

ATESORAMIENTO DE LIQUIDEZ EN GRANDES EMPRESAS. UNA DISCUSIÓN TEÓRICA

Rodrigo Pérez Artica¹

ÍNDICE

I. Introducción.....	450
II. Breve descripción del fenómeno	451
III. Marcos teóricos convencionales en las Finanzas Corporativas.....	452
IV. Los modelos de jerarquías financieras, el ciclo y la demanda especulativa de dinero.	456
V. La demanda de liquidez y los problemas del crecimiento corporativo.	458
VI. Reflexiones finales	460
VII. Referencias Bibliográficas	461

RESUMEN

La reciente crisis económica internacional trajo consigo también una acumulación de activos líquidos entre las corporaciones no financieras de países desarrollados cuyas proporciones atrajeron la atención de analistas y académicos. Aquí se ofrece una discusión de los principales argumentos teóricos con que la literature financier ha pretendido explicar dicho atesoramiento. Se procura para ello confeccionar un marco histórico de referencia que dé cuenta de la dinámica cíclica de este atesoramiento en el período previo a 1980 y de los antecedentes que éste encontró en materia de modalidades de crecimiento corporativo.

PALABRAS CLAVE: DEMANDA DE EFECTIVO, ATESORAMIENTO, CRECIMIENTO DE GRANDES EMPRESAS, ACTIVOS LÍQUIDOS.

1 Economista, Instituto de Investigaciones Económicas y Sociales del Sur (IIESS) Conicet/ UNS, Argentina

ABSTRACT

The recent international financial crisis also brought in an accumulation of liquid assets by non-financial corporations from developed countries whose dimension called the attention of analysts and scholars. This article discusses the suitability of the main theoretical approaches that have attempted to explain the liquidity hoarding. It seeks to provide a historical framework to account for the cyclical dynamics of liquidity accumulation during the period up to 1980, and the antecedents it found regarding previous corporate growth strategies.

KEYWORDS: CASH DEMAND, LIQUIDITY HOARDING, LARGE FIRMS GROWTH, LIQUID ASSETS.

I. INTRODUCCIÓN

En los últimos años, los principales exponentes de la prensa financiera internacional han mostrado su preocupación por el creciente atesoramiento de activos líquidos por parte de grandes corporaciones no financieras (CNF) de países desarrollados². A su turno, numerosos trabajos académicos –en ocasiones provenientes de instituciones internacionales como el FMI (2006) o la OECD (2007)– se han abocado al análisis de esta acumulación de liquidez, permitiendo advertir que, lejos de ser una novedad, esta tendencia sistemática al aumento del atesoramiento se originó hacia 1980. No obstante, no es menos cierto que las crisis financieras de 2001 y 2008 imprimieron un nuevo impulso a esta tendencia.

Las interpretaciones del fenómeno difundidas en la actualidad son dispares. En ocasiones es entendido 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); por oposición, también se lo suele interpretar como una opción de las corporaciones frente a la incertidumbre y 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. Desde el inicio de la crisis financiera en 2008, 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 reanimación³.

En dicho marco, el propósito de este trabajo es ofrecer una discusión de los principales argumentos e interpretaciones teóricas de este fenómeno difundidas en la literatura financiera: el enfoque de demanda óptima, el de demanda gerencial y el de jerarquías financieras. En particular, se buscará poner de relieve la insuficiencia de estos planteos para dar cuenta de la relación que el atesoramiento de liquidez ha entablado históricamente con la aparición de límites al crecimiento de los activos operativos de las firmas. Aun cuando - como se mostrará- resulta evidente que éste no puede ser postulado como el único factor explicativo de la creciente acumulación de activos líquidos y financieros, sí se encuentran razones para sospechar que, al menos para firmas puntuales en circunstancias específicas, la existencia de obstáculos al crecimiento operativo ha actuado como una causa significativa.

A este fin se recurre a literatura relativamente antigua que permite identificar dos tipos de antecedentes de la nueva etapa de crecimiento en la liquidez corporativa en países desarrollados. Por un lado, aquellos vinculados a la dinámica cíclica de la liquidez corporativa

2 Financial Times, 'Corporate Finance: Rivers of Riches', 22/5/2011. Ver también, The Economist, 'Show us the money', 1/7/2010., Wall Street Journal, 'Jittery Companies Stash Cash', 3/11/2009.

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

en el período previo a 1980. Por el otro, aquellos antecedentes referidos a las trayectorias y modalidades predominantes de crecimiento corporativo en las grandes firmas durante ese mismo período.

El artículo se estructura de la siguiente manera: en la sección II se realiza una breve descripción de la etapa de 30 años de crecimiento en la liquidez corporativa, iniciada en 1980. A continuación, la sección III presenta sucintamente los principales enfoques teóricos que emergen de la literatura de Finanzas Corporativas y ofrece un cuadro resumen con las relaciones esperadas entre algunas de las variables consideradas relevantes, y la demanda de liquidez. La sección IV desarrolla el primer punto de discusión referido a la dinámica cíclica de la liquidez previa a 1980 y las alteraciones que ésta sufrió durante la década del '60. La sección V, por su parte, suministra una breve descripción de las trayectorias de crecimiento corporativo implementadas por las grandes empresas norteamericanas –tomadas aquí como modelo de las originarias de otros países desarrollados- y procura mostrar sus vinculaciones con la acumulación de liquidez. Algunas reflexiones finales se exponen en la sección VI.

II. BREVE DESCRIPCIÓN DEL FENÓMENO

Los estudios empíricos (Bates, Kahlen y Stulz, 2009; Pinkowitz y Williamson, 2001; Crotty, 2005; Krippner, 2005) 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.

Algunos trabajos han buscado vincular el incremento en la liquidez con otros cambios en la estructura de capital de las corporaciones. Bates, Kahlen y Stulz (op cit), por caso, encontraron que, mientras el ratio de demanda de liquidez exhibía una clara tendencia ascendente, la evolución del ratio de endeudamiento

bruto (Pasivo Total/Activo Total) no mostraba una dirección definida entre las firmas norteamericanas.

A nivel firma, tampoco 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).

Por otro lado, se comprueba que 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 (Irvine y Pontiff, 2009). Así, varios trabajos han encontrado una relación positiva entre la volatilidad causada por diversas fuentes y la demanda de liquidez⁴. Otros autores han suministrado evidencia acerca de la relación positiva entre la intensificación de la competencia y la demanda de liquidez (Haushalter, Klasa y Maxwell 2007; Fresard, 2010).

Visto desde un marco más general, 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 que financiar gastos de capital para volverse prestamistas netas de otros sectores⁵. Tal proceso se explicaba por dos conjuntos de fuerzas, a saber, aquellas que alentaban el crecimiento de los beneficios no distribuidos, y aquellas que moderaban la formación de capital.

4 Baum et al (2008), Baum et al (2008).

5 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 G7 representaba más que el doble de los superávits de cuenta corriente acumulados de todos países en desarrollo (FMI, op cit, p.135).

Una escasa proporción del aumento en los beneficios obedecía a mayores beneficios operativos⁶, los que a su vez se explicaban por reducciones de costos proporcionadas por la conformación de cadenas globales de valor, 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). Sin embargo, los beneficios habían aumentado significativamente más a causa del descenso en los intereses pagados y la incidencia impositiva, así como producto de los mayores ingresos de la propiedad y beneficios obtenidos por inversiones en el exterior. La distribución de dividendos, si bien crecía, lo hacía a un menor ritmo que las ganancias.

Por su parte, la declinación de la inversión era vista como una reacción natural de las firmas 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 producido⁷, por otro [OECD, p 7]. Otros elementos detrás de la retracción nominal de la inversión tuvieron una naturaleza estructural: (i) la rebaja observada en el precio del capital⁸; (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).

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

7 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.

8 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).

Por lo demás, sendos trabajos ofrecen un cuadro de las aplicaciones suministradas a los fondos así retenidos: (i) el desendeudamiento; (ii) la acumulación de *equity*, vía recompra de acciones u operaciones de F&A, y (iii) acumulación de activos líquidos. Finalmente, 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 2004/05⁹, aunque éste se estabilizaría en niveles relativamente altos. Con todo, dicha declinación en el exceso de ahorro se interrumpió con el inicio de la crisis internacional en 2008 (Pérez Artica, 2011)

III. MARCOS TEÓRICOS CONVENCIONALES EN LAS FINANZAS CORPORATIVAS

No existe un único marco teórico desde el cual analizar la demanda corporativa de liquidez. En efecto, al interior de la literatura de las *Finanzas Corporativas* suelen emplearse tres marcos conceptuales diferentes: el *enfoque de demanda óptima*, el de *demandas gerencial* y el de *jerarquías financieras*.

III.1. El primero postula la existencia de un nivel óptimo de liquidez para la firma, donde se igualan el costo de demandar una unidad monetaria adicional y el costo marginal esperado de enfrentar una insuficiencia de efectivo, al que tienden a acercarse las tenencias efectivas (Opler et al, 1999); los aportes teóricos en este campo se agrupan en torno a dos de los motivos de demanda de efectivo desarrollados por Keynes (1936):

- (i) el *motivo transacción*, según el cual la cantidad de efectivo demandada minimiza 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; y
- (ii) el *motivo precaución*, donde la liquidez sirve como mecanismo

9 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 cobertura ante el eventual surgimiento de oportunidades de inversión que no puedan ser financiadas con fuentes externas. Se pretende minimizar el costo derivado del sacrificio de oportunidades de inversión, dado por dos factores: (a) las ganancias a que las inversiones resignadas darían lugar, y (b) la probabilidad de no contar con financiamiento, a un costo adecuado, para solventarlas.

Una variante del motivo precaución tiene lugar cuando las firmas se encuentran racionadas en el acceso a crédito. Teniendo vedado su acceso al mercado financiero, una firma racionada 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 (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 activos líquidos esperando acumular en períodos subsiguientes la magnitud requerida para una mayor inversión -más rentable- inicialmente descartada por la falta de crédito. Almeida, Campello y Weisbach (op cit) sugieren, entonces, que mientras para firmas no racionadas la acumulación de efectivo no debería mostrar ninguna correlación con el flujo de fondos, sí debiera mostrar una alta correlación positiva entre las firmas racionadas.

Más aún, Acharya, Almeida y Campello (2007) examinan la posibilidad de que firmas racionadas opten por atesorar efectivo obtenido mediante endeudamiento con el fin de redistribuir su acceso a fondos en el tiempo: esta práctica permitiría disponer de financiamiento aún en períodos de bajos fondeo interno y 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. Esto es, las firmas racionadas tenderán a endeudarse y

ahorrar efectivo en períodos de altos flujos de fondos (esto es, 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 deuda con los flujos de fondos libres, buscando mejorar su estructura de capital y así acceder a mayores préstamos cuando lo requieran.

III.2. La demanda gerencial. El segundo enfoque, aun cuando admite la existencia de un nivel óptimo de liquidez para las firmas, sugiere que éste no es alcanzado en la práctica a causa de problemas de agencia, dado que los gerentes tendrán incentivos a demandar un monto superior (Jensen, 1986). 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. Esto es, 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. En esa línea, Opler et al (op cit) detallan tres motivos por los cuales los gerentes tendrían una mayor preferencia por la liquidez que los accionistas, a saber: (i) por su mayor aversión al riesgo; (ii) para financiar inversiones que el mercado no financiaría por ser insuficientemente rentables, pero que ellos de todas formas acometerían; (iii) para evitar el pago de dividendos y retener el control sobre los fondos de la firma. Estas actitudes son promovidas cuando la probabilidad de remoción de la gerencia, a causa de adquisiciones hostiles, es reducida. En tal sentido, Opler et al subrayan que la demanda de activos financieros es finalmente un arma de doble filo para los gerentes, pues por un lado les permite conservar cierta independencia con respecto a las presiones de los inversores, mientras que por otro eleva el atractivo de la firma para potenciales compradores, que disponen de la posibilidad de efectuar una adquisición apalancada de la firma y aplicar las reservas

de efectivo de la firma adquirida a la cancelación inmediata de los pasivos contraídos.

Dicha vertiente encuentra varias ramificaciones en la literatura empírica que han buscado precisar los efectos de distintos esquemas de incentivos sobre la demanda de liquidez 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. Asimismo, estudian los efectos de la distribución del directorio entre directores ejecutivos o externos, así como de la presencia de accionistas mayoritarios, en el control sobre los gerentes y su propensión a acumular liquidez. 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.

III.3. El tercer enfoque es el denominado modelo de jerarquías financieras. Este rechaza la existencia de una optimización y presenta a la liquidez como un resultado pasivo del flujo de fondos y sus aplicaciones (Myers y

Majluf, 1984). De acuerdo con este planteo, 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.

De tal forma, 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.

III.4. *Formulaciones econométricas.* Algunos estudios empíricos a nivel firma han pretendido evaluar la validez de los planteos teóricos revisados hasta aquí (ver Bates, Kahlen y Stulz, op cit; Opler et al, op cit). Buscando ofrecer una perspectiva más general del tipo de análisis que emerge de este conjunto de aportes, el siguiente cuadro resume las principales variables incorporadas a los modelos econométricos evaluados, señalando el enfoque particular en que se inscriben, así como las relaciones esperadas entre aquellas y el cociente (Efectivo y equivalentes/Activo Total).

TABLA 1
 DEMANDA DE LIQUIDEZ SEGÚN LA LITERATURA FINANCIERA. VARIABLES EXPLICATIVAS Y SIGNO ESPERADO EN REGRESIÓN

Factor Explicativo	Variable	Significado	Signo Esperado
Demanda Gerencial	Q, Valor de Mercado/Valor de Libros	Proxy de oportunidades de inversión	(-)
	Var. Flujo de Caja	Volatilidad idiosincrática	(+)
Dda Óptima. Motivo Precaución	Var. Indicador macroeconómico	Volatilidad del ambiente macroeconómico	(+)
	Q, Valor de Mercado/Valor de Libros	Proxy de oportunidades de inversión	(+)
	Gastos de Capital/Activo Total	Proxy de oportunidades de inversión	(+)
	Gastos de I&D/Ventas	Proxy de oportunidades de inversión	(+)
	Adquisiciones de Activos	Proxy de oportunidades de inversión	(+)
Dda. Óptima. Motivo Transacción	Activo Total	Tamaño	(-)
	Capital de Trabajo Neto	Activos sustitutos del efectivo	(-)
	Tasa de Interés/Spread Bancario	Costo de acceso al financiamiento externo	(+)
	Pasivo Total/Activo Total	Necesidad de cobertura frente a interrupción del crédito	(+)
Dda. Óptima. Restricción Crediticia	Var. Flujo de Caja	Volatilidad idiosincrática	(+)
	Pago de dividendos	Variable dicotómica igual a 1 cuando la firma distribuye dividendos	(-)
	Flujo de Fondos/Activo Total	Fondos Internos	(+)
Jerarquías financieras	Gastos de Capital/Activo Total	Aplicación del efectivo	(-)
	Pasivo Total/Activo Total	Aplicación del efectivo	(-)
	Adquisiciones de Activos	Aplicación del efectivo	(-)

IV. LOS MODELOS DE JERARQUÍAS FINANCIERAS, EL CICLO Y LA DEMANDA ESPECULATIVA DE DINERO

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

En efecto, la posibilidad de obstrucción del ciclo del capital de una firma ha sido ya ampliamente estudiada por varios autores con anterioridad. Más aún, la difusión del atesoramiento entre las empresas, como consecuencia de malas expectativas acerca de la marcha de los negocios, ha sido señalada por Keynes (1936) como una causa central de las crisis cíclicas, y sobre este punto, incluso, ha reposado buena parte de su crítica a la economía clásica. La posibilidad teórica de desequilibrios entre ahorro e inversión agregados, encuentra por contrapartida esta suspensión temporaria de la

circulación de capital a nivel firma. También Tobin (1965) ha reparado en la sustituibilidad entre activos reales y financieros, de acuerdo con su rentabilidad y riesgo relativos, y señalado que este hecho puede llevar a debilitar la demanda agregada y el crecimiento.

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

Algunos estudios empíricos sobre la demanda de liquidez en grandes empresas no financieras en el período 1914-1970 ofrecen una vía para conocer cuál ha sido la dinámica de esta demanda en el ciclo, así como interpretar en qué medida las modificaciones que ésta comenzaba a exhibir en los años '60 actuaron como un antecedente del crecimiento posterior en la liquidez corporativa.

Lutz (1944) tipifica una serie de alteraciones en la composición del activo total de las firmas propias de fases de contracción y de expansión del ciclo de negocios. Es posible inferir que esta dinámica se prolongó sin grandes alteraciones al menos hasta 1960 gracias a los estudios de Bloch (1963), y en menor medida, Jacobs (1960).

Fases contractivas. Al enfrentar una demanda declinante tiene lugar un encogimiento automático de dos rubros del activo directamente vinculados al nivel de ventas y actividad, a saber, inventarios y cuentas a cobrar. Esto a su turno induce una caída en las inversiones en reposición del activo fijo, contrayéndose el valor de este rubro. Así, el conjunto de estos tres activos, el *activo operativo*,

tiende por regla general a retroceder durante las recesiones y crecer en las fases de auge. La *liquidación* de estas tres partidas constituye una fuente de incremento del efectivo y otros activos financieros durante la recesión. Paralelamente, tiene lugar la *liberación* de parte del efectivo en poder de la firma, hasta el momento comprometido en el financiamiento de las transacciones, que ahora pierden esa función.

Por otro lado, el efectivo disponible gracias a estos procesos de *liquidación* y *liberación*, puede retirarse reduciendo el volumen total de *fondos empleados*, conformado por la suma del pasivo y el patrimonio neto de la firma. Tal salida se producirá mediante alguna de las siguientes vías: (1) la absorción de eventuales pérdidas; (2) la distribución de dividendos no generados en el período; o (3) caídas en el pasivo total, producto de contracciones automáticas en las cuentas a pagar operativas, y de reducciones de pasivos financieros motivadas por la búsqueda de ahorro de intereses, vencimientos de corto plazo y las presiones de los acreedores. Dichas filtraciones de fondos, no obstante, pueden o no agotar el efectivo conformado por la liquidación y liberación, tendiendo a aumentar en este último caso la participación del efectivo y equivalentes en el activo.

Fases expansivas. El incremento en la actividad y ventas requiere un mayor activo operativo, y su financiamiento, a su turno exige el uso de un mayor volumen de dinero. Tales requerimientos pueden consumir los saldos líquidos o financiarse con fuentes externas. Ciertamente, las oscilaciones cíclicas de la acumulación de liquidez en este período en parte reflejaban las dificultades con que tropezó la coordinación entre los requerimientos financieros de la inversión y su cobertura con fondos externos. En efecto, un amplio predominio del autofinanciamiento es identificado en Lutz (1945) y Bloch (op cit). Éste último, incluso atribuye esta estrategia a las dificultades de los bancos para responder a una demanda extraordinaria de fondos durante las fases de auge, que podía obligar a las firmas a posponer emisiones o reducir su monto –como de hecho sucedió durante 1956–, precisamente en el momento del ciclo en que el financiamiento más se requería.

En suma, la participación del efectivo en el activo total por esos años tendía a incrementarse durante las fases recesivas, cuando la intensidad de la actividad operativa, y con ella la importancia de los activos operativos, decaía. Por el contrario, la reanimación de las operaciones tendía a hacer retroceder la importancia relativa de la liquidez en el activo.

Cambios en la dinámica cíclica y de largo plazo hacia 1960. 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 volumen cada vez mayor de fondos; (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 (op cit) para el período 1958/61 y sugerido por él como una tendencia; y (3) al mismo tiempo, y probablemente explicada por los dos hechos anteriores, se había producido una gradual diversificación de las carteras de inversión financiera; todas las evidencias señalaban que desde la IGM, los bonos estatales habían predominado en su interior¹⁰; 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. Jacobs (op cit) muestra que para un subconjunto de 209 corporaciones no financieras, el porcentaje de bonos en la cartera financiera había declinado entre 1951 y 1957, del 95% al 83%. Bloch (op cit), por ejemplo, observa que en los últimos años, había crecido la demanda de papeles comerciales, certificados de depósito

10 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.

negociables y activos en moneda extranjera en el mercado de eurodólares; Shatto (1967), había comprobado un proceso similar entre 1952 y 1966¹¹.

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

V. LA DEMANDA DE LIQUIDEZ Y LOS PROBLEMAS DEL CRECIMIENTO CORPORATIVO

Una opción analítica poco explorada en la literatura es aquella que considera el incremento en la importancia de la liquidez en el activo de las corporaciones, a la luz de las opciones de crecimiento a que éstas han acudido en forma predominante con anterioridad. Esto supone entender a la composición del activo de las firmas en un momento dado como un reflejo de las opciones de crecimiento que han logrado concretar. Resulta de interés, en este sentido, revisar someramente cuáles han sido las trayectorias de crecimiento corporativo predominantes entre las grandes firmas de países desarrollados, y por esta vía registrar algunos antecedentes de la nueva etapa signada por el aumento en la liquidez y participación de activos financieros.

A tal fin, se hará una breve descripción de la trayectoria de crecimiento seguida por las grandes firmas norteamericanas durante el período de posguerra. Aun cuando esta experiencia no fue idéntica en otros países, sí se ha observado una progresiva tendencia a la asimilación de las modalidades de crecimiento corporativo norteamericano por parte de grandes firmas no estadounidenses (Chandler, 1982).

Los principales mercados de la economía norteamericana en la posguerra se caracterizaron por su naturaleza oligopólica y estable, derivada de severas barreras a la entrada, y se encontraron dominados por grandes firmas líderes con una significativa capacidad productiva y financiera. En consecuencia, la competencia en su interior asumía formas particulares: se encontraba poco difundida la competencia en precios, y en su lugar se producían esfuerzos de diferenciación de productos y servicios complementarios, así como una competencia en costos que buscaba trasladar las ganancias de productividad hacia mayores márgenes de rentabilidad y ampliación del auto-financiamiento (Chandler, op cit; Crotty, 2000).

11 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.

Dicha estructura de mercado moldeaba además las trayectorias de crecimiento disponibles. En particular, el crecimiento horizontal mediante inversiones en las ramas originales se encontraba limitado por el ritmo de aumento del mercado, pues incrementos individuales en la producción por encima del crecimiento de la demanda dañaba las ventas de los competidores y amenazaba con precipitar una guerra de precios. Tendía a aparecer así un desbalance entre la elevada capacidad de acumulación que surgía del control de los mercados, por un lado, y el relativo retraso del crecimiento de la demanda en los negocios originales, por otro. Las grandes firmas acudieron entonces a tres modalidades predominantes de crecimiento que permitían sortear los límites a la expansión horizontal:

- (i) la internacionalización de las *ventas*: el incremento en las exportaciones de productos manufacturados sirvió para compensar el relativamente lento crecimiento en la demanda percibida domésticamente por las grandes firmas industriales (Fajnzylber, 1983);
- (ii) la internacionalización de la *inversión*: la instalación de plantas en terceros países, que apuntaban a capturar mercados saltando las barreras arancelarias, e incluso prolongar la vida útil de las plantas y equipos ya obsoletos en el mercado de origen.
- (iii) La *diversificación* e incorporación de nuevos negocios. Esta modalidad de crecimiento, que había sido iniciada por algunas firmas en la década del '20, se generalizó a lo largo de la segunda posguerra como vía para evitar la sobre-inversión en ramas saturadas. Según Rumelt (1982), la proporción de las 500 mayores firmas industriales que se encontraba `sustancialmente diversificada' pasó del 30% en 1949, al 63% en 1974. Gort (1962) sostiene que la diversificación emanaba del gradual agotamiento en la expansión de la demanda en los negocios originales, por un lado, y de la interdependencia oligopólica en precios y volúmenes, por otro. En efecto, se advertía que las firmas más involucradas en la diversificación

operaban originalmente en ramas muy concentradas y cuya demanda crecía a menor ritmo que aquellas ramas nuevas en las que ingresaban.

Se ha establecido (Rumelt, 1974) que en este proceso de diversificación es posible distinguir dos fases separadas y con rasgos específicos. Una primera, situada en los años '50, en la que, predominantemente, los negocios anexados estaban vinculados técnica o comercialmente a los principales rubros de actividad –permitían el despliegue de economías de alcance- y se ubicaban en mercados con escasa competencia, ofreciendo mayores rentabilidad y posibilidades de crecimiento. Y una segunda, que tuvo lugar en la segunda mitad de los años '60, en la que las inversiones diversificadas preponderantes se caracterizaron por su escasa o nula relación con los negocios originales y/o por tratarse de adquisiciones con las que se esperaba obtener ganancias financieras, vendiéndolas luego de haber hecho subir su valor de mercado. Ciertamente, siendo la rentabilidad ofrecida por éste último grupo de negocios inferior al brindado por el primero, su incorporación a la órbita de las grandes empresas en cuestión puede no comprenderse totalmente sin advertir que las oportunidades de diversificación relacionada ya habían sido agotadas, y aún persistía -se acentuaba- el desbalance mencionado entre la liquidez disponible y la existencia de espacios viables para su colocación.

Desde luego, aquél proceso no adquirió los mismos rasgos e intensidad en todos los casos. Cada empresa, dependiendo de circunstancias particulares, lo experimentó de un modo singular. La capacidad de cada firma para emprender esta estrategia e incorporar negocios dinámicos y en los que sacar provecho de su estructura interna previa, fue dispar. Ciertas firmas encontraron tempranamente un límite a su diversificación bajo la primera modalidad, mientras que otras pudieron aprovechar mejor y extender las posibilidades de diversificación vinculada. Lo que queda establecido, no obstante, es el carácter general de la diversificación como modalidad de crecimiento utilizado por las grandes empresas estadounidenses

ante la clausura de los canales horizontales de expansión.

Ya en esta última etapa de diversificación se torna visible un componente financiero implicado en la asignación de los fondos invertibles de una misma empresa entre distintos proyectos industriales, de acuerdo con sus tasas de rentabilidad esperadas. En efecto, puede considerarse al crecimiento vía diversificación como un antecedente inmediato de la expansión de los activos líquidos y financieros en las carteras corporativas. Viendo a ésta última como una estrategia a partir de la cual una dirección financiera central asigna los fondos internos de la empresa entre distintos activos, representen éstos distintas variantes de capital productivo o de activos financieros. Inclusive, aun cuando la demanda de activos financieros no cobró en ese período las dimensiones adquiridas recientemente, sí se encuentran evidencias (Crotty, 2005; Krippner, 2005) de que se produjo en los años sesenta una esterilización de fondos excedentes bajo la forma de compras de activos financieros.

REFLEXIONES FINALES

Hemos visto que aun cuando cobró gran notoriedad a partir de las crisis financieras de 2001 y, especialmente, 2008, la acumulación de liquidez en las grandes firmas no financieras está lejos de ser un fenómeno nuevo sino que se ha manifestado a lo largo de los últimos 30 años. Más aún, que ha tenido lugar en paralelo con un incremento en la volatilidad y la intensidad de la competencia en los mercados de bienes.

Al procurar brindar una explicación, la literatura financiera ha puesto el énfasis en factores explicativos financieros referidos a la información asimétrica entre inversores-acreedores y la firma, los problemas de agencia entre accionistas y gerentes, la volatilidad de variables macroeconómicas o idiosincráticas, la estructura de capital, etc.

Con todo, los antecedentes referidos a la dinámica cíclica de la composición del activo de las grandes firmas durante los años previos a 1980, sugieren que los aumentos de participación de la

liquidez tendieron a aparecer como fenómenos propios de períodos recesivos, donde la caída de la demanda inducía una retracción relativa de los activos operativos. Más aún, que con el correr del tiempo durante la década del '60 los flujos de fondos percibidos por las grandes firmas tendieron a crecer y, paralelamente, a decrecer en forma relativa las oportunidades de evacuar durante fases expansivas los fondos acumulados durante las recesiones.

Un proceso análogo se pone de manifiesto cuando se examina el problema desde el ángulo del crecimiento corporativo, los obstáculos con los que éste comenzó a tropezar durante los años de posguerra, y las modalidades a las que las firmas acudieron para proseguir con la acumulación pese a ellos. Como se vio, varios autores documentaron el relativo retraso del crecimiento de la demanda en relación a la capacidad de las grandes empresas de acumular capital en sus ramas originales, motivando esto una oleada de crecimiento vía diversificación que ocupó un período perfectamente discernible y también se agotó a mediados de los años '60.

Aun cuando este artículo no ha pretendido desarrollar una discusión detallada de los factores estructurales que empujan a las empresas a aumentar su demanda de liquidez, sí es posible valerse de la literatura y argumentos señalados para confeccionar un marco analítico e histórico de referencia válido para interpretar algunas implicancias de la nueva etapa descripta por la liquidez corporativa. No se pretende, entonces, que tal cuadro explique cada episodio de incremento en la liquidez, sino tan solo que provea pautas para una apreciación más global del fenómeno.

En tal sentido, no parece adecuado descartar como hipótesis que, al menos para firmas puntuales durante períodos específicos, el atesoramiento de liquidez refleje la acción de obstáculos al crecimiento -signados por una relativa penuria de oportunidades de expansión horizontal o diversificación en el ámbito productivo- con que deben tropezar las grandes firmas que, de todas maneras, continúan detentando un abundante acceso a fondos invertibles.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Acharya, V., Almeida, H., Campello, M. (2007). "Is Cash Negative Debt? A Hedging Perspective on Corporate Financial Policies". *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 16, 515-554.
- Almeida, H., Campello, M., Weisbach, M. (2004). "The Cash Flow Sensitivity of Cash". *The Journal of Finance*, Vol. 59, No. 4, 1777-1804.
- Bates, T., Kahle, K., Stulz, R. (2009). "Why do U.S. firms hold so much more cash than they used to?". *The Journal of Finance*, Vol. 64, N°5, 1985-2021.
- Baum, C., Caglayan, M., Ozkan, N., Talavera, O. (2008). "The Impact of Macroeconomic Uncertainty on non-financial firms' demand for liquidity". *Review of Financial Economics*, Vol. 15, 289-304.
- Baum, C.; Caglayan, M; Stephan, A.; Talavera, O (2008). "Uncertainty Determinants of Corporate Liquidity". *Economic Modelling* Vol. 25 p. 833-849.
- Bloch, E. (1963). "Short Cycles in Corporate Demand for Government Securities and Cash". *The American Economic Review*, Vol. 53, N° 5, 1058-1077.
- Chandler A. (1982). "The M-form: industrial groups, american style". *European Economic Review*, vol. 19, N° 1.
- Crotty J. (2000). "Slow growth, destructive competition and low road labor relations: a Keynes-Marx-Schumpeter analysis of neoliberal globalization". University of Massachusetts Amherst, *Political Economy Research Institute, Working Paper N° 6*
- 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*. Epstein, G. (ed). Cheltenham: Edward Elgar.
- Fajnzylber F. (1983). *La Industrialización Trunca de América Latina*. Bibliotecas Universitarias CEAL, Centro de Economía Transnacional, México
- FMI (2006). "Awash with Cash: Why are Corporate Savings So High?". *World Economic Outlook*. Abril, 135-159.
- 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.
- Gort M. (1962). *Diversification and Integration in American Industry*. Princeton University Press
- 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.
- Harford, J., Mansi, S., Maxwell, W. (2008). "Corporate governance and firm cash holdings in the US". *Journal of Financial Economics* Vol. 87, 535-555.
- 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.
- 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.
- 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.
- Ozkan, A., Ozkan, N. (2004). "Corporate Cash Holdings: An Empirical Investigation of UK Companies". Journal of Banking and Finance, Vol. 28, 2103-2134.
- 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.
- Rumelt R. (1974). *Strategy, Structure and Economic Performance*. Harvard Business School Press, Boston, Massachusetts. Edición de 1986.
- Rumelt, R., (1982). "Diversification strategy and profitability". Strategic Management Journal, N° 3, 359-369.
- Shatto, G. (1967). "Money Substitutes for the Corporate Business Sector". The Journal of Finance, Vol. 22, No. 1, 83-85.
- Tobin, J., (1965), "Money and economic growth. *Econometrica* ", Vol. 33, N° 4, 671–684.