



 **realidad
económica**

Nº 333 · AÑO 49

1º de julio al 15 de agosto de 2020

ISSN 0325-1926

Páginas 113 a 140

PAÍSES EN DESARROLLO

El aumento de los activos financieros en firmas de América Latina. ¿Un caso de financiarización?

Joel Rabinovich* y Rodrigo Pérez Artica**

* Doctor en Economía. Investigador de Postdoctorado de la Universidad de Leeds, Woodhouse, Leeds LS2 9JT, Reino Unido joel.rabi@gmail.com

** Doctor en Economía. Docente, Dpto. de Economía, Universidad Nacional del Sur (UNS)-Investigador del Instituto de Investigaciones Económicas y Sociales del Sur (IIESS-UNS/Conicet), San Andrés 800 - Altos de Palihue, Bahía Blanca CP 8000 - Argentina. rodrigo.perezartica@uns.edu.ar

RECEPCIÓN DEL ARTÍCULO: diciembre de 2019

ACEPTACIÓN: marzo de 2020



Resumen

Una de las maneras en las que se define a la financiarización de la firma es aquella que postula un mayor involucramiento de las firmas no financieras en la tenencia y compra-venta de activos financieros a partir de los cuales se obtienen mayores intereses y ganancias de capital. Asimismo, distintos autores han señalado también que las empresas que operan en países en desarrollo tienen mayores posibilidades de embarcarse en este tipo de actividades mediante operaciones de carry trade y especulación con derivados de tipo de cambio. En este artículo desarrollamos un minucioso análisis de la tenencia de activos e ingresos financieros de firmas que cotizan en bolsa de Argentina, Brasil, Chile, México y Perú, entre 1998 y 2017. Si bien vemos un aumento de ciertos activos, nuestra evidencia no permite asegurar que ello se deba a la búsqueda de ganancias financieras.

Palabras clave: Financiarización – Especulación – Países en desarrollo – Activos financieros – Ganancias

Abstract

The increase in financial assets in Latin American firms. A case of financialization?

One of the ways in which the financialization of the firm is defined is the one that postulates a greater involvement of non-financial firms in the holding, buying and selling of financial assets from which higher interest and capital profits are obtained. Furthermore, different authors have also pointed out that companies operating in developing countries have greater possibilities of embarking on this type of activity through carry trade operations and speculation with exchange rate derivatives. In this article we develop a detailed analysis of asset holdings and financial income of listed firms in Argentina, Brazil, Chile, Mexico and Peru between 1998 and 2017. Although we see an increase in certain assets, our evidence does not ensure that this is due to the pursuit of financial gain.

Keywords: Financialization - Speculation - Developing countries - Financial assets - Profits

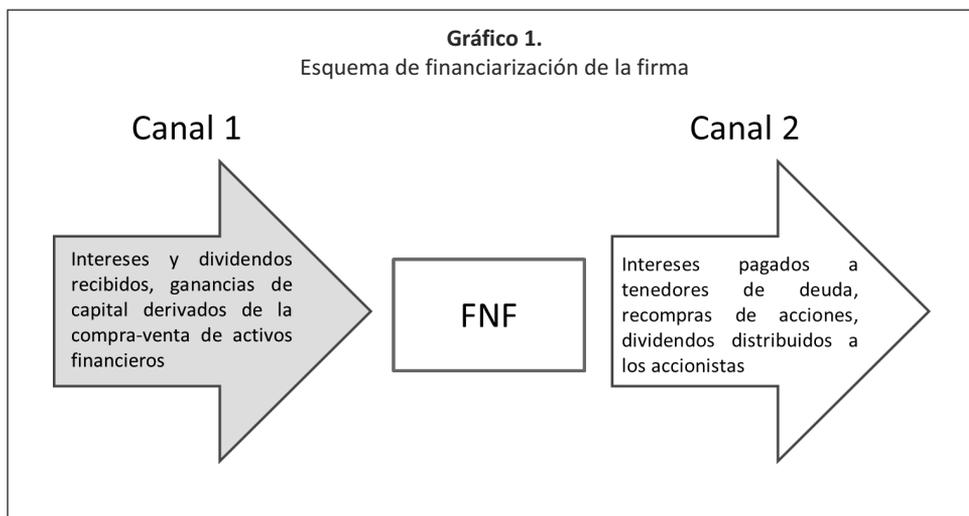
Introducción

Actualmente, la literatura sobre la financiarización se encuentra en plena expansión, atravesando distintas corrientes teóricas dentro de la economía política como la marxista (Powell, 2018), regulacionista (Boyer, 2000) y post-keynesiana (Epstein, 2005), entre otras. También distintas disciplinas como la geografía económica (Christophers, 2012), parte de la sociología *mainstream* (Lin & Tomaskovic-Devey, 2013) y, recientemente, se puede encontrar incluso en la economía *mainstream* (Admati, 2017). Este uso disciplinario y teórico tan amplio ha venido acompañado, como contraparte, de una multiplicidad de enfoques o significados del término.

Van der Zwan (2014) encuentra tres orientaciones diferentes: la financiarización como a) un cambio en la vida cotidiana de las personas, b) un cambio en la gestión empresarial tendiente a la introducción de la maximización del valor para el accionista –*shareholder value maximization*–, y c) un nuevo régimen de acumulación. Lapavitsas (2013, pp. 3–4) presenta un análisis de clase que distingue entre los cambios en las firmas no financieras (FNFs), los bancos y los hogares. El presente trabajo sigue esta última definición y se concentra en la financiarización de la FNF.

Incluso cuando nos focalizamos en esta última dimensión, vemos que también pueden encontrarse distintos significados. Stockhammer (2004) la define a grandes rasgos como el mayor involucramiento de la firma en mercados financieros. El **gráfico 1** ilustra, de forma muy esquemática, los dos grandes canales mediante los cuales se da ese mayor contacto con los mercados financieros.

Por un lado, como indica Van der Zwan (2014), se la utiliza como sinónimo de maximización del valor para el accionista, lo que refleja la creciente relevancia de este actor sobre el resto de los participantes, especialmente los trabajadores. En



nuestro esquema esto se ve reflejado en el **canal 2** el cual ilustra la transferencia de beneficios de las FNFs a los mercados financieros en diversas formas, como el pago de intereses, el pago de dividendos y la recompra de acciones. Este canal está estrechamente ligado a la primacía de la maximización del valor para el accionista, ya que el aumento de las recompras de acciones y los dividendos a partir de los años ochenta se debe en gran medida a la mayor presión ejercida por los grandes inversores institucionales (Lazonick & O’Sullivan, 2000). También refleja los resultados de un mayor apalancamiento a través del pago de intereses.

El **canal 1**, por su parte, está relacionado no con el *pago* de fondos sino con su *ingreso* derivado de la mayor tenencia de activos financieros por parte de las FNFs. El *paper* de Krippner (2005) sobre la financiarización de la economía estadounidense (el más citado de la literatura), de hecho sigue esta idea al decir que la financiarización implica que las ganancias se generan crecientemente a través de canales financieros antes que en la producción y comercio de mercancías.

Solo recientemente han aparecido diferentes estudios, tanto a nivel macro como microeconómico, con el fin de evaluar la validez general y relevancia de este canal, y han encontrado evidencia contradictoria. Específicamente para el caso de Estados

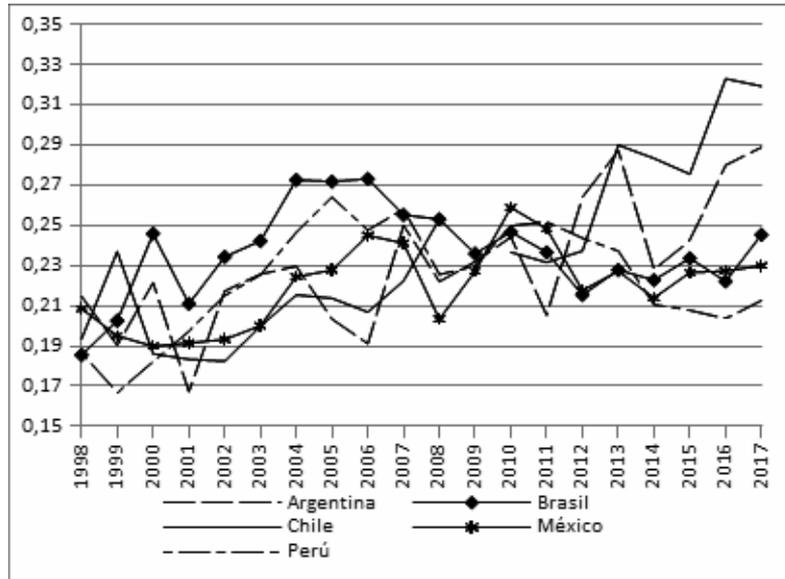
Unidos, mientras que Rabinovich (2019) rechaza lo que él llama la *hipótesis del giro financiero de la acumulación* basándose en una reevaluación de la información de medición, composición y evolución de los activos, las fuentes de ingresos financieros, junto con un análisis más amplio de los activos y los usos de los fondos, Davis (2016, 2018) encuentra una relación positiva entre las tenencias de efectivo y la rentabilidad financiera.

Sorprendentemente, la creciente literatura sobre financiarización en países emergentes no se ha focalizado aún en esa relación, *incluso a pesar de que el vínculo puede ser más fuerte*. Decimos esto teniendo en cuenta que, en el caso de las economías de mercado emergentes, las empresas tienen mayores posibilidades de llevar a cabo operaciones de *carry trade* (Bruno & Shin, 2017a; Caballero, Panizza, & Powell, 2016; Shin & Zhao, 2013) y especular con derivados de tipos de cambio (Farhi & Borghi, 2009; Rossi Júnior, 2013; Zeidan & Rodrigues, 2013).

Para el caso específico de América Latina, el **gráfico 2** muestra el incremento de activos financieros en manos de FNFs de Argentina, Brasil, Chile, México y Perú. Allí podemos ver cómo, en todos los casos, las empresas han aumentado sus tenencias de activos financieros. Comparando punta a punta, las FNFs chilenas aumentaron en más del 50%, las argentinas y brasileras más del 30% y las peruanas y mexicanas más del 10%. La pregunta que abordaremos en este trabajo es si la búsqueda de ganancias financieras es aquello que ha motivado este incremento generalizado.

A diferencia de otros trabajos que han abordado esta pregunta con información macroeconómica o ya agregada por organismos públicos (por ejemplo, Schorr & Wainer, 2018), en nuestro caso utilizaremos información microeconómica de empresas cotizantes en bolsa de los países indicados. El trabajo se organiza de la siguiente manera: la primera sección revisa la literatura de la financiarización de la firma en países avanzados y las particularidades que adopta en países emergentes, la siguiente sección presenta la información y nuestros principales hallazgos, mientras que la última sección concluye.

Gráfico 2.
Activos financieros en manos de FNFs de cotización pública de Argentina, Brasil, Chile, México y Perú, 1998-2017



Nota: El valor para cada año y país se calcula sumando todos los activos financieros y dividiendo por la suma de todos los activos (ítem No6 de Compustat). Se computan como activos financieros a “efectivo y colocaciones a corto plazo” (ítem No1 de Compustat), “deudas comerciales y otras cuentas por cobrar” (ítem No2 de Compustat), y la suma de “inversiones en asociadas” (ítem No31 de Compustat) y “otros activos financieros no corrientes” (ítem No32 de Compustat). El valor correspondiente para Chile en 2009 es 39%.

Fuente: Compustat Global.

La financiarización de la firma y el giro hacia la acumulación de activos financieros

Motivos generales

La literatura sobre la financiarización de la FNF destaca que uno de los principales motivos para la acumulación de activos financieros es la búsqueda de rentabilidad (Davis, 2018; Krippner, 2005). Diversas razones históricas que se remontan a los años setenta y ochenta dieron origen a este cambio de las actividades y fuentes

de beneficios de las FNFs. En términos generales, estos motivos pueden agruparse en dos razones no exclusivas.

El primero pone de relieve los diferentes tipos de problemas en el ámbito de la producción. Magdoff y Sweezy (1987) señalan el estancamiento de la economía y la creciente dificultad para la realización de beneficios a través de formas tradicionales como el consumo y la inversión privados. Davis (2016) y Crotty (2005) también destacan la desaceleración de la demanda agregada en la década de 1970. Asimismo, Krippner (2005) enfatiza el mayor grado de conflictividad laboral (para el caso de Estados Unidos) y el aumento de la competencia internacional. Por último, al mismo tiempo que las FNFs experimentaban diferentes tipos de dificultades en la esfera de la producción, el sector financiero se encontraba en pleno auge, lo cual creaba incentivos para invertir en él (Orhangazi, 2008).

El segundo grupo de razones se concentra en los cambios internos que experimentan las FNFs en términos de relaciones de poder entre gerentes y accionistas (Stockhammer, 2004; Tomaskovic-Devey et al., 2015). Basados en la teoría post-keynesiana de la firma (Lavoie, 1992; Wood, 1975), estos académicos afirman que mientras los gerentes tienen preferencia por el crecimiento, los accionistas favorecen las ganancias. La alineación de las preferencias de los primeros con los segundos se dio gracias a la fuerte oleada de adquisiciones y la introducción del pago con acciones para ciertos gerentes, lo que hizo que las FNFs adoptasen un carácter rentista y abandonasen sus prioridades por el crecimiento.

Paradójicamente, la búsqueda de beneficios financieros vinculados a la adquisición de este tipo de activos ha sido probada solo *indirectamente* (con la excepción de Davis (2018)). Decimos indirectamente porque la mayoría de los estudios empíricos se centran en el efecto de los ingresos financieros sobre la inversión física (gastos de capital) más que en las inversiones financieras (véase, por ejemplo, Orhangazi, 2008; Stockhammer, 2004; Tori & Onaran, 2018b, 2018a). Los valores negativos y significativos de los parámetros estimados se interpretan así como una prueba del giro hacia la acumulación financiera que desplaza la acumulación productiva (Hecht, 2014; Orhangazi, 2008; Stockhammer, 2004).

Sin embargo, en muchos casos, los diferentes tipos de activos financieros tienen un efecto positivo en la inversión productiva. Davis (2017) adopta una definición amplia de activos financieros que incluye “efectivo y colocaciones a corto plazo”, “deudas comerciales y otras cuentas por cobrar”, “otros activos corrientes (menos inventarios)”, “inversiones en asociadas” y “otros activos financieros no corrientes”, y encuentra una relación positiva con la inversión productiva. También con la ganancia financiera. Estos resultados son interpretados a partir de la mayor flexibilidad que ofrecen los activos financieros líquidos para respaldar la inversión real, y de las posibles complementariedades entre los componentes financieros y no financieros de su negocio (por ejemplo, las tarjetas de crédito emitidas por las propias empresas que estimulan las ventas de sus productos). Algunos estudios de casos paradigmáticos como los realizados para Ford o General Electric se han centrado en ese aspecto de su modelo de negocio (Froud et al., 2006). Otros estudios econométricos adoptan una definición más estrecha de activo financiero como Auvray y Rabinovich (2019) y Hecht (2014), quienes consideran el efectivo y las colocaciones a corto plazo solamente y encuentran que están positivamente correlacionados con la inversión.

Motivos específicos en las economías emergentes

Aunque tradicionalmente se ha centrado en las economías desarrolladas, la literatura sobre la financiarización se ha ido ampliando progresivamente hacia las economías emergentes, generalmente comparándolas con sus pares desarrolladas (para una revisión véase Bonizzi, 2013; Bortz & Kaltenbrunner, 2018; Karwowski & Stockhammer, 2017; específicamente para América Latina véase Abeles et al., 2018). En el caso de las FNFs, los motivos por los que se orientan hacia la esfera financiera también estaban presentes, en muchos casos, en las economías emergentes. La caída de la tasa de ganancia, el aumento de los rendimientos en el sector financiero y los malos resultados macroeconómicos son ejemplos de ello (Demir, 2007, 2009).

Por otra parte, al igual que en el caso de las FNFs pertenecientes a las economías avanzadas, algunos estudios se han centrado en el impacto del aumento de la actividad financiera por sobre la inversión física. Demir (2009) lo hace para un grupo de FNFs argentinas, mexicanas y turcas y encuentra un efecto negativo y estadísti-

camente significativo de la brecha de rentabilidad a favor de los rendimientos financieros en comparación con la inversión fija. Seo, Kim y Kim (2016), por otro lado, no encuentran un efecto estadísticamente significativo de los rendimientos financieros sobre la inversión¹.

Además de estas explicaciones compartidas con las firmas de países avanzados, algunos académicos han destacado causas específicas que hacen que la búsqueda de beneficios financieros sea más relevante en los países emergentes. Para empezar, las tasas de interés tienden a ser consistentemente más altas en estas economías. Parte de ello obedece a las mayores expectativas de depreciación del tipo de cambio (Chaboud & Wright, 2005). Además, los mayores riesgos que implican los activos de los mercados emergentes se explican por otros factores como el aumento de la inflación, la carga de la deuda externa, los déficits en cuenta corriente y el historial de impagos, entre otros (Bellas et al., 2010; Cantor & Packer, 1996). De hecho, según Bonizzi (2013),

la financiarización a través de los ingresos por intereses puede ser de especial relevancia para muchos países en desarrollo, ya que la inflación y la necesidad de fomentar las entradas de capital (o desalentar la fuga de capitales) a menudo ha inducido a estos países a adoptar tipos de interés elevados. (p. 85, traducción propia)

A modo de ejemplo, la relevancia de las altas tasas de interés para las actividades regulares de las FNFs de países emergentes ha sido tal que, en Brasil, la reducción en 2013 fue criticada en lugar de apoyada por el sector productivo (Neumann, 2016).

Las tasas de interés más altas ofrecen la oportunidad de realizar operaciones de arbitraje. Según Shin y Zhao (2013), aunque las operaciones de *carry trade* es-

¹ Sin embargo, los cambios en términos de equilibrio de poder entre la gerencia y los accionistas son más discutibles. Una de las formas jurídicas más importantes de las firmas en los países en desarrollo son los grupos empresariales en los que la propiedad y la gestión no están separadas (Khanna & Yafeh, 2007). Esta forma jurídica se ha mantenido en el último tiempo (Torija Zane & Gottschalk, 2018).

taban tradicionalmente asociadas a las instituciones financieras, en las economías emergentes con controles de capital, las FNFs capaces de acceder a los mercados internacionales de capital a través de filiales *offshore* o de préstamos intrafirma son más difíciles de regular que los bancos tradicionales. Por lo tanto, tienen mayor capacidad para eludir esos controles de capital. Asimismo, tal como lo señalan Bortz, Fernández y Zeolla (2019), la liquidez internacional generada a partir del *Quantitative Easing* produjo una mayor demanda por los bonos emitidos por estas firmas, las cuales, en el caso de América Latina y el Caribe, aumentaron su stock de deuda en un 580% entre 2000 y 2016. Powell (2013) presenta datos macroeconómicos de FNFs mexicanas que sugieren una mayor participación en operaciones de *carry trade* entre 2004 y 2008. Utilizando datos a nivel de empresa de 18 economías emergentes, Caballero, Panizza y Powel (2016) encuentran un impacto positivo y estadísticamente significativo de los controles de capital con respecto a los activos financieros líquidos. Bruno y Shin (2017), utilizando también datos a nivel de empresa, pero tanto de economías emergentes como avanzadas, muestran que las empresas de economías emergentes contraen más deuda en dólares cuando ya tienen saldos de caja elevados y mantienen una mayor proporción de esos fondos en efectivo en los próximos tres años. A partir de un grupo de posibles explicaciones que incluyen motivos precautorios, gastos de capital, investigación y desarrollo (I+D), reducción de la deuda a largo plazo y *carry trade*, los autores encuentran pruebas de esto último.

Las actividades especulativas de las FNFs de mercados emergentes no se limitan a la realización de operaciones de *carry trade*. Farhi y Borghi (2009) reportan los casos de FNFs de países emergentes que utilizaron derivados financieros en 2008 para, en lugar de cubrirse, apostar a que sus monedas nacionales no se depreciarían frente al dólar y tuvieron enormes pérdidas. Aunque en la mayoría de los casos estas FNFs eran exportadoras, por lo que era lógico que se protegieran de la apreciación, los importes eran mucho más elevados que el volumen de las exportaciones. Zeidan y Rodrigues (2013) se centran en el ejemplo de una empresa brasileña, Aracruz Celulosa, que perdió más de 2.000 millones de dólares con derivados de divisas. Utilizando un panel de 200 FNFs brasileñas que representan aproximadamente el 68% de toda la capitalización de mercado en Brasil, Júnior (2013) muestra

que aproximadamente el 15% de las firmas que utilizaron derivados en 2008 y 2009 podrían ser clasificadas como especuladoras.

Son escasos los estudios que se centran específicamente en el aumento de los activos financieros de las empresas latinoamericanas. Pérez Artica, Brufman y Saguí (2018) documentan el aumento de las tenencias de efectivo y descubren que las empresas más grandes tienen menores tenencias, lo que indica una menor necesidad de cobertura financiera ya que la creciente cantidad de activos existentes permite un acceso más fluido a la financiación externa. Sin embargo, no tienen en cuenta la financiarización como una de las posibles explicaciones. Torija Zane y Gottschalk (2018) discuten diferentes hipótesis para el aumento de los activos financieros, una de las cuales es el *carry trade*, pero no evalúan ninguna de ellas con el nivel de desagregación que nosotros llevaremos a cabo a continuación.

Datos y evidencia empírica

Utilizamos información de la base datos Compustat Global, que incluye, entre otros, información sobre el Balance General, el Estado de Resultados y de Flujos de Efectivo de las empresas latinoamericanas que cotizan en bolsa. Compustat proporciona información estandarizada y consolidada a nivel de empresa para las cotizantes en bolsa que organizamos de acuerdo con la Clasificación Industrial Uniforme (SIC) de cada empresa, excluyendo las empresas financieras identificadas por los códigos primarios del 6000 al 6799. Trabajar con información consolidada representa una ventaja ya que se incluyen todas las filiales, incluso las financieras. Utilizamos la información anual de todas las FNFs activas e inactivas que cotizan en bolsa en Argentina, Brasil, Chile, México y Perú para el período 1998-2017.

Siguiendo la metodología de Davis (2016), estudiaremos tres categorías de activos financieros: “efectivo y colocaciones a corto plazo”, la suma de “inversiones en asociadas” y “otros activos financieros no corrientes”, y “deudores comerciales y otras cuentas por cobrar”. Pero antes, veremos la evolución de los ingresos financieros para saber si se corresponden o no con el incremento de los activos financieros.

Con este objetivo en mente, el **gráfico 3** muestra el peso de los ingresos financieros sobre el total de ingresos de las empresas consideradas. Los ingresos financieros incluyen intereses y dividendos obtenidos de inversiones financieras. Sin embargo, la evolución de esta variable pone en duda el hecho de que la búsqueda de ingresos financieros sea la causante del aumento de los activos financiero indicado en el **gráfico 1**. Puede verse que los ingresos financieros han disminuido de punta a punta y que su trayectoria general se asemeja a la de la tasa de interés de los Estados Unidos, en forma similar a las firmas estadounidenses (véase, por ejemplo, en Davis, 2016; Rabinovich, 2019). El gráfico muestra entonces un seguimiento más bien pasivo de la tasa de interés antes que un involucramiento activo en actividades especulativas.



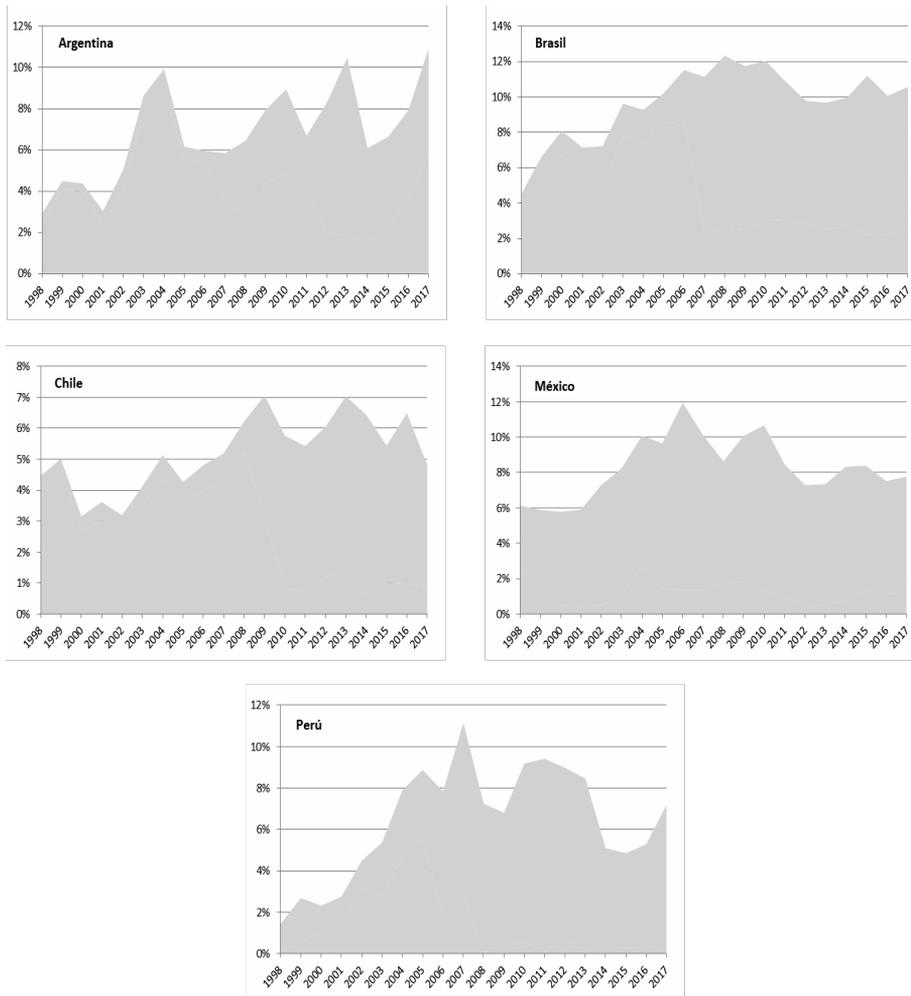
A continuación pasaremos a analizar, por separado, las distintas categorías de activos financieros. En primer lugar nos concentraremos en la categoría “efectivo y colocaciones a corto plazo”. Esta categoría representa los activos de mayor liquidez, donde el primero es cualquier medio de cambio inmediatamente negociable o cualquier instrumento normalmente aceptado por los bancos para depósito y crédito inmediato en la cuenta de un cliente (Standard & Poor’s, 2001, p. 259, traducción propia), mientras que la segunda es una inversión negociable que puede convertirse en efectivo en un período de tiempo relativamente corto, con un plazo de vencimiento que oscila entre 90 días y un año (Standard & Poor’s, 2001, pp. 516–517).

El **gráfico 4** muestra la evolución de esta categoría. Los países presentan una evolución similar: un aumento hasta la crisis del 2008 seguida de una estabilización o cierta caída. Es importante señalar que no podemos distinguir dónde ni el tipo de moneda en que se mantienen estos activos. No obstante, si, por ejemplo, tomamos el caso de la Argentina y cruzamos la información del **gráfico 4** con información de fuga de capitales podemos inferir que buena parte de ese aumento se dio en moneda extranjera y fuera de sus respectivos países. Por ejemplo los años 2007, 2008 y 2011 en los que vemos un aumento del efectivo fueron años de fuerte fuga de capital (Rua & Zeolla, 2018, p. 16; Schorr & Wainer, 2018, p. 151).

Dejando de lado el caso argentino, podemos volver a la pregunta que nos hacíamos anteriormente: ¿a qué se debe el aumento de efectivo e inversiones de corto plazo durante los 2000 si no es a la búsqueda de una ganancia financiera? En el **gráfico 5** brindamos una explicación a modo de hipótesis. Allí se ilustra la mediana de la tasa de ganancia en los países seleccionados. Como puede verse, en todos los casos se da un aumento de la tasa de ganancia hasta la crisis seguida de caídas, salvo en Argentina donde permanece relativamente estable. Una explicación que podemos avanzar entonces es que una parte no menor del aumento de ganancias verificado en el período anterior a la crisis fue acumulada en inversiones de corto plazo que luego fueron convertidas a activos más líquidos cuando ésta se desencadenó. Asimismo, esta acumulación de liquidez en contextos de aumento de la ganancia forma parte de un proceso denominado por ciertos autores como de reticencia inversora (Azpiazu & Manzanelli, 2011; Cassini et al., 2018).

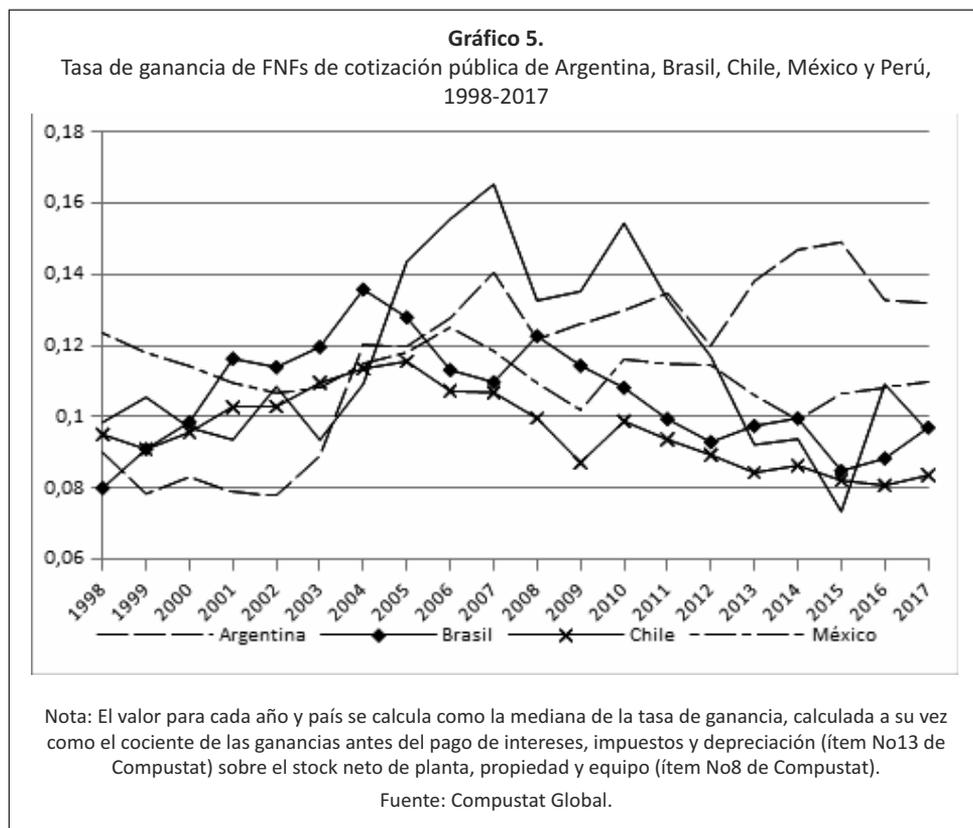
Gráfico 4.

Composición de efectivo y colocaciones de corto plazo de FNFs de cotización pública de Argentina, Brasil, Chile, México y Perú, 1998-2017



Nota: El valor para cada año y país se calcula sumando el efectivo y las colocaciones de corto plazo (ítem No1 de Compustat) y dividiendo por el total de activos.

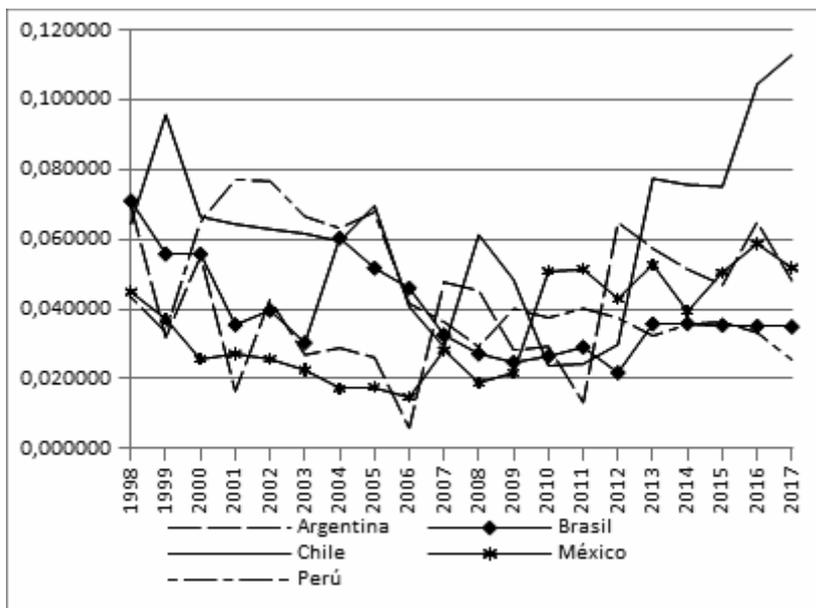
Fuente: Compustat Global.



Además del efectivo y las inversiones de corto plazo, la segunda categoría de activos financieros que analizaremos, en el **gráfico 6**, es la suma de “inversiones en asociadas” y “otros activos financieros no corrientes”². Las primeras representan inversiones y anticipos a largo plazo a subsidiarias y afiliadas no consolidadas en las que la compañía madre tiene un control significativo; mientras que los segundos incluyen otras inversiones y anticipos, incluidas las inversiones en sociedades no consolidadas en las que no existe control, junto a cuentas por cobrar a largo plazo

² Tomamos la suma de ambas categorías siguiendo la literatura que suele agruparlas en tanto ambas representan “inversiones en asociadas” (*investment and advances – equity method e investment and advances – other*).

Gráfico 6.
Inversiones en asociadas y otros activos financieros no corrientes de FNFs de cotización pública de Argentina, Brasil, Chile, México y Perú, 1998-2017



Nota: El valor para cada año y país se calcula sumando todas las “inversiones en asociadas” (ítem No31 de Compustat) y “otros activos financieros no corrientes” (ítem No32 de Compustat) y dividiendo por el total de activos.

Fuente: Compustat Global.

u otros activos que, vale la pena aclarar, no necesariamente deben ser financieros. Esta última categoría es, de hecho, una categoría residual.

Podemos ver que, a excepción de Chile, todos los países mantienen valores similares o incluso levemente decrecientes a lo largo del período. Esta evolución, al igual que en el caso de la primera categoría que analizamos, presenta similitudes con firmas estadounidenses, las cuales también han mantenido valores relativamente constantes en este segundo grupo (Davis, 2016; Rabinovich & Auvray, 2018).

Ahora bien, si en la evolución de las dos primeras categorías de activos financieros junto con los ingresos financieros podemos encontrar cierta similitud con las firmas de Estados Unidos, en el caso de la categoría “deudores comerciales y otras cuentas por cobrar” vemos ciertas diferencias, al menos en algunos países. Mientras que en el caso norteamericano esta categoría, para el conjunto de las firmas, se ha mantenido estable o decrecido levemente, en el caso de las firmas latinoamericanas vemos una situación distinta, especialmente en Chile y en menor medida en Perú y Argentina (**gráfico 7**).



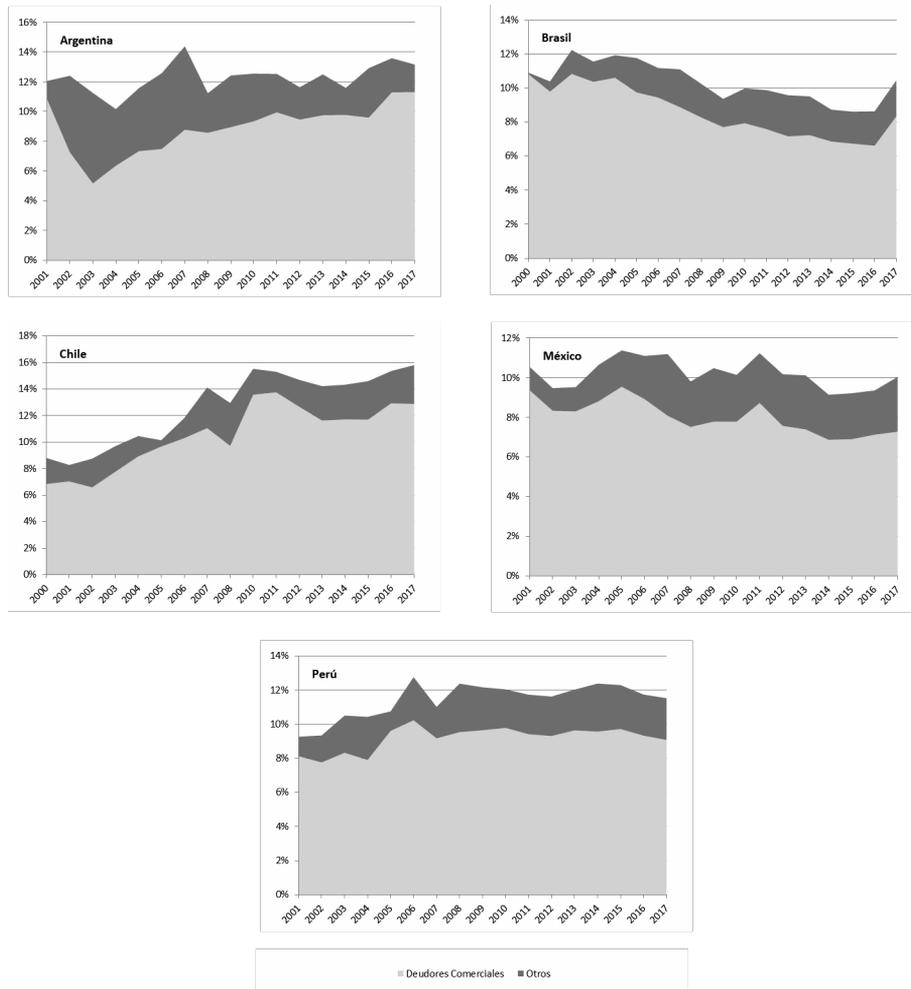
Es importante destacar que esta categoría está típicamente señalada en la literatura de la financiarización en tanto se corresponde con créditos que la empresa otorga a sus clientes por bienes que han sido vendidos pero cuyo pago no se ha realizado. De esta forma, la firma obtiene un ingreso financiero a partir de ello. Vale la pena destacar también que estos créditos están relacionados con la actividad principal de la firma por lo que el ingreso proveniente de los mismos en muchos casos forma parte de los ingresos ordinarios de la firma (y no de la categoría “ingresos financieros”, la cual es un ingreso no operativo).

No obstante, una distinción interesante que puede hacerse y que está usualmente ausente en la literatura de la financiarización es la de la relación entre las actividades financieras y la actividad principal de la firma. Por un lado, podemos indicar los casos en los que las firmas obtienen intereses y/o ganancias de capital a partir de la compra-venta de valores públicos o de otras firmas. En este caso, los beneficios financieros no tienen que ver con su actividad principal. Por otro lado, está el caso donde los ingresos financieros sí están relacionados a la actividad principal, es decir, que funcionan como un complemento de la misma y depende de su producción principal. Sin ella, no habría ingresos financieros. Algunos de los estudios de caso usualmente presentados en la literatura de la financiarización como Ford son ejemplo de este último caso (Froud et al., 2006).

Además de créditos a clientes, la categoría incluye también otros créditos entre los que se destacan aquellos otorgados a subsidiarias no consolidadas. Este tipo de operatoria permite pagar menos impuestos cuando las subsidiarias se encuentran en países de baja carga impositiva y otorgan préstamos a filiales de carga más alta, moviendo así las ganancias hacia el país de menores impuestos (Huizinga & Laeven, 2008). En el **gráfico 8** podemos ver, a partir del año en que está disponible para cada país, la composición entre deudas comerciales y otras cuentas por cobrar. En la mayoría de los casos vemos cierto incremento de la última. Vale la pena aclarar, no obstante, que se trata de una categoría residual que incluye otros tipos de deudas aparte de los créditos a subsidiarias. Vemos también que la deuda comercial a clientes es siempre la de mayor peso.

Gráfico 8.

Composición de deudores comerciales y otras cuentas por cobrar de FNFs de cotización pública de Argentina, Brasil, Chile, México y Perú, 1998-2017



Nota: El valor para cada año y país se calcula sustrayendo los deudores comerciales (ítem No151 de Compustat) de la categoría agregada (ítem No2 de Compustat) y dividiendo por el total de activos.

Fuente: Compustat Global.

Conclusiones

La literatura sobre la financiarización de las FNFs suele referirse a dos fenómenos diferentes: uno relacionado con ingresos financieros obtenidos gracias a la compra-venta y tenencia de activos financieros y otro relacionado con los egresos financieros tanto a accionistas como bonistas. Nuestro principal objetivo ha sido escrutar los datos empíricos relativos al primer tipo de involucramiento financiero, aquel relacionado con los ingresos. En este trabajo hemos llevado un minucioso análisis del incremento y composición de los activos financieros para un grupo de FNFs que cotizan en bolsa de Argentina, Brasil, Chile, México y Perú entre 1998 y 2017 como así también de los posibles motivos que han llevado a ese aumento. Vale la pena aclarar que los resultados obtenidos son primordialmente exploratorios.

Existen visiones contrapuestas sobre el papel de estos ingresos en países desarrollados con muchos menos estudios para países emergentes. Paradójicamente, los estudios centrados en las especificidades adoptadas por la financiarización en estos últimos han puesto de relieve ciertas ventajas que ofrecen estos países en comparación a sus pares desarrollados en lo relativo a la obtención de ganancias financieras. Los mercados emergentes suelen tener tipos de interés más altos que, cuando se combinan con tipos de cambio fijos o semifijos, permiten realizar operaciones de *carry trade*. Otros estudios también han puesto de relieve diferentes casos de FNFs que utilizan derivados financieros para especular en lugar de protegerse de la volatilidad de las monedas nacionales.

En nuestro estudio hemos mostrado, no obstante, que las ganancias financieras no parecieran ser el principal motivo del aumento en los activos financieros. Hemos estudiado tres grandes grupos. El primero incluye aquellos de mayor liquidez como lo es el efectivo y las inversiones de corto plazo, que han aumentado en todos estos países. Sin embargo, el peso de los ingresos financieros sobre el total de ingresos ha caído en el período considerado. El aumento en los activos de mayor liquidez se dio principalmente en la etapa de mayor rentabilidad de las firmas hasta la crisis de 2008, momento en el cual se estancó en la mayoría de los casos. En segundo lugar estudiamos el caso de las inversiones en asociadas y otros activos financieros

no corrientes y encontramos valores relativamente estables, salvo en Chile. Por último, vimos el caso de los créditos a clientes y otros créditos en los cuales notamos un incremento, de distintas magnitudes, en Chile, Argentina y Perú. Es aquí, tal vez, donde podríamos encontrar la financiarización de ingresos. Hablamos en condicional porque las empresas suelen consolidar en sus ingresos operativos este tipo de beneficios y nuestra información no permite distinguirla. Marcamos, no obstante, que este tipo de ingresos están ligados a las actividades productivas de las firmas y por lo tanto son cualitativamente distintos de aquellos relacionados con la especulación e interés por tenencias de activos.

El no poder precisar los ingresos operativos derivados de las deudas comerciales es un límite de este trabajo. Una segunda limitación es que nuestros resultados solo se aplican a nivel general. Muchas empresas pueden (y de hecho lo hacen) dedicarse a actividades de carácter especulativo. Teniendo en cuenta estas dos limitaciones podemos decir que se necesita más trabajo en casos individuales con la ayuda de los estados financieros y sus notas.

Finalmente, nuestros resultados invitan también a ciertas reflexiones en lo relativo al fomento a la inversión y actividad productiva. Muchas de las empresas que forman parte de este trabajo son las más importantes en sus respectivos países como así también son promovidas mediante diversas políticas por sus respectivos Estados. El hecho de contar con un aumentado nivel de activos líquidos, como así también que ese incremento se haya dado en un contexto de aumento de la rentabilidad, nos hace dudar de la efectividad de políticas que asuman que asegurar la rentabilidad de estas firmas se traducirá directamente en inversión productiva.

Anexo

A continuación se presentan todas las variables con sus respectivos códigos de Compustat, las respectivas definiciones pueden encontrarse en “Standard & Poor’s. (2001). *Compustat (North America). User’s Guide*. McGraw Hill”.

Variable	Código
Efectivo y colocaciones a corto plazo	Compustat Data ítem 1
Deudas comerciales y otras cuentas por cobrar	Compustat Data ítem 2
Activos totales	Compustat Data ítem 6
Stock neto de planta, propiedad y equipo	Compustat Data ítem 8
Ingresos corrientes	Compustat Data ítem 12
Ganancias antes del pago de intereses, impuestos y depreciación	Compustat Data ítem 13
Inversiones en asociadas	Compustat Data ítem 31
Otros activos financieros no corrientes	Compustat Data ítem 32
Ingresos financieros	Compustat Data ítem 62
Deudas comerciales	Compustat Data ítem 151

Bibliografía

- Abeles, M., Pérez Caldentey, E., & Valdecantos, S. (Eds.). (2018). *Estudios sobre financiarización en América Latina*. CEPAL.
- Admati, A. R. (2017). A Skeptical View of Financialized Corporate Governance. *Journal of Economic Perspectives*, 31(3), 131–150.
- Auvray, T., & Rabinovich, J. (2019). The financialisation-offshoring nexus and the capital accumulation of US nonfinancial firms. *Cambridge Journal of Economics*, 43(5), 1183–1218. Recuperado de: <https://doi.org/10.1093/cje/bey058>.
- Azpiazu, D., & Manzanelli, P. D. (2011). Reinversión de utilidades y formación de capital: En un grupo selecto de grandes firmas (1998-2009). *Realidad Económica*, 257.

- Bellas, D., Papaioannou, M. G., & Petrova, I. (2010). Determinants of emerging market sovereign bond spreads. En C. A. Primo Braga & G. A. Vincelette, *Sovereign Debt and the Financial Crisis: Will This Time Be Different?* (pp. 77–101). The World Bank.
- Bonizzi, B. (2013). Financialization in developing and emerging countries: A survey. *International Journal of Political Economy*, 42(4), 83–107. Recuperado de: <https://doi.org/10.2753/IJP0891-1916420405>.
- Bortz, P., Fernández, R., & Zeolla, N. H. (2019). La economía política del QE: El nacimiento y el fin del ciclo de dinero barato y su impacto en las economías emergentes. *Realidad Económica*, 328, 1–27.
- Bortz, P., & Kaltenbrunner, A. (2018). The international dimension of financialization in developing and emerging economies. *Development and Change*, 49(2), 375–393. Recuperado de: <https://doi.org/10.1111/dech.12371>.
- Boyer, R. (2000). Is a finance-led growth regime a viable alternative to Fordism? A preliminary analysis. *Economy and society*, 29(1), 111–145. Recuperado de: <https://doi.org/10.1080/030851400360587>.
- Bruno, V., & Shin, H. S. (2017). Global dollar credit and carry trades: A firm-level analysis. *The Review of Financial Studies*, 30(3), 703–749. Recuperado de: <https://doi.org/10.1093/rfs/hhw099>.
- Caballero, J., Panizza, U., & Powell, A. (2016). The second wave of global liquidity: Why are firms acting like financial intermediaries? *IDB Working Paper*, 641.
- Cantor, R., & Packer, F. (1996). Determinants and impact of sovereign credit ratings. *Economic Policy Review*, 2(2). Recuperado de: <https://doi.org/10.2139/ssrn.1028774>.
- Cassini, L., García Zanotti, G., & Schorr, M. (2018). ¿Bendición o maldición de los recursos naturales? Reticencia inversora y lógica financiera en las producciones primarias de la Argentina. *Primera Conferencia sobre Planificación del Desarrollo “Julio HG Olivera”*.

- Chaboud, A. P., & Wright, J. H. (2005). Uncovered interest parity: It works, but not for long. *Journal of international economics*, 66(2), 349–362. Recuperado de: <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2004.07.004>.
- Christophers, B. (2012). Anaemic geographies of financialisation. *New Political Economy*, 17(3), 271–291.
- Crotty, J. (2005). The neoliberal paradox: The impact of destructive product market competition and ‘modern’ financial markets on nonfinancial corporation performance in the neoliberal era. En G. Epstein (Ed.), *Financialization and the world economy* (pp. 77–110). Edward Elgar.
- Davis, L. E. (2016). Identifying the “financialization” of the nonfinancial corporation in the US economy: A decomposition of firm-level balance sheets. *Journal of Post Keynesian Economics*, 39(1), 115–141. Recuperado de: <https://doi.org/10.1080/01603477.2015.1116370>.
- Davis, L. E. (2017). Financialization and the non-financial corporation: An investigation of firm-level investment behavior in the United States. *Metroeconomica*, 69(1), 270–307. Recuperado de: <https://doi.org/10.1111/meca.12179>.
- Davis, L. E. (2018). Financialization, Shareholder Orientation and the Cash Holdings of US Corporations. *Review of Political Economy*, 1–27. Recuperado de: <https://doi.org/10.1080/09538259.2018.1429147>.
- Demir, F. (2007). The rise of rentier capitalism and the financialization of real sectors in developing countries. *Review of Radical Political Economics*, 39(3), 351–359. Recuperado de: <https://doi.org/10.1177/0486613407305283>.
- Demir, F. (2009). Financial liberalization, private investment and portfolio choice: Financialization of real sectors in emerging markets. *Journal of Development Economics*, 88(2), 314–324. Recuperado de: <https://doi.org/10.1016/j.jdeveco.2008.04.002>.
- Epstein, G. (2005). *Financialization and the world economy*. Edward Elgar Publishing.

- Farhi, M., & Borghi, R. A. Z. (2009). Operations with financial derivatives of corporations from emerging economies. *Estudios Avanzados*, 23(66), 169–188. Recuperado de: <https://doi.org/10.1590/S0103-40142009000200013>.
- Froud, J., Johal, S., Leaver, A., & Williams, K. (2006). *Financialization and strategy: Narrative and numbers*. Routledge.
- Hecht, J. (2014). Is net stock issuance relevant to capital formation? Comparing heterodox models of firm-level capital expenditures across the advanced and largest developing economies. *Cambridge Journal of Economics*, 38(5), 1171–1206. Recuperado de: <https://doi.org/10.1093/cje/bet070>.
- Huizinga, H., & Laeven, L. (2008). International profit shifting within multinationals: A multi-country perspective. *Journal of Public Economics*, 92(5–6), 1164–1182.
- Karwowski, E., & Stockhammer, E. (2017). Financialisation in emerging economies: A systematic overview and comparison with Anglo-Saxon economies. *Economic and Political Studies*, 5(1), 60–86. Recuperado de: <https://doi.org/10.1080/20954816.2016.1274520>.
- Khanna, T., & Yafeh, Y. (2007). Business groups in emerging markets: Paragons or parasites? *Journal of Economic literature*, 45(2), 331–372. Recuperado de: <https://doi.org/10.1257/jel.45.2.331>.
- Krippner, G. R. (2005). The financialization of the American economy. *Socio-Economic Review*, 3(2), 173–208. Recuperado de: <https://doi.org/10.1093/SER/mwi008>.
- Lapavitsas, C. (2013). *Profiting without producing: How finance exploits us all*. Verso Books.
- Lavoie, M. (1992). *Foundations of Post-Keynesian Economic Analysis*. Edward Elgar Publishing.

- Lazonick, W., & O'Sullivan, M. (2000). Maximizing shareholder value: A new ideology for corporate governance. *Economy and society*, 29(1), 13–35. Recuperado de: <https://doi.org/10.1080/030851400360541>.
- Lin, K.-H., & Tomaskovic-Devey, D. (2013). Financialization and US income inequality, 1970–2008. *American Journal of Sociology*, 118(5), 1284–1329.
- Magdoff, H., & Sweezy, P. M. (1987). *Stagnation and the financial explosion*. NYU Press.
- Neumann, D. (2016, abril 15). Empresarios explicam por que defiendem saída de Dilma. *Valor Económico*.
- Orhangazi, Ö. (2008). Financialisation and capital accumulation in the non-financial corporate sector: A theoretical and empirical investigation on the US economy: 1973–2003. *Cambridge Journal of Economics*, 32(6), 863–886. Recuperado de: <https://doi.org/10.1093/cje/ben009>.
- Pérez Artica, R., Brufman, L., & Saguí, N. (2018). Why do Latin American firms hold so much more cash than they used to? *Contabilidade e Finanças*, 29(78), 1985–2021. Recuperado de: <https://doi.org/10.1590/1808-057x201805660>.
- Powell, J. (2013). *Subordinate financialisation: A study of Mexico and its non-financial corporations* (PhD Thesis). SOAS, University of London.
- Powell, J. (2018). Towards a Marxist theory of financialised capitalism. *Greenwich Political Economy Research Centre Number 62*.
- Rabinovich, J. (2019). The financialisation of the nonfinancial corporation. A critique to the financial turn of accumulation hypothesis. *Metroeconomica*, 70(4), 738–775. Recuperado de: <https://doi.org/10.1111/meca.12251>.
- Rabinovich, J., & Auvray, T. (2018). La reconfiguración reciente de las corporaciones no financieras en Estados Unidos. En M. Schorr & A. Wainer (Eds.), *La financiarización del capital. Estrategias de acumulación de las grandes empresas en Argentina, Brasil, Francia y Estados Unidos* (pp. 49–78). Futuro Anterior Ediciones.

- Rossi Júnior, J. L. (2013). Hedging, selective hedging, or speculation? Evidence of the use of derivatives by Brazilian firms during the financial crisis. *Journal of Multinational Financial Management*, 23(5), 415–433. Recuperado de: <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2013.08.004>.
- Rua, M., & Zeolla, N. (2018). Desregulación cambiaria, fuga de capitales y deuda: La experiencia argentina reciente. *Problemas del desarrollo*, 49(194), 5–30. Recuperado de: <https://doi.org/10.22201/iiec.20078951e.2018.194.61588>.
- Schorr, M., & Wainer, A. (2018). Entre la estrategia real y la financiarización: Estrategias de acumulación de poder económico en la Argentina reciente. En M. Schorr & A. Wainer (Eds.), *La financiarización del capital. Estrategias de acumulación de las grandes empresas en Argentina, Brasil, Francia y Estados Unidos* (pp. 117–172). Futuro Anterior Ediciones.
- Seo, H.-J., Kim, H. S., & Kim, J. (2016). Does Shareholder Value Orientation or Financial Market Liberalization Slow Down Korean Real Investment? *Review of Radical Political Economics*, 48(4), 633–660. Recuperado de: <https://doi.org/10.1177/0486613415603159>.
- Shin, H. S., & Zhao, L. (2013). *Firms as surrogate intermediaries: Evidence from emerging economies* [Manuscript]. Princeton University.
- Standard & Poor's. (2001). *Compustat (North America) User's Guide*. McGraw Hill.
- Stockhammer, E. (2004). Financialisation and the slowdown of accumulation. *Cambridge Journal of Economics*, 28(5), 719–741. Recuperado de: <https://doi.org/10.1093/cje/beh032>.
- Tomaskovic-Devey, D., Lin, K.-H., & Meyers, N. (2015). Did financialization reduce economic growth? *Socio-Economic Review*, 13(3), 525–548. Recuperado de: <https://doi.org/10.1093/ser/mwv009>.

- Tori, D., & Onaran, Ö. (2018a). The effects of financialisation and financial development on investment: Evidence from firm-level data in Europe. *Socio-Economic Review*, forthcoming. Recuperado de: <https://doi.org/10.1093/ser/mwy044>.
- Tori, D., & Onaran, Ö. (2018b). The effects of financialization on investment: Evidence from firm-level data for the UK. *Cambridge Journal of Economics*, 42(5), 1393–1416. Recuperado de: <https://doi.org/10.1093/cje/bex085>.
- Torija Zane, E., & Gottschalk, R. (2018). Patrones financieros y de inversión en América Latina desde la perspectiva del comportamiento empresarial. En M. Abeles, E. Pérez Caldentey, & S. Valdecantos (Eds.), *Estudios sobre financiarización en América Latina*.
- Van der Zwan, N. (2014). Making sense of financialization. *Socio-Economic Review*, 12(1), 99–129. Recuperado de: <https://doi.org/10.1093/ser/mwt020>.
- Wood, A. (1975). *A theory of profits*. Cambridge University Press.
- Zeidan, R., & Rodrigues, B. (2013). The failure of risk management for nonfinancial companies in the context of the financial crisis: Lessons from Aracruz Celulose and hedging with derivatives. *Applied Financial Economics*, 23(3), 241–250. Recuperado de: <https://doi.org/10.1080/09603107.2012.714070>.