40º aniversario
realidad económica

Revista de economía editada por el Instituto Argentino para el Desarrollo Económico (IADE) Aparece cada 45 días

Ilustración de Luis Seoane

Memorias de Horacio Giberti

AQUÍ ME PONGO A CONTAR

INSTITUTO ARGENTINO PARA EL DESARROLLO ECONÓMICO

Presidente honorario:
Salvador María Lozada

Presidente:
Sergio Carpenter Vallejos

Vicepresidente:
Alfredo T. García

Secretaria:
Lucía Vera
Prosecretaria:
Marisa Duarte

Tesorero:
Eduardo Kanevsky
Protesorero:
Ricardo Laurnagaray

Vocales Titulares:
Roberto Gómez
Alberto Rosenthal
Juan Carlos Amigo
Carlos Zaietz
Pedro Etchichury
Daniel Rascovschi
Horacio Rovelli
José María Cardo

Vocales Suplentes:
Ariel Slipak
Flora Losada
Teresa Herrera
Alberto Urthiague

Comisión revisora de cuentas:
Enrique Jardel
Gabriela Vítola

ISSN 0325-1926

realidad económica

Nº 257
1º de enero al
15 de febrero de 2011

Editor responsable:
Instituto Argentino para el Desarrollo Económico (IADE)

Director:
Juan Carlos Amigo

Comité Editorial:

Enrique O. Arceo
Eduardo Basualdo
Alfredo Eric Calcagno
Dina Foguelman
Roberto Gómez
Mabel Manzanal
Miguel Teubal

Registro Nacional de la Propiedad Intelectual Nº 133452

Los artículos pueden ser libremente reproducidos con sólo acreditar a Realidad Económica como fuente de origen, salvo indicación en contrario. La responsabilidad de los artículos firmados recae de manera exclusiva sobre sus autores y su contenido no refleja, necesariamente, el criterio de la dirección.

Pedido de suscripción
Nacional
Valor de la suscripción
8 números/1 año $250
Exterior
Precio del ejemplar (vía aérea) US$18
Suscripción anual (vía aérea) US$150

Impreso en Publimprent S.A., Cóndor 1785 - Cdad. de Buenos Aires. tel. 4918-2061/2

realidad económica
Revista de economía editada por el Instituto Argentino para el Desarrollo Económico (IADE) Hipólito Yrigoyen 1116 - 4º piso (C1086AAT) Ciudad Autónoma de Buenos Aires, Argentina. Teléfonos y Fax: (54 11) 4381-7380/9337 - correo electrónico: iade@iade.org.ar, realidadeconomica@iade.org.ar - http://www.iade.org.ar

Ilustración de tapa: Luis Seoane, Teatro Municipal General San Martín

Cúpula empresaria

Reinversión de utilidades y formación de capital en un grupo selecto de grandes firmas (1998-2009)*

Daniel Azpiazu **
*Pablo Daniel Manzanelli****

En los últimos años queda de manifiesto una marcada 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 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.

Al analizar el alto grado de concentración económica que se ve reflejado en el posicionamiento de las grandes corporaciones analizadas en este artículo y a las, en buena parte del período, extraordinarias rentabilidades obtenidas por las mismas, resulta casi sorprendente la escasa propensión inversora de estas empresas, atento a los propios estímulos de "mercado".

* Este trabajo se realizó en el marco del PICT-2008-0406; "La industria argentina en la posconvertibilidad: continuidades y rupturas en la dinámica y la estructura del sector" Agencia Nacional de Promoción Científica y Tecnológica.

** Investigador del Consejo Nacional de Investigaciones Científicas y Técnicas (CONICET) y del Área de Economía y Tecnología de la Facultad Latinoamericana de Ciencias Sociales (FLACSO)-Sede Académica Argentina.

***Becario de la Agencia Nacional de Promoción Científica y Tecnológica, en el Área de Economía y Tecnología de la Facultad Latinoamericana de Ciencias Sociales (FLACSO)-Sede Académica Argentina.

I. Presentación

Los distintos escenarios macroeconómicos que se sucedieron en los últimos años y que tuvieron como punto de inflexión, tras cuatro años de recesión económica (1999-2002), la devaluación de la moneda local y la consecuente alteración de los precios relativos de la economía, emergen como un período de sumo interés para el abordaje de una de las variables más relevantes para el desarrollo económico: la formación de capital. Más aún cuando la economía argentina de la posconvertibilidad experimentó un acelerado ciclo expansivo, con elevados márgenes de ganancia y una creciente utilización de la capacidad instalada. En efecto, se trata de una fase con potencialidades –por sus condiciones favorables– para la inversión reproductiva y, por ende, para el crecimiento de largo plazo de la economía.

En este marco, y con el objeto de aportar algunos elementos de juicio para tan crucial problemática, cobra especial relevancia avanzar sobre el análisis de la inversión de una selección de grandes firmas. A tal fin, el universo de estudio está conformado por todas aquellas empresas que cotizan en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires en el período 1998 a 2009 y que, al mismo tiempo, formaban parte de la cúpula empresaria[1] del país en 2008. De esa muestra (41 corporaciones) se identificaron, a su vez, dos subconjuntos: el de las grandes empresas industriales (19) y las no fabriles (22 firmas).

En cuanto al objeto de estudio, cabe remarcar que 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.

Al respecto, una posibilidad de dimensionar la significación económica real de la cúpula empresaria integrada por las 200 mayores firmas del país consiste en la confrontación de los montos agregados de sus ventas anuales con el respectivo Valor Bruto de la Producción (VBP) a precios corrientes[2]. Ello no haría más que reflejar, en última instancia, la evolución del grado de concentración global de la economía argentina durante el período 1993-

[1] Se trata de las 200 empresas de mayor facturación del país, de acuerdo con la información del Área de Economía y Tecnología de la FLACSO.

[2] INDEC, Dirección Nacional de Cuentas Nacionales.

2008[3] (en tanto lo permite la existencia de información homogénea para tal horizonte temporal).

Como se desprende del **cuadro Nº 1**, el VBP a precios corrientes de la economía argentina creció, entre 1993 y 2008, a una tasa media anual de 10,7%; porcentual que se contrae ligeramente si se considera el VBP del resto de las actividades económicas con exclusión (al igual que en la propia base de la información de las ventas de la cúpula) del sector agropecuario, caza, silvicultura, pesca e intermediación financiera[4]: 10,4% anual acumulativo. En ambos casos se trata de tasas anuales que se ubican en torno de las dos terceras partes del ritmo evidenciado por las ventas de la cúpula empresaria (14,8%). En ese sentido, estas últimas representan alrededor del 16%-20% del VBP total durante el quinquenio 1993-1997 (18% a 22%, en el caso del VBP "acotado", sin considerar los sectores agropecuario y financiero); porcentual que se ubica en torno del 22%-23% (o 24%-25%, respectivamente) en el cuatrienio 1998-2001 (despliegue de la fase terminal del régimen de convertibilidad); para estabilizarse en un estadio muy superior en la posconvertibilidad (2003-2008) donde las ventas de las 200 empresas más grandes del país representan alrededor del 28%-29% del VBP (o entre 31%-33% del VBP "acotado"), después de haber alcanzado sus respectivos picos extremos en el año de la salida del régimen de conversión fija (32,9% y 37,9%, respectivamente[5]).

[3] 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 la cúpula empresaria 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, a los fines analíticos, la adopción de tal supuesto no afecta los resultados agregados respecto a la trascendencia económica de la cúpula empresaria 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 de 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 con las variaciones interanuales de *stock*s resulta marginal o insignificante en términos generales al cabo de una década y media.

[4] Al igual que en el caso de la Encuesta Nacional a Grandes Empresas (ENGE) que releva anualmente el INDEC, quedan excluidas las grandes firmas agropecuarias y financieras de la cúpula empresaria en la Base de Datos del Área de Economía y Tecnología de la FLACSO.

Cuadro Nº 1. Argentina. Presencia de las ventas de la cúpula empresaria en el valor bruto de la producción, según grandes agregados, 1993-2008 (millones de pesos corrientes y porcentajes)

Año	Ventas de la Cúpula (I)	VBP (II)	Relación (I) / (II)	VBP (1) (III)	Relación (I) / (III)
1993	62.309,4	379.961,2	16,4	348.099,6	17,9
1994	73.571,7	413.032,1	17,8	378.668,3	19,4
1995	79.946,0	415.758,5	19,2	378.864,2	21,1
1996	84.929,0	439.400,8	19,3	399.529,8	21,3
1997	95.530,5	472.646,0	20,2	432.040,4	22,1
1998	103.366,5	479.977,5	21,5	437.647,4	23,6
1999	100.358,8	451.040,9	22,3	412.556,2	24,3
2000	103.678,1	452.368,9	22,9	413.169,7	25,1
2001	97.599,6	428.565,1	22,8	388.329,0	25,1
2002	183.388,2	557.242,6	32,9	483.970,4	37,9
2003	190.902,3	667.264,8	28,6	588.911,4	32,4
2004	222.558,8	787.946,5	28,2	697.468,8	31,9
2005	262.361,9	930.665,8	28,2	830.752,1	31,6
2006	324.531,4	1.127.849,1	28,8	1.012.130,6	32,1
2007	403.813,9	1.386.738,9	29,1	1.233.296,2	32,7
2008	491.713,8	1.737.471,8	28,3	1.539.750,1	31,9

1 Excluye Agricultura, ganadería, caza y silvicultura; pesca e intermediación financiera.

Fuente: elaboración propia sobre la base de la información del Área de Economía y Tecnología de la FLACSO e INDEC

Así, resulta irrefutable que, en primer lugar, la participación de las 200 empresas más grandes del país en la generación de riquezas es por demás significativa y, en segundo término, que la misma ha sido creciente, con un abrupto incremento en el crítico año 2002, para luego morigerarse y estabilizarse en un estadio inferior al de dicho año, pero muy por encima del predominante durante la vigencia de la convertibilidad[6].

En síntesis, mientras en 1993 la facturación de las 200 mayores empresas del país representaban

[5] La implosión del esquema convertible (inicios de 2002) fue, como era de esperar, traumática y profundamente regresiva. Los bruscos e intensos cambios en la estructura de precios relativos de la economía, incluyendo sobre todo al tipo de cambio y los ingresos de los asalariados, devinieron en una profunda crisis económica (caída superior al 10% en el PIB total y en el correspondiente a la industria), convulsionados reacomodamientos en los senderos de los diferentes sectores de actividad, y una pronunciada retracción de los salarios reales (superior al 30%).

[6] Al decir de Kalecki, 1995, pp. 18-19: "En consecuencia, el grado de monopolio tiende a elevarse durante la depresión de la actividad económica general, y a volver a disminuir durante el período de auge".

Cuadro Nº 2. Argentina. Cobertura y representatividad de las empresas seleccionadas de mayor facturación del país, 2008 (millones de pesos corrientes y porcentajes)

	Ventas		Utilidades	
	mill. $	%	mill. $	%
Cúpula empresaria	171.062	30,6	16.493	25,8
ENGE TOTAL	559.576	100,0	63.942	100,0
Cúpula emp. industriales	87.664	24,4	10.442	26,9
ENGE INDUSTRIA*	359.012	100,0	38.800	100,0
Cúpula emp. no industriales	83.399	41,6	6.051	24,1
ENGE NO INDUSTRIA**	200.564	100,0	25.142	100,0

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

** Corresponde a las 198 empresas no industriales que forman parte de las 500 empresas más grandes del país en 2008.

Fuente: Área de Economía y Tecnología de la FLACSO sobre la base de información de Economática y de la ENGE-INDEC

el 16,4% del VBP (y el 17,9% del VBP "acotado"), quince años después tal concentración de la producción se incrementó en alrededor de 12 puntos porcentuales (14, en el "acotado"), al tiempo que persisten los sesgos concentradores subyacentes en los años noventa pero en un nuevo nivel (muy superior) después de los profundos reacomodamientos que trajo aparejada la salida del régimen de convertibilidad.

Como se señaló, el objeto de estudio de este ensayo constituye un subuniverso de este núcleo central de la economía argentina, conformado por aquellas corporaciones que cotizan sus acciones en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires y formaban parte de la cúpula empresaria en 2008. En tanto se trata de una muestra integrada por 41 grandes firmas que son parte constitutiva de las 200 mayores empresas del país en el año 2008 (y de los subconjuntos de las 19 industriales y las 22 no fabriles), resulta pertinente indagar en torno de la representatividad de las compañías seleccionadas en términos de la facturación y las utilidades de las 500 grandes empresas relevadas, anualmente, por la Encuesta Nacional a Grandes Empresas (ENGE) del INDEC (**cuadro Nº 2**).

Como se desprende de tales evidencias empíricas, la participación de las empresas del panel

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[7]. Por su parte, de circunscribir la ponderación al ámbito industrial, las 19 grandes firmas manufactureras que integran el panel explican alrededor de 24%/27% de los respectivos registros correspondientes a las 302 compañías industriales captadas por la ENGE en 2008. Finalmente, el peso relativo de las 22 grandes compañías no industriales del panel en las 198 firmas similares que relevó la ENGE en 2008, alcanza el 41,6% en términos de facturación y el 24,1% sobre las utilidades.

Dicho esto, en las páginas siguientes se persigue un doble propósito. Por un lado, efectuar una aproximación a la evolución de la inversión en los subconjuntos de empresas (industriales y no fabriles) en el período 1998-2009[8] y, por otro, utilizar analíticamente la información proporcionada por los balances, lo que representa un avance en materia de estudios de la inversión, en tanto la mayor parte de los realizados sobre el tema remiten a la información publicada por las Cuentas Nacionales o la Encuesta Nacional a Grandes Empresas (ENGE). En ese sentido, al margen de unos pocos estudios que han procurado organizar los datos de balances para dar cuenta de fenómenos particulares de la economía argentina, en general esa valiosa información (particularmente, la referida a las grandes firmas) no ha sido mayormente utilizada para el análisis económico[9].

En ese marco, en la próxima sección, se pasa revista a los principales indicadores de *performan-*

[7] Cabe aclarar que se tomaron en consideración los balances consolidados de esas 41 corporaciones, por lo que quedan incluidas las firmas sobre las que aquellas ejercen un control accionario mayoritario. En otras palabras, las grandes empresas de la muestra controlan un mayor número de compañías y presentan sus estados contables bajo la forma de grupos o conglomerados empresariales, por lo cual la información contable bajo análisis supone una superior cobertura relativa que la que supondría la sola consideración de los balances individuales de las mismas. 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 Nautilius. 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. Ello permite contar con una mayor riqueza potencial de análisis.

[8] 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 (Economática) sobre la que se estructura parte fundamental de este trabajo.

[9] Damill y Fanelli, 1988; Coloma, 1993; Azpiazu, et. al., 2009; Tavosnanska, 2010.

ce (ventas y utilidades) de las empresas de la muestra y, esencialmente, se identifican las tendencias dominantes durante la vigencia de la convertibilidad y en la posconvertibilidad. Ello emerge como el escenario general en el que se inscribe el estudio de la evolución y la dinámica de la formación de capital de tales grandes corporaciones; tema que es abordado en la tercera sección. En la siguiente se contrasta y analiza el respectivo comportamiento de la inversión y de las rentabilidades empresarias. La problemática de la reinversión de las utilidades es objeto de análisis en la quinta sección. Por último, se extraen una serie de inferencias y reflexiones en torno de los patrones de desempeño de las grandes corporaciones en materia de formación de capital en lo que cabría caracterizar como un fenómeno de reticencia inversora, aun en contextos de franca y sostenida expansión de la economía y la industria argentinas.

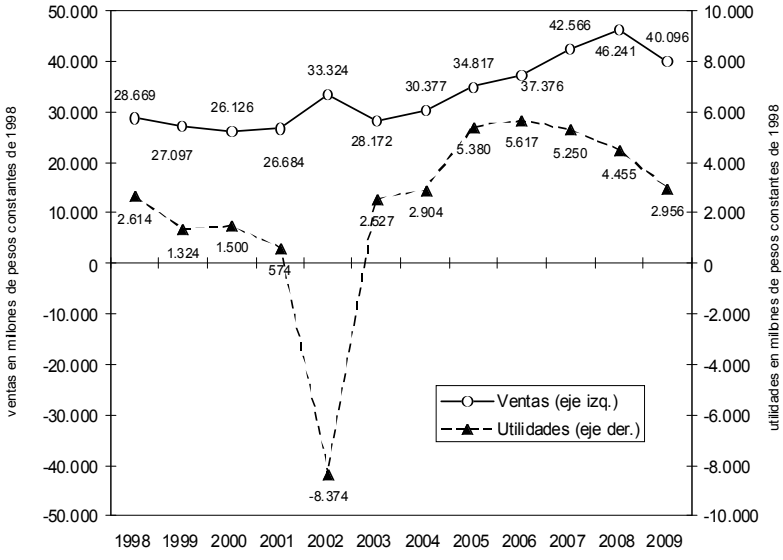
II. *Performance* de las corporaciones de la muestra: ventas y utilidades

Con el fin de interpretar en forma acabada el comportamiento de la inversión a través del selecto grupo de grandes empresas que constituye el objeto de estudio del presente ensayo, se deben considerar, también, otras dimensiones de análisis que contextualizan el desempeño de esas corporaciones; más precisamente las que se vinculan con sus ventas y utilidades durante el período 1998-2009.

En términos agregados y consideradas a precios constantes de 1998[10], las ventas de las 41 empresas del panel denotan un leve sesgo decreciente en los últimos años de vigencia de la convertibilidad (1998-2001). Más allá de la recuperación de la facturación global en 2002 –enmarcada en convulsionados reacomodamientos 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 (46.241 millones de pesos de 1998), y luego decaer 13,3% en 2009, en el marco del estancamiento de la economía local, estrechamente asociado a la crisis económica internacional que,

[10] La transformación de precios corrientes a constantes se realizó a través de la utilización de diversos precios sectoriales: el índice de precios mayoristas (IPM) general, el IPM de los productos manufacturados, el IPM de la energía eléctrica, el IPM de petróleo crudo y gas natural y el índice de costo de la construcción (ICC). En virtud de ello, el resultado global es el ponderado de la aplicación de los distintos deflactores de precios.

Gráfico Nº 1. Argentina. Evolución de las ventas y las utilidades de las 41 corporaciones del panel, 1998-2009 (millones de pesos constantes de 1998)



Fuente: elaboración propia sobre información de Economática

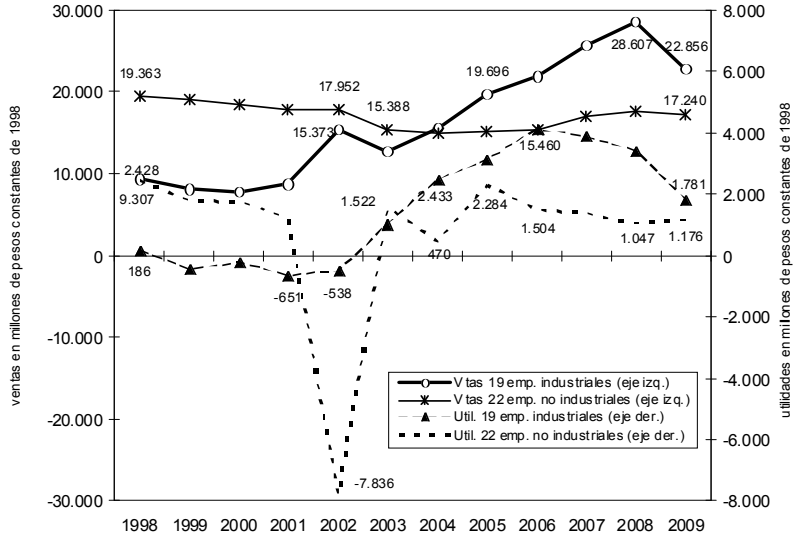
igualmente, no la afectó sobremanera en el plano agregado (**gráfico Nº 1**).

De resultas de tales comportamientos, si bien la tasa de crecimiento anual acumulativa de las ventas ha sido del 3,1% entre 1998 y 2009, ha presentado marcadas diferencias entre los distintos regímenes económicos: -2,4% entre 1998 y 2001 (convertibilidad) y 2,7% entre 2002 y 2009 (posconvertibilidad). A su vez, si se acota el análisis al período de mayor crecimiento de la posconvertibilidad (2003-2008) se advierte una acelerada expansión de las ventas agregadas (10,4% anual acumulativo).

Por su parte, el comportamiento de la ganancia neta[11] remite a bajas y decrecientes masas de utilidades en el período recesivo de la Convertibilidad (entre 1998 y 2001 descienden en 78,0%), alcanzando su valor extremo en 2002, donde las pérdidas contables ascienden a más de 8 mil millones de pesos de 1998. Posteriormente, la recuperación que experimenta la economía argentina desde 2003 derivó en elevadas y crecientes rentabilidades agregadas (hasta 2005 la variación alcanzó al 112,9% respecto de 2003), para luego decaer ligeramente en 2007 (-6,5% respecto al año anterior), y con

[11] Utilidades después de impuestos, intereses, depreciaciones y amortizaciones.

Gráfico Nº 2. Argentina. Evolución de las ventas y las utilidades de las 19 firmas industriales y de las 22 no industriales del panel que integran la cúpula empresaria, 1998-2009 (millones de pesos constantes de 1998)



Fuente: elaboración propia sobre información de Economática

mayor intensidad en el último bienio (en 2009 la masa de utilidades cayó un 43,7% respecto de 2007). No obstante, cabe resaltar que aun en este último año –en el marco de la recesión mundial y sus impactos locales– las ganancias fueron más altas que en el mejor año (1998) previo a 2002 y que, a su vez, los registros del último cuatrienio (2006-2009) se encuentran muy por encima de los correspondientes a los últimos años de la vigencia del régimen de conversión fija con el dólar estadounidense (1998-2001).

De diferenciarse los dos subconjuntos (industriales y no fabriles) de corporaciones que conforman la muestra, las 19 grandes compañías que integran el primero de esos subgrupos revelan, durante la fase final de la convertibilidad, un comportamiento asimilable al del panel en su conjunto. Paradójicamente en el año de la crisis final de dicho régimen como, muy particularmente, en el crítico 2002 -de salida devaluatoria-, la facturación de las mismas revela un crecimiento asentado sobre el comportamiento de algunas grandes firmas fabriles que pudieron eludir la contracción del mercado interno a partir de incrementos sustantivos en los respectivos coeficientes de exportación. Se trata de, entre otras, empresas tales como Siderar, Molinos Río de la Plata, Arcor, Acindar,

Ledesma, Aluar. Luego de una ligera retracción 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.

Cabe señalar que, durante la posconvertibilidad, el ritmo de crecimiento de las ventas de las 19 grandes empresas fabriles es considerablemente más acelerado que el de las 41 firmas del panel. Tanto es así que la tasa anual acumulativa de tales firmas evidenció un crecimiento de 10,2% entre 2003 y 2009 y, si se acota al período de mayor crecimiento industrial (2003-2008), esa buena *performance* de las empresas industriales se ve reflejada en la consiguiente tasa de crecimiento: 17,5%. Es decir: 4,1 y 7,1 puntos porcentuales más que la tasa anual acumulativa de las 41 empresas del panel en los respectivos períodos considerados.

Este acelerado crecimiento de las empresas industriales en la posconvertibilidad contrasta con el de las firmas no industriales, a punto tal que a partir de 2004 la facturación agregada en las compañías manufactureras es por primeras vez, y durante todos los años posteriores, superior a la de las 22 no fabriles. Estas últimas experimentaron una tendencia levemente decreciente de sus ventas entre 1998 y 2005, para luego ascender (también ligeramente, a favor del desempeño de, entre otras, Telecom, Telefónica de Argentina, Endesa y Central Puerto) en los años siguientes, pero nunca alcanzando los resultados de las grandes empresas industriales.

Este distinto efecto del régimen posconvertible, es la resultante del reordenamiento de los precios relativos de la economía y de la redefinición –virtual congelamiento de las tarifas– de las ventas y, en particular, de la rentabilidad en los servicios públicos privatizados. En efecto, como puede observarse en el **gráfico Nº 2**, si bien, en términos reales, la masa de ganancias de las 22 empresas no industriales fue más elevada que la de las 19 industriales durante la fase final del régimen convertible, desde 2003 –tras el derrape de la rentabilidad de las firmas no industriales en 2002– la masa de utilidades netas de las industriales fue sistemáticamente superior a la que registran las firmas que no se desempeñan en el ámbito fabril.

No obstante, cabe señalar también que en el bienio 2007-2008 decrecen las ganancias de ambos subgrupos del panel, y, en 2009, producto –entre otras cosas– de los coletazos de la crisis mundial, las firmas fabriles registran una caída acentuada de sus utilidades, en el marco de una ligera recomposición de la rentabilidad de las empresas no industriales del panel (particularmente, las grandes telefónicas).

III. Evolución y dinámica de la formación de capital

Aun cuando, en la generalidad de los casos, el proceso de inversión microeconómico (formulación, maduración, financiamiento y puesta en marcha) está condicionado por múltiples factores, los cambiantes escenarios macro y mesoeconómicos que han tenido lugar en las últimas décadas generaron, indudablemente, efectos diversos sobre la dinámica y las características que adquiere la formación de capital.

Desde los aportes teóricos de Keynes se han enfatizado los componentes de incertidumbre que atraviesa a todo proceso de adquisición y puesta en funcionamiento de activos fijos, así como los aspectos vinculados a la "irreversibilidad de la inversión". Diversos estudios muestran, a su vez, que la "preferencia por la liquidez" también ha operado como factor clave para la financiarización de la gestión empresaria, incluso por parte de firmas o grupos económicos con una clara impronta productiva, esto es, un corrimiento del eje de lo productivo hacia lo financiero como principal fuente de ganancias microeconómicas[12].

Al respecto, las características que asumió la valorización del capital durante largos años manifiestan racionalidades que, evidentemente, se superponen y muchas veces dejan de lado la búsqueda de ganancias a partir de la ampliación de la capacidad productiva y/o mediante el desarrollo de competencias tecnológicas[13]. Por otra parte, cabe apuntar que, en la medida en que las condiciones de inestabilidad 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 masa o tasa de beneficios, tales como marcos normativos preferenciales o rentas institucionales (regímenes de promoción regional, industrial, petrolero, minero, etc.); protección arancelaria e incluso restricción y virtual prohibición de las importaciones competitivas; despliegue de actividades con ventajas comparativas para la producción de bienes primarios, entre otros.

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

[12] Véase Basualdo, 2001. También, para el caso francés, Serfati, 2001.

[13] 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.

mercados sobre el volumen de la inversión, es decir, que tales empresas monopolísticas y/u oligopolísticas[14], las que se apropian de la mayor parte de las utilidades, pueden no encontrar lucrativo invertirlas 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 bajas que las deseadas y/o las que le ofrecen su colocación en circuitos financieros.

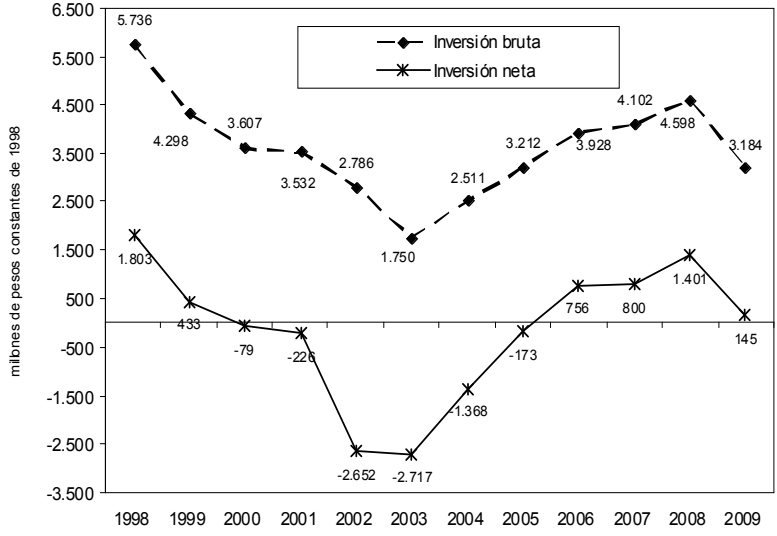
En este marco, un estudio sistemático de la inversión de las empresas representa un aporte significativo, pues permite efectuar el seguimiento de la ampliación de capacidad instalada real, la cual, en última instancia, representa el soporte material del aparato productivo. Cobra entonces particular interés 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.

Una primera aproximación al tema la brinda la evolución de la inversión bruta y la neta de las grandes corporaciones del panel entre 1998 y 2009 (**gráfico Nº 3**). En el caso de la inversión bruta o (en términos contables) compra de bienes de uso se verifica una sostenida caída desde que se inició la crisis final del régimen de convertibilidad (1998) que se extiende hasta, incluso, el año 2003 (la recuperación de la actividad económica registrada desde mediados de 2002 pudo ser atendida con una mayor utilización de la capacidad instalada). Así, entre 1998 y 2003 se manifiesta una retracción de casi el 70% en los recursos orientados a la compra de bienes de uso. Recién a partir de 2004 se revierte este comportamiento hasta alcanzar en 2008 un nivel que, con excepción del primer año de la serie, es el máximo registro de todo el período bajo análisis. En 2009, en consonancia con los impactos locales de la crisis económica internacional, decae ligeramente la formación bruta de capital de las empresas de la muestra.

Por su parte, 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 30,7%, en términos de la inversión neta la caída se eleva a casi el 90%. 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 Nº 25.924[15], a varias de las corpora-

[14] Ver, entre otros, Baran, 1959 y Kalecki, 1995.
[15] Ver Azpiazu, 2008.

Gráfico Nº 3. Argentina. Evolución de la inversión bruta y neta de las corporaciones del panel que integran la cúpula empresaria, 1998-2009 (millones de pesos constantes de 1998)



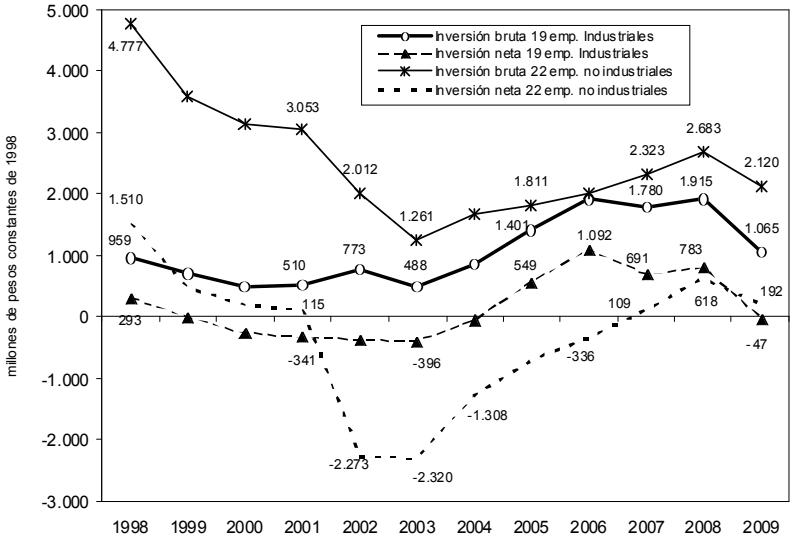
Fuente: elaboración propia sobre información de Economática

ciones de la muestra (como, entre otras, Aluar, Molinos Río de la Plata, Siderca, Siderar, Renault Argentina, Acindar); integrantes, todas ellas, de la cúpula empresaria.

De todas maneras y antes de indagar respecto a la presencia –o no– de disímiles patrones de comportamiento entre las industriales y las no fabriles, cabe resaltar un fenómeno particularmente significativo: en los dos últimos años de vigencia del régimen convertible, así como en el primer cuatrienio de la posconvertibilidad, la inversión neta es negativa o, en otras palabras, la formación bruta de capital resultó insuficiente para, tan siquiera, mantener el acervo de capital preexistente en las empresas de la muestra. Se trata, sin duda, de una atipicidad, muy particularmente si se considera que el fenómeno se extiende hasta el año 2005, cuando ya era más que evidente la reactivación de la economía argentina, la de su mercado interno y la de la demanda internacional (con crecientes niveles de precios) de los bienes en los que se concentran las exportaciones del país.

La diferenciación entre las grandes industriales y las no fabriles proporciona algunos elementos de juicio adicionales en torno de los respectivos senderos evolutivos de la inversión (acotados, por ahora, en cuanto se restringen al

Gráfico Nº 4. Argentina. Evolución de la inversión bruta y neta de las 19 firmas industriales y de las 22 no industriales del panel que integran la cúpula empresaria, 1998-2009 (millones de pesos constantes de 1998)



Fuente: elaboración propia sobre información de Economática

campo estricto de la formación de capital –bruta y neta–, independiente de sus relaciones con otras variables). Así, durante la vigencia del régimen convertible, la inversión bruta decae sostenidamente en ambos subconjuntos pero, si bien la de las no industriales (fundamentalmente, empresas prestadoras de servicios públicos y petroleras) es aún más pronunciada, se ubica entre 5 y 6,5 veces por encima de la realizada por las grandes firmas industriales. En la posconvertibilidad, como producto de una creciente –aunque con ciertas fluctuaciones interanuales– inversión por parte de las industriales, tal brecha se estrecha significativamente, a punto tal que en 2006, los recursos asignados a la formación de capital son casi similares en ambos subconjuntos de corporaciones (**gráfico Nº 4**). Hasta allí podría interpretarse que, en consonancia con las alteraciones en el escenario macroeconómico y con las consiguientes potencialidades de crecimiento de los distintos sectores de actividad, son las grandes firmas industriales las que revelan un mayor dinamismo relativo en cuanto a la formación bruta de capital en la posconvertibilidad.

Ritmos de depreciación del capital mediante (y del respectivo *stock* acumulado) y nuevas compras de bienes de uso, la evolución de la inversión neta resulta

relativamente consistente con esas diferencias de comportamiento entre el "antes" y el "después" de la crisis final del régimen convertible, según se trate de grandes firmas industriales o no. Así, en el caso de las primeras, la profundización del proceso de desindustrialización y de crisis sectorial en los finales del régimen de convertibilidad devino en la incapacidad de sostener el propio desgaste del acervo de capital (inversión neta negativa); fenómeno que se extiende hasta 2004, ya avanzado el proceso de reactivación fabril, donde los altos niveles de ociosidad de la capacidad productiva permitieron afrontar tal recuperación sectorial. Si bien se trata, en términos agregados (incluye al año 2009) de relativamente bajos montos, la expansión de la formación bruta de capital recién remite a una inversión neta positiva en el cuatrienio 2005 a 2008.

Distinta es la situación en el caso de las grandes corporaciones no fabriles donde asumen un papel protagónico las empresas resultantes del vasto proceso de privatización de los años noventa y la alteración radical de su contexto operativo en la posconvertiblidad. Es, precisamente, en esos largos primeros años desde la implosión del régimen de conversión fija y el inicio de un dilatado proceso de renegociación de los contratos, con el cuasi congelamiento tarifario, cuando las mismas registran una inversión neta negativa (en realidad, 2002 a 2006; con niveles por demás significativos en el primer trienio). Tal comportamiento se ve parcialmente interrumpido en el bienio 2007-2008, en el que se amplía el –disminuido, por el desgaste de ese lustro– *stock* de capital, para luego retornar a valores negativos en 2009.

De todas maneras, más allá de los matices que derivan de los distintos escenarios macroeconómicos y el correspondiente contexto operativo de las grandes empresas, según sectores de actividad, no deja de resultar sorprendente la presencia de un número importante (aunque no necesariamente contemporáneos) de ejemplos en los que la formación bruta de capital no alcanzó a compensar la depreciación del propio *stock* o, en otros términos, la no reposición del acervo de capital.

IV. Acumulación de capital y tasa de ganancia

Hasta aquí, en lo esencial, se ha descrito la evolución de las distintas variables (o rubros contables) de interés (ventas, utilidades, inversión bruta y neta) sin prestar mayor atención analítica a sus interrelaciones. Se trata, en esta sección, de abordar dicha temática, sin duda la de mayor riqueza interpretativa.

Al respecto, la sostenida caída de la inversión bruta entre 1998 y 2003, su posterior considerable recuperación hasta 2008 y la con-

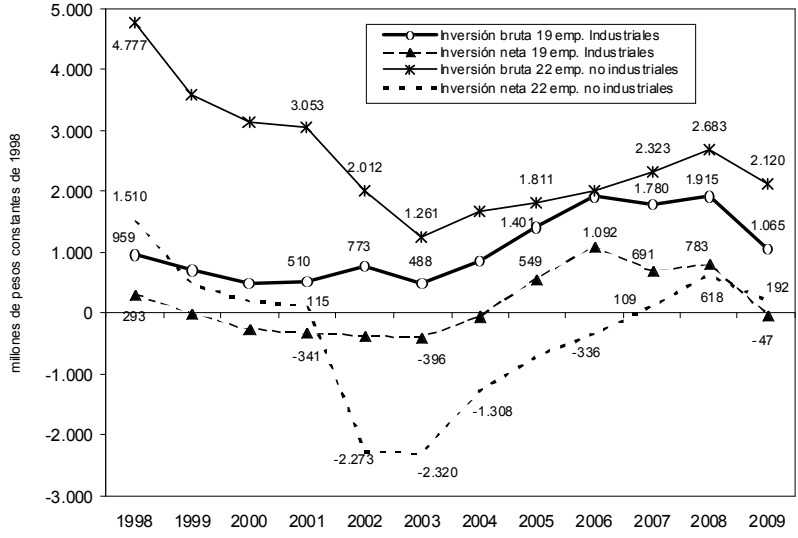
tracción en 2009, suponen un comportamiento relativamente asimilable de la tasa de inversión sobre ventas (decae de 20,0% a 7,6% entre 1998 y 2003, pasa a ubicarse en torno al 12% en el trienio 2006-2008, y se contrae a 9,3% en 2009). En ese sentido, queda de manifiesto la sensibilidad de esta variable ante las fluctuaciones en el régimen de acumulación o, más precisamente, del ciclo económico. El proceso de formación de capital se muestra como 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, por ejemplo–, las expectativas locales en un turbulento escenario internacional, las consiguiente posibilidades de potenciar las ventajas competitivas asociadas con 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 (**gráfico Nº 5**).

A juicio de Kalecki, las empresas llevan sus planes de inversión, en el corto plazo, "hasta el punto donde las mismas dejan de ser redituables ya sea a causa del reducido mercado de los productos de la empresa o del 'riesgo creciente' y la limitación del mercado de capital. En tal caso, se tomarán nuevas decisiones de invertir sólo si, en el período considerado, ocurren cambios en la situación económica que ensanchen los límites que aquellos factores han impuesto a los planes de inversión... [a saber:] a) acumulación bruta de capital por las empresas mediante parte de sus ganancias corrientes, es decir, sus ahorros brutos corrientes, y b) variaciones de las ganancias y del acervo de capital fijo que determinan conjuntamente variaciones de la tasa de ganancias".[16]

Sin embargo, de confrontarse los registros de la tasa de inversión con los correspondientes a la tasa de ganancia (neta) sobre ventas de las compañías de la muestra surgen algunas interesantes inferencias para el caso estudiado. En efecto, en el marco de la acelerada recuperación de la economía argentina, es en el quinquenio 2003 a 2007 donde, a diferencia de los años precedentes, la tasa de inversión bruta de las empresas de la muestra se ubica sistemáticamente por debajo de la respectiva tasa de utilidades netas anuales. Es decir, que las "inversiones redituables" y/o el "ahorro bruto de las empresas" y/o el

[16] Kalecki, 1995, pp. 97-98.

Gráfico Nº 5. Argentina. Evolución de la inversión bruta, de la tasa de inversión sobre ventas, de la tasas de ganancia (neta y bruta) sobre ventas de las corporaciones del panel que integran la cúpula empresaria, 1998-2009 (millones de pesos constantes de 1998 y porcentajes)



Fuente: elaboración propia sobre información de Economática

"aumento de las ganancias por unidad de tiempo", en una situación económica favorable (incluso con bajas tasas de interés), no indujeron un incremento proporcional de la tasa de decisiones de inversión.

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). En los años recientes, en el marco de la crisis económica internacional y los conflictos económicos y sociales locales –tema agropecuario, *lock-out* patronal, recomposición salarial–, 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[17], incidieron en el mismo sentido.

[17] Al respecto, cabe traer a colación las palabras del presidente de Techint (Paolo Rocca) en el cierre del 9º seminario Propymes (programa de cooperación entre las pequeñas

Al respecto, el crítico y atípico año 2002 (donde las corporaciones de la muestra registran considerables pérdidas netas), supone un punto de quiebre que, por ejemplo, estaría reflejando que a partir de allí y hasta 2007, estas grandes empresas contaron con la posibilidad cierta de autofinanciar 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.

Ese peculiar fenómeno (inversión bruta por debajo de la masa de utilidades netas durante el quinquenio de más acelerado ritmo de crecimiento de la economía argentina al cabo de casi tres décadas) está fuertemente influenciado por el patrón de comportamiento de las grandes corporaciones industriales, precisamente el sector que motorizó esa notable recuperación económica. Es más, en el caso de esas 19 firmas industriales tal relación emerge como una constante que se extiende hasta, incluso, el año 2009 (**cuadro Nº 3**). En otras palabras, es recién en 2004 cuando se hace evidente la recuperación de la inversión bruta 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 una convergencia de razones, tales como el relativo estancamiento local, la crisis económica internacional, la retracción en la masa de utilidades y, esencialmente, la actitud reticente (frente a la inversión de riesgo) del gran empresariado fabril[18].

No acontece lo propio en el ámbito de las grandes corporaciones no fabriles donde en sólo dos años (2003 y 2005) el alicaído (en relación a los registros de la convertibilidad) proceso de inversión bruta se ubica por debajo de las respectivas tasas de ganancias. En ese marco se conjugan dos fenómenos que, a la vez, se encuentran contextualizados por los demorados procesos de rene-

y medianas empresas clientes y proveedoras del Grupo Techint): "Falta inversión, lo que es sinónimo de que falta confianza… vemos que las empresas perciben oportunidades pero dudan en invertir… De poco sirve estimular la economía si no hay en simultáneo un estímulo a la inversión, que sirve para controlar la inflación" (cursiva de los autores). Ver edición de *Clarín* del 15/12/10.

[18] Vale resaltar, al respecto, 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 grandes corporaciones.

Cuadro Nº 3. Argentina. Evolución de la inversión bruta, de la tasa de inversión sobre ventas, de la tasas de ganancia neta sobre ventas de las 22 firmas no industriales y de las 19 industriales del panel que integran la cúpula empresaria, 1998-2009 (millones de pesos constantes de 1998 y porcentajes)

	22 firmas no industriales			19 firmas industriales		
	Inversión bruta / ventas	Ganancia neta / ventas	Compra de bienes de uso	Inversión bruta / ventas	Ganancia neta / ventas	Compra de bienes de uso
	(%)		(mill.$)	(%)		(mill.$)
1998	24,7	12,5	4.776,6	10,3	2,0	959,3
1999	18,8	9,4	3.595,6	8,8	-5,6	702,5
2000	17,0	10,7	3.123,8	6,3	-3,3	482,9
2001	17,9	7,3	3.053,0	5,5	-7,4	479,4
2002	12,0	-23,3	2.012,5	5,0	-3,5	773,1
2003	9,9	13,6	1.261,3	3,8	7,9	488,4
2004	12,7	10,7	1.650,9	5,6	15,7	859,8
2005	13,9	17,0	1.811,1	7,1	15,7	1.401,2
2006	16,0	12,0	2.020,3	8,7	18,8	1.907,7
2007	16,2	9,5	2.322,5	6,9	15,1	1.779,7
2008	17,0	7,3	2.683,1	6,7	11,9	1.914,9
2009	13,5	8,2	2.119,6	4,7	7,8	1.064,7

Fuente: elaboración propia sobre información de Economática

gociación con buena parte de las empresas (privatizadas) que integran el subconjunto. Por un lado, tasas de rentabilidad inferiores, en general, en la posconvertibildad, a las internalizadas por las industriales y, por otro, por la propia naturaleza de las actividades asociadas a infraestructura básica, con alta densidad de capital (Edenor, Edesur, Transener, Transportadora de Gas del Norte, entre otras), las tasas de inversión –con excepción de 2003– siempre superan el 12% de las ventas, aun en la posconvertibilidad en ese muy distinto escenario y contexto operativo en el que se desempeñan.

En suma, más allá de los matices que quedan de manifiesto entre los dos subconjuntos de grandes corporaciones (industriales y no fabriles) del panel, la visión que surge de los estados

contables de las mismas remite a una franca recuperación de los márgenes de rentabilidad en la posconvertibilidad, al tiempo que la formación de capital no parecería condecirse con lo que, en teoría, cabría esperar en un escenario de notable expansión de la economía, por lo menos en lo atinente a su intensidad relativa.

V. El talón de Aquiles de la posconvertibilidad: la reinversión de utilidades

Hasta aquí se han podido constatar ciertos fenómenos relativamente atípicos: elevados márgenes de rentabilidad en la posconvertibilidad que superan la relación compra de bienes de uso/ventas (como *"proxy"* de tasa de inversión); sostenida recuperación del mercado interno y de las colocaciones externas con, también, relativamente escaso impacto sobre la formación de capital (los altos niveles de ociosidad previos de la capacidad productiva permitieron postergar la formulación y maduración de nuevos proyectos de inversión); políticas de promoción o estímulo de la inversión que han terminado por resultar superfluas o redundantes en términos de los "dictados del mercado"[19]; entre otros.

Ello remite a un tema no menor. En la medida en que la relación entre las ganancias y las inversiones **netas** tiende a reflejar el ritmo de acumulación y reproducción real del capital, cabe reflexionar respecto a su evolución comparada, tanto para las 41 grandes corporaciones bajo análisis, como para los subconjuntos delimitados a partir de su inserción, o no, en la actividad industrial. Se trata, en otras palabras, de confrontar ese ritmo real de acumulación (inversión bruta menos depreciaciones del capital) con las consiguientes utilidades **netas** o, en otras palabras, mediaciones sobreentendidas, al papel de la reinversión de los beneficios en el ámbito de las grandes corporaciones, núcleo central de la concentración económica en la Argentina.

Si bien, en términos generales el comportamiento de la inversión neta acompañó, a grandes rasgos, como tendencia, el desempeño de la compra de bienes de uso, en el sexenio 2000 a 2005, las mismas no alcanzaron a compensar el desgaste de capital (en otras palabras, se registra una inversión neta negativa). Mientras en los finales de la convertibilidad ello no hace más que reflejar la respuesta empresaria a la crítica situación de la macroeconomía, la paulatina recuperación de la formación bruta del capital en la posconvertibilidad recién deviene en niveles positivos en términos de inversión neta en el año 2006, una vez agotadas las posibilidades de responder a la reactivación de la economía con un mayor grado de

[19] Azpiazu, op.cit.

utilización de la capacidad instalada. De allí en más queda de manifiesto un sesgo creciente hasta 2008 (con excepción de 1998, el mayor registro en el horizonte temporal bajo análisis) para luego decaer (como la mayor parte de las variables) en el último año de la serie (**gráfico Nº 6**).

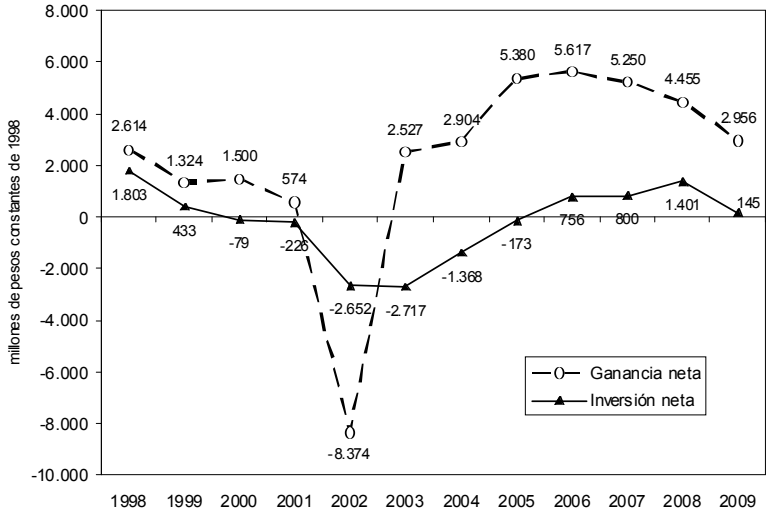
Por su parte, puede advertirse que el comportamiento de las utilidades netas guarda cierta correspondencia con el de la inversión neta. No obstante, con la única excepción del crítico 2002, la masa de ganancias siempre se ha mantenido muy por encima de la formación neta de capital, particularmente durante la posconvertibilidad, cuando los beneficios netos son –por demás– significativos[20].

En efecto, en el bienio 1998-1999 queda de manifiesto 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 sexenio contemporáneo a la crisis de dicho régimen y a la convulsionada salida del mismo y, recién, 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 respondería, 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, esté asociada con los beneficios promocionales (amortización acelerada) concedidos en el marco de la ley 25.924 a varias de las empresas del panel (las grandes industriales). De todas maneras, no puede dejar de remarcarse que, con excepción del crítico año 2002, siempre la inversión neta se ubica muy por debajo de las respectivas utilidades netas.

Como se señaló en la sección anterior, en el ámbito de las grandes corporaciones no industriales del panel tienen una presencia decisiva algunas prestatarias de servicios públicos privatizados como también las petroleras. En ambos casos, las indivisibilidades de la inversión y los propios requerimientos de mantenimiento de la infraestructura, en un caso, y de las actividades de exploración y explotación, en el segundo, remiten a ciertos niveles mínimos (importantes) de formación de capital, aun en un escenario,

[20] Al considerar los elevados márgenes de ganancia durante la posconvertibilidad y la escasa canalización de los mismos a la implementación de nuevos planes de inversión, resulta interesante una reciente reflexión de Paolo Rocca, presidente del Grupo Techint, en la 16a. Conferencia de la Unión Industrial Argentina: “Tenemos que poder contratar empleados tercerizados para desarrollar nuevos proyectos; los excesivos costos laborales sólo hacen que crezca el empleo en negro”. Ver edición de *Clarín* del 20/11/10.

Gráfico Nº 6. Argentina. Evolución de la inversión neta y la ganancia neta de las corporaciones del panel que integran la cúpula empresaria, 1998-2009 (millones de pesos constantes de 1998)

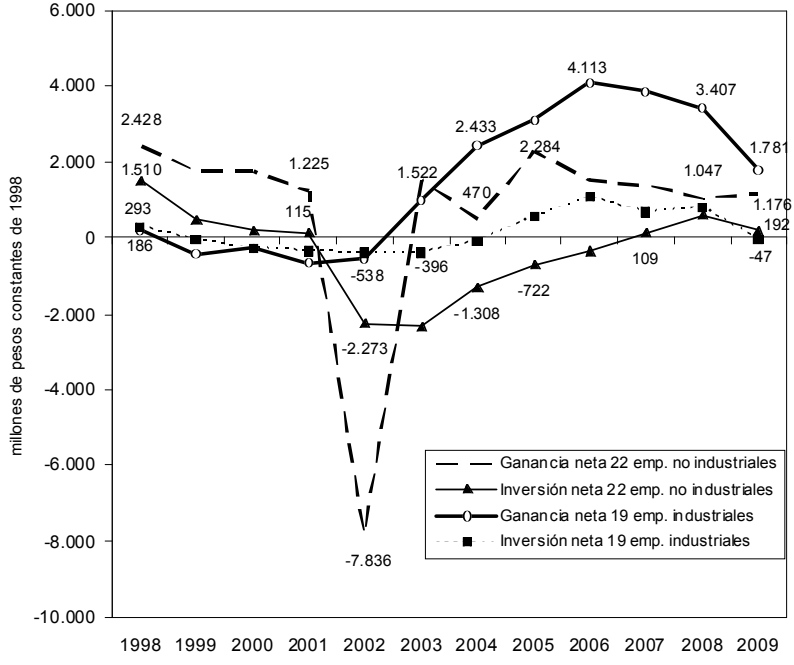


Fuente: elaboración propia sobre información de Economática

como el de las privatizadas, de pérdida de buena parte de los privilegios de los que gozaron en los años noventa. Si bien la inversión neta es decreciente en los últimos años de la vigencia del régimen convertible, y con una mayor intensidad relativa que la de idéntico comportamiento de las utilidades netas (**gráfico Nº 7**), recién se torna negativa a partir de la implosión de la convertibilidad (2002); fenómeno que se extiende –aminorándose a partir de 2004– hasta 2006. En suma, a pesar de las decrecientes (respecto de la convertibilidad) masas de beneficios netos, el proceso de desinversión o de caída del acervo de capital se restringe a un quinquenio en tanto, la posterior recuperación de la formación neta de capital se extiende hasta el último año de la serie con, incluso, una tasa de reinversión de utilidades que alcanza al 59% en 2008.

Por último, el comportamiento de la inversión neta de las firmas industriales del panel denota, en términos generales, una muy 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

Gráfico Nº 7. Argentina. Evolución de la inversión neta y la ganancia neta de las de las 22 firmas no industriales y de las 19 industriales del panel que integran la cúpula empresaria, 1998-2009 (millones de pesos constantes de 1998)



Fuente: elaboración propia sobre información de Economática

cuatrienio 2005 a 2008 registra valores positivos, con un registro máximo en 2006, precisamente aquel en que se internalizaron las mayores masas de utilidades netas (4.113 millones de pesos de 1998). Si bien, como se comentó, la crisis internacional desencadenada en el segundo semestre de 2008, tuvo 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 cuando, 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 de todo el período bajo análisis. Al respecto, como hipóte-

sis 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 inversión[21]. 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 26,6% de las respectivas ganancias.

VI. Reflexiones finales

Resulta conveniente recapitular el propósito planteado al inicio de este ensayo: el 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 que, además de ser parte constitutiva de la elite empresaria del país, cotizan sus acciones en la Bolsa de Valores de Buenos Aires.

En relación con el comportamiento de los niveles de inversión bruta en las corporaciones de la muestra (todas ellas integrantes de la cúpula empresaria del país), se observa una fuerte recuperación a partir de 2004, un año después de que dicho fenómeno quedara de manifiesto en lo relativo al crecimiento sostenido e ininterrumpido, hasta 2008, del PIB 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 con la posibilidad de responder a las crecientes demandas (internas y externas) 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, financiar las consiguientes compras de bienes de uso. 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

[21] Ver, entre otros, Sylos Labini, 1964 y Possas, 1985,

sobre ventas; es decir incrementaron más su facturación (y sus márgenes de rentabilidad) que su formación de capital.

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 seis 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 marcada 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 (contando, incluso, muchas de ellas con beneficios fiscales de dudosa efectividad real en términos sociales).

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.

En fin, considerando el 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, extraordinarias rentabilidades obtenidas por las mismas, resulta casi sorprendente la escasa propensión inversora de estas empresas, atento a los propios estímulos de "mercado".

Bibliografía

Azpiazu, Daniel (2008), "¿Formación de capital de emprendedores o "promoción" de la concentración económica?"; en **Realidad Económica** Nº 238, Buenos Aires, agosto-septiembre.

Azpiazu, Daniel y Basualdo, Eduardo (Coor.) (2009), 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.

Baran, Paul (1959), *La economía política del crecimiento*; Fondo de Cultura Económica, México.

Damill, Mario y Fanelli, José María (1988), "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.

Kalecki, Michal (1955), *Teoría de la dinámica económica. Ensayos sobre los movimientos cíclicos y a largo plazo de la economía capitalista*, Fondo de Cultura Económica, México DF.

Nochteff, Hugo (1994), "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, neoconservadorismo y elite económica en la Argentina. Ensayos de Economía Política*, Editorial Tesis/Norma, Buenos Aires.

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

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

Sylos Labini, Paolo (1964), *Oligopolio y progreso técnico*, Oikos, Madrid.

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