15% (Irvine y Pontiff, 2009). 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>21</sup>. Una contracara de este proceso es documentada por Von Kalckreuth (2000): la mayor volatilidad en ventas y costos tuvo un efecto nega-

tivo sobre la inversión de las firmas alemanas.

- Niveles de competencia. Irvine y Pontiff (2009) demuestran también que la mayor volatilidad idiosincrática puso de manifiesto un crecimiento en los niveles de competencia en el sector real. De tal suerte, una parte de la literatura ha procurado indagar la relación que se trababa entre la demanda de liquidez y el comportamiento competitivo de las firmas. Así 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 de efectivo superiores a la media de su rama, aumentan su probabilidad de ganar participación de mercado a costa de sus rivales (Fresard, 2010).

v. *Relación entre el contexto macroeconómico y la liquidez.* Son comparativamente escasos los estudios a nivel firma de los vínculos entre las condiciones macroeconómicas y la acumulación de liquidez, aunque pueden mencionarse algunas excepciones. Para el período 1994-2005, Chen y Mahajan (2010) proveen evidencias econométricas acerca de la relación prevaleciente entre la demanda de liquidez en las CNF de 34 países y algunas variables macroeconómicas como cre-

20 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.

21 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).

cimiento, inflación, tasa de interés real de corto plazo, déficits públicos, spreads bancarios, crédito privado y alícuota del impuesto a los beneficios. Los resultados reportados son resumidos en la tabla 2. Pese a la gran cobertura geográfica y temporal, apenas se proporciona allí un reporte de las relaciones predominantes para la muestra agregada, sin ofrecer una caracterización de la dinámica de la acumulación de liquidez de acuerdo al país, las fases del ciclo, sectores de actividad o tamaño de las firmas. No se encuentran tampoco elementos para evaluar cuánto se asemeja la demanda de liquidez –y su relación con las variables macroeconómicas– entre firmas de países desarrollados y países periféricos.

Un estudio más sistemático acerca de los efectos del ciclo de negocios sobre la liquidez de las CNF de Estados Unidos es ofrecido por Custodio, Ferreira y Raposo (2005). Se emplean como variables proxy del ciclo el retorno anual en el mercado bursátil, la prima de riesgo, la tasa de bonos del tesoro a tres meses y la prima de liquidez. Los resultados indican que las firmas estudiadas demandan más liquidez durante las recesiones. Más aún, las firmas más pequeñas y racionadas en el mercado de crédito tienden a demandar relativamente más liquidez durante las recesiones, cuando las primas por default se elevan, y las tasas de bonos del tesoro y primas de liquidez caen. En cambio, no hallan un patrón nítido en el comportamiento de la demanda de liquidez de las firmas grandes y no racionadas.

INTEGRACIÓN DE LOS PRECIOS EN LOS CANALES MINORISTA Y MAYORISTA  
ARROZ, PAPA Y FRÍJOL EN LA CIUDAD DE CALI

Evolución Tendencial. Resultados de Estudios a Nivel Firma				
Factor Explicativo	Periodo	País	Relación Hallada	Referencia
Evolución Tendencial	1980-2007	EE.UU.	(+)	Bates et al (2009)
	1980-2002	EE.UU.	(+)	Crotty (2005)
	1973-2003	EE.UU.	(+)	Orhangazi (2008)
	1984-1994	Alemania	(+)	Pinkowitz y Williamson (2001)
	1974-1995	Japón	(-)	
Resultados de Estudios Econométricos a Nivel Firma				
Factor Explicativo	Variable	País	Relación Esperada/Hallada	Referencia
Tamaño	Log.Natural el Activo Total	EE.UU.	(-)/(-)	Bates et al (2009)
	Activo Total	U.E.	(-)/(-)	Martinez Carrascal (2010)
	Log.Natural el Activo Total	EE.UU.	(-)/(-)	Opler et al (1999)
Apalancamiento	Pasivo Total/Activo Total	Alemania	(-)/(-)	Guney, Ozkan y Ozkan (2007)
		EE.UU.	(-)/(-)	
		Francia	(-)/(-)	
		Japón	(-)/(-)	
		Reino Unido	(-)/(-)	
	(Pasivo Total/Activo Total) <sup>2</sup>	Alemania	(+)/(+)	
		EE.UU.	(+)/(+)	
		Francia	(+)/(+)	
		Japón	(+)/(+)	
		Reino Unido	(+)/(+)	

Volatilidad Macroecon.	Variación Condicional PBI real	EE.UU.	(+)/(+)*	Baum et al (2006)	
	Var. Cond. Índice prod. industrial	EE.UU.	(+)/(+)*		
	Var. Cond. Inflación minorista	EE.UU.	(+)/(+)*		
	Var. Cond. Retorno S&P 500	EE.UU.	(+)/(+)*	Demir (2009)	
	Var. Cond. Tipo de cambio real	Argentina	(+)/(+)		
	Var. Cond. Inflación Manufacturas	México	(+)/(+)		
		Turquía	(+)/(+)		
Volatilidad Idiosincrática	Variación de precios de acciones	EE.UU.	(+)/(+)	Baum et al (2008)	
	Variación de ratio Ventas/Activo Total	EE.UU.	(+)/(+)		
	Variación de costos y ventas	Alemania	(+)/(+)	Von Kalckreuth (2000)	
			Alemania	(+)/(+)	Baum, Schäfer y Talavera (2007)
	Coef. De Variación Flujo de Fondos	EE.UU.	(+)/(+)	Han y Qiu (2007)	
	Coef. De Variación Flujo de Fondos	U.E.	(+)/(+) <sup>c</sup>	Martínez Carrascal (2010)	
	Desv. Estándar Flujo de Fondos	Francia	(+)/(+)	Saddour (2006)	
Intensidad Competencia	Índice Herfindahl-Hirschman	EE.UU.	(+)/(+)		
	Distancia entre intensidad de capital e intensidad media de la rama	EE.UU.	(+)/(+)	Haushalter, Klasa y Maxwell (2007)	
	Correlación entre el rendimiento individual y el de la rama	EE.UU.	(+)/(+)		
	Cambios en cuota de mercado	EE.UU.	(+)/(+)	Fresard (2010)	
Restricciones Crediticias	Flujo de Fondos	EE.UU.	(+)/(+) <sup>a</sup>	Almeida, Campello y Weisbach (2004)	
	Flujo de Fonos	EE.UU.	(+)/(+) <sup>b</sup>	Acharya, Almeida y Campello (2007)	
	Flujo de Fondos	U.E.	(+)/(+) <sup>c</sup>	Martínez Carrascal (2010)	
Relación Entre Variables Macroeconómicas y Liquidez. Resultados Econométricos a Nivel Firma					
Factor Explicativo	Variable	País	Relación Esperada/Hallada	Referencia	

Variables Macroeconómicas Generales	Crecimiento PBI	34 WS	(+)/(+)	Chen y Mahajan (2010)
	Inflación	34 WS	· <sup>d</sup> /(+)	
	Tasa de interés real de corto plazo	34 WS	(-)/(-)	
	Déficit Público	34 WS	(-)/(-)	
	Spreads Bancarios	34 WS	(+)/(+)	
	Crédito Privado	34 WS	· <sup>d</sup> /(+)	
Evolución en el Ciclo	Retorno anual cartera de mercado	EE.UU.	(-)/(-) <sup>c</sup>	Custodio, Ferreira y Raposo (2005)
	Prima de Riesgo	EE.UU.	(+)/(+) <sup>c</sup>	
	Tasa Bonos del Tesoro	EE.UU.	(-)/(-) <sup>c</sup>	
	Prima de Liquidez	EE.UU.	(-)/(-) <sup>c</sup>	

En general, la variable dependiente es el cociente (Efectivo y activos líquidos)/Activo Total. (\*) La variable dependiente utilizada en el estudio econométrico es la dispersión de corte transversal del ratio (Efectivo más equivalentes)/Activo Total. La hipótesis subyacente sugiere que en coyunturas de mayor volatilidad macroeconómica, la dispersión de este ratio entre firmas tenderá a reducirse. Por el contrario, cuando la volatilidad macro cesa, cada firma tendrá más libertad para adaptar su liquidez a sus necesidades idiosincráticas. (\*\*) Mide los efectos de la rentabilidad de aplicaciones financieras y de pagos de intereses y dividendos, sobre la tasa de inversión. 34 WS indica que el estudio fue realizado para los 34 países cubiertos en la base WorldScope. (a) La relación es hallada entre firmas racionadas en el acceso al crédito. (b) La relación es hallada entre firmas racionadas en el acceso a crédito y con baja correlación entre flujo de fondos y oportunidades de inversión. (c) La relación positiva es significativamente mayor para firmas pequeñas/racionadas que para firmas grandes/no racionadas. (d) La relación esperada es ambigua pues existen efectos contrarios sobre la acumulación de liquidez.

Tabla 2. Evidencias empíricas de acuerdo al factor explicativo, variable y país. Elaboración propia.

*b. Una contextualización del crecimiento en la liquidez corporativa*

A su turno, el atesoramiento de liquidez puede también considerarse a la luz de un marco más general, a partir del análisis de las tendencias del ahorro y la formación de capital brutos en el sector corporativo no financiero, así como de las restantes aplicaciones sobresalientes del exceso de ahorro de dicho sector en los países más desarrollados. Este examen permitirá

identificar, al mismo tiempo: (i) algunos procesos estructurales –económicos y financieros– subyacentes a la acumulación de liquidez; y (ii) los diferentes patrones, de largo plazo y cíclicos, que describen estas variables en los países centrales en los últimos veinte años.

De acuerdo con sendos trabajos del FMI (2006) y la OECD (2007), desde el inicio de la crisis financiera de 2001, las CNF en países desarrollados dejaron de absorber fondos con

los cuales financiar gastos de capital para volverse prestamistas netas de otros sectores. En efecto, durante 2003/04 el exceso de ahorro –esto es, la diferencia entre los beneficios no distribuidos y los gastos de capital– del sector corporativo en los países del llamado grupo de los 7 (G7) representaba más que el doble de los superávits de cuenta corriente acumulados de todos los países en desarrollo (FMI, op. cit., p.135)<sup>22</sup>. El creciente exceso de ahorro en estos países tenía lugar, al mismo tiempo que avanzaba la proporción del ingreso total apropiada por las empresas en concepto de beneficios. Ellis y Smith (2010) muestran que –a excepción de Reino Unido– dicho aumento en la participación de los beneficios en el ingreso venía teniendo lugar desde mediados de los '70.

Por cierto, algunas diferencias eran advertidas entre estos países: el exceso de ahorro había resultado muy elevado entre las CNF de Alemania, Japón, Estados Unidos, Reino Unido –quienes explicaban la mayor parte del mismo– y Canadá, y de una magnitud menor en las de Italia y Francia. Por lo demás, hacia 2005 el proceso se había extendido por igual en países con elevado o frágil crecimiento, así como entre países cuya competitividad externa se había deteriorado o mejorado durante esos años.

Los trabajos del FMI y la OECD permiten distinguir dos conjuntos de fuerzas que se combinaban ejerciendo una presión

ascendente sobre el exceso de ahorro, aquellas que habían alentado el crecimiento de los beneficios, por un lado, y las que limitaban el proceso de inversión, por otro. Asimismo, ofrecen un cuadro de las aplicaciones suministradas a los fondos así retenidos.

Un notorio aumento en los beneficios había tenido lugar, en especial en Alemania y Japón. En una proporción relativamente acotada, estas subas obedecían a mayores beneficios brutos operativos<sup>23</sup>, los que a su vez se explicaban por reducciones de costos proporcionadas por la globalización de la producción<sup>24</sup>, el cambio técnico incorporado y la moderación salarial; la acción de ésta última sobresalía como fuente de mayores ganancias en Alemania, reflejo de la reestructuración de su sector corporativo (FMI, op. cit., p.140). Una mayor repercusión había tenido el descenso en los intereses pagados y la incidencia impositiva, así como los mayores ingresos de la propiedad y beneficios obtenidos por inversiones en el exterior. Por cierto, un reflejo directo del aumento en las inversiones financieras detectado por Krippner (2005) y Orhangazi (2008) La distribución de dividendos, si bien crecía, lo hacía a un menor ritmo que las ganancias.

Por su parte, la declinación de la inversión reflejaba una reacción natural de las fir-

<sup>22</sup> El exceso de ahorro corporativo alcanzaba US\$ 1.3 trillones. Más aún, este proceso es señalado allí como una de las dos alteraciones sobresalientes que operaron en la dinámica financiera mundial desde el año 2000, junto con la combinación de baja inversión doméstica y elevados ingresos por exportaciones que condujo a los países en desarrollo a tornarse superavitarios y a su capital a fluir a los países desarrollados.

<sup>23</sup> Los beneficios operativos cayeron en Francia, Italia y Reino Unido, mientras que en Japón y Estados Unidos el aumento no fue superior a previos aumentos cíclicos. En cambio para los países de la OECD como un todo, el incremento en los beneficios operativos había alcanzado el 1,25% del PBI para el período 2001/2005.

<sup>24</sup> Milberg (2008) y Milberg y Winkler (2010) ofrecen un estudio específico del grado en que la conformación de cadenas globales de valor permitió reducir los costos de grandes corporaciones norteamericanas y generó los fondos posteriormente aplicados a la acumulación de activos financieros.

mas frente al elevado endeudamiento previo y la reciente crisis de crédito, por un lado, y un repliegue cíclico frente a la recesión que se había producido<sup>25</sup>, por otro [OECD, p 7]. Efectivamente, tal descenso en la inversión resultaba asimilable a las caídas cíclicas del activo operativo advertidas por Lutz para el período 1914-1944. Otros elementos detrás de la retracción nominal de la inversión tuvieron una naturaleza estructural: (i) la rebaja observada en el precio del capital<sup>26</sup>; (ii) la escasa rentabilidad de las pymes alemanas, que explican gran parte la inversión en ese país; y (iii) el descenso secular en la inversión en equipos norteamericana (FMI, op cit, p.142). Con todo, los trabajos del FMI y la OECD sugerían que al menos una parte de la caída en los gastos nominales de capital no se recuperaría a lo largo de la fase ascendente del ciclo.

Al final, las aplicaciones más relevantes del exceso de ahorro fueron tres: (i) el desendeudamiento: de acuerdo con el FMI (op cit, p.146) esta aplicación no absorbió una porción significativa del exceso de ahorro. En efecto, en todos los países del G7 decayó la absorción neta de fondos pero sólo en Japón, Francia y Alemania la firmas redujeron sus pasivos, optándose en otros casos por aprovechar las bajas tasas de interés para reestructu-

rarlos<sup>27</sup>; (ii) una parte sustancial del ahorro se destinó a la acumulación de *equity*, en especial recompra de acciones en Estados Unidos, y operaciones de fusiones y adquisiciones en el exterior, por parte de firmas de Estados Unidos y Reino Unido; (iii) la acumulación de efectivo fue otra de las aplicaciones privilegiadas, ésta se extendió entre todos los sectores, aunque de un modo más acentuado entre las firmas más grandes.

En suma, se desprendía de estos trabajos que la fase ascendente del ciclo en marcha en esos años haría decaer el exceso de ahorro desde los niveles que había alcanzado hacia 2004/05<sup>28</sup>, aunque éste se estabilizaría en niveles relativamente altos, sostenido por algunas alteraciones estructurales: una mayor volatilidad en el ámbito operativo, una mayor inclinación a adquirir firmas en otros países, y la necesidad de contrapesar mayores pasivos fuera de la hoja de balance. Por otro lado, estas aplicaciones implican que, tal como señalan Kripnner y Orhangazi, la demanda de activos líquidos se encontraba asimismo motivada por su rendimiento en tanto inversión.

*i. El exceso de ahorro antes y después de la crisis subprime* Utilizando datos provistos por la Comisión Europea y por la Reserva Federal de Estados Unidos, puede efectuarse un seguimiento de lo sucedido con estas variables en seis de los países desarrollados en que se concentran los trabajos que acabamos de revisar. El gráfico 1 presenta las series correspondientes a la formación bruta

25 De acuerdo a cálculos de la OECD, una caída en el ingreso de 1% producía un aumento en el exceso de ahorro equivalente al 0.5% del ingreso.

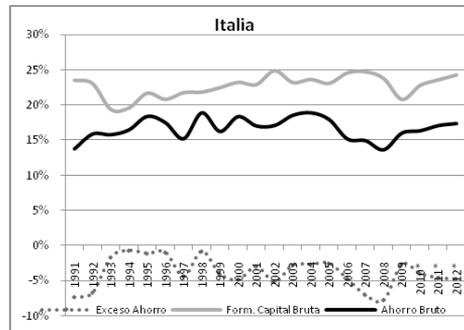
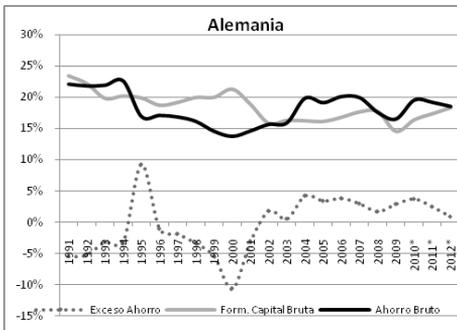
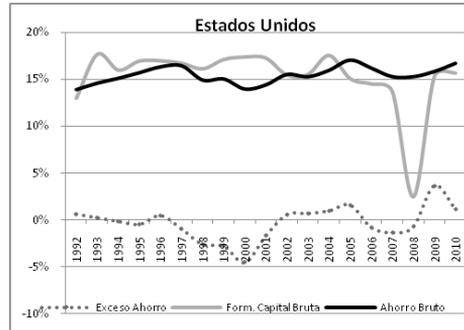
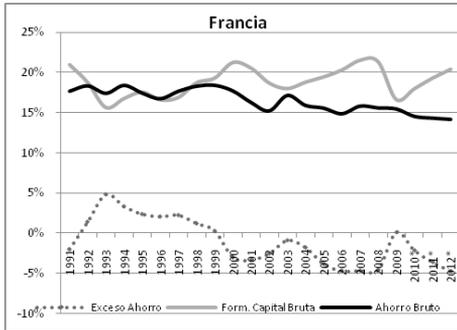
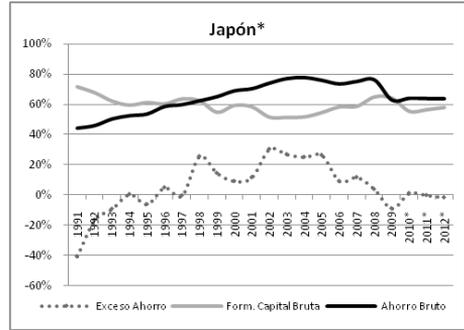
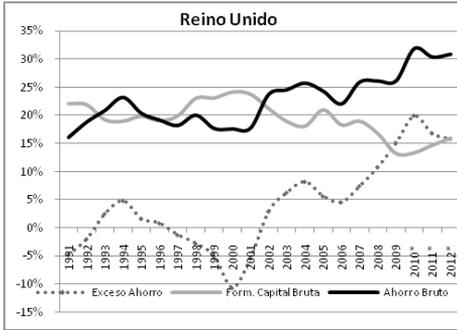
26 Por cierto, a excepción de Estados Unidos y Alemania, en el resto de los países del G7 la inversión real no se contrajo. Algo distinto sucedió en la OECD como un todo, la mitad de la caída observada en 2001-2005 se explicaba por la deflación del precio del capital, reflejando el resto una caída de la inversión real (OECD, op. cit., p. 10).

27 Como vimos, a una conclusión similar arriban Bates, Kahlen y Stulz (2009) observando el ratio de endeudamiento bruto para firmas estadounidenses en el mismo período.

28 En efecto, el trabajo de la OECD ya mostraba que tras el pico de 2004, el exceso de ahorro cayó en 2005 y 2006.

de capital, el ahorro bruto y el exceso de ahorro del sector corporativo no financiero, con

relación a su propio valor agregado bruto<sup>29</sup> en Alemania, Francia, Italia, Japón, Estados Unidos y Reino Unido.



29 A excepción de Japón, donde la variable utilizada como denominador es el excedente bruto operativo.

Gráfico 1. Ahorro Bruto, Formación de Capital Bruta y Exceso de Ahorro en el sector corporativo no financiero de Reino Unido, Alemania, Japón, Italia, Francia y Estados Unidos, como proporción del Valor Agregado Bruto. Elaboración propia con base en AMECO (Annual Macro-Economic Database) y Federal Reserve, Flow of Funds Accounts. (\*) En Japón la magnitud utilizada como denominador es el Excedente Bruto de Explotación.

Una observación global de lo ocurrido con el exceso de ahorro entre las corporaciones no financieras de los seis países en cuestión permite inferir que:

i. Efectivamente, la continuidad de la fase ascendente del ciclo entre 2005 y 2008 provocó en los seis países un descenso del exceso de ahorro durante esos años. En general, tal caída reflejó un aumento en la formación bruta de capital, o bien una gradual baja en el ahorro bruto, o una combinación de ambos. Tanto Estados Unidos como Reino Unido, se apartaron de este curso general; en el primer caso dado que la caída en el exceso de ahorro se dio al mismo tiempo que descendían ahorro y formación de capital brutos; en el segundo, puesto que la caída del ahorro sólo tuvo lugar en 2004/2006, mientras éste prosiguió su ascenso y la formación bruta de capital continuó su caída en el resto del período.

ii. Mientras en Alemania, Japón, Reino Unido y Estados Unidos el exceso de ahorro alcanza –o aumenta los ya previamente existentes– valores positivos, en Italia y Francia tiende a permanecer siempre en un rango de valores negativos.

iii. En tal sentido, pueden distinguirse dos patrones en la evolución del exceso de ahorro de los países estudiados, a saber:

a. Aquel exhibido por Reino Unido, Alemania y Japón. Donde el exceso de ahorro del sector parece haberse instalado de un modo estructural: éste presenta valores positivos durante varios años consecutivos, y/o se espera que se prolongue en el futuro. Un caso particular es Reino Unido, donde la proporción entre el exceso de ahorro y el valor agregado bruto del sector ha mostrado una clara tendencia al aumento durante la última década –alcanzando los mayores valores entre los seis países estudiados.

b. El seguido por Francia e Italia. Allí se observa en la última década una tendencia a la absorción neta de fondos, que no parece haber sido notoriamente perturbada por la crisis desde 2008. En Italia tal proceso encontraba un antecedente similar en la década previa. En Francia, en cambio, la actual etapa fue precedida por una prolongada fase de oferta neta de fondos positiva –aunque declinante– al resto del sistema.

En suma, se observa una tendencia al aumento de la demanda de liquidez en las CNF de países desarrollados, que parece darse de un modo más acentuado entre los estratos de tamaño intermedios –aunque en los últimos 10 años fue liderada por los de mayor tamaño. Los estudios empíricos muestran que en cierta medida ese aumento obedeció a un ascenso en la volatilidad de las ganancias y los flujos de fondos, así como a un aumento en los niveles de competencia de los mercados de bienes.

En el plano macroeconómico, esto halló por correspondencia una tendencia al aumento

del exceso de ahorro del sector corporativo no financiero, siendo el propio atesoramiento de liquidez una de sus aplicaciones privilegiadas. Se evidencia así que, en una medida considerable, el aumento en la liquidez retenida reflejó aquella alza en el exceso de ahorro del sector.

El aumento del exceso de ahorro tras la crisis *subprime*, pone de manifiesto un componente de naturaleza cíclica en el comportamiento de este agregado. Con todo, las oscilaciones exhibidas en el exceso de ahorro de los diferentes países estudiados, sugieren la falta de una correspondencia única entre las fases del ciclo de negocios y los movimientos del exceso de ahorro.

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

Tras caracterizar el crecimiento reciente en la tenencia de liquidez y delimitar el contexto general en que éste tuvo lugar, se revisan aquí los planteos teóricos que han sido empleados para explicarlo. Esto permitirá, por un lado, proporcionar un resumen de las preguntas y criterios que han guiado los estudios empíricos hasta el momento; y por otro, evaluar el grado en que dichas racionalizaciones dan cuenta de los aspectos señalados en la caracterización previa.

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 liqui-

dez 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, rechaza la existencia de una optimización y presenta a la liquidez como un resultado pasivo del flujo de fondos y sus aplicaciones. Por último, también se consideran las hipótesis explicativas que surgen de la literatura sobre *financierización*, donde las motivaciones privilegiadas para la demanda de liquidez son el rendimiento ofrecido por los activos financieros y por las precisiones ejercidas por el sistema financiero.

#### 1.1. *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 insuficiencia de efectivo. 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, bajar 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 (1936): el motivo transacción y el motivo precaución.

*1.1.a. El motivo transacción.* Las firmas desearán una cantidad de efectivo que mini-

mice la suma de dos tipos de costos: el de hacerse de fondos, por un lado, y el costo de oportunidad de mantener efectivo en su cartera, por otro. El planteo se desprende de los originalmente efectuados 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>30</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 et al, 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; así, por ejemplo, las firmas diversificadas deberían tener menos activos líquidos en su cartera, pues se asume que pueden vender activos corporativos con una menor pérdida de valor; más aún, según Tong (en prensa) el valor del efectivo tiende a decaer a medida que aumenta el grado de diversificación de

los activos de una misma firma. Por otro lado, si se pagan dividendos, es esperable que las dificultades financieras sean menores pues se cuenta con la posibilidad de interrumpir la distribución de ganancias.

(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 operatoria de la empresa, pues el 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 (1966), varios estudios se han preocupado por evaluar la existencia de economías de escala en la demanda de efectivo<sup>31</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>32</sup>.

30 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.

31 Las evidencias proporcionadas por algunos de estos estudios ya fueron resumidas en la sección II.

32 De acuerdo con Kim, Mauer y Sherman (1998) la liquidez óptima es decreciente al aumentar la rentabilidad de oportunidades de inversiones 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.

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 et al, op. cit., p.10, 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.

*1.1.b. El motivo precaución y la hipótesis de restricción crediticia.*

*1.1.b.i. El motivo precaución.* El criterio de optimización aplicado a la demanda de liquidez en este caso, atiende a la función de cobertura de la firma ante el eventual surgimiento de oportunidades de inversión que requieran ser financiadas por fondos propios, suponiendo que las fuentes de financiamiento externas se encuentran vedadas por su costo inhibitorio. Se trata de minimizar el costo esperado de este desaprovechamiento de oportunidades de inversión, dado por dos factores: (i) las ganancias a que las inversiones resignadas darían lugar, y (ii) la probabilidad de no contar con financiamiento, a un costo adecuado, para solventarlas.

Entre otras causas, esta circunstancia se presenta como consecuencia de un problema de información asimétrica entre los acreedo-

res/inversores y la firma. En particular, la falta de información adecuada por parte de posibles inversores puede elevar el costo de financiamiento a niveles tan altos que desalienten la concreción de oportunidades de inversión que en condiciones normales hubieran resultado rentables. En tal sentido, es previsible que aquel costo aumente a medida que el tipo específico de contrato financiero requiera de mayor información sobre el proyecto y la firma al evaluar su rentabilidad definitiva para el acreedor. De modo que mayores asimetrías de información elevan el valor esperado de las inversiones sacrificadas y estimulan por esta vía la acumulación de efectivo que suplante a las fuentes externas en su financiamiento.

*1.1.b.ii. La hipótesis del racionamiento crediticio.* Una variante del motivo precaución tiene lugar cuando las firmas se encuentran racionadas en el acceso a crédito. Una empresa no racionada en el acceso a financiamiento podrá cubrir con fuentes externas todas las oportunidades de inversión rentables a su alcance. Una firma racionada, en cambio, no pudiendo recurrir al mercado financiero, sólo contará con fondos propios para afrontar cualquier inversión; naturalmente, este hecho impone un límite al conjunto alcanzable de oportunidades de crecimiento: deberán desecharse aquellas que excedan el monto de fondos disponibles –medidos en general por medio del flujo neto de fondos– que representa los fondos de libre disposición (Almeida, Campello y Weisbach, 2004).

Ante tal escenario, la firma podrá optar entre realizar la mejor inversión corriente posible dado su flujo de fondos, o atesorar acti-

vos líquidos esperando acumular, en períodos subsiguientes, la magnitud requerida para una mayor inversión –más rentable– inicialmente descartada por la falta de crédito<sup>33</sup>.

En esta línea, Acharya, Almeida y Campello (2007) examinan la posibilidad de que firmas racionadas opten por atesorar efectivo obtenido mediante endeudamiento, esto con el fin de redistribuir su acceso a fondos en el tiempo: esta práctica permitiría disponer de financiamiento hasta en períodos de bajo fondeo interno y de limitado acceso a crédito. Así, las firmas preferirán acumular efectivo obtenido con endeudamiento, si sus oportunidades de inversión tienden a surgir en períodos de bajos flujos de fondos<sup>34</sup>.

Incluso, se ha sostenido (Almeida, Campello y Weisbach, 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 inhibidas durante el auge, al perder interés las inversiones futuras a cuya financiación contribuirían, frente al realizado atractivo de las inversiones presentes.

33 Almeida, Campello y Weisbach (2004) sugieren, entonces, que mientras para firmas no racionadas la acumulación de efectivo no debería mostrar ninguna correlación con el flujo de fondos, si debiera mostrar una alta correlación positiva entre las firmas racionadas.

34 Esto es, las firmas racionadas tenderán a endeudarse y a ahorrar efectivo en períodos de altos flujos de fondos (cuando su acceso a crédito es relativamente fluido) si la correlación entre su flujo de fondos y sus oportunidades de inversión es baja; por el contrario, si dicha correlación es alta, las firmas tenderán a repagar la deuda con los flujos de fondos libres, buscando mejorar su estructura de capital y así acceder a mayores préstamos cuando lo requieran.

1.1.b.iii. *El rol de la volatilidad y la competencia.* Se advierte así que, 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 los saldos de liquidez óptimos 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; buena parte de los resultados se resumen en la sección III.1.d.

1.2. *Los costos de agencia vinculados a la discrecionalidad gerencial.* 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. Estas actitudes son promovidas cuando la probabilidad de remoción de la

gerencia, a causa de adquisiciones hostiles, es reducida<sup>35</sup>.

1.3. *El enfoque de jerarquías financieras.* En un vértice opuesto, la teoría de la jerarquía financiera sugiere que no existe una cantidad óptima de efectivo y equivalentes. Por el contrario, de acuerdo con Myers y Majluf (1984) prevalece una secuencia de fuentes de financiamiento sucesivas que los gerentes seguirán para minimizar los costos financieros derivados, entre otras causas, de la información asimétrica. En efecto, éstos acudirán a las siguientes fuentes para cubrir sus necesidades de fondos, avanzando 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

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

1.4. *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 a la hora de explicar la evolución de su demanda. En efecto, mientras los primeros tres enfoques valoran el dinero en tanto liquidez, dando siempre por sentado que la rentabilidad operativa resultará más atractiva para la firma, 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 CNF, 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.

35 Dicha vertiente encuentra, en la literatura empírica, varias ramificaciones 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) 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. Harford, Mansi y Maxwell (2008), sin embargo, encuentran entre firmas norteamericanas evidencias contrarias a las esperadas de acuerdo a este enfoque. Firmas donde los accionistas cuentan con menores derechos y firmas con menor participación de los propietarios en la gestión, demandan menos efectivo.

(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 CNF acumulan activos financieros o adquieren 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, propone 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.

#### IV. Discusión y aspectos aún por explorar empíricamente

En tanto revelan las relaciones cuantitativas que han tendido a prevalecer entre la acumulación de liquidez y las diferentes variables explicativas, los hallazgos registrados alrededor del reciente aumento de la demanda de liquidez, revisten una gran relevancia. Como vimos, es posible señalar que este conjunto

de estudios empíricos proporciona, en especial, respuestas a numerosos interrogantes formulados al interior de la literatura financiera. Ello permite extraer algunos elementos para componer una caracterización general del fenómeno como la que se muestra en la sección III.1, apreciando las tendencias de la acumulación de liquidez en el tiempo y la relación que ésta ha mantenido con el endeudamiento, la rentabilidad y la competencia, entre otros.

Con todo, dichas variables no evolucionaron en el tiempo de un modo aleatorio, sino articuladas en torno de procesos económicos generales que afectaron las dimensiones y forma de la inversión de las grandes firmas de modos suficientemente inteligibles. Tales cambios excedieron incluso a aquellos ocurridos en el sector financiero, tomados como referencia privilegiada por la literatura sobre *financierización*. Se sucedieron así fases de crecimiento horizontal, de diversificación o conglomeración, de re-especialización en ramas originales, internacionalización de la producción; experimentándose en paralelo oleadas de fusiones y adquisiciones que, en articulación con los procesos anteriores, debieron afectar la gestión interna de los fondos. La literatura sobre demanda de liquidez ha omitido una evaluación específica de los vínculos cualitativos entre ésta y las distintas modalidades o etapas del crecimiento corporativo, que permitiría complementar los hallazgos econométricos alcanzados, identificando el rol que la liquidez jugó entre las firmas que más se involucraron en cada una de ellas.

Los antecedentes de la acumulación de liquidez que se desprenden de los estudios

anteriores a 1980 suministran una perspectiva que también parece soslayarse en los nuevos trabajos empíricos. La propia literatura había comenzado a percibir que 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. No resultaría ilógico, luego, formular como hipótesis que, al menos para firmas puntuales en circunstancias específicas, el atesoramiento insinúe las dificultades con que éstas 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, si no limitó, al menos moldeó y condicionó las opciones de crecimiento productivas.

Se mostró, por otro lado, que un componente de naturaleza cíclica parece estar detrás de las oscilaciones en el exceso de ahorro y demanda de liquidez de las CNF en diferentes países; aun cuando, para el período abierto desde 1980, no salte a la vista una correspondencia única entre éstas y el ciclo. Antes bien, pareciera presidir dichos movimientos la alternancia de diferentes modalidades predominantes de crecimiento –y financiamiento del mismo– o contracción de los niveles de actividad. En particular, dependiendo de los factores que afecten a la inversión, los beneficios y el mercado de capitales, un mismo incremento en la inversión puede financiarse con ahorros propios del sector, absorbiendo ahorro del resto del sistema, o incluso ofre-

ciéndole a éste cierto ahorro excedente. Un estudio orientado a establecer las diferencias en la fisonomía cíclica de estos procesos entre países y en el tiempo, contribuiría a esclarecer las causas de carácter general que presionan sobre el atesoramiento de activos líquidos.

En ese sentido, no abundan en la literatura trabajos que individualicen a las ramas que conducen el ascenso de la liquidez del sector no corporativo, en el largo plazo o en cada crecida cíclica, y a aquellas donde la liquidez se mantiene estable o retrocede. Ciertamente, no pocos trabajos empíricos estudian el comportamiento de la liquidez al interior de diferentes agrupamientos de firmas –la distinción entre firmas racionadas y no racionadas es la predominante–; diversos exámenes incorporan también variables cualitativas de control sectoriales que depuran los efectos de las variables de interés de los efectos fijos por sector. Sin embargo, las particularidades de la acumulación de liquidez propias de cada rama permanecen sin ser estudiadas, aun cuando las condiciones macroeconómicas y transformaciones del ambiente productivo, comercial y financiero, no se distribuyeron homogéneamente entre ellas.

## Bibliografía

- 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.
- 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.
- 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; Stephan, A.; Talavera, O (2008). **Uncertainty Determinants of Corporate Liquidity**. *Economic Modelling* Vol. 25 p. 833-849.
- Baum, C., Caglayan, M., Ozkan, N., Talavera, O. (2008). The Impact of Macroeconomic Uncertainty on non-financial firms' demand for liquidity. *Review of Financial Economics*, Vol. 15, 289-304.
- 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.
- Bloch, E. (1963). Short Cycles in Corporate Demand for Government Securities and Cash. *The American Economic Review*, Vol. 53, N° 5, 1058-1077.
- Chen, N., Mahajan, A., (2010). Effects of Macroeconomic Conditions on Corporate Liquidity International Evidence. *Research Journal of Finance and Economics*. Vol 35, 112-129
- Crotty, J. (2005); 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*. Eptein, 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.A., and Raposo, C. (2005). Cash Holdings and Business Conditions. *Working Paper, Social Science Research Network*: <http://ssrn.com/abstract=608664>
- 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.
- Ellis, L., Smith, K., (2010), The Global Upward Trend in the Profit Share. *Applied Economics Quarterly*, Vol. 56, N° 3, 231-256
- FMI (2006). Awash with Cash: Why are Corporate Savings So High?. *World Economic Outlook*. Abril, 135-159.
- 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.
- 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.
- 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.
- 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.
- 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.
- Jensen, M. (1986), Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, Vol.76, N° 2, 323-329.
- 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
- Lutz, F.(1945). *Corporate Cash Balances 1914-1943. Manufacturing and Trade*. New York: NBER.
- Martínez 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
- 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. (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, Winkler, D. (2010) Financialization and the dynamics of offshoring in the USA. *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 34, 275-293.
- Miller, M., Orr,D. (1966). A model of the demand for money by firms. *Quarterly Journal of Economics* Vol. 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.
- Myers, S.C., 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
- OECD (2007), Corporate Savings and Investment: Recent Trends and Prospects, *OECD Economic Outlook, Vol. 82*. Preliminary Edition.
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., Williamson, R., (1999). The determinants and implications of cash holdings. *Journal of Financial Economics Vol. 52*, 3–46.
- 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., and Rohan W., (2001). Bank Power and Cash Holdings. Evidence From Japan. *The Review of Financial Studies, Vol. 14, N° 4*, 1059-1082.
- 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.
- Stockhammer, E. (2004). Financialization and the slowdown of accumulation. *Cambridge Journal of Economics vol. 28, N° 5*, 719-741.
- Tobin, J., (1965), *Money and economic growth. Econometrica , Vol. 33, N° 4*, 671–684.
- Tong, Z.(en prensa), *Firm diversification and the value of Corporate Cash Holdings*. *Journal of Corporate Finance*. Disponible en [linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S0929119909000406](http://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S0929119909000406)
- 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.

Whalen, E. (1965). A cross-section study of Business Demand for Cash. *The Journal of Finance*, Vol. 20, N °3, 423-443.