

**Área de Economía y Tecnología de la Facultad
Latinoamericana de Ciencias Sociales (FLACSO) –
Sede Argentina**

**Ministerio de Economía y Finanzas Públicas
Secretaría de Política Económica**

**Programa de Fortalecimiento Institucional de la Secretaría de
Política Económica
Préstamo BID 1575/OC-AR**

Componente 2

Noviembre 2010

**“Evolución y destino del excedente de un grupo selecto de grandes firmas.
Reinversión de utilidades y formación de capital. Aproximaciones a la
contribución fiscal de las empresas líderes”**

Daniel Azpiazu, Eduardo M. Basualdo,
Pablo Manzanelli y Nicolás Arceo

1. Presentación

En el marco del estudio de la cúpula empresaria desde principios de la década de los años noventa hasta el presente, cobra especial relevancia avanzar sobre el análisis de la inversión de una selección de empresas. A tal fin, y como se sustenta en el último acápite referido a ciertas cuestiones metodológicas básicas, el universo de estudio está conformado por todas aquellas firmas que cotizan en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires en el período 1998 a 2009, y dentro del mismo se identifican tres subconjuntos: el que conforma el panel general de esas empresas, el de las que formaban parte de la cúpula empresaria del país en 2008 y, dentro de estas últimas, el de las grandes empresas industriales.

En efecto, tal como ha sido planteado en varios de los Productos elaborados¹, la estructura económica argentina se caracteriza por una fuerte concentración en la cúpula empresaria, tendencia que se ha profundizado en el marco de las transformaciones en el escenario macroeconómico de la posconvertibilidad. Si bien este proceso trae aparejados efectos de muy diversa índole en materia de crecimiento, desde el punto de vista analítico ese elevado grado de concentración permite, efectuando el seguimiento de las empresas de mayor tamaño, captar factores determinantes en la dinámica del conjunto de la economía argentina.

Con el objeto de realizar una aproximación al análisis de la inversión en las empresas de la elite empresaria, en este estudio se intenta extraer conclusiones analíticas de la información que las firmas de mayor tamaño consignan en sus balances contables, más específicamente de aquellas que cotizan sus acciones en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires.

De este modo, en las páginas siguientes se persigue un doble propósito: por un lado, efectuar una aproximación al movimiento que la inversión ha registrado en esos subconjuntos de empresas en el período 1998-2009² y, por otro, utilizar analíticamente la información de los balances, lo que representa un avance en materia de estudios de la inversión, pues la mayor parte de los estudios empíricos sobre el tema remiten a la información publicada por las Cuentas Nacionales o la Encuesta Nacional a Grandes Empresas (ENGE-INDEC), pero con escasa desagregación por tipo de empresa. En ese sentido, existe una gran cantidad de información reflejada en los balances de las grandes firmas que, en general, no es utilizada para análisis económicos. Si bien pueden citarse ciertos antecedentes que han procurado organizar tales datos para dar

¹ Área de Economía y Tecnología de la FLACSO, 2010a y 2010b.

² El horizonte temporal del presente análisis (1998-2009) involucra desde el inicio de la fase recesiva que preanunciaba el colapso de la convertibilidad hasta el último año disponible en la base de información (Económica) sobre la que se estructura parte fundamental del mismo. Ver, al final, “Algunas cuestiones metodológicas”.

cuenta de fenómenos particulares de la economía argentina, sólo se trata de esfuerzos aislados³. En la actualidad, los trabajos de algunas consultoras recaban esta información para adelantar tendencias a partir de la *performance* de las grandes empresas⁴.

En lo referido a los subconjuntos de las grandes empresas del país, y de las que operan en el sector industrial, la importancia del trabajo radica en la posibilidad de caracterizar la dinámica de las inversiones de las mismas atendiendo tanto al sector de actividad en el que operan como a la forma de propiedad del capital de las mismas.

A continuación se evalúa la representatividad de la muestra en relación con las firmas de mayor tamaño y con el conjunto de la economía argentina. Le sigue el análisis de la inversión; primero se plantea la evolución de las ventas, ganancias e inversión en el período 1998-2009 para el conjunto de empresas seleccionadas y, a continuación, el estudio se centra específicamente en la inversión de aquellas que forman parte de la cúpula empresaria, de acuerdo al sector de actividad y la forma de propiedad del capital que exhiben estas empresas. Antes de incorporar algunos comentarios finales sobre los distintos abordajes analíticos se incorporan unas breves consideraciones sobre la importancia que asumen las corporaciones del panel que integran la cúpula empresaria en la recaudación del impuesto a las ganancias, atendiendo a la convergencia del alto grado de concentración económico que las mismas reflejan y a la excelente *performance* que han tenido en buena parte de los años de la posconvertibilidad. Para cerrar se plantean una serie de reflexiones finales. Por último, se incorporan las cuestiones metodológicas centrales vinculadas a la utilización de los balances de las empresas para el estudio de la inversión.

2 La inversión en las empresas seleccionadas y su contexto.

2.1. Las corporaciones de la muestra.

Las profundas transformaciones en la estructura económica argentina que han tenido lugar desde 1976 en adelante, y particularmente durante la vigencia y ulterior salida del régimen monetario y cambiario fijado por la Ley de convertibilidad, conllevaron importantes cambios en la conformación de la cúpula empresaria. Esas mutaciones resultan de gran trascendencia, pues comprometen tanto el desempeño de las empresas consideradas, según sector de actividad como por la forma de propiedad de las mismas.

Si se considera que el proceso de inversión microeconómico (formulación, maduración, financiamiento y puesta en marcha) está condicionado por una serie de parámetros, los cambiantes escenarios macro y mesoeconómicos que han tenido lugar en las últimas décadas tienen, indudablemente, efectos sobre la dinámica y las características de la formación de capital. En este sentido, desde los aportes teóricos de Keynes se han enfatizado los componentes de incertidumbre que atraviesa a todo

³ Damill y Fanelli, 1988; Tavosnanska, 2010; Azpiazu, et. al., 2009; Azpiazu, 1996.

⁴ Por ejemplo, el Informe de Coyuntura de IERAL-Fundación Mediterránea.

proceso de adquisición y puesta en funcionamiento de activos fijos, así como los aspectos vinculados a la “irreversibilidad de la inversión”⁵.

Las características de la valorización del capital en la cúpula empresaria dan cuenta de racionalidades que, evidentemente, se superponen y muchas veces dejan de lado la búsqueda de ganancias a partir de la ampliación de la capacidad productiva o mediante el desarrollo de competencias tecnológicas⁶. Por otra parte, cabe apuntar que, en la medida en que las condiciones de inestabilidad e imprevisibilidad tienden a ser pautas más bien recurrentes en las economías periféricas, no resulta sorprendente que las empresas busquen fuentes de valorización alternativas a partir de otros mecanismos que aporten a su ecuación de beneficios⁷.

A esto se suma otro factor, de suma relevancia en tales economías, que puede alterar el “normal” comportamiento de la inversión o, como se dijo, el que persigue maximizar los beneficios a partir del incremento de la productividad media de los mercados en que operan. Se trata de los efectos de la oligopolización de los mercados sobre el volumen de la inversión, es decir, que tales empresas monopolísticas y/o oligopolísticas, a las que corresponde la mayor parte de las utilidades, pueden no encontrar lucrativo invertir ni en sus propias empresas por la falta de competencia ni en otras esferas de la economía dado que las tasas y masas de ganancia pueden ser efectivamente más bajas⁸.

En este marco, un estudio sistemático de la inversión de las empresas representa un aporte significativo, pues permite efectuar el seguimiento de la ampliación de capacidad instalada real, la cual, en última instancia, representa el soporte material del aparato productivo. La pregunta acerca de cuándo, quiénes dentro de las que cotizan en el mercado de valores y de las que integran la cúpula empresaria, se embarcaron en inversiones productivas cobra particular interés.

Al respecto, a partir del panel conformado por las 63 corporaciones de la muestra, de las 41 que, a la vez, son parte constitutiva de las 200 mayores empresas del país en el año 2008, y del subconjunto de las 19 industriales (ver, al final, “cuestiones metodológicas”), cabe indagar en torno a la representatividad de las mismas en términos de facturación, utilidades y formación de capital.

Para determinar el peso relativo que tienen las firmas seleccionadas dentro de las grandes empresas y sobre el conjunto de la economía argentina, se presenta en el

⁵ En efecto, existen trabajos que muestran que la “preferencia por la liquidez” también ha operado como factor clave para la financiarización de las actividades productivas de los grupos económicos, esto es, un corrimiento del eje de lo productivo hacia lo financiero como fuente de ganancias microeconómicas. Véase Basualdo, 2001. También, para el caso francés, Serfati, 2001.

⁶ Nochteff, 1994, plantea la importancia de la búsqueda de rentas tecnológicas en el modelo de desarrollo, donde la innovación desempeña un rol central en la búsqueda de beneficios.

⁷ Tales como: (1) marcos normativos preferenciales o *rentas institucionales* (regímenes de promoción regional, industrial, petrolero, minero, etc.); (2) protección arancelaria e incluso restricción y virtual prohibición de las importaciones competitivas; (3) despliegue de actividades con ventajas comparativas para la producción de bienes primarios, entre otros.

⁸ Ver, entre otros, Baran, 1959 y Kalecki, 1977.

Cuadro N° 1, la participación relativa de sus ventas y utilidades e inversión en relación con los datos publicados en la Encuesta Nacional a Grandes Empresas (ENGE). Cabe resaltar que se solicitó la respectiva información relativa a inversión (de las 500 mayores firmas, así como de las 302 industriales relevadas en 2008) pero aun no se tuvo respuesta.

Cuadro N° 1. Argentina. Cobertura y representatividad de las empresas seleccionadas empresas de mayor facturación del país, 2008

(millones de pesos corrientes y porcentajes)

	Ventas		Utilidades		Inversión	
	mill. \$	%	mill. \$	%	mill. \$	%
Panel General	176.974	31,6	16.470	25,8	20.936	s.i**
Cúpula empresaria	171.062	30,6	16.493	25,8	20.032	s.i**
ENGE TOTAL	559.576	100,0	63.942	100,0	s.i**	100,0
Cúpula emp. industriales	87.664	24,4	10.442	26,9	5.868	s.i**
ENGE INDUSTRIA*	359.012	100,0	38.800	100,0	s.i**	100,0

* Corresponde a las 302 industriales que forman parte de las 500 empresas más grandes del país en 2008.

** s.i.: sin información.

Fuente: Área de Economía y Tecnología de la FLACSO en base a información de Económica y de la ENGE-INDEC

Antes que nada cabe introducir dos breves digresiones metodológicas respecto a ciertos supuestos implícitos –que, igualmente, no invalidan los resultados de la confrontación de tales variables–. En primer lugar, la consideración de que la facturación agregada de las grandes corporaciones no difiere mayormente del valor de producción generado por las mismas. En otras palabras, ello desatiende la posibilidad cierta (muy particularmente durante la vigencia de la convertibilidad) de que las ventas de las grandes firmas incluyan una proporción vinculada con la comercialización de bienes finales importados y/o de producción de terceros (por ende, no serían parte constitutiva del respectivo VBP). Sin embargo, como se desprende de investigaciones previas⁹, a los fines analíticos, la adopción de tal supuesto no afecta los resultados agregados respecto a la trascendencia económica de las empresas de la muestra y, menos aún, su evolución durante el horizonte temporal de análisis (o, en otras palabras, esas posibles diferencias son marginales en el plano agregado).

En segundo término, cabría realizar idénticas consideraciones respecto a la incidencia de la variación de *stocks* o diferencias entre el valor de la producción en determinado año y su realización efectiva –o no– en el mismo. En este caso se asume que la potencial discrepancia asociada a las variaciones interanuales de *stocks* resulta marginal o insignificante en términos generales al cabo de más de una década.

A partir de estas consideraciones introductorias y como se desprende del Cuadro N° 1, la participación de las empresas del panel y, también, la de aquellas que integran la cúpula de las 200 de mayores ventas representan poco más del 30% del valor de producción relevado por la ENGE; al tiempo que explican poco más de la cuarta parte de las utilidades de estas últimas. Por su parte, de circunscribir la ponderación al

⁹ Al respecto consultar: Schorr, 2004.

ámbito industrial, las 19 grandes firmas manufactureras que integran el panel explican alrededor de 25%/26% de los respectivos registros correspondientes a las 302 compañías industriales captadas por la ENGE en 2008.

En materia de concentración del capital, cabe apuntar que la alta representatividad relativa de las 63, 41 y 19 empresas y sus firmas controladas denota, como se señaló, la presencia de una conformación económica altamente concentrada. Esta observación ya fue señalada en otros de los Productos elaborados¹⁰ al tiempo de ponderar la importancia de las 200 empresas de la cúpula en relación con el conjunto de la economía, y de las 100 manufactureras de mayor facturación en el espectro fabril. En este sentido, los datos aquí reflejados exhiben que también en el interior de ambas cúpulas existe un núcleo acotado de corporaciones que se destaca por su elevada participación relativa en las ventas, las utilidades y la inversión¹¹.

Otra interesante perspectiva de análisis es la que surge de la evolución del conjunto de empresas de la muestra durante el período 1998-2009. En términos agregados y considerando precios constantes de 1998, las ventas de las empresas seleccionadas muestran un incremento sostenido a lo largo de la serie, tal como se observa en el Gráfico N° 1. La tasa de crecimiento acumulativa anual de las ventas ha sido del 4,8% entre 1998 y 2009 (2,2% entre 1998 y 2001, y 5,9% entre 2002 y 2009). Muy diferente es el comportamiento de la ganancia neta del conjunto, pues luego de registrar un sesgo decreciente hasta 2001, al año siguiente muestra un nivel fuertemente negativo, para luego recuperarse significativamente (replicando el comportamiento constatado en los Productos señalados precedentemente), decaer ligeramente en el bienio 2006-2007, y con mayor intensidad en los últimos dos años; pero ubicándose siempre muy por encima de los registros del último cuatrienio de vigencia del régimen de conversión fija con el dólar estadounidense (1998-2001).

Por su parte, en el caso de la inversión bruta o compra de bienes de uso, la caída es por demás significativa hasta, incluso, el año 2003 (la recuperación de la actividad económica pudo ser sustentada, hasta allí con una mayor utilización de la capacidad instalada). Recién a partir de 2004 se revierte este comportamiento hasta alcanzar en 2008 sus máximos registros de todo el período bajo análisis, para decaer ligeramente en el último año (en consonancia con los impactos locales de la crisis económica internacional).

Por último, como podría preverse, el comportamiento de la inversión neta guarda cierta similitud, en cuanto a grandes sesgos o tendencias, con el de la inversión bruta salvo, muy particularmente, en el último año de la serie (después de alcanzar su pico más alto en 2008) donde mientras la formación de capital decae el 23,4%, en términos de la inversión neta la caída se eleva a 31,3%. Muy probablemente dicho comportamiento diferencial, en términos de intensidad, responda al papel que ha asumido el incentivo promocional de amortización acelerada otorgado, en el marco de la Ley N° 25.924¹², a varias de las empresas de la muestra (como, entre otras, Aluar, Molinos Río de la

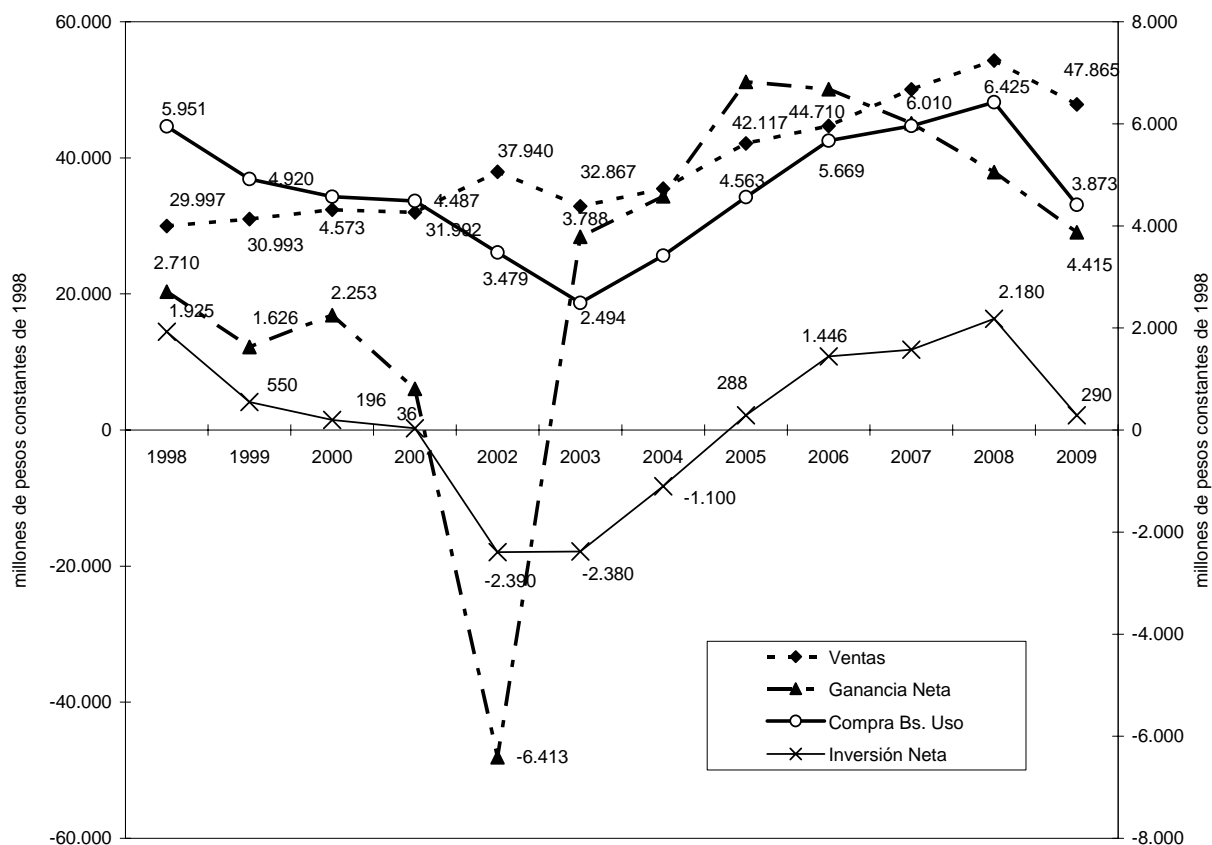
¹⁰ Área de Economía y Tecnología de la FLACSO, 2010a y 2010b, op. cit.

¹¹ Aproximadamente el 10% de la inversión bruta interna privada.

¹² Ver Área de Economía y Tecnología de la FLACSO, 2010c.

Plata, Siderca, Siderar, Renault Argentina, Acindar); integrantes, todas ellas, de la cúpula empresaria en general, y de la fabril en particular.

Gráfico N° 1. Argentina. Evolución de las ventas, las utilidades, las compras de bienes de uso y la inversión neta de las corporaciones del panel, 1998-2009
(millones de pesos de 1998)



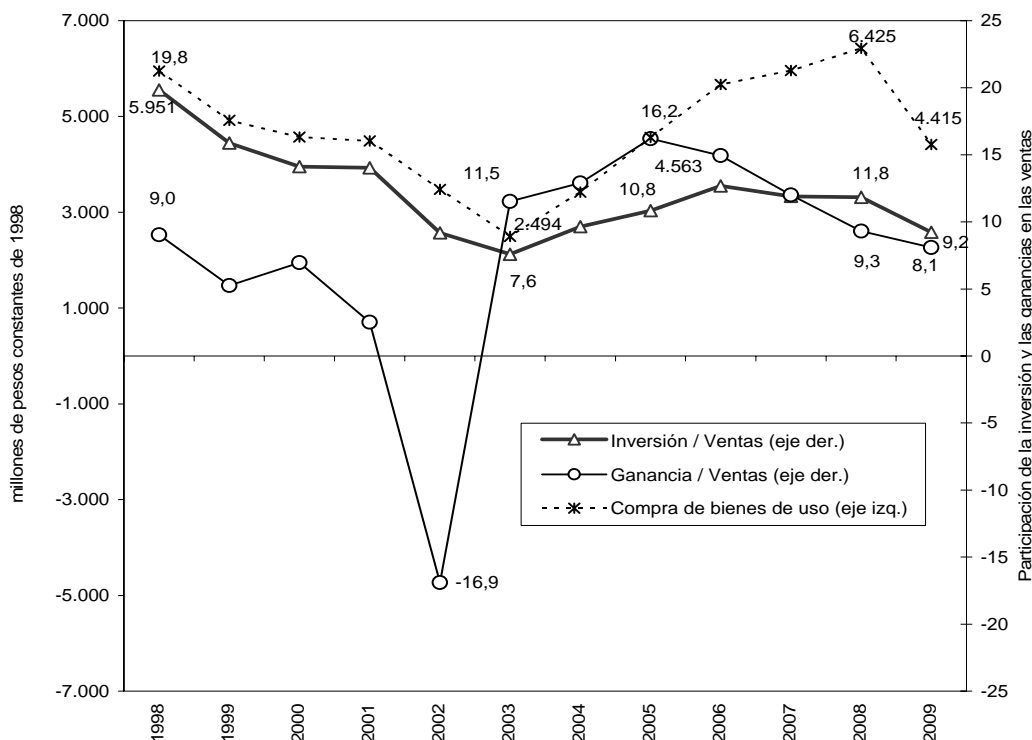
Fuente: Área de Economía y Tecnología de la FLACSO en base a información de Económica

Es dable señalar que es en el quinquenio 2003 a 2007 donde, a diferencia de los años precedentes, el monto de la inversión bruta de las empresas seleccionadas se ubica sistemáticamente por debajo de la respectiva masa de utilidades netas anuales. No sucede lo propio en los años previos a 2003, ni en los posteriores a 2007. En ese sentido, el proceso de acumulación y reproducción del capital de tales firmas parecería encontrar, en los últimos años de la convertibilidad y en los de la pasada década, disímiles formas de materializarse. Léase, en la fase final de la convertibilidad (fuga de capitales) y en los inicios de la posconvertibilidad (recomposición del patrimonio con mayor utilización de la capacidad ociosa), y en los años recientes, en el marco de la crisis económica internacional y los conflictos económicos y sociales locales –tema agropecuario y *lock-out* patronal–, la fuga de capitales y/o su atesoramiento en función de las llamadas "expectativas racionales" y/o como forma de presión sobre la formulación de las políticas públicas.

En el Gráfico N° 2 se puede observar más claramente el comportamiento de la inversión y su relación con la facturación de las firmas (y también, con la tasa de ganancias sobre ventas). De hecho, el valor registrado en 2003, unos 2,5 mil millones de pesos, representa apenas el 41,9% del correspondiente al año 1998. A partir de este piso, se inicia una recuperación que, si bien es sostenida, recién en 2007 alcanza

a superar al máximo registrado al inicio de la serie (considerando siempre a precios constantes de 1998), para alcanzar su punto más elevado en 2008, y luego decaer al año siguiente a casi los niveles de 2001.

Gráfico N° 2. Argentina. Evolución de la inversión bruta y relación con ventas y utilidades de las corporaciones del panel, 1998-2009
(millones de pesos constantes de 1998 y porcentajes)



Fuente: Área de Economía y Tecnología de la FLACSO en base a información de Económica

Ahora bien, si se analiza la tasa de inversión sobre ventas, queda de manifiesto la sensibilidad de esta variable ante las fluctuaciones en el régimen de acumulación o, más precisamente, del ciclo económico pues, tal como fue planteado, el proceso de formación de capital es altamente dependiente del contexto en el que se desenvuelve (con los matices que le imprimen, por ejemplo, la utilización de capacidad ociosa –en los inicios de la posconvertibilidad, a título ilustrativo–, las expectativas locales en un turbulento escenario internacional, las consiguiente posibilidades de potenciar las ventajas competitivas asociadas a la constelación de recursos naturales, entre otros). Los niveles de esta tasa se comportan del mismo modo que la formación de capital, aunque con una diferencia no menos importante: la recuperación de la tasa de inversión sobre ventas (2003-2008) muestra ser más lenta que la de la formación de capital, al tiempo que la retracción registrada en 2009 resulta más intensa en términos de la compra de bienes de uso.

De este modo, lo que se tiene es que la tasa de crecimiento de las ventas –positiva en casi toda la serie, con excepción de 2001, 2003 y 2009– no fue acompañada por un incremento proporcional en la inversión que, si bien se recupera a partir de 2003 recién en el bienio 2007-2008 supera, conviene insistir, los valores de 1998; al tiempo que, también vale reiterar, se ubica por debajo de las utilidades netas anuales en el

quinquenio 2003 a 2007 y denota una cierta reticencia inversora por parte del empresariado frente a un mercado (local e internacional) en franca expansión.

Un elemento que resulta de interés es que la IBI privada nacional tuvo su piso un año antes que la inversión de las 63 empresas seleccionadas, comenzando su recuperación en 2003 (2004, en el caso de las firmas bajo análisis).

Por otra parte, cabe apuntar un indicador que plantea ciertos interrogantes. Se trata de la relación entre la inversión de las empresas del panel y la ganancia neta que las mismas reflejan en sus balances, pues en los años 1998-2000 este cociente arroja que los niveles de formación de capital duplican aproximadamente las utilidades; en 2001 esta relación es de casi seis a uno, y recién a partir de 2003 los niveles de la tasa oscilan entre dos tercios y muy poco por debajo de las utilidades netas anuales, para volver a ser superior a la unidad en el último bienio.

Al respecto, el crítico y atípico año 2002 (donde, al igual que el conjunto de la cúpula empresaria, las firmas seleccionadas registran pérdidas netas), supone un punto de quiebre que, por ejemplo, estaría reflejando que a partir de allí y hasta 2007, las empresas del panel contaron con la posibilidad cierta de autofinanciamiento de la totalidad de la formación de capital o, en otras palabras, que la masa de utilidades obtenida supera, más o menos, con holgura la igualmente creciente inversión de las mismas.

De todas maneras, aunque algunos de sus resultados no permitan inferir comportamientos agregados sin tener que recurrir a un –y mediatizarlos por– el análisis de los estados contables de cada una de las empresas, la relación entre las ganancias y las inversiones netas¹³ sería un indicador *proxy* del ritmo de acumulación y reproducción real del capital.

En ese sentido, en el Cuadro N° 2, atendiendo a las restricciones antes señaladas, se puede constatar un marcado sesgo decreciente en la tasa de reinversión de las utilidades netas en consonancia con el desempeño macroeconómico en los últimos años de vigencia del régimen de convertibilidad, un atípico trienio contemporáneo a la salida de dicho régimen (ver nota anterior) y una clara tendencia creciente (agotadas las posibilidades de mayor grado de utilización de la capacidad instalada) de dicha tasa que se extiende hasta el año 2008. La posterior caída de la misma responde, como se señaló, al estancamiento de la economía local asociado a la crisis económica internacional y a una importante alza de las amortizaciones que, muy posiblemente, como se mencionó, esté asociada a los beneficios promocionales (amortización acelerada) concedidos en el marco de la Ley N° 25.924 a varias de las empresas del panel.

¹³ La convulsionada salida del régimen de convertibilidad trajo aparejada, por ejemplo, pérdidas contables netas para el conjunto del panel en 2002 e inversión neta negativa –la inversión bruta resultó insuficiente para mantener el *stock* de capital– entre 2002 y 2004. De allí que en la información proporcionada por el Cuadro N° 2 no sean considerados tales años. Así, a título ilustrativo, el año 2002 reflejaría, en lo estrictamente cuantitativo, una tasa de reinversión positiva de 37,3%. Nada más lejano de la realidad.

Cuadro Nº 2. Argentina. Evolución de las ganancias, la inversión neta y la tasa de reinversión de utilidades de las corporaciones del panel, 1998-2009

(millones de pesos constantes de 1998 y porcentajes)

	Ganancia neta (a)	Inversión neta (b)	(b) / (a)
1998	2.709,9	1.925,1	71,0
1999	1.626,4	550,3	33,8
2000	2.252,7	195,8	8,7
2001	805,3	36,2	4,5
2002	-6.413,0	-2.389,7	n.r.
2003	3.787,7	-2.380,3	n.r.
2004	4.579,7	-1.100,4	n.r.
2005	6.823,5	287,9	4,2
2006	6.679,5	1.445,8	21,6
2007	6.010,3	1.576,4	26,2
2008	5.054,6	2.179,9	43,1
2009	3.872,8	290,4	7,5

n.r.: no representativo

Fuente: Área de Economía y Tecnología de la FLACSO en base a información de Económica

2.2. Las empresas de la cúpula empresaria

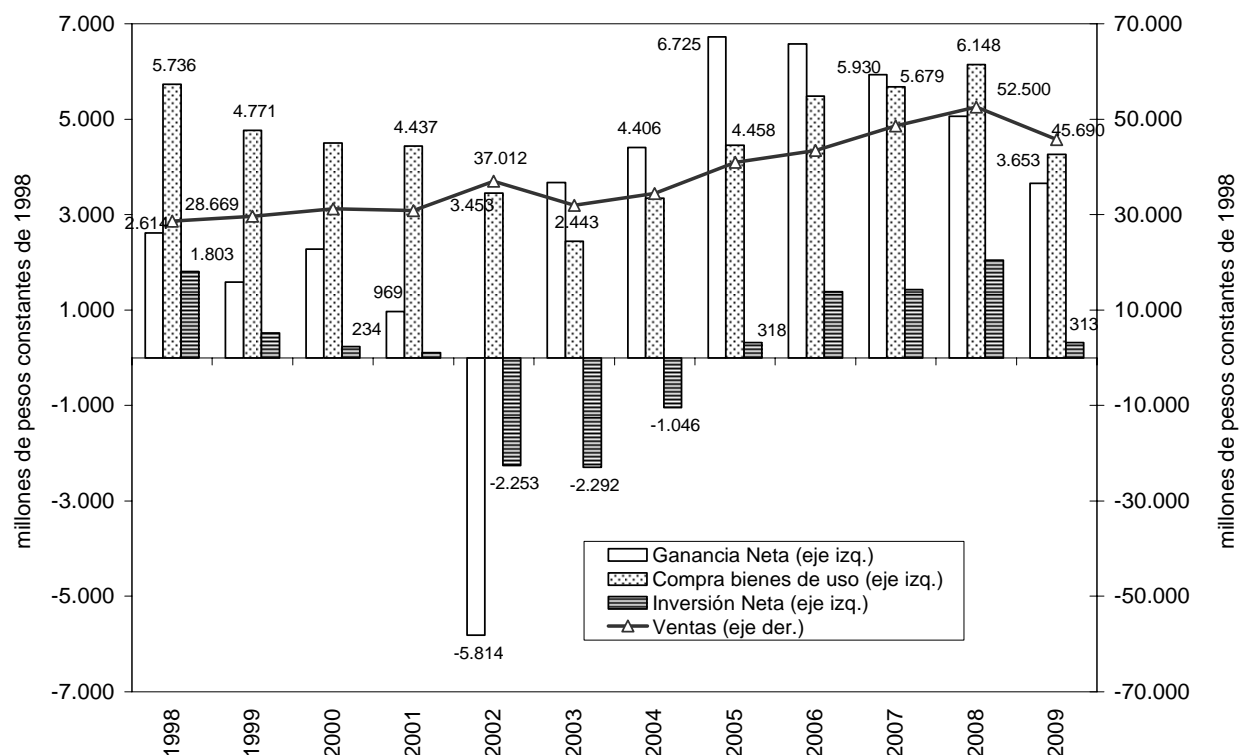
En el presente acápite se replica la visión precedente pero circunscribiendo el análisis a aquellas empresas de la muestra que, a la vez, formaban parte de la cúpula empresaria del país en 2008. Se trata de las señaladas 41 grandes empresas cuya facturación representaba alrededor del 30% del valor de producción de las 500 empresas relevadas por la ENGE, y el 36% de las ventas de las 200 mayores firmas del país.

En tanto, como implícitamente se desprende de la información proporcionada por el Cuadro Nº 1, las firmas que conforman la cúpula empresaria del país asumen un papel más que protagónico en el conjunto del panel de las que cotizan en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, las principales tendencias que quedan de manifiesto en el desempeño de las 41 corporaciones que cumplen con las dos condiciones (integrar la cúpula en 2008 y presencia en el mercado de valores) no difieren mayormente de las resaltadas en el acápite 2.1.

Así, las ventas agregadas denotan un leve sesgo creciente en los últimos años de vigencia de la convertibilidad para decaer, siempre a precios constantes de 1998, en 2001 (2,2%). En este caso, más allá de la recuperación de la facturación global en 2002 (enmarcada en convulsionados reajustes de la estructura de precios relativos) es recién a partir de 2004 cuando (contrastando con el comportamiento macroeconómico, donde la reactivación de la economía se hace evidente desde 2003) tales ventas se inscriben en un franco y sostenido crecimiento hasta alcanzar en 2008 su punto más alto de la serie (52.500 millones de pesos de 1998), y luego decaer casi un 12% en 2009, en el marco del estancamiento de la economía local, estrechamente asociado a la crisis económica internacional que, igualmente, no la afectó sobremanera en el plano agregado.

Gráfico N° 3. Argentina. Evolución de las ventas, las utilidades, las compras de bienes de uso y la inversión neta de las corporaciones del panel que integran la cúpula empresaria del país, 1998-2009

(millones de pesos constantes de 1998)



Fuente: Área de Economía y Tecnología de la FLACSO en base a información de Económica

Al igual que en el plano de las 200 mayores firmas del país, en los últimos años de la convertibilidad las 41 empresas de la muestra revelan decrecientes ganancias netas que alcanzan su punto más álgido en el crítico año 2002 (supone una tasa sobre ventas de -15,7%; casi equivalente a la registrada para la cúpula empresaria en dicho año -17,1%-). En consonancia con la reactivación de la economía en la posconvertibilidad, la masa de utilidades se incrementó aceleradamente desde 2003 hasta alcanzar su mayor nivel en 2006 (6.725 millones de pesos de 1998) y, a partir de allí, inscribirse en un sesgo decreciente que se intensificó en el último año. No obstante, incluyendo a este último, las utilidades netas de este grupo de empresas más que duplican a las registradas durante los últimos años de vigencia del régimen de convertibilidad.

En un contexto de retracción del nivel de actividad del conjunto de la economía que, en términos de ventas agregadas, recién se manifestó en 2001, la inversión bruta o compra de bienes de uso de este grupo de firmas líderes se vio inscripta en un claro sesgo decreciente a partir de 1998 que, incluso, se extendió hasta el año 2003 (la recurrencia a los altos grados de ociosidad de la capacidad instalada parecería haber permitido sustentar el crecimiento de la demanda en los primeros años de la posconvertibilidad). Desde 2004 se asiste a un incremento sostenido e ininterrumpido de la inversión que se extiende hasta 2008, cuando se alcanza el pico más alto de la serie (2,5 veces superior a precios constantes a los registros de 2003), para revelar

una ligera caída, como la mayoría de las variables en consideración, en el último año bajo análisis.

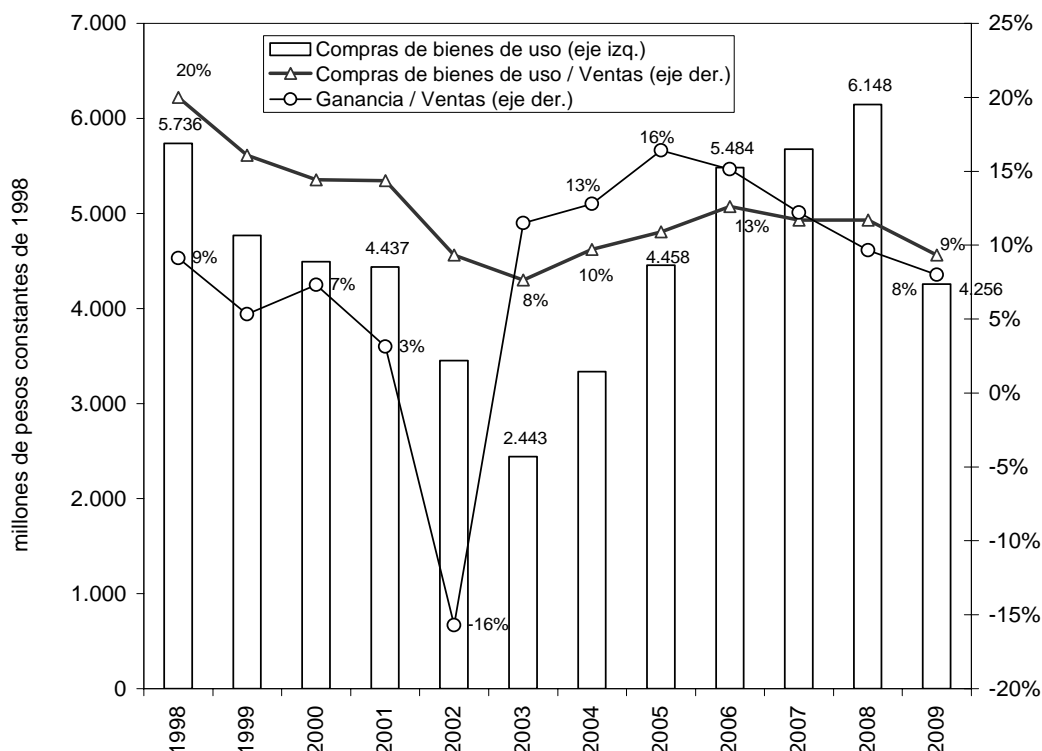
Por su parte, la evolución de la inversión neta acompaña, a grandes rasgos, el comportamiento de la compra de bienes de uso pero, en algunos casos, con una mayor intensidad como, por ejemplo, en el trienio 2002 a 2004 donde las inversiones no alcanzaron a compensar el desgaste de capital (en otras palabras, una inversión neta negativa) y en el año 2009 donde, si bien no llega a ser negativa decae, respecto al año anterior, casi un 80% (seguramente, como se señaló precedentemente, el régimen de amortización acelerada de que gozaron algunas de las principales firmas de la muestra sea el principal factor explicativo). De todas maneras, agotadas las posibilidades de responder a la reactivación de la economía con un mayor grado de utilización de la capacidad instalada, entre 2005 y 2008 la inversión neta también muestra un claro sesgo creciente para encontrar en el último año de ese cuatrienio su mayor registro en el horizonte temporal bajo análisis.

Una visión complementaria de las anteriores consideraciones surge de la información contenida en el Gráfico N° 4 y en el Cuadro N° 3. En el primer caso, se incorporan las respectivas relaciones entre las ganancias netas y las ventas (o tasa de ganancia) y entre las compras de bienes de uso y las ventas (*proxy* de tasa de inversión); en el segundo, la evolución de la tasa de reinversión de utilidades (inversión neta respecto a ganancia neta).

La comparación de los respectivos ritmos de crecimiento de las tasas de ganancia y de inversión denota, por un lado, la relativa similitud de comportamiento desde el inicio de la fase final de la convertibilidad (1998) hasta la implosión del régimen y la traumática salida del mismo (2002) sólo que la caída resulta mucho más intensa en lo relativo a la tasa de ganancia (como se señaló -15,7% en 2002). Mientras esta última se recupera aceleradamente en 2003, la tasa de inversión recién hace lo propio desde 2004 (el señalado efecto de los altos márgenes de ociosidad lo explicaría). Idéntico retraso relativo, solo que en sentido contrario, queda de manifiesto en los respectivos comportamientos decrecientes (a partir de 2005, en el caso de la tasa de ganancia y de 2006, en cuanto a la tasa de inversión). Nuevamente, con márgenes decrecientes de utilidad, pero agotada la ociosidad de la capacidad productiva, la formación de capital continuó su sesgo ascendente hasta 2006. En ambos casos, y con intensidades no muy disímiles, una vez alcanzados esos considerables ritmos de crecimiento, sendas tasas tienden a inscribirse en un leve sesgo decreciente hasta 2009, pero con una diferencia no menor, mientras las masas de ganancia tienden a reducirse desde 2006, el volumen de la inversión bruta mantiene su tendencia alcista – aunque en un ritmo inferior al de las ventas– hasta 2008.

Gráfico N° 4. Argentina. Evolución de la inversión bruta y relación con ventas y utilidades de las corporaciones del panel que integran la cúpula empresarial del país, 1998-2009

(millones de pesos constantes de 1998 y porcentajes)



Fuente: Área de Economía y Tecnología de la FLACSO en base a información de Económica

La relativamente reducida canalización de recursos hacia la inversión productiva por parte de las empresas seleccionadas (en ningún año alcanza a superar el 20% de las ventas¹⁴) y, en muchos años, particularmente los últimos de la serie por las razones ya apuntadas, los elevados montos asignados a la amortización del capital, tiene como resultante natural muy bajos (y por demás cambiantes) coeficientes de reinversión de utilidades. Es más, en el trienio 2002-2004, se verifica una caída de la inversión neta o, lo que es lo mismo, la no reposición del acervo de capital (Cuadro N° 3). De todas maneras, y atendiendo a las particularidades del tratamiento contable de tales variables, quedan claros dos grandes sesgos. El primero, durante el último cuatrienio de vigencia del régimen de conversión fija con el dólar estadounidense y de retracción del nivel de actividad, una franca tendencia decreciente de la tasa de reinversión de utilidades. El segundo, el del cuatrienio 2005-2008, donde se conjuga la sostenida reactivación de la economía argentina y el agotamiento de la ociosidad del capital y, de allí, un sesgo creciente en dicha tasa de reinversión. El último año de la serie revela un caída importante de la misma como producto de la convergencia de, entre otros, el estancamiento del nivel de actividad doméstico, la crisis económica internacional y sus diversos impactos –sobre el comercio internacional, en especial–, y los efectos del

¹⁴ De tomar como parámetro de referencia *proxy* la relación valor agregado/valor de producción que surge de la información de la ENGE para el último trienio disponible (2006-2008) = 38,9%, una inversión bruta del 20% de la facturación equivaldría a menos del 8% del valor agregado.

régimen de amortización acelerada al que pudieron acceder algunas de estas grandes empresas.

Cuadro Nº 3. Argentina. Evolución de las ganancias y la inversión neta y de la tasa de reinversión de utilidades de las corporaciones del panel que integran la cúpula empresaria, 1998-2009

(millones de pesos constantes y porcentajes)

	Inversión neta (a)	Ganancia neta (b)	(a) / (b)
1998	1.803	2.614	69,0
1999	522	1.583	33,0
2000	234	2.278	10,3
2001	109	969	11,2
2002	-2.253	-5.814	n/r
2003	-2.292	3.672	n/r
2004	-1.046	4.406	n/r
2005	318	6.725	4,7
2006	1.387	6.575	21,1
2007	1.432	5.930	24,2
2008	2.046	5.062	40,4
2009	313	3.653	8,6

n/r: no representativo

Fuente: Área de Economía y Tecnología de la FLACSO en base a información de Económica

En suma, por lo menos desde la visión que ofrecen los estados contables de las firmas seleccionadas integrantes del panel de las más grandes corporaciones del país, los resultados registrados en términos de rentabilidad no difieren mayormente de los que fueran constatados en otros Productos¹⁵, al tiempo que la formación de capital de las mismas no parecería condecirse con lo que, en teoría, cabría esperar en un escenario como el de la posconvertibilidad, por lo menos en lo atinente a su intensidad relativa.

2.3. Las empresas industriales de la cúpula empresaria

Como se desprende del Cuadro Nº 1, la significación económica de las apenas 19 empresas industriales que, además de cotizar en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, integraban la cúpula empresaria del país en 2008, no es para nada despreciable: explican alrededor de la cuarta parte de la facturación y las utilidades agregadas de las 302 firmas industriales relevadas por la ENGE-INDEC en 2008.

En las líneas que siguen y a partir de esta consideración introductoria que las contextualizan, se replican las dimensiones analíticas precedentes vinculadas con el desempeño de las mismas a partir de la articulación de la información contable relativa a ventas, utilidades, compras de bienes de uso, amortizaciones e inversión neta durante el período 1998-2009.

A diferencia de los resultados correspondientes al panel en su conjunto y al subconjunto de las que integran la cúpula empresaria, estas 19 grandes firmas fabriles muestran, durante los últimos años de la convertibilidad, una caída de las ventas pero sólo hasta el año 2000 (Gráfico Nº 5). Paradójicamente en el año de la crisis final de

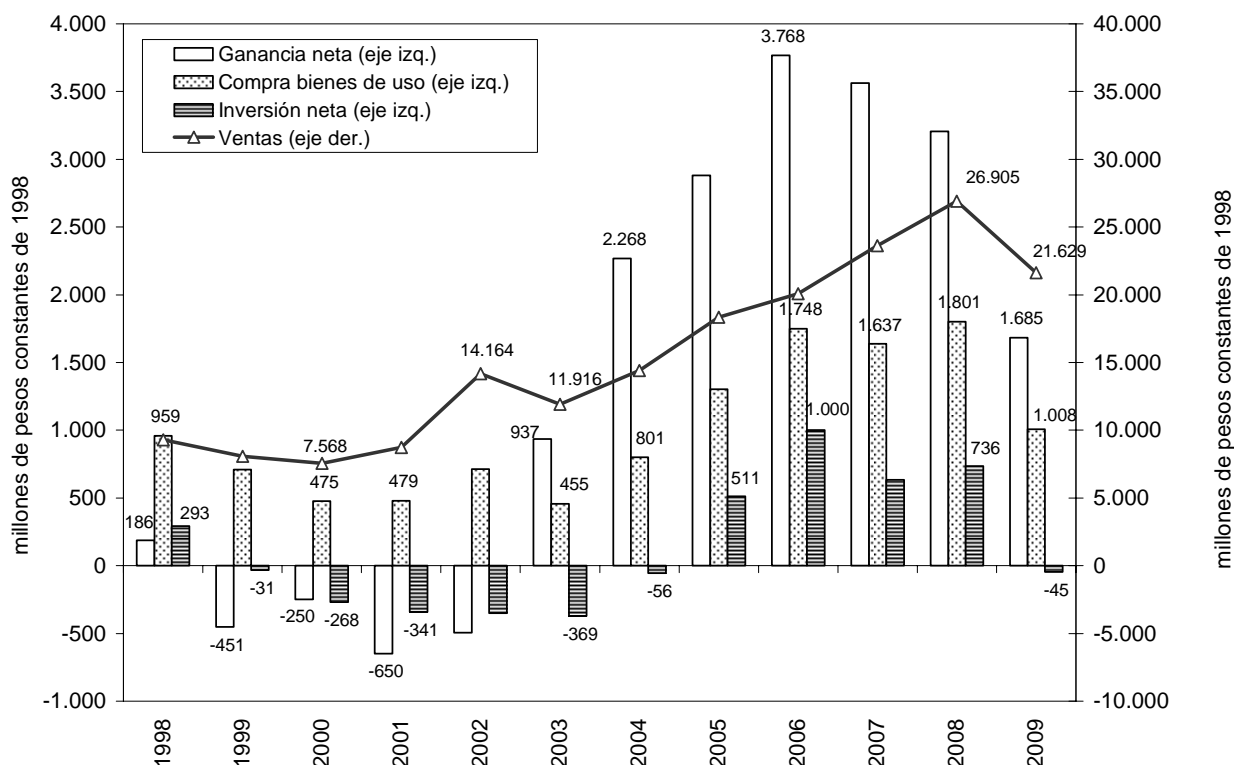
¹⁵ Área de Economía y Tecnología de la FLACSO, 2010a y 2010b, op. cit.

dicho régimen como, incluso, en el crucial (y por demás crítico) 2002 de salida devaluatoria del mismo, la facturación de las mismas revela un notable crecimiento asentado en el comportamiento de, por ejemplo, empresas como Siderca-Tenaris (representa el 37,2% y el 44,5% de las ventas de las 19 empresas fabriles en 2001 y 2002, respectivamente) que incrementó sus ventas en un 244,2% en 2001 (año en el que se crea la alianza comercial y productiva Tenaris¹⁶) y, siempre en precios constantes de 1998, el posterior aumento de 94,1% en 2002. Ello tuvo un impacto para nada desdeñable en el nivel agregado de facturación de este subconjunto de empresas. A su vez, entre otras, Siderar, Molinos Río de la Plata y Aluar, si bien tuvieron caídas relativas en sus ventas en 2001, su performance mejoró en 2002, registrando una variación de alrededor del 80% de su facturación a precios constantes de 1998. Luego de una retracción no despreciable (más del 15%) en 2003, las ventas agregadas de ese núcleo reducido, pero significativo, de corporaciones fabriles se inscriben en un notable crecimiento a punto tal que los registros de 2008 más que duplican los de 2003. Nuevamente, como en muchas otras visiones y variables, y por similares razones, en el último año se registra una caída no despreciable en la facturación global de las mismas.

Con excepción del año de inicio de la crisis final del régimen de conversión fija con el dólar estadounidense (1998), estas grandes empresas industriales registran pérdidas contables desde fines de la convertibilidad hasta el año de la implosión del mismo (2002). A partir de allí y hasta 2006, contemporáneo con el proceso de reactivación fabril, la masa de utilidades crece en forma sostenida y acelerada. En el último trienio decrecen tales ganancias pero ubicándose, igualmente, en montos significativos con excepción de 2009 donde decaen a poco más de la mitad de los registros correspondientes a 2008.

¹⁶ Al respecto, cabe introducir dos breves digresiones metodológicas. La primera de ellas refiere a la utilización de los estados contables consolidados que, como en el caso de Siderca-Tenaris, podría estar influyendo en un crecimiento de las ventas que no necesariamente se corresponde con comportamientos de determinadas firmas individuales (caso, la otrora Siderca) del ahora complejo Siderca-Tenaris. La segunda, guarda correspondencia con los efectos que pudieran surgir del índice de precios utilizado como deflactor: el Índice de Precios Mayorista nivel general, que no tiene en consideración los efectos que pudiera conllevar la alteración, por cierto profunda en el crítico 2002, de los precios relativos de la economía y de las distintas ramas de actividad.

Gráfico Nº 5. Argentina. Evolución de las ventas, las utilidades, las compras de bienes de uso y la inversión neta de las corporaciones industriales del panel que integran la cúpula empresaria del país, 1998-2009
(millones de pesos de 1998)



Fuente: Área de Economía y Tecnología de la FLACSO en base a información de Económica

Consistente con el ciclo recesivo que se inicia en 1998 en la economía y la industria argentinas, la inversión bruta de estas grandes corporaciones fabriles revela un claro sesgo decreciente que, igualmente, presenta dos matices de importancia. El primero de ellos, la muy ligera recuperación que muestra en, precisamente los años más críticos de tal recesión (2001-2002) y, el segundo, que esa tendencia se extiende hasta el año 2003. Si bien no se trata de alteraciones significativas en los sesgos subyacentes, se trata de, por un lado, el impacto que conllevó también en lo relativo a la formación de capital la reconfiguración empresaria de Siderca y, por otro, que después de largos años de alicaído contexto fabril, el retorno de tasas positivas de ganancias con altas capacidades productivas inutilizadas, postergó la realización de inversiones por encima de los niveles que se venían verificando en los años precedentes. Es recién en 2004 donde se revierte claramente tal tendencia para, de allí en más y hasta 2008, canalizarse crecientes recursos hacia la compra de bienes de uso; a punto tal que los registros de ese último año casi llegan a duplicar, siempre a precios constantes de 1998, a los del inicio de la serie bajo análisis. La posterior caída de la formación bruta de capital en 2009 (igualmente, tales valores superan a los de 1998) responde a la convergencia de las razones ya apuntadas (estancamiento local, crisis económica internacional, y retracción en la masa de utilidades). De todas maneras, en relación con esto último cabe resaltar que sistemáticamente, entre 2003 y 2009, los montos asignados a la compra de bienes de uso se ubican muy por debajo

(en 2006, no alcanzan a representar el 50%) de las ganancias netas o, en otras palabras, la capacidad de autofinanciamiento resultó más que suficiente –incluso en 2009– para sustentar las inversiones de las firmas.

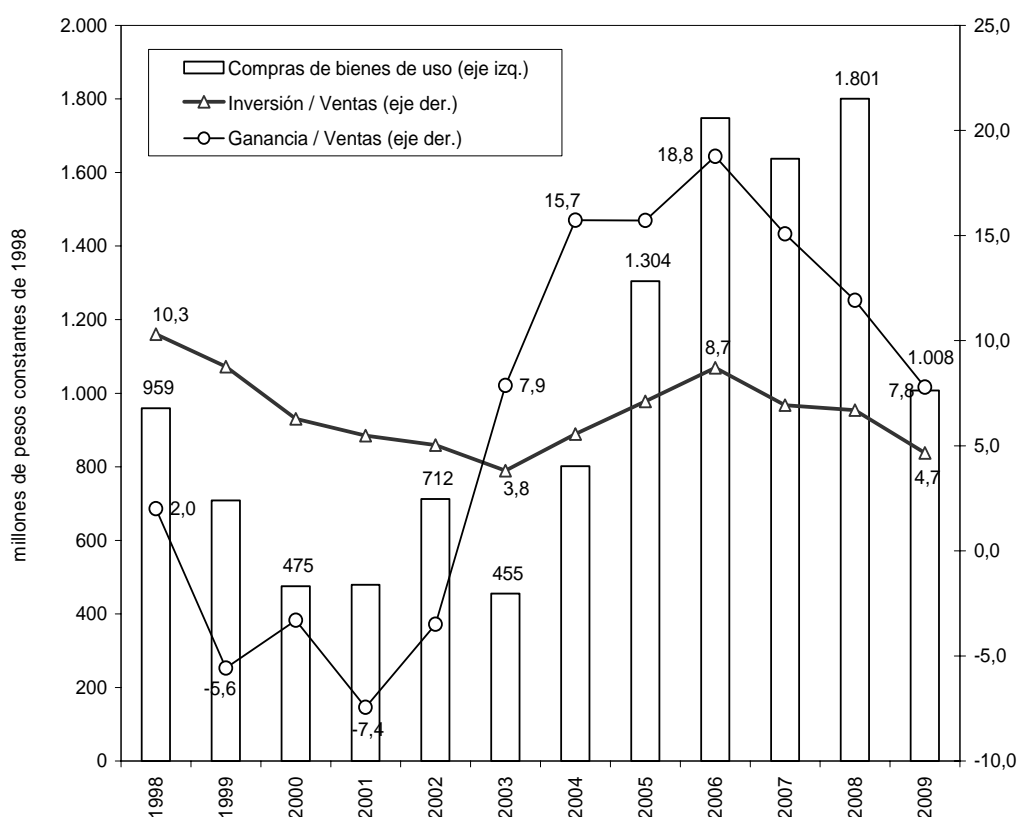
Por último, el comportamiento de la inversión neta de las firmas industriales del panel denota, en términos generales, una pobre actitud empresaria en términos de incrementos reales de la capacidad productiva (en siete de los doce años que cubre el horizonte temporal de análisis, la inversión bruta no alcanzó a compensar la depreciación del *stock* de capital) que, más allá del año de inicio de la serie, sólo en el cuatrienio 2005 a 2008 registra valores positivos, con un registro máximo en 2006, precisamente aquél en que se internalizaron las mayores masas de utilidades netas. Si bien, como se comentó, la crisis internacional desencadenada en el segundo semestre de 2008, sus impactos sobre los flujos internacionales de mercancías, el estancamiento de la economía argentina durante 2009, la incidencia de incentivos industriales como el de la amortización acelerada de las inversiones son, entre los principales, algunos de los factores que coadyuvan a explicar (particularmente en el último año de la serie donde, al igual que en el período 1999 a 2004, se verifica una inversión neta negativa) la reticente actitud empresaria frente a la canalización de recursos a la inversión, la relativamente escasa orientación de recursos a la formación de capital subyace, con sus matices, a lo largo del período bajo análisis. Al respecto, como hipótesis que demandaría otros estudios adicionales como para poder ser comprobada podría plantearse que, como gran parte de las empresas fabriles consideradas se posicionan como fuertemente oligopólicas en sus respectivos mercados, el sobredimensionamiento de la capacidad productiva y la consiguiente generación de barreras al ingreso, les ha permitido responder adecuadamente al mayor nivel de la demanda sin por ello ver afectadas en lo más mínimo su posición oligopólica y, como derivación de ella, la apropiación de ganancias extraordinarias con bajos niveles de inversión¹⁷. Así, por ejemplo, el año en el que se registra (en consonancia con el desempeño de la industria local) el mayor nivel de inversión neta (2006), el monto involucrado representa apenas el 26,5% de las respectivas ganancias.

Incluso es en ese año cuando se verificó la más alta tasa de compra de bienes de uso en relación a las ventas (apenas 8,7%) superada, incluso, por la correspondiente a 1998 (Gráfico N° 6).

¹⁷ Ver, entre otros, Sylos Labini, 1964 y Possas, 1985,

Gráfico N° 6. Argentina. Evolución de la inversión bruta y relación con ventas y utilidades de las corporaciones industriales del panel que integran la cúpula empresarial del país, 1998-2009

(millones de pesos constantes de 1998 y porcentajes)



Fuente: Área de Economía y Tecnología de la FLACSO en base a información de Económica

En este marco, la proporción de las ventas que se orienta a la formación de capital oscila entre un máximo de 10,3% y un mínimo de 3,8%, contrastando fuertemente con el comportamiento de la tasa de ganancia sobre ventas que encuentra sus niveles extremos en 2001 (-7,4%) y 2006 (18,8%). Esa mayor inestabilidad relativa de los márgenes de utilidades netas resulta particularmente significativa entre 2001 y 2004, donde mientras las compras de bienes de uso representan el 5,5% y 5,6%, respectivamente, de la facturación agregada, la tasa de utilidades pasa de -7,4% a 15,7%, respectivamente. En otros términos, una muy fuerte y acelerada recuperación de los márgenes de rentabilidad que derivó, en la posconvertibilidad, en estadios muy superiores a los de los noventa, involucrando hasta el de la salida del régimen de convertibilidad (2002), no tuvo su correlato en un crecimiento significativo de los montos asignados a la reproducción del capital. Si bien este fenómeno se ve amenguado en los últimos años, la tasa de rentabilidad sobre ventas se ubica sostenidamente por encima de la tasa de inversión bruta.

De allí que no resulte sorprendente que, como se vislumbró, de confrontar el comportamiento de, ahora, la inversión neta con las consiguientes utilidades anuales (Cuadro N° 4), el predominio de años de reducción del acervo de capital (amortizaciones mediante), derive en relaciones “no representativas” en varios años de

la serie (en varios de ellos, matemáticamente, resultarían tasas positivas de reinversión; inexistentes como tales) y, prácticamente, en apenas un cuatrienio, contextualizado por una notable reactivación de la industria manufacturera (2005-2008), se registren tasas positivas de reinversión de las utilidades (en torno a 17,5%-26,5%).

Cuadro Nº 4. Argentina. Evolución de las ganancias y la inversión neta y de la tasa de reinversión de utilidades de las corporaciones industriales del panel que integran la cúpula empresaria, 1998-2009

(millones de pesos constantes de 1998 y porcentajes)

	Inversión neta (a)	Ganancia neta (b)	(a) / (b)
1998	293	186	1,6
1999	-31	-451	n.r.
2000	-268	-250	n..r.
2001	-341	-650	n..r.
2002	-350	-496	n..r.
2003	-369	937	n..r.
2004	-56	2.268	n..r.
2005	511	2.881	17,7
2006	1.000	3.768	26,6
2007	635	3.563	17,8
2008	736	3.204	23,0
2009	-45	1.685	n/r

n.r.: no representativo

Fuente: Área de Economía y Tecnología de la FLACSO en base a información de Económica

Si bien se trata de un número acotado de corporaciones fabriles, aunque igualmente significativas por su envergadura y peso relativo en la economía y la industria nacionales, parecería quedar nuevamente en evidencia una cierta reticencia empresaria frente a la inversión que, como se insinuó, en muchos casos, podría estar asociada a su mayoritaria inserción en mercados oligopólicos y a, en general, haber alcanzado por distintos motivos cierto grado de madurez tecno-productiva que no demanda inversiones de relativa importancia para mantener su posicionamiento competitivo en el mercado interno y en el subregional.

3. Inversión de las empresas seleccionadas según sector de actividad

A continuación se analiza el comportamiento de la inversión de acuerdo al sector en que las empresas desempeñan su actividad principal. En este plano, sólo se considerarán aquellas firmas que integran el subconjunto de corporaciones que además de cotizar en el mercado de valor integran la cúpula empresaria en 2008.

Al respecto, es preciso tomar en cuenta la cobertura que tiene ese grupo de firmas una vez que se las clasifica de acuerdo al principal sector de actividad en relación con los respectivos totales (de empresas y facturación) correspondientes al año 2008 (Cuadro Nº 5). Al respecto, cabe retomar uno de los aspectos incluidos en el acápite 7. En la medida en que, en este caso, lo que interesa analizar es el desempeño inversor de tales empresas, los balances contables considerados son los consolidados y no, como en otros de los estudios realizados sobre la cúpula empresaria¹⁸, la información

¹⁸ Área de Economía y Tecnología de la FLACSO, 2010a y 2010b, op. cit

referida a los balances individuales de aquellas que forman parte de la elite. Ello permite contar con una mayor riqueza potencial de análisis.

Cuadro Nº 5. Argentina. Representatividad de las empresas de la cúpula que cotizan en la Bolsa, según sector de actividad, 2008

(valores absolutos, millones de pesos corrientes y porcentajes)

Sector	200 líderes		41 que cotizan en BCBA		Participación relativa	
	Cantidad de empresas (a)	Ventas en 2008 (b)	Cantidad de empresas (c)	Ventas en 2008 (d)	% empresas (c)/(a)	% ventas (d)/(b)
Comercio	29	63.651	2	4.202	6,9	6,6
Electrici. Gas y Agua	15	7.365	12	11.789	80,0	100,0 ¹⁹
Industria	98	20.769	19	87.664	19,4	100,0 ²⁰
Petróleo y Minería	19	255.516	2	50.050	10,5	19,6
Servicios	34	70.518	4	16.582	11,8	23,5
Otros	5	73.894	2	776	40,0	1,1
Total	200	491.714	41	171.063	20,5	34,8

Fuente: Área de Economía y Tecnología de la FLACSO en base a información propia y de Económica

A excepción de las empresas que operan en el sector comercio y en “otros” (esencialmente, la construcción) donde la representatividad es, en el primer caso, de alrededor del 6%/7% tanto en términos de firmas como de ventas y, en el segundo, relativamente importante en lo que se refiere a empresas (40%) pero marginal en cuanto a la facturación, en el resto de los sectores la cobertura resulta relativamente significativa, oscilando entre un 19,5%/23,5% y un 100% (en realidad, por las razones apuntadas, bastante más).

De todas maneras, desde el punto de vista de la canalización de recursos hacia la compra de bienes de uso, son las firmas que operan en apenas cuatro sectores las que explican entre el 97% y el 98% del total de la formación bruta de capital durante el período y, por ende, casi el 10% a la inversión interna bruta privada de la economía en su conjunto. Se trata de, en orden a su aporte relativo en el año 2009, de las petroleras y mineras, las industriales, de servicios y, por último, electricidad, gas y agua.

En el primer caso, si bien se trata de apenas dos grandes corporaciones (YPF y Petrobrás Argentina), los montos asignados a la inversión emergen como los de mayor significación relativa sectorial e, incluso, en años como 2008 (casi 3.000 millones a

¹⁹ La incorporación de los balances consolidado de, entre otras, Edenor, Edesur, Endesa, Transportadora de Gas del Norte y Transportadora de Gas del Sur, explica que el valor de las ventas de las empresas de la muestra en el sector de Electricidad, gas y agua e Industria (11.789 millones de pesos) supere a los respectivos totales sectoriales de las 200 líderes (7.365 millones de pesos). Se optó, en este caso, por presentar el 100% de cobertura, porque si se considera los correspondientes balances no consolidados, los valores coincidirían exactamente con los registrados en el panel de la cúpula empresaria. Ver, al final, “Algunas cuestiones metodológicas”.

²⁰ La incorporación de los balances consolidado de, entre otras, Aluar, Arcor, Molinos Río de la Plata, Siderca, Siderar-Tenaris y Renault Argentina, explica que el valor de las ventas de las empresas de la muestra en el sector industrial (87.664 millones de pesos) supere a los respectivos totales sectoriales de las 200 líderes (20.769 millones de pesos). Se optó, en este caso, por presentar el 100% de cobertura, porque si se considera los correspondientes balances no consolidados, los valores coincidirían exactamente con los registrados en el panel de la cúpula empresaria. Ver, al final, “Algunas cuestiones metodológicas”.

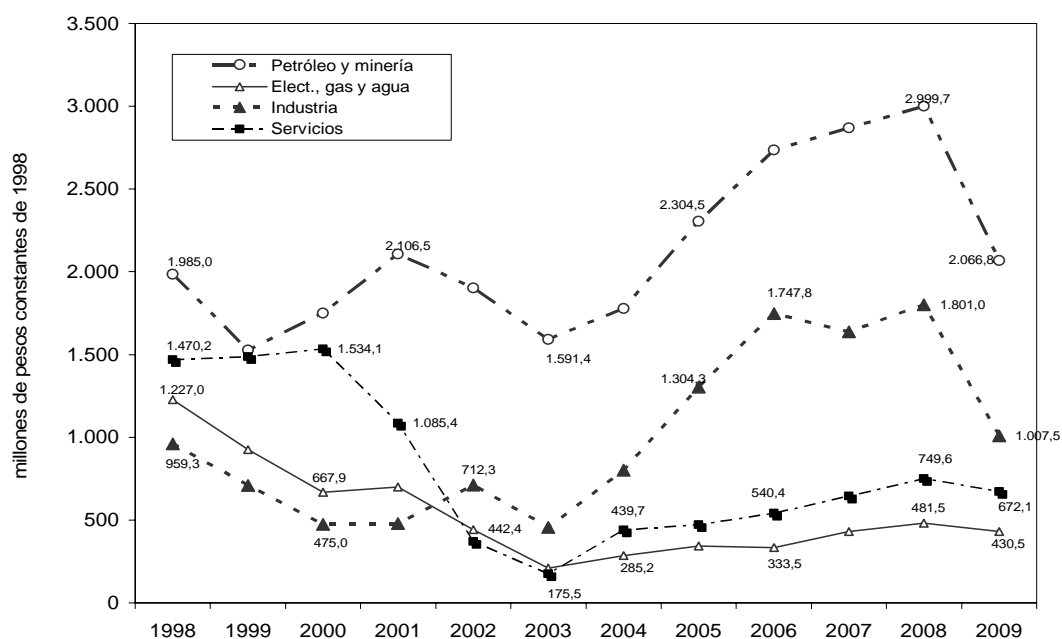
precios constantes de 1998) así como en prácticamente todos los de la posconvertibilidad, representan la mitad o más del total de lo invertido por este subconjunto de empresas líderes (Gráfico N° 7). Es más, la importante retracción registrada en 2009 (26,3%) no difiere mayormente de la correspondiente en el plano agregado (26,0%) y, en parte, podría estar reflejando o tener cierto grado de relación con la caída del precio internacional del petróleo que se desencadenó (después de varios años de alza sostenida) en la segunda mitad de 2008. De todas maneras, por la propia naturaleza de la actividad, no resulta sorprendente su liderazgo en materia de formación bruta de capital, aún tratándose de apenas dos (aunque muy grandes) corporaciones y, también, la de mayor ritmo de crecimiento entre los años extremos de la serie bajo análisis.

Le siguen en orden de importancia las compras de bienes de uso por parte de las empresas fabriles, fenómeno que se manifiesta en forma sostenida a partir de 2002. Hasta allí, consistente con la profundización del proceso de desindustrialización y de reestructuración regresiva del sector manufacturero, las inversiones industriales eran las de menor relevancia dentro de las cuatro ramas de actividad seleccionadas. También en consonancia con el respectivo escenario macroeconómico de la posconvertibilidad y de recuperación de las actividades industriales, tales inversiones emergen como las más dinámicas hasta 2008, a pesar de la ligera contracción registrada en 2007. Por último, como se señalara en varios de los análisis precedentes, en el año 2009 se registra una notable caída en la compra de bienes de uso por parte de las firmas industriales que parecería ser una respuesta empresarial frente a la crisis económica internacional, la acentuada morigeración de la reactivación fabril de la posconvertibilidad y las propias incertidumbres sobre los futuros escenarios locales e internacionales.

El ejemplo que ofrecen las empresas que operan en el sector de electricidad, gas y agua resulta particularmente significativo. En los últimos años de vigencia de la convertibilidad queda de manifiesto una importante retracción de sus inversiones; fenómeno que en realidad se remonta a prácticamente mediados de dicho decenio²¹. A diferencia de otros sectores, la inversión no se recuperó en la posconvertibilidad (entre 1998 y 2009, es la que revela una mayor caída = 64,9%) en razón de, en la generalidad de los casos, la no conclusión de los dilatados procesos de renegociación contractual con la mayoría de ellas e, incluso, con la propia intervención pública en la realización de parte de las inversiones requeridas por las respectivas infraestructuras físicas.

²¹ Ver Forcinito y Nahón, 2005.

Gráfico N° 7. Argentina. Evolución de la inversión bruta de las empresas de la cúpula que cotizan en la Bolsa, según principales sectores de actividad, 1998-2009
(millones de pesos constantes de 1998)



Fuente: Área de Economía y Tecnología de la FLACSO en base a información de Económica

La compra de bienes de uso por parte de las grandes firmas prestadoras de servicios (cuatro) denota, en general, un comportamiento bastante similar al de las anteriores y, en cierta medida, por razones que se le asemejan. Si bien, en términos relativos, entre los años extremos de la serie la contracción es menos intensa (56,7%), la notable retracción que se extiende hasta el año 2003 (88,7%) se revierte en los años posteriores de la posconvertibilidad pero con un relativamente acotado ritmo de expansión. Se trata, en los cuatro casos de referencia, de empresas que han avanzado en la renegociación de sus respectivos contratos con el gobierno nacional hasta la firma de cartas de entendimiento pero que no han concluido tal proceso.

Siempre desde la visión sectorial de la compra de bienes de uso por parte de las grandes firmas que, a la vez, son parte constitutiva de la cúpula empresaria y cotizan en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, cabe indagar en torno a la existencia –o no– de diferencias en las respectivas tasas de inversión en relación con los correspondientes montos de facturación anual (Cuadro N° 6).

Cuadro Nº 6. Argentina. Tasa de inversión sobre ventas de las corporaciones de la cúpula que cotizan en la Bolsa, según sector de actividad, 1998-2009
(porcentajes)

	Comercio	Elect, gas y agua	Industria	Petróleo y Minería	Servicios	Otros	Total
Cant. emp.	2	12	19	2	4	2	41
1998	12,3	26,3	10,3	29,2	10,3	6,0	19,8
1999	9,0	17,7	8,8	18,7	8,8	26,0	15,9
2000	5,5	12,8	6,3	17,2	6,3	12,0	14,1
2001	3,8	14,1	5,5	21,0	5,5	18,8	14,0
2002	1,9	11,9	5,0	13,7	5,0	6,2	9,2
2003	2,0	7,2	3,8	12,2	3,8	0,5	7,6
2004	5,1	8,8	5,6	14,5	5,6	1,8	9,6
2005	3,8	10,1	7,1	16,3	7,1	3,1	10,8
2006	13,2	9,9	8,7	19,2	8,7	7,0	12,7
2007	8,2	11,2	6,9	19,5	6,9	2,1	11,9
2008	8,8	13,3	6,7	19,5	6,7	1,2	11,8
2009	5,5	11,9	4,7	15,6	4,7	1,0	9,2
Prom. 98-01	7,7	17,7	7,7	21,5	7,7	15,7	16,0
Prom. 02-09	6,1	10,5	6,1	16,3	6,1	2,8	10,4
Prom. 98-09	6,6	12,9	6,6	18,0	6,6	7,1	12,2

Fuente: Área de Economía y Tecnología de la FLACSO en base a información de Económica

En este plano, de considerarse los años extremos de la serie, en todos los sectores se verifica el mismo fenómeno que el comprobable en el agregado: los registros de 2009 se ubican en torno a la mitad de las tasas correspondientes a 1998. El único sector en el que tal relación apenas supera dicha fracción es el industrial (la tasa de 2009 equivale al 53,4% de la registrada en 1998). Con ligeros matices, ese sesgo decreciente se manifiesta con particular virulencia hasta 2003 en todos los sectores y la posterior recuperación, también con ligeras peculiaridades, no alcanza a compensar, ni mucho menos, el proceso previo.

En términos de magnitudes relativas es siempre el sector petrolero el que ha orientado a la compra de bienes de uso una mayor proporción de sus ventas anuales (valores extremos de 12,2% en 2003 y 29,2% en 1998), con una tasa promedio de 18,0%. El segundo lugar, también en casi todos los años, le corresponde a las empresas de electricidad, gas y agua que, con niveles polares en los mismos años (7,2% en 2003 y 26,3% en 1998) que las petroleras, muestran un comportamiento peculiar que, parecería estar asociado a las problemáticas específicas de las empresas privatizadas en los años noventa. Decreciente inversión a fines de los años noventa que, renegociaciones contractuales mediante, apenas se revierte como tendencia durante la posconvertibilidad. Así, de confrontar la tasa media correspondiente a los años de vigencia de la convertibilidad (en promedio, el 17,7% de las ventas agregadas se canalizó a la inversión) respecto a los de la posconvertibilidad (apenas, en promedio, el 10,5% de la facturación se destinó a la compra de bienes de uso), se constata claramente la actitud empresaria frente a la formación de capital.

La importancia y el comportamiento de la tasa de inversión respecto a las ventas de las empresas de servicios se asemejan al ejemplo que ofrecen las de electricidad, gas y agua y, como fuera señalado, sus factores explicativos no difieren sustancialmente al

de estas últimas. En este caso, el contraste entre las tasas medias correspondientes al período 1998-2001 (15,7%) y 2002-2009 (2,8%) es más que ilustrativo; cuando además durante el último trienio, las empresas del sector solo han canalizado a la compra de bienes de uso entre el 1% y el 2% de sus ventas agregadas. En otras palabras, la formación bruta de capital de estas últimas es casi insignificante en los últimos años.

También llama la atención la muy moderada propensión inversora de las empresas industriales, aun en el contexto de franca recuperación fabril durante la posconvertibilidad. La compra de bienes de uso representa, entre 1998 y 2001, el 7,7%, porcentual que se contrae a 6,1% de considerar los años 2002 a 2009. Es más, restringiendo el ámbito de análisis a los años de mayor ritmo de crecimiento de la industria argentina (2003 a 2008) dicha tasa apenas se eleva a 7,8% de las ventas agregadas.

Por último, las empresas comerciales muestran similares tasas promedio a la de las industriales en los dos subperíodos con disímiles escenarios macroeconómicos con un claro sesgo decreciente que se extiende desde los inicios de la serie hasta 2003, y una recuperación (con marcadas fluctuaciones interanuales) en la posconvertibilidad.

En síntesis, desde la perspectiva sectorial no se encuentran casos relevantes que modifiquen la visión generalizada en torno a la relativa reticencia inversora de las grandes empresas en la Argentina aun en contextos de reordenamiento macroeconómico y de franca recuperación de la economía.

4. Inversión según forma de propiedad.

En este acápite se analiza la dinámica de las inversiones según la forma de propiedad del capital de las corporaciones que integran la cúpula empresaria y cotizan en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires. En este caso, el alcance de la muestra es relativamente asimétrico, pues mientras la cobertura de grupos económicos nacionales, asociaciones y conglomerados extranjeros resulta significativa (mucho más acotada en el último de los casos) como para dar cuenta del movimiento del conjunto (tal como se observa en el Cuadro N° 7), por otro lado, no incluye ni empresas estatales ni existe tampoco ninguna empresa local independiente que cotice en la Bolsa. En cuanto a las empresas transnacionales, la representatividad es muy reducida en tanto no es práctica común que las mismas coticen en el mercado de valores local. De allí que en términos estrictos, los resultados según tipo de empresa denoten importantes sesgos asociados, en última instancia, a la muy disímil representatividad de las empresas bajo análisis donde, particularmente, la subestimación de la presencia de las empresas de capital foráneo en general, y de las no integradas en conglomerados locales, en especial, debe ser tenida en cuenta al momento de evaluar el respectivo comportamiento de la formación de capital, puntualmente en términos comparativos entre los distintos tipos de firmas.

Cuadro N° 7. Representatividad de la muestra según la forma de propiedad en relación con la cúpula, 2008.

(millones de pesos corrientes y porcentajes)

Tipo de empresa	200 líderes		41 que cotizan		Participa. relativa	
	Cant. de emp. (a)	Ventas en 2008 (b)	Cant. de emp.(c)	Ventas en 2008 (d)	% de emp. (c)/(a)	% de las ventas (d)/(b)
Asociaciones	23	77.953	16	58.484	69,6	75,0
Conglomerados extranjeros	25	95.967	5	25.522	20	26,6
Empresas Locales Independientes	21	37.537	-	-	-	-
Estatales	7	11.131	-	-	-	-
Empresas Transnacionales	92	190.725	6	10.170	6,5	5,3
Grupos Económicos Locales	32	78.401	14	76.886	43,8	98,1
Total	200	491.714	41	171.063	20,5	34,8

Fuente: Área de Economía y Tecnología de la FLACSO en base a información propia y de Económica

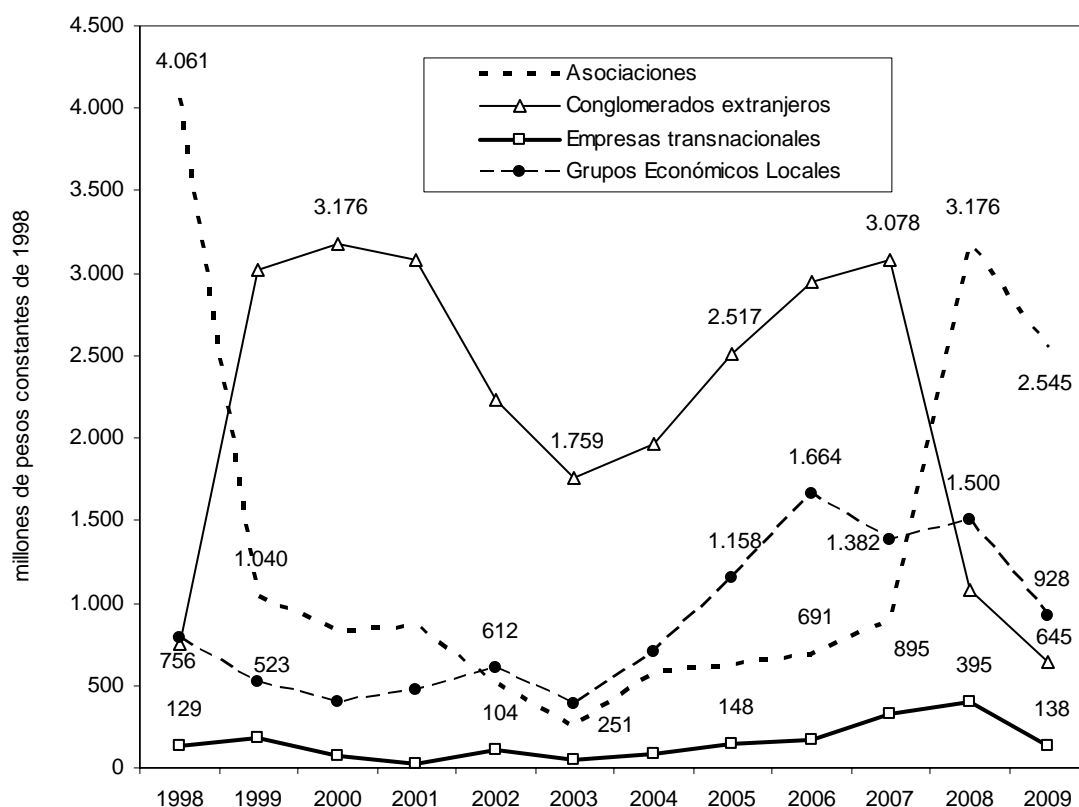
Se trata, sin duda, de una visión estática de la representatividad (corresponde a 2008) del universo de firmas bajo análisis que, a diferencia de la perspectiva que surge de considerar su respectivo principal sector de actividad, ha estado sujeta a “cambios de mano” en la estructura del capital social de muchas de ellas²². En ese sentido, en términos de la dinámica de la inversión durante el período bajo análisis, tal representatividad por tipo de empresa varía en consonancia con esas transferencias de capital que remiten a cambios en el tipo de empresa. Naturalmente, la información de base responde a –y contiene– mutaciones que, en muchos casos, coadyuvan a explicar cambios interanuales de cierta intensidad al analizar cada uno de los subconjuntos de empresas en particular. No se trata, precisamente, de un tema baladí. Así, por ejemplo (Gráfico N° 8) la más que considerable contracción de la compra de bienes de uso de las asociaciones está íntimamente asociada a YPF (en 1998, explicaba el 19,1% del total de la formación bruta de capital) al igual que la concomitante notable expansión de la inversión bruta de los conglomerados extranjeros. Mas aún cuando idéntico fenómeno (pasaje de asociación a conglomerado extranjero) se verifica en los casos de Telefónica de Argentina y Telecom Argentina (entre ambas, el 23,3% de la inversión en 1998). Con ello queda claramente de manifiesto que los sesgos que subyacen en la *performance* inversora

²² A simple título ilustrativo: Acindar fue considerada como controlada por un grupo nacional hasta el año 2000, como asociación de capital entre 2001 y 2004, y como empresa extranjera en los últimos cuatro años. Alpargatas integraba el conjunto de asociaciones hasta 2005, para pasar a ser parte de un conglomerado extranjero entre 2006 y 2009. El Grupo Estrella fue asociación de capital hasta 2007, para pasar a ser parte de un grupo de capital nacional en el último bienio. Quickfood era controlado por un grupo nacional hasta 2005 y, en los últimos cuatro años se integra al núcleo de empresas transnacionales. Telefónica de Argentina era asociación de capital en el primer año de la serie (1998) y desde 1999 pasó a ser conglomerado extranjero. YPF fue asociación en el primero (1998) y en el último año (2009) bajo análisis, mientras que en los restantes era conglomerado extranjero. Telecom fue considerada como conglomerado extranjero entre los años 1999 y 2003 y, en los restantes, como asociación de capitales.

de los distintos tipos de empresas están estrechamente vinculados a, también, los cambios verificados en la respectiva pertenencia según forma de propiedad²³.

A partir de estas aclaraciones fundamentales y esenciales en –y para– la interpretación de la información presentada en el Gráfico N° 8, como así también, en el Cuadro N° 8, en especial la interrelación entre los desempeños en materia de inversión de los conglomerados extranjeros y las asociaciones de capital, cabe resaltar algunos fenómenos en los que no tiene tanta incidencia el tema de los “cambios de mano”.

Gráfico N° 8. Argentina. Evolución de la las compras de bienes de uso de las corporaciones de la cúpula que cotizan en la Bolsa, según tipo de empresa, 1998-2009
(millones de pesos de 1998)



Fuente: Área de Economía y Tecnología de la FLACSO en base a información de Económica

En primer lugar que, con una única excepción (las empresas transnacionales en 2007), el cuatrienio 2003 a 2007 muestra un crecimiento generalizado y significativo en la inversión de todos los tipos de firmas. En segundo término que, también, en todos los casos, el año 2009 denota caídas más o menos significativas en la compra de bienes de uso. En tercer lugar, aunque con menores intensidades relativas, que idéntico fenómeno se registra en el año 2003, a pesar que ya se asistía a una incipiente recuperación de la economía pero con elevados niveles de ociosidad de la capacidad productiva.

²³ Simplemente para reafirmar la importancia decisiva del tema bastaría con señalar que en el año 2009, donde tanto YPF como Telecom Argentina se integran al núcleo de firmas “asociadas”, entre ambas explican el 64,2% de la formación bruta de capital del año.

De todas maneras, y atento a las anteriores consideraciones sobre los cambios en la propiedad del capital que han asumido una importancia crucial en los últimos largos años, todo indicaría que la diferenciación empresaria según sector de actividad tiene un poder explicativo muy superior del que emana de, aún en este acotado –pero de alta significación económica– número de grandes empresas según sea el tipo de propiedad del capital social de las mismas.

Naturalmente, mediatizado por lo señalado precedentemente, los valores resultantes en las respectivas tasas de inversión bruta sobre ventas (Cuadro Nº 8), muestran que los conglomerados extranjeros emergen como la fracción del capital con mayores niveles de formación de capital respecto a la facturación anual (en promedio, 15,8%), con una sostenida caída en el último trienio (9,6% en 2009).

Cuadro Nº 8. Argentina. Tasa de inversión sobre ventas de las corporaciones de la cúpula según tipo de empresa, 1998-2009
(porcentajes)

	Asociaciones	Conglom. Extranjeros	Emp. Transnacionales	Grupos Eco. locales	Total
1998	23,1	25,8	24,2	10,4	20,0
1999	17,3	18,4	26,7	8,0	16,1
2000	14,3	17,5	10,8	6,3	14,4
2001	14,3	18,7	3,8	6,2	14,4
2002	10,6	12,0	11,3	4,8	9,3
2003	6,3	10,5	5,6	3,7	7,6
2004	8,5	13,8	8,4	5,7	9,7
2005	9,9	15,3	6,6	7,3	10,9
2006	10,3	17,5	6,8	9,7	12,6
2007	11,9	17,2	11,7	6,8	11,7
2008	17,7	13,8	12,6	6,4	11,7
2009	14,6	9,6	5,3	4,9	9,3
Prom. 98-01	17,2	20,1	16,4	7,7	16,2
Prom. 02-09	11,2	13,7	8,5	6,2	10,4
Prom. 98-09	13,2	15,8	11,2	6,7	12,3

Fuente: Área de Economía y Tecnología de la FLACSO en base a información de Económica

Asimismo cabe destacar que, más allá de la influencia de los “cambios de mano” que, como se señaló, mediatizan casi todos los resultados agregados, la tendencia a la reducción de la tasa de inversión se manifiesta, con intensidades diversas, en todos los tipos de empresas. Es más, en todos los casos, los promedios de los cuatro años de vigencia del régimen de convertibilidad se ubican por encima de los correspondientes a la posconvertibilidad, con un ejemplo extremo en las empresas transnacionales que, si bien son relativamente pocas, no deja de ser significativo.

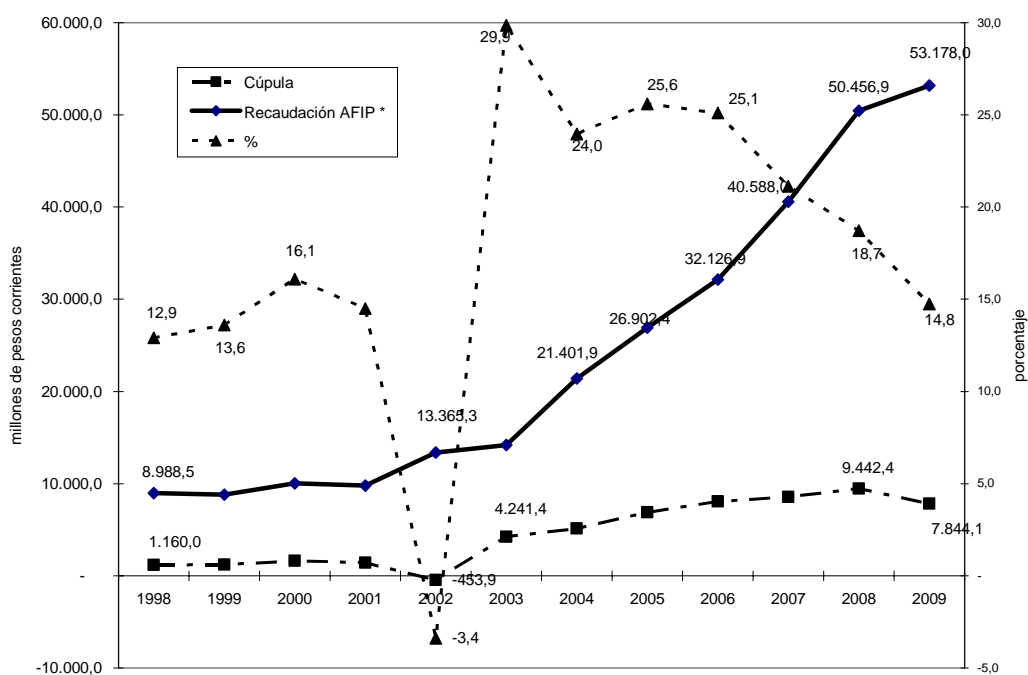
5. Beneficios empresarios e ingresos fiscales

Una visión complementaria sobre las anteriores consideraciones relacionadas con, por un lado, el alto –y creciente– grado de concentración imperante en la economía argentina (aun en el interior de la cúpula empresaria) y, por otro, los elevados márgenes de rentabilidad internalizados por esas grandes corporaciones en la

posconvertibilidad, particularmente entre 2003 y 2008, surge de la posibilidad que ofrece la información relevada en términos del análisis de la consiguiente evolución de los montos tributados por las mismas en concepto de impuesto a las ganancias. Si bien el tema trasciende, en realidad, la problemática específica de la formación de capital (bruta y/o neta), es igualmente una oportunidad de ponderar el papel de tales firmas en la captación de dicho tributo; sin duda, uno de los más progresivos en términos de equidad distributiva.

Al respecto, y atendiendo a las consideraciones iniciales del párrafo anterior, no resulta sorprendente la, en general, muy importante gravitación de los montos tributados en concepto de impuesto a las ganancias de ese núcleo acotado –pero por demás trascendente en la economía nacional– de firmas en el total de la recaudación fiscal en concepto de pagos directos y retenciones de dicho gravamen (Gráfico N° 9).

Gráfico N° 9. Argentina. Evolución y relación del monto pagado del impuesto a las ganancias y de las ganancias brutas* de las corporaciones del panel pertenecientes a la cúpula empresarial, 1998-2009
(millones de pesos corrientes y porcentajes)



* EBITBA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization)

Fuente: Área de Economía y Tecnología de la FLACSO en base a información de Económica y de la AFIP

En los últimos años de vigencia de la convertibilidad, tal participación oscila entre alrededor del 12%/16%, para luego decaer en forma abrupta e incluso tornarse “negativa” en 2002. Las ligeras variaciones interanuales del período 1998-2001 no harían más que reflejar el efecto conjunto de las relativas estabilidades de ambas variables en un escenario macroeconómico crecientemente recesivo que, a la vez, se conjuga con una creciente concentración de la economía nacional y, probablemente, una mayor incidencia de los resultados contables de las empresas bajo análisis en el conjunto de la economía. Esto último queda claramente en evidencia en el por demás

crítico año 2002 donde, mientras la recaudación del impuesto a las ganancias se incrementa ligeramente (a precios corrientes, el 36,%; muy por debajo del crecimiento de los precios mayoristas: 77,1%), el tributado por este subconjunto de grandes corporaciones supone, en realidad, un quebranto impositivo en el impuesto a las ganancias²⁴. Tal notoria divergencia podría estar siendo explicada por el impacto diferencial (respecto al agregado de la economía) que tuvo la salida devaluatoria sobre estas grandes corporaciones que, en la generalidad de los casos, se encontraban fuertemente endeudadas con el exterior. De allí, incluso, que se trate de un impacto tan puntual en tanto, al año siguiente (2003) la extraordinaria recuperación de las utilidades reconozca, también, como uno de sus componentes los resultados de exitosas renegociaciones de sus deudas con el exterior. Es más, es en dicho año donde se verifica la gravitación más alta (casi el 30%) de tales firmas en el total de la recaudación fiscal del impuesto a las ganancias.

A partir de ese nivel extremo, en el trienio 2004 a 2006, tal gravitación se estabiliza en torno al 24%/25%, para luego decaer sistemáticamente hasta representar poco menos del 15% en 2009. Esto último resultaría consistente con la sostenida caída de la tasa de ganancias de estas grandes corporaciones en los últimos años que, a la luz de los resultados y/o de otros fenómenos asociados a la gestión pública en materia tributaria, estaría explicando esa alicaída –pero igualmente importante– contribución a las arcas públicas, en concepto de impuesto a las ganancias.

Más allá de la imagen que se desprende de la gravitante presencia de estas corporaciones en la recaudación impositiva, otra interesante perspectiva de análisis es la que surge de evaluar la evolución de la presión fiscal implícita en términos de, por un lado, las ventas totales de tales empresas y, por otro, su incidencia relativa respecto a las ganancias brutas de las mismas o, en otras palabras, de los beneficios antes de impuestos, amortizaciones e intereses. Al respecto, el Cuadro N° 9 brinda la información correspondiente a tales variables.

En el primer caso se trata de un indicador que, al estar mediatizado por el respectivo comportamiento de la masa de utilidades, solo aporta una visión de la relación entre ambas variables. Naturalmente, ventas crecientes con utilidades decrecientes conllevarían, *ceteris paribus*, una reducción de la relación y, viceversa. De todas maneras, no deja de ser una aproximación a la significación agregada en términos de facturación de la incidencia del impuesto a las ganancias.

²⁴ Por ejemplo, en el caso de Telecom Argentina se eleva a más de 1.200 millones de pesos. Información provista por Económica.

Cuadro Nº 9. Argentina. Evolución y relación del monto pagado del impuesto a las ganancias, las ganancias brutas* de las corporaciones del panel pertenecientes a la cúpula empresaria, 1998-2009

(millones de pesos corrientes y porcentajes)

	Imp. gan. cúpula (a)	Ventas cúpula (b)	Ganancia bruta (c)*	%	
				a / b	a / c
1998	1.160,0	28.669,5	8.592,7	4,0	13,5
1999	1.200,8	28.548,0	8.648,5	4,2	13,9
2000	1.616,5	31.188,2	10.246,3	5,2	15,8
2001	1.416,3	30.183,5	9.401,5	4,7	15,1
2002	-453,9	64.076,4	21.948,5	-0,7	-2,1
2003	4.241,4	65.236,2	23.137,6	6,5	18,3
2004	5.130,1	75.436,8	28.246,4	6,8	18,2
2005	6.885,3	97.352,7	33.579,8	7,1	20,5
2006	8.064,5	113.935,8	35.912,4	7,1	22,5
2007	8.573,6	140.185,5	39.217,8	6,1	21,9
2008	9.442,4	171.062,5	41.260,9	5,5	22,9
2009	7.844,1	159.301,4	37.563,1	4,9	20,9

* EBITBA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization)

Fuente: Área de Economía y Tecnología de la FLACSO en base a información de Económica y de la AFIP

En ese marco, y reconocida la relativamente escasa relevancia económica del indicador de referencia, durante los últimos años de la convertibilidad tal relación osciló en torno al 4%/5% y, en la posconvertibilidad (excepción hecha, obviamente, del crítico año 2002) se ubicó en torno al 6%/7%, con excepción de los últimos años donde el relativo estancamiento (y caída después) de las ventas reales se conjuga con un similar, aunque más intenso, comportamiento de las utilidades. Y, de allí, la contracción en los niveles de este indicador durante el último trienio.

Es en este último plano, más precisamente el de las ganancias brutas (o el excedente bruto de explotación) y su relación con el impuesto a las ganancias tributado, donde mejor se ve reflejada la presión fiscal que emana de dicho tributo. En ese sentido, antes de reflexionar en torno a sus avatares a lo largo del período bajo análisis cabe resaltar que el pico extremo de gravitación de tal gravamen se registra en el año 2008 (vale señalar que, tanto en términos de masa de utilidades netas como de tasa de ganancia sobre ventas, los máximos niveles se registraron en 2005; siempre en el panel de corporaciones que cotizan en la bolsa de valores e integraban la cúpula empresaria en 2008), donde los montos tributados representaron el 22,9% de las utilidades brutas. Atento a la máxima alícuota contemplada en el impuesto a las ganancias (35%) y a las extraordinarias tasas de beneficio que expresan los estados contables agregados de tales compañías en la posconvertibilidad, el monto de impuesto pagado por las mismas no alcanza a representar las dos terceras partes de ese nivel máximo de tributación contemplado en la normativa vigente. Al margen de toda consideración sobre los posibles manejos contables tendientes a minimizar el pago del tributo, no deja de ser una proporción relativamente reducida de las ganancias brutas que, incluso, involucra a todos aquellos años de la posconvertibilidad en los que este subconjunto de grandes corporaciones internalizaron ingentes masas (y tasas) de beneficios.

Por el contrario, en los últimos años críticos de vigencia del régimen de conversión fija con el dólar estadounidense, en los cuales muchas de las más importantes firmas del panel registraron pérdidas contables, la relación entre los montos tributados en concepto de impuesto a las ganancias y los respectivos excedentes brutos agregados se ubica, en general, en niveles que fluctúan en torno a 13%/16%.

Por último, para completar esta visión estilizada de la relación existente entre los montos tributados por esas grandes firmas y las respectivas utilidades brutas, en el Cuadro N° 10 se incorporan los registros resultantes según principal sector de actividad en el que aquellas operan.

Cuadro N° 10. Argentina. Evolución y relación del monto pagado del impuesto a las ganancias y las ganancias brutas de las empresas del panel pertenecientes a la cúpula empresaria, según sector de actividad, 1998-2009
(porcentajes)

	Industria	Petróleo y minería	Elec. Gas y agua	Otros(1)	Total
1998	10,8	10,3	20,1	13,8	13,5
1999	9,0	15,9	19,2	10,3	13,9
2000	11,1	21,5	16,9	8,6	15,8
2001	12,5	19,6	16,0	8,6	15,1
2002	13,7	4,3	-13,8	-38,5	-2,1
2003	18,6	26,4	0,3	1,4	18,3
2004	26,2	20,5	6,2	1,3	18,2
2005	27,5	24,6	1,8	-4,8	20,5
2006	29,9	23,5	6,3	4,5	22,5
2007	25,0	24,0	16,9	9,7	21,9
2008	28,1	21,1	14,8	14,8	22,9
2009	21,0	22,2	16,2	19,9	20,9

(1) Incluye servicios, comercio, construcción y otros.

Fuente: Área de Economía y Tecnología de la FLACSO en base a información de Economática

Con la excepción de los dos primeros años de la serie donde son las empresas prestadoras de los servicios de electricidad, gas y agua las que revelan las mayores alícuotas medias de impuesto a las ganancias en relación con sus respectivos beneficios brutos, en los restantes años tal papel lo asumen las petroleras (2000, 2001, 2003 y 2009) y las industriales (en los restantes). En el primer caso, y en la propia lógica de comportamiento dominante en buena parte de los años noventa, donde el contexto operativo de privilegio le otorgaba a las empresas privatizadas un más que favorable escenario para la obtención de ganancias extraordinarias, la tasa de ganancias brutas sobre ventas de las empresas de electricidad gas y agua superó, en el bienio 1998-1999, el 33%²⁵.

Si bien, como se señaló, el tratamiento impositivo y contable de cada empresa individualmente considerada contempla la posibilidad de formas no homogéneas de delimitación del monto imponible frente al impuesto a las ganancias en los distintos años, existe una cierta relación (no unívoca) entre la respectiva más de beneficios y el consiguiente tributo. De allí que, por ejemplo, en los años en los que la mayor tasa de imposición respecto a las ganancias brutas corresponde al sector petrolero (bienio

²⁵ Información elaborada a partir de Economática.

2000-2001, 2003 y 2009), los excedentes brutos de las empresas involucradas se ubiquen entre el 40% y el 47%²⁶; de las más altas del subconjunto de grandes corporaciones incluidas en el análisis.

También, aunque no siempre respondiendo a esta última condición, las relación entre los impuestos a las ganancias tributados por las empresas industriales en gran parte de los años de la posconvertibilidad (incluyendo, en este caso, al crítico 2002, donde la tasa de ganancias bruta de las empresas fabriles supera el 20%), tienen su correlato en rentabilidades brutas que se ubican entre el 25% y casi el 28% anual.

En suma, en primer lugar, el papel de las empresas bajo análisis es muy relevante en términos de la recaudación del impuesto a las ganancias; en segundo término, la incidencia de dicho tributo en los excedentes brutos de las mismas se ubica en puntos muy distantes de la máxima alícuota de tal gravamen y, en tercer término, con sus matices, parecería existir un cierto grado de correspondencia entre la *performance* sectorial de esas firmas y su respectiva contribución relativa en materia de impuesto a las ganancias.

6. Algunas reflexiones

Resulta conveniente recapitular el propósito planteado al inicio de este informe, de modo que las reflexiones finales se refieran a las cuestiones específicas del estudio de la inversión en el período 1998-2009 a partir de la consideración de un núcleo seleccionado –y, trascendente en términos económicos– de grandes firmas y, complementariamente, abordar un tema de difícil resolución (secreto fiscal mediante) como es el que se vincula con la contribución de esas corporaciones a las arcas públicas en concepto de impuesto a las ganancias (más precisamente, en términos de las estadísticas de la AFIP, al rubro pagos directos y retenciones).

En relación con el comportamiento de los niveles de inversión bruta en las empresas de la muestra y que integran la cúpula, se observa una fuerte recuperación a partir de 2004, un año después que dicho fenómeno quedara de manifiesto en lo relativo al crecimiento sostenido e ininterrumpido, hasta 2008, del PBI agregado y del industrial, así como de una fenomenal recomposición de la tasa de ganancia. Esa rezagada reacción empresaria frente a la reactivación económica está íntimamente asociada a la posibilidad de responder a las crecientes demandas a partir de un mayor grado de utilización de la capacidad productiva (dados los altos márgenes acumulados en los recesivos años previos y a la propia estrategia de buena parte de los oligopolios que conforman el objeto bajo estudio). Es más, en el quinquenio 2003 a 2007, la ascendente masa de recursos orientada a la formación de capital se ubica siempre por debajo (único período en que se registra el fenómeno) de las no menos expansivas masas de utilidades netas o, en otras palabras, la recomposición de los beneficios empresarios permitió, con holgura, el autofinanciamiento de las consiguientes compras de bienes de uso.

²⁶ Nuevamente, la fuente es la información provista por Economática.

Asimismo, es dable resaltar que en esos años el aumento en los niveles de inversión de las empresas es mayor que el incremento de la tasa de inversión sobre ventas; es decir incrementaron más su facturación (y sus márgenes de rentabilidad) que su formación de capital.

Cabe aclarar, también, que la fase descendente del ciclo de la IBI privada se ve replicada en el ámbito de las empresas analizadas cuyo inicio se registra, en ambas, en 1998, revirtiéndose a partir de 2003 en el caso de la IBI privada, un año antes de que este fenómeno tuviera lugar en las empresas seleccionadas de la cúpula. La señalada capacidad ociosa (generación madurativa de barreras al ingreso en el caso de muchos de los oligopolios que conforman el panel de empresas bajo análisis) permitió postergar la canalización de recursos hacia la inversión en el marco de excepcionales y crecientes masas y tasas de ganancias sobre ventas.

Antes de incorporar una reflexión estilizada sobre el comportamiento de la inversión neta o la ampliación efectiva de la capacidad productiva, cabe referirse al último año bajo análisis donde, en el marco de condiciones externas desfavorables (crisis económica internacional) con sus repercusiones locales, decaen todas las variables bajo análisis (ventas, masas y tasas de ganancia, inversión bruta y neta).

Las referencias previas sobre la relativamente escasa (atento al contexto operativo en el que se enmarca) orientación de recursos a la inversión queda claramente reflejado en un fenómeno no común: en tres de los doce años bajo análisis (en el caso de las grandes empresas industriales son siete los años) la formación bruta no resultó suficiente como para compensar la depreciación del acervo de capital o, en otras palabras, la inversión neta resultó negativa. A la vez, en el plano agregado, en sólo cuatro años (2005 a 2008) se evidencia un cierto sesgo creciente en la formación neta de capital que, con algunos matices, también se reproduce en el ámbito fabril.

En suma, en los últimos años queda de manifiesto una relativa reticencia inversora de las grandes empresas en la Argentina, muy particularmente si se atiende a su inserción en contextos de reordenamiento macroeconómico y de franca recuperación de la economía.

En relación con el comportamiento sectorial de la variable bajo estudio, el sector petrolero y la industria han sido los que mostraron mayor dinamismo en el crecimiento de los niveles de inversión; claro que a precios constantes de 1998, sólo en el caso petrolero los registros de 2009 superan a los del primer año de la serie bajo análisis. También resulta notoria la disminución de la tasa de inversión sobre ventas observada en los servicios y en las empresas de electricidad, gas y agua (íntimamente asociadas al comportamiento de las prestadoras de servicios públicos privatizados y a la evolución de los respectivos procesos de renegociación de los contratos con el gobierno nacional).

En tanto, el análisis de las fracciones del capital que más –o menos– han contribuido a la inversión del panel se ve fuertemente mediatizado por las importantes transferencias de capital registradas en los últimos años y las consiguientes mutaciones en el tipo de empresa de parte, importante, de las corporaciones bajo

análisis. En tal sentido, todo indicaría que la diferenciación empresarial según sector de actividad tiene un poder explicativo muy superior del que emana de, aún en este acotado –pero de alta significación económica– número de grandes empresas según sea el tipo de propiedad del capital social de las mismas.

Por otra parte, vale señalar que, en términos generales, la dinámica de la inversión ha tendido a comportarse de manera procíclica, con un descenso que fue ligeramente más pronunciado que la recuperación ulterior (hasta 2008 y el inicio de la crisis económica internacional) a favor de, por un lado, el nuevo escenario macroeconómico interno e internacional y, por otro, los recursos provenientes de las altas tasas de rentabilidad obtenidas.

Atento al alto grado de concentración económica que se ve reflejado en el posicionamiento de las grandes corporaciones bajo análisis y a las, en buena parte del período bajo estudio, extraordinarias rentabilidades obtenidas por las mismas, no resulta sorprendente el importante peso relativo que tienen las mismas en la recaudación agregada del impuesto a las ganancias (llega a alcanzar a casi el 30%) y, también, que en los años de mayor incidencia de dicho tributo en las ganancias brutas de las empresas, los porcentuales implicados (a lo sumo 22,9%) lejos están de la máxima alícuota de dicho gravamen.

Por cierto, este estudio se realizó a partir del balance contable de las empresas seleccionadas: los ingresos operativos, la ganancia neta, la compra de bienes de uso y la inversión neta. Claramente, el universo de opciones para explotar a partir del estudio de la información contenida en los balances es bastante mayor, tanto en relación con la incorporación al análisis de nuevas variables de los estados contables, como con la posibilidad de “abrir” la información contenida en los anexos de los mismos.

Otra línea de investigación posible consiste en el estudio del fenómeno de la valorización financiera, pues, dado que se trata de empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Buenos Aires, resulta verosímil investigar la marcha de las actividades productivas en relación con el tipo y nivel de endeudamiento, así como atendiendo a las cotizaciones y posibles ganancias patrimoniales en operaciones de compra-venta de acciones.

En cuanto al análisis específico de la inversión, las ventajas de trabajar sobre los balances son significativas, pues es posible tener una satisfactoria aproximación al contenido de las inversiones a nivel microeconómico. Y en la medida en que se tipifica el sector y la forma de propiedad del capital (con sus posibles cambios interanuales), es factible efectuar el seguimiento de acuerdo a tales aperturas.

A modo de cierre, conviene señalar un aspecto que, indudablemente, condiciona la trayectoria de la economía en su conjunto. Si bien la inversión es, como se planteó al inicio, un factor central en el proceso de acumulación de capital, es preciso estudiar, además de la tasa y los niveles, su perfil y, particularmente, el contenido en materia tecnológica asociada a un tipo de estructura productiva. Si bien esta dimensión no formó parte de los objetivos del presente estudio, vale decir que a través del tipo de

inversión (complementando la información de balances con la que puede relevarse en, por ejemplo, revistas especializadas, proyectos de promoción aprobados, etc.) es posible visualizar los sesgos que subyacen en términos de especialización de la estructura productiva en formación, al menos en buena parte de los sectores más importantes y concentrados de la economía.

7. Algunas cuestiones metodológicas

La muestra de firmas que constituye el objeto de estudio del presente trabajo está conformada por 63 corporaciones que presentan sus balances a la Comisión Nacional de Valores (CNV). Sobre este conjunto se ha conformado un panel de datos para el estudio del período 1998-2009²⁷. Al respecto, cabe incorporar unas breves digresiones introductorias. En algunos casos, cuando ciertas grandes empresas de interés analítico dejaron de informar sus estados contables a la CNV –y de cotizar en la Bolsa de Valores de Buenos Aires (como, por ejemplo, Acindar en 2008)– en pocos años del período bajo análisis y se pudo acceder a los datos para los ejercicios contables faltantes, las firmas quedaron integradas a la base de información sobre la que se estructura el estudio.

Cabe, asimismo, aclarar que se tomaron en consideración los balances consolidados de todas las corporaciones, por lo que quedan incluidas las firmas sobre las que aquellas ejercen un control accionario mayoritario. En otras palabras, esas 63 empresas controlan un mayor número de compañías y presentan sus estados contables bajo la forma de grupos o conglomerados empresariales, por lo cual, en virtud de ello, la información contable incorporada a la base supone una superior cobertura relativa de la muestra que la que supondría la sola consideración de los balances individuales de las mismas²⁸.

De esa muestra “ampliada” de corporaciones se han delimitado dos subconjuntos. El primero de ellos, integrado por 41 empresas que formaban parte de la cúpula empresaria del país²⁹). A su vez, en el interior de este grupo se identificó un segundo subconjunto, conformado por todas aquellas compañías cuyo principal sector de actividad fuera la industria manufacturera (19 firmas). En todos los casos, siguiendo los criterios definidos en Área de Economía y Tecnología (2010)³⁰, se reconocen, adicionalmente, cinco tipos de empresas según sea la respectiva estructura del capital social (integrada, o no, en grupos económicos de capital nacional o foráneo, y resultante de la asociación de distintos tipos de capital).

²⁷ La información de los balances se extrajo de la base de datos Económica. En esta base se encuentra sistematizada la información de los balances de las empresas que cotizan, además de la Bolsa de Valores de Buenos Aires, en la mayor parte de las bolsas de Latinoamérica y Estados Unidos.

²⁸ Así, por ejemplo, Telecom Argentina S.A. incorpora en su balance consolidado a Núcleo, Micro Sistemas, Telecom Personal, Publicom, Telecom Argentina USA. No así, a sus vinculadas INTELSAT, Nahuelsat y Latin American Nautilus. En el sitio de Internet <http://www.bolsar.com/> se accede al detalle del conjunto de firmas controladas y vinculadas de cada una de las empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Buenos Aires.

²⁹ Se considera cúpula empresaria a las 200 empresas de mayor facturación en 2008, último año disponible en la Base de Datos de las mayores firmas del país elaborada en el ámbito del Área de Economía y Tecnología de la FLACSO, Sede Académica Argentina.

³⁰ Área de Economía y Tecnología de la FLACSO, Buenos Aires, 2010 (a).

A partir de estas breves aclaraciones acerca del objeto de estudio sobre el que se desarrollaron los análisis precedentes, a continuación se distinguen las variables seleccionadas al respecto, cuya finalidad consiste en identificar la *performance* (ventas y utilidades) de aquellas empresas para, fundamentalmente, evaluar su correlato en materia de inversión. En efecto, los datos de los estados contables que se tomaron en consideración para cada una de las empresas fueron los siguientes:

- **Ingresos operativos** o ingresos por ventas; que se asimila, como *proxy* al Valor Bruto de la Producción³¹.
- **Ganancia neta**: refleja la utilidad neta después de impuestos, depreciaciones y amortizaciones.
- **Compra de bienes de uso**: esta variable fue tomada como *proxy* de la inversión o formación de capital de las empresas.

Cabe destacar que, dadas las normas contables a las que está sujeta la presentación de los balances, todos estos ítems figuran de manera sistemática y homogénea en los estados contables de las empresas, de modo que resulta factible su agregación.

Asimismo, es pertinente señalar que las variables consideradas en esta base de datos y en este estudio (ventas, utilidades e inversiones) se consideraron en valores corrientes o constantes según el propósito analítico. En las oportunidades en que se utilizaron valores constantes (a precios de 1998) se deflactaron los valores nominales de las variables por el nivel general del índice de precios internos al por mayor elaborado por el INDEC.

Puesto que el eje analítico de este documento se centra en la inversión, es necesario precisar el criterio utilizado para considerar exclusivamente el rubro de balance “compra de bienes de uso” como *proxy* de tal variable. La razón fundamental consiste en que, luego de comparar la definición de inversión o “formación bruta de capital fijo” del Sistema de Cuentas Nacionales³² con la de “compras de bienes de uso” de acuerdo a las normas contables de las empresas³³, se encuentra que, si bien pueden existir ciertas diferencias en la estimación de una y otra, éstas no deberían resultar

³¹ Área de Economía y Tecnología de la FLACSO, Buenos Aires, 2010 (b).

³² El Sistema de Cuentas Nacionales de 1993 señala que “La formación bruta de capital fijo se mide por el valor total de las adquisiciones, menos las disposiciones, de activos fijos efectuadas por el productor durante el período contable, más ciertas adiciones al valor de los activos no producidos realizadas por la actividad productiva de las unidades institucionales. Los activos fijos son activos tangibles o intangibles que se obtienen como resultado de procesos de producción y que a su vez se utilizan repetida o continuamente en otros procesos de producción durante más de un año. Ver Comisión de las Comunidades Europeas-Euroestat, et. al, 1993. Cabe señalar que los activos intangibles a los que hacen referencia remiten básicamente a la exploración minera, programas de informática y originales para esparcimiento, literarios o artísticos.

³³ Por su parte, la definición contable –de acuerdo a las normas exigidas a las empresas– de los Bienes de Uso, es la siguiente: “Bienes tangibles destinados a ser utilizados en la actividad principal del ente, y no a la venta habitual, incluyendo a los que están en construcción, tránsito o montaje”. Ver Fowler Newton, 2004. Adicionalmente, cabe subrayar que estos bienes deben tener una vida útil estimada superior a un año.

significativas, pues ambas remiten a la incorporación de activos cuya duración excede el año y tienen como finalidad su utilización dentro del proceso de producción³⁴.

Cabe apuntar que, si bien en los balances analizados se registran tanto la “adquisición de bienes intangibles” como el “aumento de inversiones permanentes”, éstos dos componentes no han sido incluidos en el cálculo de la inversión de las empresas. En el primer caso, debido a que dentro de los bienes intangibles, además de patentes y marcas -ítems que resultarían pertinentes-, se incluyen otros como “llaves de negocio” o “fondos de comercio”, lo que sesgaría el cálculo de inversión. Adicionalmente, los valores de este rubro del balance no resultan significativos en comparación con la “compra de bienes de uso”.

Por su parte, el “aumento de inversiones permanentes” se corresponde con un “cambio de manos” de activos, por lo que, si bien son inversiones desde el punto de vista microeconómico o de la empresa, no incorporan nueva capacidad productiva en el plano agregado y, por lo tanto, no corresponde considerarlos como formación de capital, estrictamente.

Vinculado al proceso de acumulación de las empresas, vale decir que la información publicada en los balances permitiría también estimar la evolución del *stock* de capital. Si bien este análisis escapa a los objetivos del presente, esta estimación resultaría posible a través del seguimiento de las amortizaciones publicadas en el consiguiente rubro del balance³⁵.

³⁴ Una fuente potencial de diferencias entre un método de estimación y otro es el hecho de que entre las compras de bienes de uso de las empresas están incluidas las propiedades inmuebles usadas que, desde el punto de vista de las cuentas nacionales, no son computables como inversión. Las cuentas nacionales consideran en la formación bruta de capital las “compras netas”, esto es, aquello que representa una nueva incorporación de capital, dejando de lado las usadas. De todos modos, la importancia de esta fuente de diferencias puede alcanzar cierta significación sólo excepcionalmente.

³⁵ Lógicamente, esto resulta factible a instancias de supuestos vinculados a las tasas de amortización de los distintos bienes de uso, así como de las proporciones relativas entre edificios, maquinarias y otros bienes de uso. También se puede estudiar el nivel de endeudamiento –de corto o largo plazo, interno y externo– así como las utilidades retenidas, invertidas y distribuidas.

BIBLIOGRAFÍA

Área de Economía y Tecnología de la FLACSO: "Comportamiento y transformaciones en la elite empresaria según grandes variables de análisis (1991-2008). Continuidades y rupturas en la posconvertibilidad", Programa de Fortalecimiento Institucional de la Secretaría de Política Económica, Préstamo BID 1575/OC-AR, Componente 2, Producto 1C, Buenos Aires 2010 (a).

Área de Economía y Tecnología de la FLACSO: "Comportamiento y transformaciones en la elite empresaria según grandes variables de análisis (1991-2008). Continuidades y rupturas en la posconvertibilidad en el ámbito industrial", Programa de Fortalecimiento Institucional de la Secretaría de Política Económica, Préstamo BID 1575/OC-AR, Componente 2, Producto 1C, Buenos Aires 2010 (b).

Área de Economía y Tecnología de la FLACSO: "Promoción industrial y desarrollo de empresas nacionales. Algunos casos paradigmáticos; consolidación oligopólica o diversificación al amparo de incentivos públicos.", Programa de Fortalecimiento Institucional de la Secretaría de Política Económica, Préstamo BID 1575/OC-AR, Componente 2, Producto 5A, Buenos Aires 2010 (c).

Azpiazu, Daniel: "Elite empresaria en la Argentina. Terciarización, centralización del capital, privatización y beneficios extraordinarios", FLACSO, Programa Argentina, Documentos e Informes de Investigación N° 209, y Documento de Trabajo N° 2 del Proyecto "Privatización y Regulación en la Economía Argentina", FLACSO-Argentina, Buenos Aires, 1996.

Azpiazu, Daniel y Basualdo, Eduardo (Coord.), Arceo, Nicolás y Wainer, Andrés: "Transformaciones estructurales de la economía argentina. Una aproximación a partir del panel de grandes empresas, 1991-2005", Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo, Buenos Aires, 2009.

Baran, Paul: "La economía política del crecimiento"; Fondo de Cultura Económica, México, 1959.

Basualdo, Eduardo: "Sistema político y régimen de acumulación en la Argentina", UNQui-FLACSO-IDEP, Buenos Aires, 2001.

Comisión de las Comunidades Europeas-Eurostat, FMI, OCDE, ONU y Banco Mundial: "Sistema de Cuentas Nacionales de 1993". Disponible en http://www.mecon.gov.ar/secpro/dir_cn/scn-93/sctasnac93.pdf, 1993.

Damill, Mario y Fanelli, José María: "Decisiones de cartera y transferencia de riqueza en un período de inestabilidad macroeconómica", IV Seminario Red Latinoamericana de Investigación en Macroeconomía, Buenos Aires, 23 y 24 de mayo de 1988.

Forcinito, Karina y Nahón, Cecilia: "La fábula de las privatizaciones: ¿Vicios privados, beneficios públicos? El caso de la Argentina (1990-2005)", Grupo de Trabajo en Economía, Observatorio Argentino, New School University, 2005

Fowler Newton, Enrique: "Contabilidad Básica"; Editorial La Ley, Buenos Aires, 2004

Kalecki, Michal: "Ensayos escogidos sobre dinámica de la economía capitalista 1933-1970", Fondo de Cultura Económica, México, 1977.

Nochteff, Hugo: "Los senderos perdidos del desarrollo. Elite económica y restricciones al desarrollo en la Argentina", Nochteff, Hugo y Azpiazu, Daniel: "El desarrollo ausente. Restricciones al desarrollo, neoconservadurismo y elite económica en la Argentina. Ensayos de Economía Política", Editorial Tesis/Norma, Buenos Aires, 1994.

Possas, Mario Luiz (1985): "Estruturas de mercado em oligopólio", Editora Hucitec, Sao Paulo, 1985.

Schorr, Martín: "Industria y nación. Poder económico, neoliberalismo y alternativas de reindustrialización en la Argentina contemporánea", Anexo N° 2, Edhasa, Buenos Aires, 2004.

Serfati, Claude: "El papel activo de los grupos predominantemente industriales en la financiarización de la economía", en Chesnais, Françoise: "La mundialización financiera. Génesis, costo y desafíos", Losada, Buenos Aires, 2001.

Sylos Labini, Paolo: "Oligopolio y progreso técnico", Oikos, Madrid, 1964.

Tavosnanska, Andrés: "Crisis, devaluación y después. Breve historia de la recomposición de las ganancias empresariales en la Post Convertibilidad", AEDA, Congreso Anual 2010, Buenos Aires, 2010.