

# Peculiaridades en el comportamiento de la formación de capital en las grandes empresas durante la posconvertibilidad<sup>1</sup>

Pablo Manzanelli<sup>2</sup>

## Introducción

De acuerdo a una amplia literatura académica, y a los propios dictados del “sentido común”, un escenario signado por la expansión de la demanda interna y externa, precios internacionales favorables, bajos costos laborales (en términos históricos e internacionales), escasa ociosidad de la capacidad instalada, bajas tasas de interés reales y, fundamentalmente, elevados márgenes de ganancia, constituye un interesante contexto operativo para las decisiones de inversión. Este es, precisamente, el cuadro de situación general en el que se inscribe este trabajo, que pretende analizar el comportamiento que asume una de las variables clave -por sus efectos potenciales- del desarrollo económico: la formación de capital.

Se trata, en tal sentido, de avanzar en el análisis de un fenómeno, sino paradójico, al menos peculiar: la tasa de inversión de las grandes empresas (en este caso, de las 500 de mayor tamaño según la Encuesta Nacional a Grandes Empresas -ENGE-), que son las que se apropian las mayores ganancias, denota un ritmo de crecimiento inferior que la del conjunto de la economía durante la posconvertibilidad<sup>3</sup>.

Esta supuesta baja propensión inversora que pareciera ser privativa de las grandes compañías (y que constituye el nudo problemático central de estas indagaciones), adquiere una trascendencia para nada desdeñable en la actualidad atento el elevado grado de concentración que reviste la estructura económica argentina<sup>4</sup>. Una forma de aproximarse al peso que adquieren las grandes empresas en la generación de riquezas es a través de lo que Sylos Labini (1966: 19) define como “concentración económica en general” o “concentración económica global”, es decir, la que mide la participación del valor bruto de producción de las grandes empresas en el agregado nacional.

Los datos aportados por el Gráfico Nº 1 permiten corroborar que en la posconvertibilidad se ha asistido a un importante salto de nivel en materia de “concentración económica global”: la participación del valor bruto de producción (VBP) de las 500 firmas más grandes en el VBP nacional pasó de un promedio del 21,2% bajo la vigencia del régimen de caja de conversión fija (datos correspondientes al período 1993-2001), a una gravitación media del 31,7% en la etapa 2002-2009.

---

<sup>1</sup> Una versión preliminar de este trabajo fue presentada en el III Congreso Anual de AEDA “Consolidación del modelo productivo. Propuestas para la nueva década”, 29, 30 y 31 de agosto de 2011, Ciudad de Buenos Aires.

<sup>2</sup> Investigador del Área de Economía y Tecnología de la FLACSO.

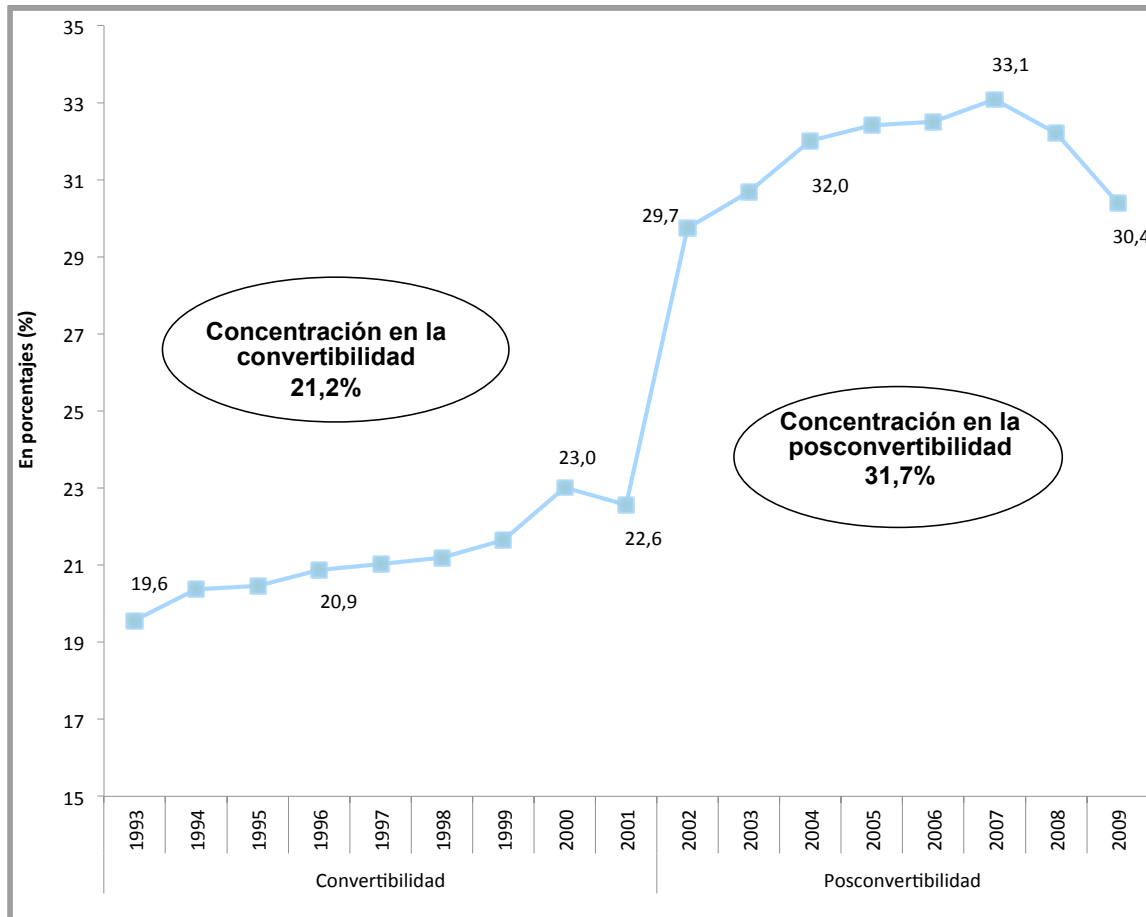
<sup>3</sup> Ello es consistente con los resultados de una investigación previa, en la que, a partir del análisis de balances empresarios de un selecto grupo de grandes empresas (41 firmas cotizantes en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires), se concluía que “en los últimos años queda de manifiesto una marcada reticencia inversora en las grandes empresas en la Argentina” (Azpiazu y Manzanelli, 2011: 80). Existen, principalmente, dos razones que justifican contrastar estos resultados con los de la unidad de observación de este trabajo (las 500 grandes empresas), a saber: 1) que el universo de estudio es más amplio y, por ende, más representativo de la dinámica de las grandes corporaciones, y 2) las empresas cotizantes en la Bolsa de Valores son esencialmente de capital nacional, mientras que las 500 que releva la ENGE tienen una presencia preponderante de capital extranjero (ver Manzanelli y Schorr, 2011).

<sup>4</sup> Entre otros, puede consultarse Azpiazu (2011), Azpiazu, Manzanelli y Schorr (2011), Arceo, González y Mendizábal (2010), Burachik (2010).

Asimismo, cabe señalar que esta elevada gravitación de las grandes corporaciones en la generación de riquezas es, además de significativa, creciente durante todo el período analizado (exceptuando el bienio 2008-2009), con un abrupto incremento en 2002 (donde el grado de concentración general trepó casi 7 puntos porcentuales)<sup>5</sup>, para luego estabilizarse en forma ligeramente ascendente. Es decir, que durante la posconvertibilidad 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.

**Gráfico N° 1**

**Concentración económica global: participación de las 500 empresas más grandes en el valor bruto de producción nacional (porcentaje), 1993-2009.**



Fuente: elaboración propia en base a información de la Encuesta Nacional a Grandes Empresas y de la Dirección Nacional de Cuentas Nacionales del INDEC.

Es decir, que de acuerdo con los objetivos del presente trabajo, estas evidencias parecen ser suficientemente contundentes como para justificar la focalización del estudio de la formación de capital en el universo de grandes empresas, es decir, de las 500 firmas de mayor valor de producción del país según la ENGE; con un doble propósito. En primer lugar, identificar el nivel de la tasa de inversión bruta en las grandes empresas y la del conjunto de la economía, de modo tal de corroborar si estos grandes agentes económicos son los que están impulsando el crecimiento de la inversión en la posconvertibilidad o si, por el contrario, su peso en la inversión total reduce su gravitación. En segundo lugar, efectuar una aproximación a la formación neta de capital en las 500 firmas de mayor tamaño y sus interrelaciones con las variables clave de su proceso productivo (valor agregado y utilidades), prestando particular atención a la reinversión de utilidades<sup>6</sup>. Ello aportaría elementos de juicio

<sup>5</sup> Al respecto, resulta sumamente pertinente la siguiente observación de Kalecki (1995: 18): “el grado de monopolio tiende a elevarse durante la depresión de la actividad económica general”.

<sup>6</sup> Aunque en un período más acotado y/o universos de estudios distintos, entre los estudios que se enfocan desde la perspectiva de la reinversión de utilidades, puede consultarse Agencia Nacional de Desarrollo de Inversiones (2008), PNUD (2009) y Azpiazu y Manzanelli (2011).

para confirmar la existencia (o no) de la denominada “reticencia inversora” de tales actores. Todas estas dimensiones de análisis se abordarán diferenciando el comportamiento específico que asumieron las mismas en el marco de los cambiantes regímenes económicos que se sucedieron durante el período 1993-2009.

Con tales fines, en la siguiente sección se aborda la tasa de inversión bruta de las grandes empresas en forma comparativa con la del agregado nacional y la participación de la inversión bruta de las mismas en la inversión total. Posteriormente, se pasa revista analítica a la evolución del valor agregado, la tasa de ganancia, la inversión bruta y neta y la reinversión de utilidades en el universo de las grandes corporaciones. Por último, en forma adicional, se estudia el comportamiento de la inversión bruta y la tasa de ganancia en las firmas extranjeras integrantes del núcleo duro del poder económico local.

## **1. Los entretelones de la inversión bruta: grandes empresas versus el conjunto de la economía nacional**

Los primeros interrogantes a examinar, y que cobran particular interés en el marco de la alta y ascendente “concentración económica en general”, son: 1) cuánto ha crecido la inversión bruta nacional en el período 1993-2009, atendiendo, fundamentalmente, a la trayectoria de la acumulación bruta de capital tras la megadevaluación de 2002; y, 2) quiénes se embarcaron en inversiones productivas en la posconvertibilidad y, más aun, quiénes fueron los que impulsaron la formación bruta de capital en ese período.

En cuanto al primero punto, como puede observarse en el Gráfico Nº 2, se advierte que la tasa de inversión bruta nacional (es decir, la relación entre la inversión bruta interna fija y el valor agregado bruto a precios de productor) se expandió, en precios constantes, a una tasa anual promedio del 21,0% en el septenio 2002-2009. Ello no sólo evidencia un leve mejoramiento en la performance de este indicador respecto a la década anterior, en la que la tasa promedio alcanzó el 20,7% en el período 1993-2001, sino que se ubica por encima de la tasa de inversión promedio histórica de la economía argentina (20,3% entre 1950 y 2007, según datos de la Agencia Nacional de Desarrollo de Inversiones en base a Coremberg et. al., 2007).

Aun con vaivenes, la tasa de inversión nacional adopta una tendencia descendente durante el régimen de convertibilidad hasta alcanzar su mínimo valor en el crítico 2002 (12,0%). A partir de allí experimenta, en el marco de un acelerado proceso de crecimiento económico (y, por ende, del denominador de dicha relación, recuérdese que se trata de la IBIF sobre el VABpp), un intenso crecimiento relativo, a punto tal de alcanzar el 25,1% en 2008. Luego, en el año 2009, en consonancia con los impactos locales de la crisis económica internacional, decae ligeramente la gravitación de la inversión en el valor agregado nacional.

Por su parte, la dinámica que asume la inversión en las grandes empresas denota conductas diferentes. Si bien, la tasa de inversión experimenta una pendiente negativa en la convertibilidad y positiva en la posconvertibilidad, los niveles que alcanza en cada período se comportan en un sentido casi opuesto al del conjunto nacional. La participación de la inversión bruta en el valor agregado de la cúpula descendió del 24,7% en el período 1993-2001 al 14,7% en la posconvertibilidad (2002-2009), situación que contrasta con la dinámica nacional, según la cual, como se vio, la tasa de inversión ascendió del 20,7% al 21,0% en esos respectivos horizontes temporales.

Estas amplias brechas adquieren mayor dimensión de considerar los máximos registros del período 2002-2009 en ambos universos de análisis: mientras que en las 500 firmas más grandes la tasa de inversión fue del 19,3% en 2008, en el conjunto de la economía nacional dicha tasa trepó hasta alcanzar el 25,1% en el mismo año, es decir, casi 6 puntos porcentuales más elevada que la de las grandes corporaciones.

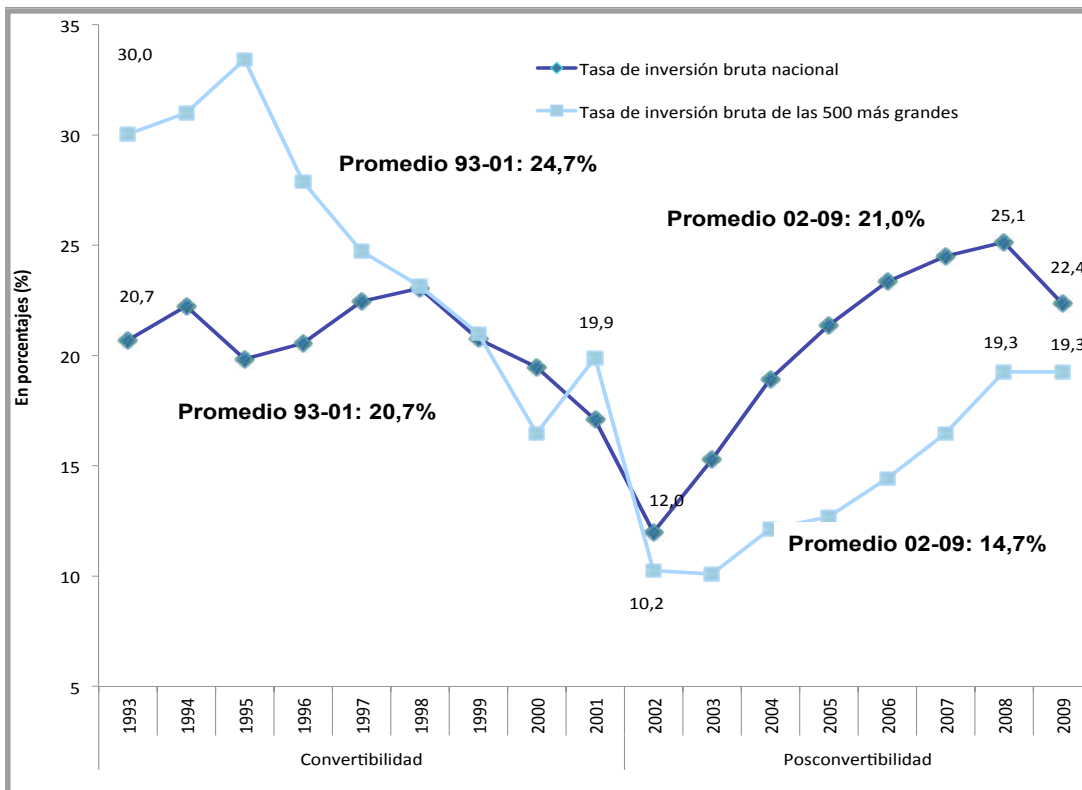
En efecto, la tasa de inversión nacional es significativamente más elevada que la de las compañías que ejercen el predominio económico en el país durante el escenario macroeconómico de la posconvertibilidad<sup>7</sup>. Es decir, que las 500 firmas de mayor tamaño que, en consonancia con la creciente oligopolización de la estructura productiva, explican porciones crecientes del valor agregado, no hacen lo propio en materia de inversión, estableciendo, así, una suerte de “círculo vicioso”, puesto que, de esta forma, estarían limitando la expansión económica de la que ellos se estarían nutriendo.

---

<sup>7</sup> Las difundidas controversias acerca de la confiabilidad de las estadísticas públicas a partir de 2007, no invalidan esta afirmación, dado que la tendencia previa también muestra la presencia de una brecha significativa entre la tasa de inversión nacional y la que corresponde a las grandes empresas.

**Gráfico N° 2**

**Tasa de inversión bruta: relación entre la inversión bruta fija y el valor agregado bruto (precios constantes) en las 500 empresas más grandes del país y en el total del país (porcentaje), 1993-2009.**



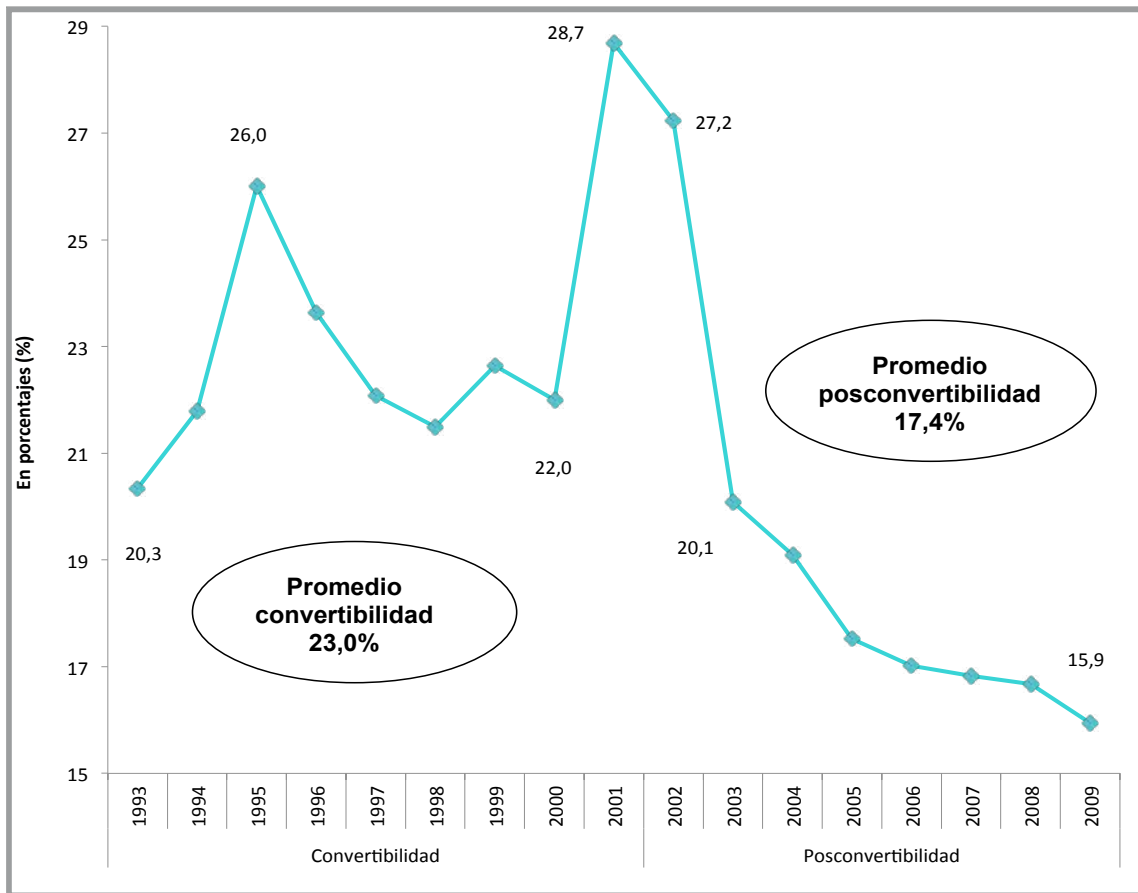
Fuente: elaboración propia en base a información de la Encuesta Nacional a Grandes Empresas y de la Dirección Nacional de Cuentas Nacionales del INDEC.

Esto se ve reflejado, como es obvio, en una reducción sistemática del peso relativo de la inversión bruta de esta elite empresarial en la inversión bruta nacional durante la posconvertibilidad: en la década de 1990 la gravitación promedio de la inversión de las grandes firmas en la inversión total era del 23,0%, guarismo que se redujo más de 6 puntos porcentuales durante el septenio 2002-2009, alcanzando el nivel promedio del 17,4% (Gráfico N° 3). Ello, a su vez, en el marco de un intenso descenso de tal participación durante el régimen posconvertible, en el que la presencia de la inversión de las 500 decae del 27,2% en el año 2002 al 15,9% en 2009.

Es irrefutable la afirmación de que no es, por tanto, la cúpula empresarial la que estaría impulsando el crecimiento relativo de la inversión en la Argentina de la posconvertibilidad. Aun cuando su aporte a la inversión sea relevante, no son estos actores -neurálgicos y decisivos en materia del crecimiento económico- los que estarían promoviendo la formación bruta de capital y, por ende, el desarrollo potencial (y de largo plazo) de la economía. Como contrapartida, se infiere que el "resto de la economía" -compuesto por un amplio y heterogéneo universo de empresas pequeñas, medianas y grandes (cuyo valor de producción no alcance el nivel necesario para formar parte de las 500 firmas más grandes), y por el significativo peso de la inversión pública y la construcción residencial- es el que estaría traccionando la ampliación de la inversión bruta fija en el proceso económico instaurado tras la implosión de la convertibilidad en 2002.

**Gráfico Nº 3**

**Participación de la inversión bruta de las 500 empresas más grandes en la inversión bruta del país (porcentaje), 1993-2009**



Fuente: elaboración propia en base a información de la Encuesta Nacional a Grandes Empresas de la Dirección Nacional de Cuentas Nacionales del INDEC.

**2. La reticencia inversora de la cúpula empresaria**

Hasta aquí, en lo esencial, se ha descrito el comportamiento de la inversión bruta de las 500 grandes empresas *vis-à-vis* la del conjunto de la economía nacional, a partir del cual se ha concluido, de acuerdo con el primer interrogante de este trabajo, que la propensión inversora del gran empresariado -al menos de aquel que constituye el panel de las 500 compañías de mayor tamaño- es menor que la del conjunto de la economía argentina. Si bien ello se pone de manifiesto en un escenario de elevada y creciente concentración, aun no se ha demostrado o las evidencias empíricas presentadas no son suficientes como para afirmar la "reticencia inversora" de este universo de firmas, para lo que habría que considerar algunas dimensiones de análisis complementarias (valor agregado, acumulación bruta de capital, tasa de ganancia, masas de ganancia, volúmenes de inversión neta y reinversión de utilidades).

Si bien los planes de inversión en cada empresa individual (formulación, financiamiento, maduración y puesta en marcha) están determinados por múltiples causas (entre las que se destaca el escenario macroeconómico), las variables mencionadas, que configuran el contexto operativo general de la firma, tienen una influencia decisiva a la hora de evaluar tales erogaciones de capital.

A juicio de Kalecki: "son tres los factores que (con el debido período de tiempo) determinan la inversión por unidad de tiempo en capital fijo: 1) el ahorro bruto "interno" actual de las empresas; 2) la tasa de crecimiento de las ganancias, y 3) la tasa de aumento del volumen de equipo de capital. Los primeros dos elementos son positivos y el tercero negativo" (Kalecki, 1995: 160). El primer factor refiere al autofinanciamiento de los proyectos de inversión a través de las ganancias corrientes, la segunda guarda correspondencia con el incremento de las ganancias por unidad de tiempo (que vuelven rentables planes de inversión que antes no lo eran) y, el tercero, a que en la medida que el incremento del stock de capital sea mayor que el de las ganancias, entonces se tiende a estrechar los límites de la inversión, puesto que se reduce los rendimientos sobre el capital fijo.

Por su parte, los aportes teóricos de Keynes 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 desplazamiento de lo productivo hacia lo financiero como principal fuente de ganancias microeconómicas<sup>8</sup>. Al respecto, las características que asumió la valorización del capital durante largos años en la Argentina (1976-2001) denotan 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<sup>9</sup>.

Por último, cabe mencionar que, si bien, la concentración de la producción forma parte de un fenómeno propio de la acumulación y reproducción ampliada del capital (y, por ende, tiende -en su forma más abstracta- a incrementar los volúmenes de inversión), desde diversas ópticas se ha sostenido que el grado de oligopolización de la estructura productiva puede alterar el "normal" comportamiento de la inversión, esto es, el que perseguiría maximizar los beneficios a partir del incremento de la productividad media de los mercados en que operan. Se trata, en tal sentido, de que las grandes compañías oligopólicas, las que se apropian de la mayor parte de las utilidades, pueden no encontrar lucrativo invertir las ni en sus propias empresas (por el grado de madurez tecno-productivo no requiere de inversiones significativas para mantener su posicionamiento competitivo en el mercado) ni en otras ramas de la economía (dado que las tasas y masas de ganancia pueden ser efectivamente más bajas que las apropiadas en sus mercados y/o las que le ofrecen su colocación en circuitos financieros)<sup>10</sup>.

A lo que debe agregarse, dos aspectos vinculados a ello: 1) la posibilidad cierta de que el grado de concentración en una rama obstaculice inversiones de actores extra-sectoriales en ella, debido a las barreras al ingreso que caracterizan a los mercados oligopólicos; y, 2) la extranjerización del poder económico local, puesto que las estrategias de operación de las filiales se encuentra subordinada a los intereses de su casa matriz, cuyo objetivo es bajar sus costos absolutos en el nivel mundial. De allí que sus decisiones de inversión no se encuentren necesariamente relacionadas a las "expectativas racionales" que supone la coyuntura nacional<sup>11</sup>.

En fin, a partir de estas breves reflexiones teóricas, cobra entonces particular interés analizar el contexto operativo (actividad económica, tasa de ganancia, tasa de inversión, masa de utilidades, volumen de la inversión y reinversión de utilidades) en el que se desenvuelven las grandes empresas, de modo de indagar la existencia (o no) de un fenómeno pasible de ser calificado como de "reticencia inversora" en la grandes corporaciones durante la posconvertibilidad.

Los datos aportados por el Gráfico N° 4 muestran que el crecimiento real del valor agregado ha sido una constante, con la ligera excepción de 2001 y 2009, en todo el período analizado, aunque el ritmo de expansión difiere cuanti y cualitativamente entre ambos regímenes económicos: si bien el valor agregado de las 500 firmas de mayor tamaño se incrementó a una tasa anual acumulativa del 3,7% entre 1993 y 2001, entre este último año y 2009 tal aumento fue del 8,4% anual acumulativo.

Cabe resaltar que las fluctuaciones que experimentó el PBI en la década de 1990 -producto de la recesión de 1995 (asociada al denominado "efecto tequila") y, fundamentalmente, de los cuatro años de recesión económica (1999-2002) que marcaron el agotamiento de la hegemonía de la valorización financiera (1976-2001) y la crisis final del régimen de la convertibilidad- no parecen haber afectado al crecimiento del valor agregado del gran empresariado local. Ello alcanza un resultado excepcional en la crisis de 2002<sup>12</sup>. Luego, en el marco

<sup>8</sup> Puede consultarse Basualdo (2006) o, para el caso francés, Serfati (2001).

<sup>9</sup> 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.

<sup>10</sup> Al respecto puede consultarse, entre otros, Baran (1959) y Kalecki (1995). En línea con los argumentos esbozados, Baran sostiene que: "Poca duda puede haber de que en cierta etapa del desarrollo capitalista (hace cincuenta u ochenta años), el crecimiento de las grandes empresas, del monopolio y del oligopolio, fue un fenómeno progresista que impulsó el avance de la productividad y de la ciencia. En la actualidad, las pruebas son igualmente claras de que este mismo fenómeno tiende a convertirse económica, social, cultural y políticamente, en una fuerza retrógrada que obstaculiza y corrompe un mayor desarrollo" (Baran, 1959: 106-107).

<sup>11</sup> Al respecto, puede consultarse, entre otros, Dunning (1976) o Hymer (1972).

<sup>12</sup> Si bien, en 2002, el registro del valor agregado en el panel de las 500 empresas de mayor tamaño (incremento del 34,5% en precios constantes) puede resultar, en una primer y rápida lectura, poco consistente con la estadísticas nacionales (el PBI cae un 10% en ese año), no lo es de considerar otras fuentes que recopilan información de las grandes empresas que operan en la Argentina. Por ejemplo, los resultados que emanan de la Base de Datos del Área de Economía y Tecnología de la FLACSO denotan un incremento, en precios constantes, del 43,9% de las ventas de las 200 firmas de mayor facturación del país en el año 2002. En efecto, el crecimiento de las 500 más grandes estaría asentado en las diferenciales capacidades de respuesta de las mismas ante situaciones críticas que, en virtud del creciente poder oligopólico de tales firmas y de su marcada orientación

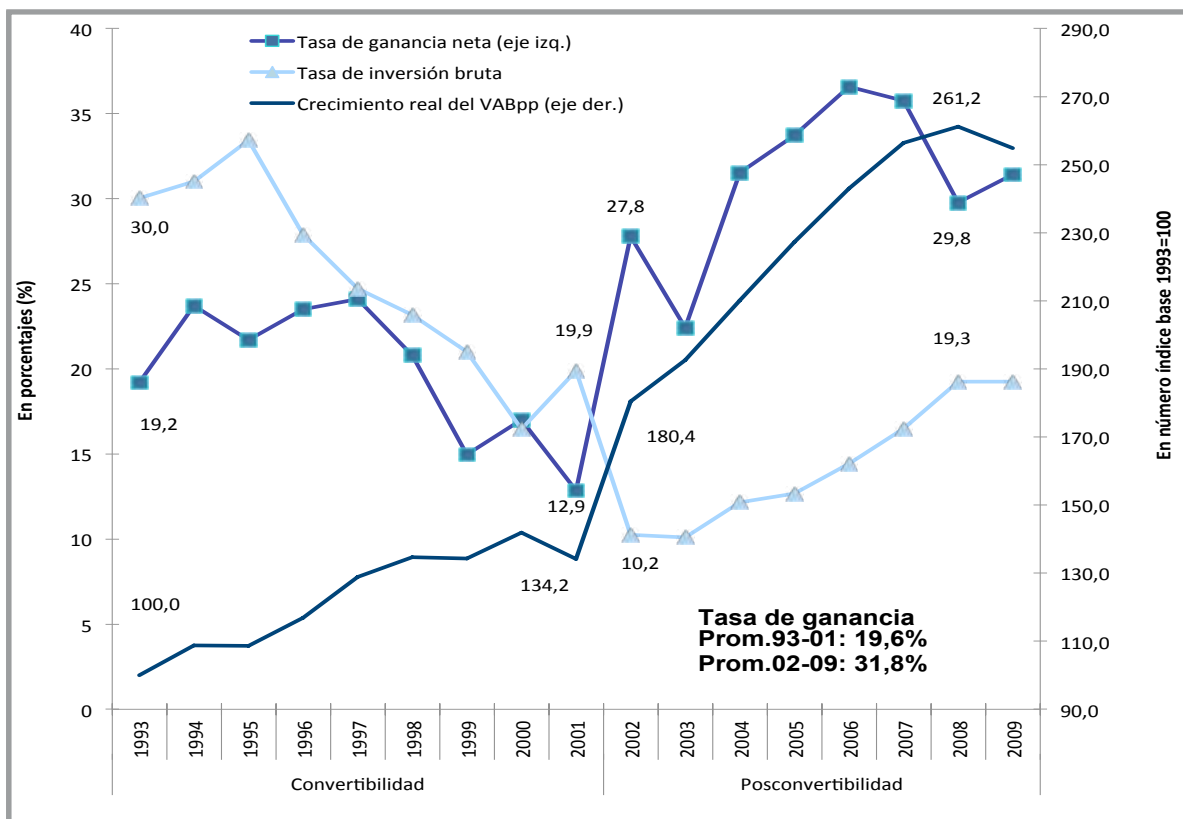
de la recuperación económica de la posconvertibilidad, el sendero evolutivo del producto bruto de estas grandes empresas experimentó una expansión por demás acelerada. El reajuste de los precios relativos tras la megadevaluación de 2002 -que produjeron una significativa transferencia de ingresos del trabajo al capital y de las rentabilidades relativas sectoriales-, en un escenario de ampliación de los mercados externos (y de los precios) de los productos de exportación y, posteriormente, de la expansión de la demanda interna, configuraron un escenario propicio para el aumento de la producción de bienes, principalmente de los transables.

En estas condiciones, y principalmente por el sostenimiento de bajos costos laborales en términos históricos e internacionales, el contexto operativo de las grandes corporaciones denota la obtención de más que elevados márgenes de ganancia (utilidades netas sobre valor agregado bruto) en la posconvertibilidad (31,8%), incluso más altos que los no desdeñables niveles que se registraron en los años noventa (19,6%)<sup>13</sup>.

Por su parte, de confrontar los registros de la tasa de inversión bruta con los correspondientes a la tasa de ganancia (utilidades netas sobre el valor agregado) surge, al menos, una interesante inferencia. En el marco de la acelerada recuperación económica de la posconvertibilidad (2002-2009), y a diferencia de los años precedentes, la tasa de inversión bruta de la cúpula empresaria 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 "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.

#### Gráfico Nº 4

**Evolución del valor agregado bruto real<sup>(a)</sup>, de la tasa de ganancia (utilidades sobre valor agregado) y de la tasa inversión bruta de las 500 empresas más grandes del país (índice base 1993=100 y porcentaje), 1993-2009.**



<sup>(a)</sup> Deflactado por el índice de precios implícito del producto bruto interno.

Fuente: elaboración propia en base a información de la Encuesta Nacional a Grandes Empresas del INDEC.

exportadora, han compensando la caída del resto de la economía en 2002. De allí la elevación de la concentración económica global en este año.

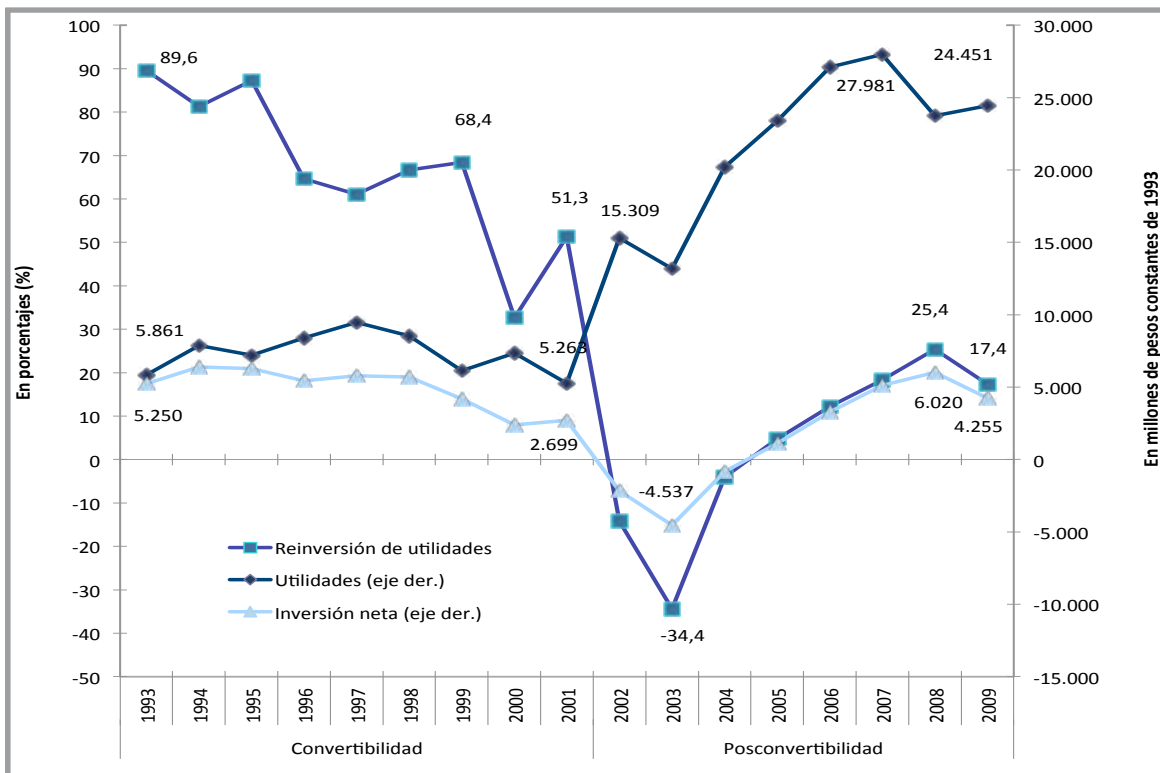
<sup>13</sup> Sobre el nivel y la evolución de la tasa de ganancia en la economía argentina, puede consultarse Tavosnanska (2010), Manzanelli (2010), Michelena (2010), CENDA (2007).

Resulta razonable que en los inicios de la posconvertibilidad la conducta empresaria se haya orientado a la recomposición del patrimonio con mayor utilización de la capacidad ociosa (lo que permitió postergar la formulación y maduración de nuevos proyectos de inversión); sin embargo, en los años recientes -en función de las llamadas "expectativas racionales" y de los propios "estímulos de mercado"-, hubiera sido esperable una mayor canalización del excedente para incrementar la tasa de inversión bruta. En efecto, en la posconvertibilidad las grandes empresas internalizaron tasas de ganancias sumamente elevadas (31,8% en el período 2002-2009) que contrastaron con tasas de inversión bruta mucho más bajas (14,7% en ese septenio). De este modo, la cúpula empresaria contó con la posibilidad cierta de autofinanciar la totalidad de la formación bruta de capital o, en otras palabras, las utilidades obtenidas superaron con holgura la igualmente creciente inversión de las mismas.

Ello remite a un tema para nada desdeñable: el de la reinversión de utilidades. Se trata, en otras palabras, de confrontar el ritmo real de acumulación de capital, la inversión neta (es decir, la 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 (Gráfico N° 5).

**Gráfico N° 5**

**Reinversión de utilidades (inversión neta sobre utilidades) y evolución de la inversión neta y de las utilidades en precios constantes de las 500 empresas más grandes (porcentaje y millones de pesos de 1993), 1993-2009.**



Fuente: elaboración propia en base a información de la Encuesta Nacional a Grandes Empresas del INDEC.

Si bien, en términos generales el comportamiento de la inversión neta acompaña, a grandes rasgos, como tendencia, el desempeño de la masa de utilidades netas, a partir de la devaluación de 2002, la brecha entre ambas variables es por demás elocuente. Mientras en la convertibilidad la tendencia de la inversión neta asume una pendiente negativa, principalmente en la fase final de la misma, la paulatina recuperación de la formación bruta de capital recién deviene en niveles positivos en términos de la inversión neta en el año 2005, una vez agotadas las posibilidades de responder a la reactivación de la economía con un mayor grado de utilización de la capacidad instalada. De allí en más queda de manifiesto un sesgo creciente hasta 2008 (alcanzando en este año los mayores registros de la década de 1990) para luego decaer en el último año de la serie.

Sin embargo, a pesar de que el comportamiento de las utilidades netas guarde cierta correspondencia con el de la inversión neta, la masa de ganancias siempre se ha mantenido muy por encima de la formación neta de capital durante la posconvertibilidad, donde los beneficios netos de las grandes firmas son -por demás- significativos.



En efecto, en la convertibilidad queda de manifiesto un marcado sesgo decreciente en la tasa de reinversión de las utilidades netas (aunque sus niveles -por la menor captación de utilidades- son altos), un atípico trienio 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 (año en el que alcanza su máximo registro -25,4%-). La posterior caída de la misma respondería, como se señaló, al estancamiento de la economía local asociado a la crisis económica internacional. De todas maneras, no puede dejar de remarcarse que siempre la inversión neta se ubica muy por debajo de las respectivas utilidades netas.

En efecto, esta reticente actitud empresaria frente a la canalización de recursos a la inversión en la posconvertibilidad se ve corroborada a través de la reinversión de utilidades netas de las compañías de mayor tamaño del país. Entre 2002 y 2004 operaron con elevados volúmenes de ganancia y con inversiones netas negativas (es decir, que la inversión bruta no alcanzó a compensar siquiera el desgaste del stock de capital), lo que dio como resultado una tasa de reinversión de utilidades negativa. Posteriormente, en un contexto de franca recuperación económica, un escenario internacional favorable (en demanda y precios), ampliación de los mercados, bajos costos laborales y agotamiento de la capacidad instalada, estas grandes firmas internalizaron ganancias extraordinarias (al menos, en relación a los años noventa) que no fueron canalizadas proporcionalmente hacia la formación neta de capital. Por consiguiente, la reinversión de utilidades netas alcanzó en promedio a cerca del 15% en el quinquenio 2005-2009.

Retomando los postulados teóricos de Kalecki respecto a los determinantes de la inversión -entre cuyas causas recalca el ahorro bruto de las empresas para la acumulación "interna" de capital (o el autofinanciamiento a través de las ganancias corrientes) y las ganancias por unidad de tiempo versus el acervo de capital fijo- pareciera verificarse, principalmente por las rentabilidades extraordinarias que caracterizaron el marco operativo de tales corporaciones en el septenio 2002-2009, que se trató de una pobre actitud empresaria en cuanto a la concreción de proyectos de inversión de bienes de capital.

Esto no hace más que confirmar los resultados de una investigación previa que concluía: "...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'" (Azpiazu y Manzaneli, 2011: 80). Tal comportamiento no es, por consiguiente, privativo de ese selecto grupo de 41 empresas cotizantes en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, cuya composición denota el predominio -casi excluyente- de las firmas de capital nacional, sino que deviene, en base a los resultados del panel de las 500 empresas de mayor tamaño (con predominio extranjero), como la conducta generalizada de las compañías más grandes del país durante la posconvertibilidad.

Al respecto, en consonancia con los aspectos teóricos desarrollados al comienzo de este apartado, cabe esbozar algunas hipótesis interpretativas sobre este fenómeno, que obviamente merecen tratamientos específicos más rigurosos para ser comprobadas. En efecto, entre los factores que podrían estar incurriendo en la reticente actitud de las grandes empresas frente a la canalización de recursos a la inversión interesa destacar los siguientes:

- que, como gran parte de estas corporaciones 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<sup>14</sup>;
- que estuvieran incidiendo efectos "no deseados" vinculados a los regímenes promocionales, principalmente en lo que refiere a mecanismos redundantes o superfluos de incentivos a la inversión. Ello, dado que, en la generalidad de los casos, las inversiones patrocinadas (por ejemplo, por la ley de promoción industrial) se hubieran realizado de la misma forma sin la necesidad de tales promociones, atento el propio contexto operativo de estas firmas<sup>15</sup>. En tal sentido, aquellos redundantes

---

<sup>14</sup> Esto ocurre en actividades como la fabricación de metales comunes, la producción de automóviles o, entre otras, los servicios telefónicos. Según información recabada de los balances empresarios, en esta última actividad, por ejemplo, Telecom obtuvo en concepto de utilidades más de 600 millones de pesos entre 2003 y 2009 mientras que su inversión no llegó a reponer el desgaste de su stock de capital fijo (inversión neta negativa). Otro caso ejemplificador es el de Siderar (del Grupo Techint) que declaró en sus estados contables más de mil millones de pesos como utilidades netas en el septenio 2003-2009, y, aun siendo receptor de los beneficios otorgados por la ley de promoción industrial, destinó apenas 300 millones a la formación neta de capital.

<sup>15</sup> Al respecto, cabe mencionar que el 85,4% de la inversión total y el 90,6% del beneficio fiscal total promocionado por la Ley Nº 25.924 fueron otorgados a las siguientes grandes empresas: Aluar, T6 Industrial y Aceitera Gral. Deheza, Siderar, Cargill, Molinos Río de la Plata, Peugeot-Citroen, Daimler Chrysler, Louis Dreyfus, YPF, Acindar, Petroquímica Cdoor. Rivadavia, Siderca, Volkswagen, Celulosa Argentina y Fate (Azpiazu, 2008).

subsidios indirectos estarían incrementando las masas de ganancia pero no los volúmenes (potenciales) de las inversiones de capital<sup>16</sup>; y,

- que la extranjerización de la elite empresaria esté afectando la formación neta de capital. Las firmas extranjeras subordinan sus estrategias empresariales a las necesidades de sus casas matrices, que buscan minimizar sus costos absolutos en el nivel mundial y por ello, muchas veces, sus proyectos de inversión no coinciden con el contexto operativo doméstico, así como de ninguno de los países en los que operan individualmente considerados.

### 3. Ganancias e inversión bruta en las empresas transnacionales

Con el objeto de aportar algunos elementos de juicio adicionales en torno a esta problemática y sus posibles explicaciones, en este apartado se avanza sobre el análisis de la inversión en las empresas extranjeras que integran las 500 firmas de mayor tamaño. Si bien no se trata de corroborar la hipótesis planteada en el acápite anterior -lo que demandaría de investigaciones adicionales-, se pretende observar el comportamiento general que en materia de formación de capital registran estos agentes económicos, a fin de evaluar, en sus rasgos más generales, si tal hipótesis interpretativa -es decir, que la extranjerización del poder económico local puede estar afectando los niveles de inversión- carece (o no) de sustentación empírica.

Al respecto, lo primero que debe examinarse es si efectivamente el universo de estas grandes empresas reviste un fenómeno pasible de ser calificado como de "extranjerización", es decir, cuántas empresas extranjeras alcanzan a formar parte del panel de las 500 más grandes del país y cuál es su participación en el valor bruto de producción generado por las mismas.

En función de los tabulados especiales, y de acuerdo al origen del capital de las firmas del panel, la Encuesta Nacional a Grandes Empresas delimita tres categorías: aquellas controladas por capitales foráneos (que aquí se denominan empresas extranjeras); aquellas en las que la participación transnacional en el capital social es superior al 10% y menor o igual al 50% (asociaciones); y aquellas controladas por capitalistas locales (empresas nacionales, que pueden incluir hasta un 10% de participación extranjera en el "paquete" accionario).

Así, teniendo como parámetros temporales comparativos al régimen convertible y a la posconvertibilidad, las evidencias que brinda el Cuadro N° 1 indican que la presencia de las empresas nacionales y las asociaciones en la economía nacional se redujo en todas las variables bajo análisis, mientras que las compañías extranjeras detentaron una mayor gravitación agregada, a punto tal de alcanzar guarismos que denotan el elevado y creciente predominio económico que experimenta este segmento del capital concentrado interno en la posconvertibilidad. En términos más específicos, la participación de las corporaciones extranjeras que componen la elite en el valor bruto de producción del panel de las 500 más grandes aumentó cerca de 20 puntos porcentuales entre los períodos 1993-2001 y 2002-2009, en el marco de la incorporación -en promedio, según los períodos considerados- de 70 firmas extranjeras al panel

En este escenario, se puede visualizar una primera oleada de desnacionalización del panel de las 500 grandes empresas durante el trienio 1993-1995. En esta etapa las compañías foráneas pasaron de 161 a 186 firmas, lo que en términos de su participación en el valor de producción de la cúpula significó un aumento de 11,4 puntos porcentuales, al pasar de representar el 33,8% al 45,2%. Ello, en el marco de una caída en el peso relativo de las compañías nacionales y las asociaciones.

Este proceso de extranjerización no estuvo dissociado de la privatización de empresas públicas y de sus distintas fases (Azpiazu, 2003). Ahora bien, el proceso de extranjerización se acelera a partir de 1995 asociado, fundamentalmente, a la dinámica que adquirió la compra-venta de firmas dentro del propio capital privado, en donde las transferencias de acciones de las empresas privatizadas tuvieron un papel destacado, pero no excluyente. Si bien las ventas de activos fijos fueron múltiples y de distinto origen/destino, por los resultados es indiscutible que los compradores fueron mayoritariamente extranjeros y los vendedores, principalmente de origen nacional. De allí que entre 1995 y 2001 se incorporaron al panel 84 empresas transnacionales y que la presencia de los inversores foráneos en el valor de producción de la elite alcanzó al 69,0% en el último año de vigencia del régimen de conversión fija (supone un incremento de casi 24 puntos porcentuales respecto de su participación en 1995)<sup>17</sup>.

<sup>16</sup> Asimismo, la reticencia inversora puede ser utilizada como herramienta de presión fundamental sobre la formulación de políticas públicas, con el objeto de obtener una mayor porción de estas "ventajas institucionales".

<sup>17</sup> El correlato de la pronunciada extranjerización del poder económico doméstico al cabo de estos años fue la caída considerable en la participación de las restantes categorías, proceso en el que jugaron un rol decisivo la disolución de varias asociaciones y el repliegue y la reestructuración que llevaron adelante varios grupos económicos locales. Sobre estos temas, puede consultarse Basualdo (2006) y Gaggero (2008).

**Cuadro Nº 1**

**Evolución de la cantidad de empresas y del peso relativo en el valor bruto de producción de las 500 empresas más grandes del país según el origen del capital de las firmas\* (valores absolutos y porcentajes), 1993-2009.**

	Cant. Empresas			Valor bruto de producción		
	Nacionales	Asociaciones	Extranjeras	Nacionales	Asociaciones	Extranjeras
1993	281	58	161	40,0	26,2	33,8
1994	258	68	174	36,5	26,9	36,6
1995	248	66	186	35,7	19,1	45,2
1996	234	62	204	31,4	17,1	51,5
1997	211	55	234	27,5	11,5	61,0
1998	206	53	241	25,7	11,8	62,4
1999	189	56	255	24,4	9,9	65,7
2000	182	56	262	20,9	10,9	68,1
2001	175	55	270	20,7	10,3	69,0
2002	160	47	293	17,9	7,0	75,1
2003	160	44	296	17,7	6,9	75,4
2004	162	47	291	17,2	7,8	75,0
2005	159	51	290	16,4	7,6	76,0
2006	159	49	292	17,3	7,1	75,6
2007	170	42	288	18,3	6,5	75,2
2008	162	41	297	18,2	6,5	75,3
2009	176	42	282	20,7	7,0	72,3

Fuente: elaboración propia en base a tabulados especiales de la Encuesta Nacional a Grandes Empresas del INDEC.

Las evidencias presentadas permiten concluir que en 2002 se incrementó fuertemente la presencia extranjera en el interior del panel de las 500 corporaciones de mayores dimensiones del país: en apenas un año se incorporaron 23 firmas y su gravitación en el valor bruto de producción creció alrededor de 6 puntos porcentuales, para ubicarse en el 75,1%. En los años siguientes ese umbral de participación transnacional en el interior de la elite se mantiene con escasas variaciones, tanto en cantidad de firmas como de su peso relativo en la producción, cristalizándose, en consecuencia, un grado de extranjerización sumamente elevado de la cúspide del poder económico. Ello es consecuencia de una serie de "cambios de mano" a favor del capital extranjero en varias compañías en cuya propiedad participaban accionistas locales y que, por su generalizada condición de oligopolios en un mercado interno reactivado y/o por su inserción exportadora a favor del "dólar alto" y de la demanda mundial de commodities, contaban (y cuentan) con amplias potencialidades de crecimiento. Asimismo, cabe destacar que, ante el considerable nivel de extranjerización prevaleciente en muchos sectores de la actividad económica local, se verificó otro proceso relevante en la posconvertibilidad: la transferencia de empresas y tenencias accionarias entre capitales extranjeros, particularmente en sectores que han devenido claves en el actual proceso económico<sup>18</sup>.

En este marco de consolidación de las tendencias hacia la extranjerización del núcleo duro del poder económico doméstico iniciadas durante el decenio de 1990, cabe revisar el rol que las compañías transnacionales han tenido en materia de formación de capital y, más específicamente, la relación entre los márgenes de ganancia obtenidos y la tasa de inversión bruta en tales empresas.

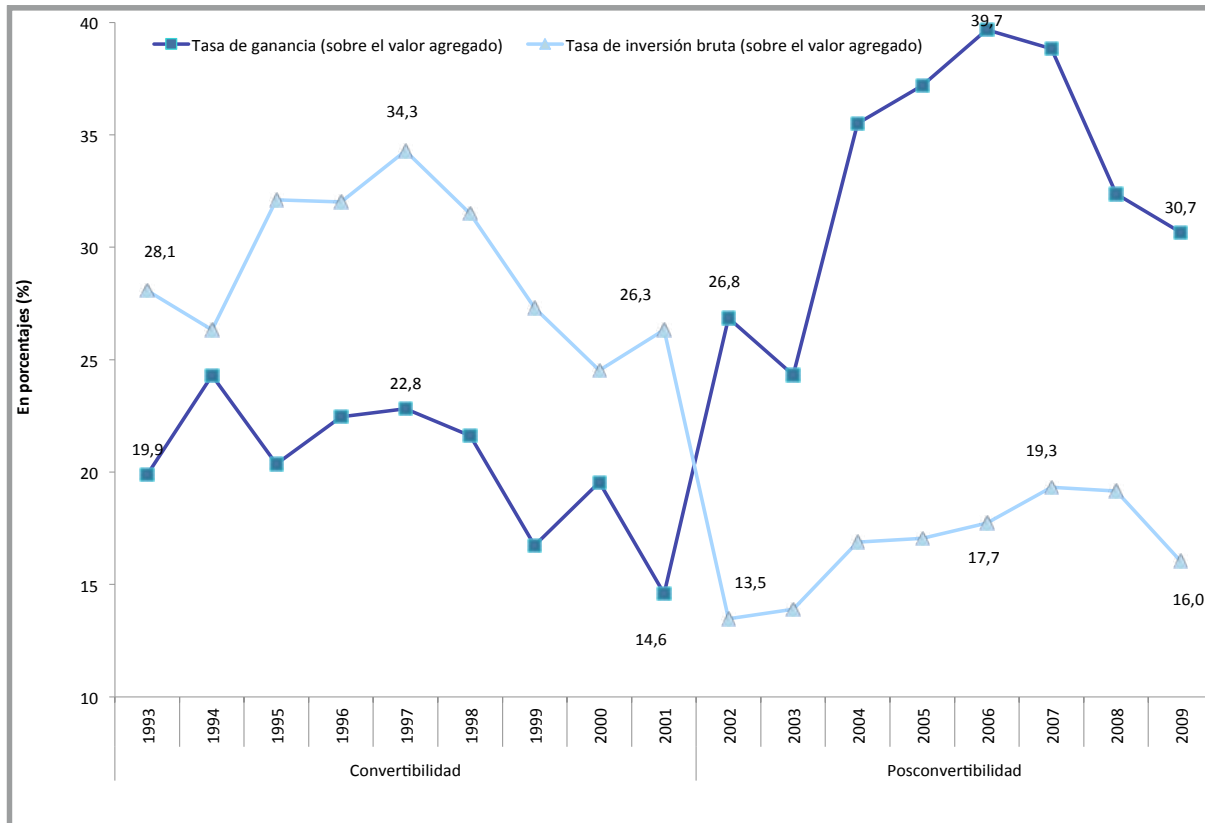
Del mismo modo que en el agregado total del panel de las 500 firmas de mayor tamaño, la tasa de inversión bruta (sobre valor agregado) de las empresas extranjeras fue, en la posconvertibilidad, muy inferior a la (sumamente elevada) tasa de utilidades anuales. Al respecto, los datos aportados por el Gráfico Nº 6 son contundentes en indicar que en el septenio 2002-2009, en el marco de una ampliación de la demanda por efecto del ciclo expansivo (local e internacional), el coeficiente global de inversión de este segmento empresario se ubicó significativamente por debajo de sus márgenes de rentabilidad (que fueron holgadamente superiores a los internalizados en la convertibilidad). En otras palabras, pese a los notables incentivos macroeconómicos tras la megadevaluación de 2002 y la vigencia de mercados externos en franca expansión, la contribución de las empresas transnacionales a la expansión de las capacidades productivas locales fue bastante acotada.

<sup>18</sup> Al respecto, puede consultarse Manzanelli y Schorr, 2011.

En términos más específicos, si bien el margen medio de beneficios (utilidades sobre valor agregado) de las firmas extranjeras que integran el panel de las 500 empresas de mayor tamaño fue del 33,8% en 2002-2009, la tasa de inversión (inversión bruta sobre valor agregado) alcanzó el 17,2% en el mismo período, lo que manifiesta una baja reinversión de utilidades.

**Gráfico Nº 6**

**Evolución de la tasa de ganancia y la tasa inversión bruta de las empresas extranjeras\* que integran el panel de las 500 firmas de mayor tamaño del país (porcentaje), 1993-2009.**



\* Se trata de las empresas de la cúpula con participación accionaria de capitales extranjeros superior al 50%.  
Fuente: elaboración propia en base a tabulados especiales de la Encuesta Nacional a Grandes Empresas del INDEC.

En efecto, no parecen ser los actores foráneos los que -conforme a ciertas, y difundidas, visiones- estarían contribuyendo a modernizar la estructura productiva. Según esta perspectiva, las empresas extranjeras tendrían una elevada propensión a invertir asociada a la introducción de bienes de capital de alta complejidad tecnológica, así como a la realización de importantes gastos en materia de investigación y desarrollo en el nivel local, con el consiguiente "efecto derrame" sobre el resto de la economía. Por el contrario, las evidencias disponibles parecen sugerir que las empresas extranjeras asumen una conducta pasible de ser calificada como de "reticencia inversora" y que, en el marco de su significativa presencia en la elite empresaria, su comportamiento deviene preponderante (o actitud media) en cuanto a la lógica de acumulación de las 500 empresas más grandes del país, con sus repercusiones en el conjunto de la economía argentina.

Así, de asumir como verdadera tal aseveración, las empresas transnacionales estarían conservando en sus países de origen la mayor parte de la fabricación de equipamiento de alta tecnología y de sus gastos en materia de investigación y desarrollo. Todo ello es particularmente importante de destacar por cuanto indica que en el plano interno las compañías transnacionales no parecen haber sido agentes difusores de la inversión ni de la innovación tecnológica y, por otra parte, al ser fuertes importadoras de bienes de capital, han contribuido a profundizar el deterioro de la industria local de maquinaria y equipo y el desequilibrio comercial en la materia.

En ese marco, el destino de sus abultados excedentes se estarían orientando a la remisión de utilidades y dividendos al

exterior<sup>19</sup>, el pago de honorarios, regalías y royalties, y la fuga de capitales<sup>20</sup> por diversas vías como, por caso, el manejo discrecional de los montos de exportaciones y/o importaciones en operaciones intracorporativas y la cancelación total o parcial de créditos concedidos por la propia casa matriz y/o alguna subsidiaria radicada en otro país.

Al respecto, Dunning sostiene que las firmas transnacionales tienden a concentrarse, principalmente, en mercados oligopólicos que ofrecen productos con marcas registradas y/o productos diferenciados. Y afirma que este tipo de especialización “tiene consecuencias económicas sumamente importantes para los países inversionistas y los receptores. Esto se debe en parte a que la estrategia de operación de cada subsidiaria tiende a ser determinada por la casa matriz (que suele encontrarse en el país inversionista) que tiene en mente los intereses mundiales de la empresa, en parte a los efectos de tal inversión sobre los flujos del comercio internacional, y en parte a que es en esta clase de Empresa Productora Multinacional donde se presenta la mayor oportunidad de manipulación de los precios de transferencia” (Dunning, 1976: 25-26).

## Conclusiones

La hipótesis principal de este trabajo consistía en revisar si las grandes corporaciones son las que están impulsando el crecimiento de la inversión en la posconvertibilidad o si, por el contrario, se puede afirmar una actitud reticente de estos actores para canalizar los recursos a la inversión. Al respecto, son varios los aspectos que se deben considerar:

- la tasa de inversión bruta en el panel de las 500 firmas de mayor tamaño descendió del 24,7% en el período 1993-2001 al 14,7% en la posconvertibilidad (2002-2009), cuando en la economía nacional dicha tasa ascendió del 20,7% al 21,0% en esos respectivos horizontes temporales;
- consiguientemente, se produjo una reducción sistemática del peso relativo de la inversión bruta de esta elite empresaria en la inversión bruta nacional durante la posconvertibilidad: en la década de 1990 la gravitación de la inversión de las grandes firmas en la inversión total era del 23,0%, guarismo que se redujo más de 6 puntos porcentuales durante el septenio 2002-2009, alcanzando el nivel promedio del 17,4%. Ello, a su vez, en el marco de un intenso descenso de tal participación durante el régimen posconvertible, en el que la presencia de la inversión de las 500 decae del 27,2% en el año 2002 al 15,9% en 2009.
- de confrontar los registros de la tasa de inversión bruta con los de la tasa de ganancia, en el marco de la acelerada recuperación económica de la posconvertibilidad (2002-2009), y a diferencia de los años precedentes, la tasa de inversión bruta de la cúpula empresaria se ubica sistemáticamente por debajo de la respectiva tasa de utilidades netas anuales. En efecto, a partir de 2002 las grandes empresas internalizaron tasas de ganancias sumamente elevadas (31,8% en el período 2002-2009) que contrastaron con tasas de inversión bruta mucho más bajas (14,7% en ese septenio);
- en cuanto a las utilidades netas y la inversión neta en las 500 compañías de mayor tamaño, se observa que la masa de ganancias siempre se ha mantenido muy por encima de la formación neta de capital durante la posconvertibilidad, donde los beneficios netos de las grandes firmas han sido -por demás- significativos;
- las grandes corporaciones operaron con elevados volúmenes de ganancia neta y con inversiones netas negativas (es decir, que la inversión bruta no alcanzó a compensar siquiera el desgaste del stock de capital) entre 2002 y 2004, lo que dio como resultado una tasa de reinversión de utilidades negativa. Mientras que, entre 2005 y 2009, internalizaron ganancias extraordinarias que no fueron canalizadas proporcionalmente hacia la formación neta de capital: la reinversión de utilidades netas alcanzó en promedio a cerca del 15% en ese lustro; y,
- en el marco de una elevada y creciente extranjerización de ese núcleo duro del poder económico, el margen de beneficios de las corporaciones transnacionales fue del 33,8% en 2002-2009, mientras que la tasa de inversión bruta alcanzó, apenas, el 17,2% en el mismo período, lo que manifiesta una baja reinversión de utilidades en estos actores foráneos.

---

<sup>19</sup> Según datos del balance de pagos del INDEC, la remisión de utilidades al exterior se incrementó notablemente en la posconvertibilidad, a punto tal que trepó de un promedio anual de 1.690 millones de dólares en el período 1993-2001 a 3.690 millones de dólares en el septenio 2002-2009. Ello, en el marco de un acelerado crecimiento de tales remesas durante la posconvertibilidad, que pasaron de 633 a 6.628 millones de dólares entre 2002 y 2009.

<sup>20</sup> Según datos del BCRA, la formación de activos externos del Sector Privado No Financiero alcanzó un promedio anual de 7.782 millones de dólares, al pasar de 3.808 en 2003 a 14.123 millones de dólares en 2009, con un pico máximo de 23.098 millones en 2008. Si bien, ello no es privativo de las empresas transnacionales, seguramente las firmas foráneas han contribuido a la expansión de esta magnitud.

En efecto, estas evidencias brindan suficientes elementos de juicio como para sostener que las grandes corporaciones -neurálgicas y decisivas en materia del crecimiento económico- no son los agentes difusores de la inversión reproductiva y, por ende, del crecimiento de largo plazo de la economía. Ello, a pesar de una serie de incentivos macroeconómicos (expansión y ampliación de los mercados -en demanda y precios-, bajos costos laborales, escasa ociosidad de la capacidad instalada, etc.) y del contexto operativo de las propias grandes empresas (en particular, de las firmas transnacionales), que cuentan con un acelerado crecimiento del valor agregado y amplios márgenes de ganancia.

En ese atractivo "clima de negocios" para las grandes empresas, su reticencia inversora puede estar asociada al elevado grado de oligopolización (dado que no necesitan ampliar significativamente la capacidad productiva para ganar posiciones en sus mercados), a la fuerte extranjerización de las 500 firmas de mayor tamaño (puesto que sus estrategias globales no necesariamente coinciden con el contexto local), a "efectos no deseados" de la promoción industrial (dado que los beneficios a las inversiones -que igualmente se hubieran realizado por el contexto doméstico e internacional- estarían aumentando la masa de ganancias y no la inversión potencial), a su canalización en circuitos financieros y/o, quizás, también, pueda estar vinculada a factores políticos que no se circunscriben al plano estrictamente económico. En este último punto, la falta de inversión de las grandes empresas puede obedecer a su utilización como herramienta de presión para obtener mayores porciones de los subsidios públicos o instrumentos de promoción, o como factor de presión fundamental en el marco de las renegociaciones salariales, ante el aumento de la activación política de los trabajadores y de sus organizaciones sindicales.

Todo estas posibles causas de la baja propensión inversora en las grandes empresas demandarían de nuevas investigaciones para ser comprobadas, pero, en el marco de este trabajo, resulta sumamente importante afirmar que la reticencia inversora<sup>21</sup> deviene como la conducta generalizada del gran empresariado local, con sus trascendentes derivaciones en materia inflacionaria (restricción de oferta) y del desarrollo potencial de la economía argentina.

## Bibliografía

- Agencia Nacional de Desarrollo de Inversiones (2008): *"Reporte de Inversión 2008"*, ProsperAr, Buenos Aires.
- Arceo, N., González, M. y Mendizábal, N. (2010): *"Concentración, centralización y extranjerización. Continuidades y cambios en la post-convertibilidad"*, CIFRA, Documento de Trabajo N° 4, Buenos Aires.
- Azpiazú, D. (2011): *La concentración en la industria argentina a principios del siglo XXI*, Cara o Ceca, Buenos Aires.
- Azpiazú, D. (2008): *"Formación de capital de emprendedores o "promoción" de la concentración económica?"*, en Realidad Económica, N° 238, Buenos Aires.
- Azpiazú, D. (2003): *Las privatizaciones en la Argentina. Diagnóstico y propuestas para una mayor equidad social*, CIEPP/OSDE, Buenos Aires.
- Azpiazú, D. y Manzanelli, P. (2011): *"Reinversión de utilidades y formación de capital en un grupo selecto de grandes firmas (1998-2009)"*, en Realidad Económica, N° 257, Buenos Aires.
- Azpiazú, D., Manzanelli, P. y Schorr, M. (2011): *Concentración y extranjerización. La Argentina en posconvertibilidad*, Capital Intelectual, Buenos Aires.
- Basualdo, E. (2006): *Estudios de Historia Económica. Desde mediados del siglo XX a la actualidad*, FLACSO-Siglo XXI Editores, Buenos Aires.
- Baran, P. (1959): *La economía política del crecimiento*, Fondo de Cultura Económica, México.
- Burachik, G. (2010): *"Extranjerización de grandes empresas en Argentina"*, en Problemas del Desarrollo. Revista Latinoamericana de Economía, N° 160, México.

<sup>21</sup> Esta hipótesis se encuentra, ahora, doblemente corroborada. Tanto por un estudio previo, cuyo universo de estudio son las empresas que cotizan en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, esencialmente de capitales nacionales (Azpiazú y Manzanelli, 2011); como por el presente trabajo, basado en el panel de las 500 empresas más grandes del país según la Encuesta Nacional a Grandes Empresas, que cuenta con una preponderante presencia de compañías transnacionales.

- CENDA (2007): *La trayectoria de las ganancias después de la devaluación: la "caja negra" del crecimiento argentino*, Notas de la economía argentina N° 4, Buenos Aires.
- Coremberg, A., Goldszier, P., Heymann, D. y Ramos, A. (2007): *"Patrones de la inversión y el ahorro en la Argentina"*, Serie Macroeconomía del Desarrollo, N° 63, CEPAL, Santiago de Chile.
- Dunning, J. (1976): *La empresa multinacional*, Fondo de Cultura Económica, México.
- Gaggero, A. (2008): *"Los grupos económicos nacionales. Repliegue y reestructuración durante las etapas de auge, crisis y salida del régimen de convertibilidad en Argentina (1991-2003)"*, Tesis de Maestría, UNTREF/INDEC, Buenos Aires.
- Hymer, S. (1972): *Empresas multinacionales: la internacionalización del capital*, Periferia, Buenos Aires.
- Kalecki, M. (1995): *Ensayos escogidos sobre dinámica de la economía capitalista*, Fondo de Cultura Económica, México.
- Manzanelli, P. (2010): *"Evolución y dinámica de la tasa general de ganancia en la Argentina reciente"*, en Realidad Económica, N° 256, Buenos Aires.
- Manzanelli, P. y Schorr, M. (2011): *"La extranjerización en la posconvertibilidad y sus impactos sobre el poder económico local: un balance preliminar"*, en Revista Industrializar Argentina, N° 14, Buenos Aires.
- Michelena, G. (2010): *"La evolución de la tasa de ganancia en la Argentina (1960-2007): caída y recuperación"*, Realidad Económica, N° 248, Buenos Aires.
- Nochteff, H. (1994): *"Los senderos perdidos del desarrollo. Elite económica y restricciones al desarrollo en la Argentina"*, en Nochteff, H. y Azpiazu, D.: El desarrollo ausente. Restricciones al desarrollo, neoconservadismo y elite económica en la Argentina. Ensayos de Economía Política, Editorial Tesis/Norma, Buenos Aires.
- PNUD (2009): *Transformaciones estructurales de la economía argentina. Una aproximación a partir del panel de grandes empresas, 1991-2005*, Buenos Aires.
- Serfati, C. (2001): *"El papel activo de los grupos predominantemente industriales en la financiarización de la economía"*, en Chesnais, F.: La mundialización financiera. Génesis, costo y desafíos, Losada, Buenos Aires.
- Sylos Labini, P. (1966): *Oligopolio y progreso técnico*, Ediciones Oikos-Tau, Barcelona.
- Tavosnanska, A. (2010): *"Crisis, devaluación y después. Breve historia de la recomposición de las ganancias empresariales en la Post Convertibilidad"*, AEDA, Congreso Anual 2010, Buenos Aires.