



realidad económica

Nº 321 • AÑO 48

1º de enero al 15 de febrero de 2019

ISSN 0325-1926

Páginas 9 a 34

ESTRATEGIAS

¿En el mundo del revés? La cúpula empresaria y la inversión en la Argentina 2002-2017*

Pablo Manzanelli**

* Este trabajo es una continuación de Manzanelli (2016) a partir de la nueva publicación de la Encuesta Nacional a Grandes Empresas que realizó el INDEC en enero de 2018, que permiten arribar a conclusiones adicionales de relevancia. La investigación se realizó bajo el patrocinio de la Agencia Nacional de Promoción Científica y Tecnológica en el marco del Proyecto PICT-2016-3306 "Condicionamientos estructurales, macroeconómicos y sectoriales, y sus manifestaciones en el sector externo". Se agradecen los comentarios de Eduardo M. Basualdo, Enrique Arceo y Cecilia Todesca Bocco a una versión preliminar de este artículo, y, por supuesto, se los exime de los errores u omisiones que contenga.

** Doctor en Ciencias Sociales (UBA), Magíster en Economía Política de la Facultad Latinoamericana de Ciencias Sociales (FLACSO) y Licenciado en Sociología (UBA). Investigador y profesor del Departamento de Economía y Administración de la UNQ y del Área de Economía y Tecnología de la FLACSO, Tucumán 1966, Of.35 (C1050AAN), CABA, Argentina. pdmanzanelli@gmail.com

RECEPCIÓN DEL ARTÍCULO: julio de 2018

ACEPTACIÓN: noviembre de 2018



Resumen

El propósito de este trabajo es de examinar el desempeño de la inversión de las grandes empresas no financieras que operan en la economía argentina en el período 2002-2017. Se trata de indagar tanto en la trayectoria de la inversión y su perfil sectorial como en lo que concierne a un conjunto de variables que se interrelacionan con el proceso de formación de capital. El interrogante explicitado en el título del trabajo obedece a un aspecto que desde las apariencias emerge como un desempeño peculiar de las grandes empresas. Esto es, que la tasa de inversión de la cúpula empresaria evidencia una trayectoria divergente a la tendencia que se advierte en el plano nacional y cuyos movimientos tienden a disociarse de los principales factores que inciden en las decisiones de inversión. Sin embargo, en el trabajo se ensaya una explicación de este fenómeno a partir de un análisis sectorial.

Palabras clave: Grandes empresas – Estrategias de inversión – Economía argentina.

Códigos JEL: O10, O11, O47

Abstract

Upside-down world? Business leadership and investment in Argentina 2002 - 2017

The purpose of this paper is to examine the investment performance of the large non-financial companies that operate in the Argentine economy in the period 2002-2017. The aim is to investigate both the investment trajectory and the sectoral profile of the investment, as well as what concerns a set of variables that interrelate with the capital formation process. The investment rate of the business leadership shows a divergent trajectory to the trend that is noticed at the national level and whose movements tend to dissociate from the main factors that influence investment decisions. However, in the work an explanation of this phenomenon is tested from the sectoral analysis of it.

Keywords: Large companies - Investment strategies - Argentine economy

Introducción

El propósito de este trabajo es examinar el desempeño de la inversión de las grandes empresas no financieras que operan en la economía argentina en el período 2002-2017, estableciendo ciertas comparaciones con lo ocurrido en la década de 1990. Se trata de indagar tanto en la trayectoria de la inversión y su perfil sectorial como en lo que concierne a un conjunto de variables que se interrelacionan con el proceso de formación de capital (margen de ganancia, reinversión de las utilidades, costos laborales, nivel de productividad y actividad económica).

El interés por estudiar el desempeño de la inversión en las grandes corporaciones se vincula con la trascendencia que asume la cúpula empresaria en la economía argentina y por consiguiente en el devenir de sus variables clave, entre ellas, la inversión. Al respecto, vale mencionar a simple título ilustrativo que las 500 empresas de mayor tamaño explicaron en promedio el 26,2% del valor de producción del total del país en el período 2002-2017, el 20,3% del valor agregado nacional, el 22,2% de la inversión bruta fija total y el 76,2% de las exportaciones del país.

Se trata de una medición que, dadas las características de la Encuesta Nacional a Grandes Empresas (ENGE) que elabora el Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC), subestima el grado de concentración. Ello puesto que la unidad de análisis que releva la encuesta (las 500 empresas de los sectores no financieros -excluido el agropecuario- de mayor valor de producción del país) es la empresa en lugar del grupo económico, instancia superior en la toma de decisiones y estrategias empresariales. Naturalmente, esta subestimación es insalvable. De allí que el presente estudio se circunscribe al nivel analítico de la empresa a la hora de evaluar el desempeño de la inversión de la cúpula empresaria¹.

¹ Sobre los criterios aplicados usualmente con respecto a la unidad de observación para la elaboración de estadísticas económicas ver Ryten (1996).

El interrogante explicitado en el título del trabajo obedece a un aspecto que desde las apariencias emerge como un desempeño peculiar de las grandes empresas. Esto es, que la tasa de inversión de la cúpula empresaria evidencia una trayectoria divergente a la tendencia que se advierte en el plano nacional y cuyos movimientos tienden a disociarse de los principales factores que inciden en las decisiones de inversión. Sin embargo, a lo largo del trabajo se ensaya una explicación de la trayectoria que asume la formación de capital en las corporaciones de mayor tamaño a partir de su análisis sectorial.

Con este propósito en el primer apartado se aborda el análisis del proceso general de inversión en las grandes empresas en forma comparativa con los senderos evolutivos de la inversión nacional. En la segunda sección se estudia la dinámica que adopta la inversión neta y su relación con algunas variables relevantes (tal el caso de la rentabilidad, la tasa de reinversión de utilidades, el costo laboral, la productividad y el nivel de actividad). En el tercer acápite se avanza en el examen de la inversión desde el punto de vista sectorial, aspecto que resulta esclarecedor de la trayectoria agregada de la inversión de la cúpula empresarial y, por último, cierran este artículo unas breves conclusiones finales.

1. La dinámica de la inversión de las grandes empresas *vis-à-vis* la nacional

Durante el horizonte temporal abordado en esta investigación la economía argentina atravesó no sólo por diversos gobiernos sino también distintos regímenes económicos que, por sus propias características, abrieron o estrecharon los campos de inversión en función de sus imperativos subyacentes.

En la década de 1990, en el marco de la administración de Menem (1989-1990) y sobre el final de la de De la Rúa (1999-2001), estaba en plena vigencia el modelo de valorización financiera y el plan de la Convertibilidad, en donde los factores que alentaron las decisiones de inversión en la cúpula empresaria estuvieron relacionados con el sustantivo proceso de privatizaciones de empresas públicas y la apreciación cambiaria que tendió a abaratar la importación de bienes de capital en un escenario de apertura comercial. Ambas cuestiones tuvieron su impacto en la tra-

yectoria de la formación de capital en el plano nacional². La escasa sustentabilidad de este proceso se puso de relieve en la inédita crisis de fin de siglo que, entre muchas otras cuestiones que no son objeto de esta investigación, se manifestó en una sustantiva reducción de la tasa de inversión.

La salida de la caja de conversión fija con la megadevaluación de la moneda en 2002 redujo los salarios reales y recompuso el nivel de rentabilidad en el ámbito productivo. Por su parte, en el marco de la elevación de los beneficios, el fuerte impulso a la demanda a partir de 2003 y el paulatino agotamiento de las capacidades ociosas, se experimentó un importante proceso de inversión en la economía argentina que se vio interrumpido a partir de 2008 con la irrupción de la crisis mundial y la emergencia de la denominada “restricción externa” (escasez de divisas) pocos años después³. La tendencia descendente del nivel de inversión se profundizó durante la gestión de Cambiemos a partir de diciembre de 2015 en un escenario signado por el retorno de la valorización financiera y las políticas de ajuste a la demanda⁴.

Con ciertas peculiaridades el comportamiento de la inversión de las corporaciones de mayor tamaño exhibió tendencias de distinta intensidad que las manifestadas en el plano nacional, especialmente en el marco del ciclo de gobiernos kirchneristas (2003-2015), por lo que resulta interesante estilizar los análisis del ciclo de la inversión desde el punto de vista de la formación de capital de la cúpula empresaria⁵.

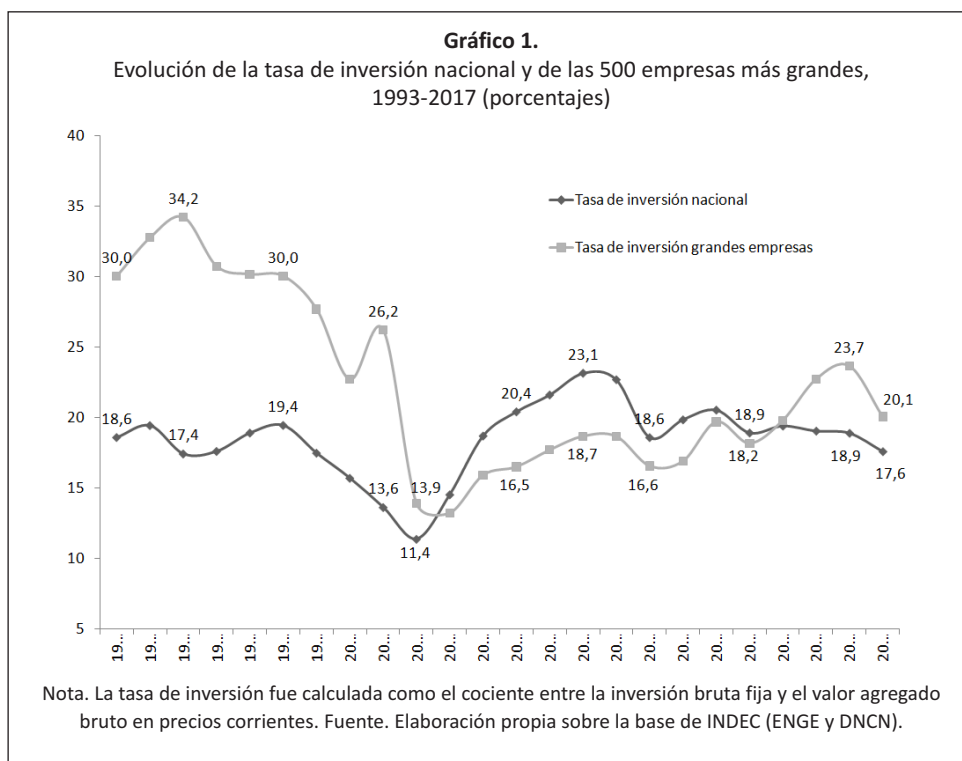
² Sobre la valorización financiera se recomienda consultar a Basualdo (2010), sobre las privatizaciones Azpiazu (2005), y respecto de la convertibilidad ver Cantamutto y Wainer (2013), Damill, Frenkel y Maurizio (2003) y Nochteff y Abeles (2000).

³ Respecto del análisis de la economía argentina de la posconvertibilidad desde una perspectiva macroeconómica puede consultarse Damill, Frenkel y Rapetti (2015), Manzanelli y Basualdo (2016) y Kulfas (2016). Sobre la problemática de la inversión y/o sus determinantes puede verse Coremberg y otros (2007), CEDES-CENIT (2010), CEPAL (2011), Manzanelli (2015) y Panigo y Oliveri (2007). En cuanto al impacto de la crisis mundial y la aparición de la restricción externa ver Abeles (2009) y Wainer, Schorr y Cantamutto (2016).

⁴ Sobre el particular véase Manzanelli, González y Basualdo (2017) y los informes de coyuntura del Centro de Investigación y Formación de la República Argentina (CIFRA), disponibles en <http://www.centrocifra.org.ar/>.

⁵ Este trabajo puede concebirse como una continuidad de una línea de investigación que lleva varios años en el Área de Economía y Tecnología de la FLACSO (Azpiazu y Manzanelli, 2011 y Manzanelli, 2011, 2015 y 2016).

Los datos aportados por el **Gráfico 1** permiten advertir que si bien en el decenio de 1990 la tasa de inversión de las 500 empresas de mayor tamaño fue superior a la registrada en el ámbito nacional, en el período 2003-2012 fue inferior a la misma, observándose las mayores brechas en el marco de la aceleración del proceso de inversión en el plano nacional (2003-2008). Entre 2012 y 2015 se pone de manifiesto, en cambio, una modificación en las tendencias de la trayectoria de la inversión de las grandes empresas *vis-à-vis* el agregado nacional. A tal punto que se asiste a un incremento considerable de la tasa de inversión en las primeras en el marco de la tendencia a la reducción de la inversión nacional que ya se había puesto de manifiesto a partir de 2008. La interrupción de este proceso, con la consiguiente caída de la inversión en la economía nacional y particularmente en el panel de grandes empresas, es contemporánea a la asunción de la administración de Macri y la nueva política económica implementada a partir de allí.



En suma, en el período 2003-2012 en el que se exhibieron mayores estímulos a la inversión desde el punto de vista macroeconómico en el plano doméstico (elevado crecimiento del nivel de actividad y la demanda, superiores niveles de rentabilidad, paulatino agotamiento de las capacidades ociosas, ausencia de desequilibrios macroeconómicos como los que se constataron luego y la expansión de los mercados mundiales) las grandes empresas mostraron un pobre esfuerzo inversor en relación con la trayectoria nacional y con lo acontecido por las grandes empresas en la década anterior.

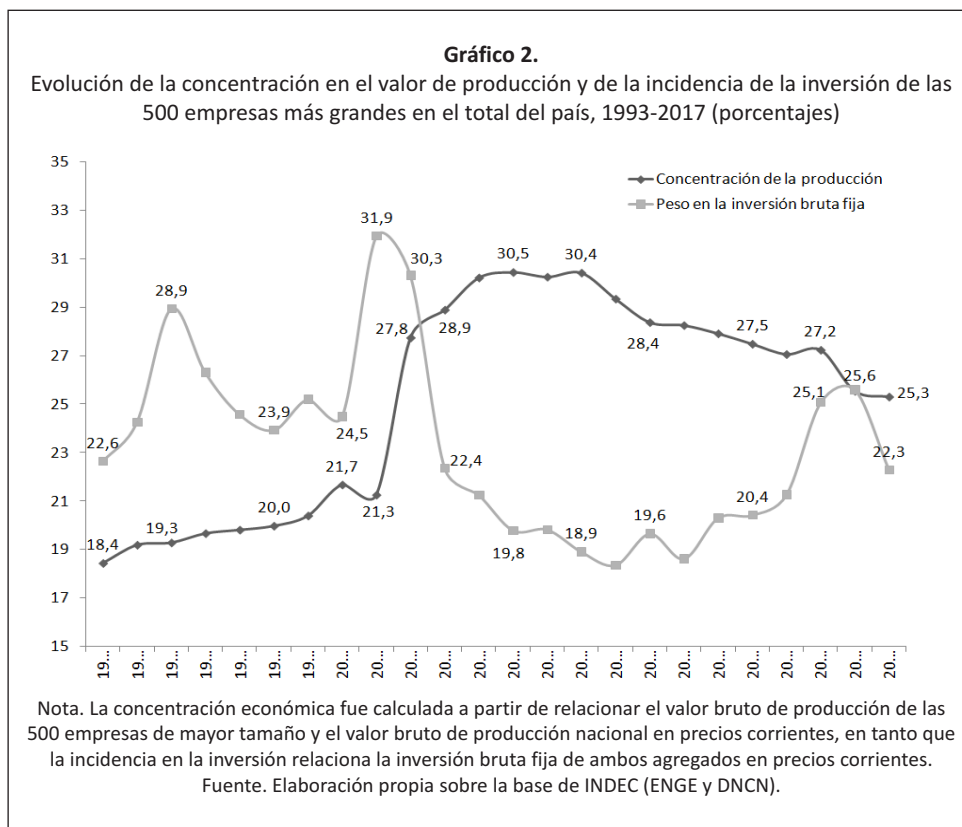
En cambio, en el período de mayor inestabilidad macroeconómica, de implosión de la crisis mundial, de marcada desaceleración -si no estancamiento- del nivel de actividad y de intensas pugnas sociales por la apropiación del excedente no fueron las grandes empresas las que explicaron la reducción de la tasa de inversión nacional sino que, por lo contrario, la cúpula empresaria elevó sustancialmente el nivel de inversión compensando, en parte, la caída en el orden nacional.

En el nivel analítico de las apariencias se trataría de una paradoja en la que las grandes empresas parecerían funcionar “en el mundo del revés”. Sin embargo, como se examinará más adelante, ello guarda correspondencia con el aumento de la inversión de YPF, la principal empresa del país, en el marco de la adquisición estatal del 51% del paquete accionario y los efectos de políticas específicas en el mercado de hidrocarburos como es el caso del Plan Gas y el sostenimiento de los precios internos en un contexto de caída de las cotizaciones internacionales de petróleo.

En efecto, como resultante de estas tendencias la trascendencia que asumen las grandes empresas en el devenir de la economía argentina experimentó ciertas fluctuaciones no sólo asociadas con su incidencia en la inversión nacional sino con la tendencia que experimenta la concentración económica. Si bien el comportamiento de la inversión resulta relevante para evaluar la dinámica que adopta el peso de las grandes firmas en la producción nacional, las transferencias de ingresos parecen haber ocupado un papel significativo en el mismo⁶.

⁶ En lo que respecta a la evolución y rasgos generales de la concentración económica en la Argentina se recomienda ver Azpiazu, Manzanelli y Schorr (2011), Gaggero, Schorr y Wainer (2014) y Manzanelli y Schorr (2013).

Tal como puede observarse en el **Gráfico 2**, en el marco de un incremento del peso relativo de las grandes empresas en la inversión nacional se asiste a un incremento de la incidencia de las 500 firmas más grandes en el valor de la producción nacional durante la década de 1990. La salida de la convertibilidad y la traslación de ingresos que conllevó la devaluación a favor de las grandes firmas provocaron un “salto” en la concentración que no tuvo relación con el proceso de acumulación de capital sino con la redefinición de los precios relativos. Asimismo, el sobredimensionamiento tecno-productivo y la morfología de sus mercados -muchas de las grandes firmas son oligopólicas en los mercados en los que operan- permitieron sostener ese elevado nivel de concentración económica en el período 2003-2007 a pesar del bajo nivel de inversión.



Sin embargo, esa menor inversión relativa de las grandes empresas conllevó, como uno de sus factores sobresalientes, una paulatina reducción del peso en el valor de producción nacional a partir de 2008, aunque manteniéndose en un estadio superior al vigente en los años noventa. Por su parte, la tendencia hacia la reducción de la gravitación de las compañías de mayor tamaño en el valor de producción se mantuvo entre 2012 y 2015 a pesar del incremento en la formación de capital y de su peso en la inversión nacional, lo cual se relaciona, como se examinará luego, con las características sectoriales de esa inversión que no logró sino desacelerar el ritmo de caída de la producción de hidrocarburos. Por último, resulta relevante remarcar la profundización de la concentración económica durante el bienio 2016-2017. Si bien se trata de un proceso en marcha es un hecho a resaltar que la nueva reducción del peso relativo de la inversión de las grandes empresas no estuvo acompañada, como en la salida de la crisis en 2002, de un aumento de la concentración por mayor apropiación de ingresos.

2. La inversión, sus principales condicionantes y sus interrelaciones

Un primer elemento a revisar para evaluar el desempeño de la inversión en las grandes empresas es el grado de asociación con el nivel de rentabilidad⁷. La información proporcionada por el **Gráfico 3** permite advertir que la estrategia de acumulación de capital en el seno de las grandes empresas ha tendido a disociarse de la evolución que registra el margen de utilidades (utilidad sobre valor agregado)⁸.

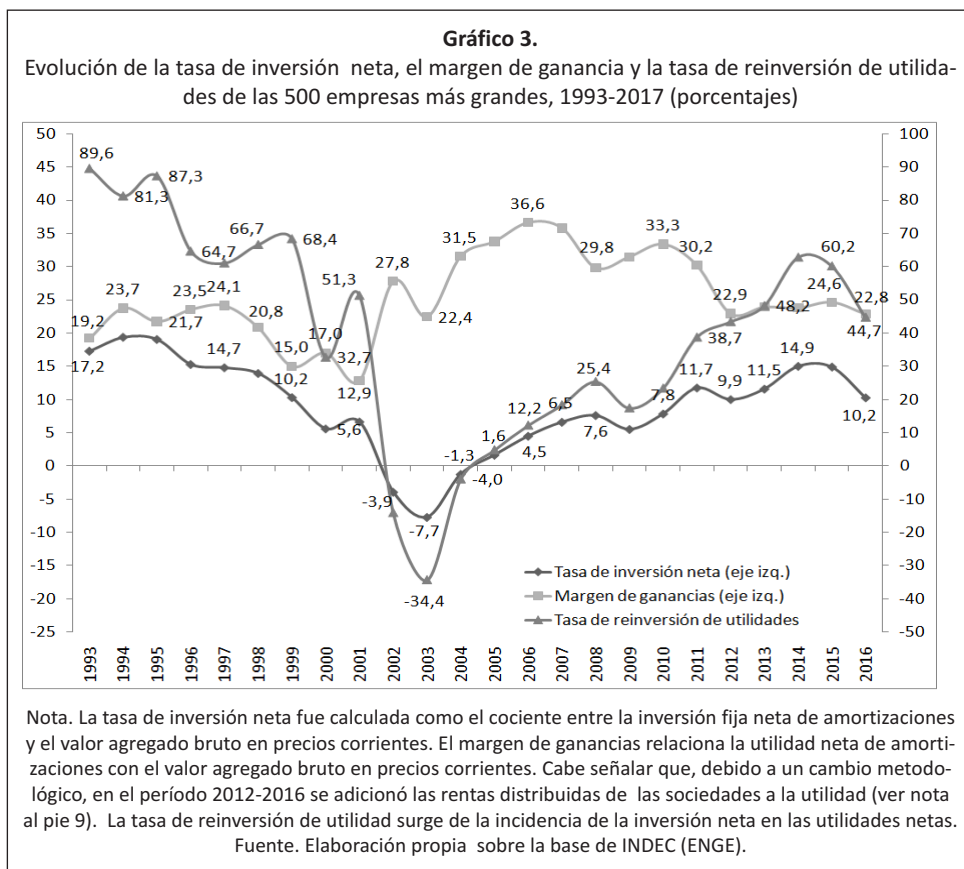
⁷ Desde la óptica subyacente en esta investigación el nivel de rentabilidad es la variable que ejerce mayor influencia en las decisiones de inversión, aunque no es la única. A juicio de Kalecki el ahorro interno de las empresas, la tasa de crecimiento de las ganancias y en sentido negativo la tasa de incremento del stock de capital fijo son los factores que determinan la inversión (Kalecki, 1956). Diversos autores avanzaron, posteriormente, en la necesidad de considerar el grado de utilización de la capacidad instalada para evaluar las decisiones de inversión (Amadeo, 1986; Lavoie, 1992 y 1995) y la variación de la demanda en la medida que incide en las expectativas de la realización de las ventas y en la rentabilidad esperada (Skott, 1989). Asimismo se debe considerar que en el marco de la internacionalización de la producción y la elevada apertura de las economías tales indicadores se subordinan en las empresas transnacionales, con mayor intensidad que antaño, al objetivo de maximizar la tasa de ganancia global dada una centralización de la gestión de las filiales mucho más intensa por parte de las casas matrices (Chesnais, 2001; Arceo, 2011 y Milberg y Winkler, 2013).

⁸ Dada la información disponible en la ENGE no resulta posible realizar una estimación para el conjunto del período de la rentabilidad sobre el capital fijo. De allí que se considera la rentabilidad sobre el valor

Tanto es así que en el período 2002-2011 se advierte una reducida propensión inversora en función de las altas rentabilidades internalizadas en el período. Es decir, en el marco de un significativo incremento del margen de ganancias la tasa de inversión neta (es decir, descontadas las amortizaciones de capital) manifestó un acotado crecimiento. Como fue planteado en investigaciones previas (Manzanelli, 2016) se verifica una reducida propensión inversora en este período o, lo que es lo mismo, una escasa canalización de las crecientes utilidades a la formación neta de capital. De allí que apenas reinvirtieron el 18,3% de las utilidades internalizadas en el período 2002-2011, lo cual contrasta con las otras etapas del período analizado.

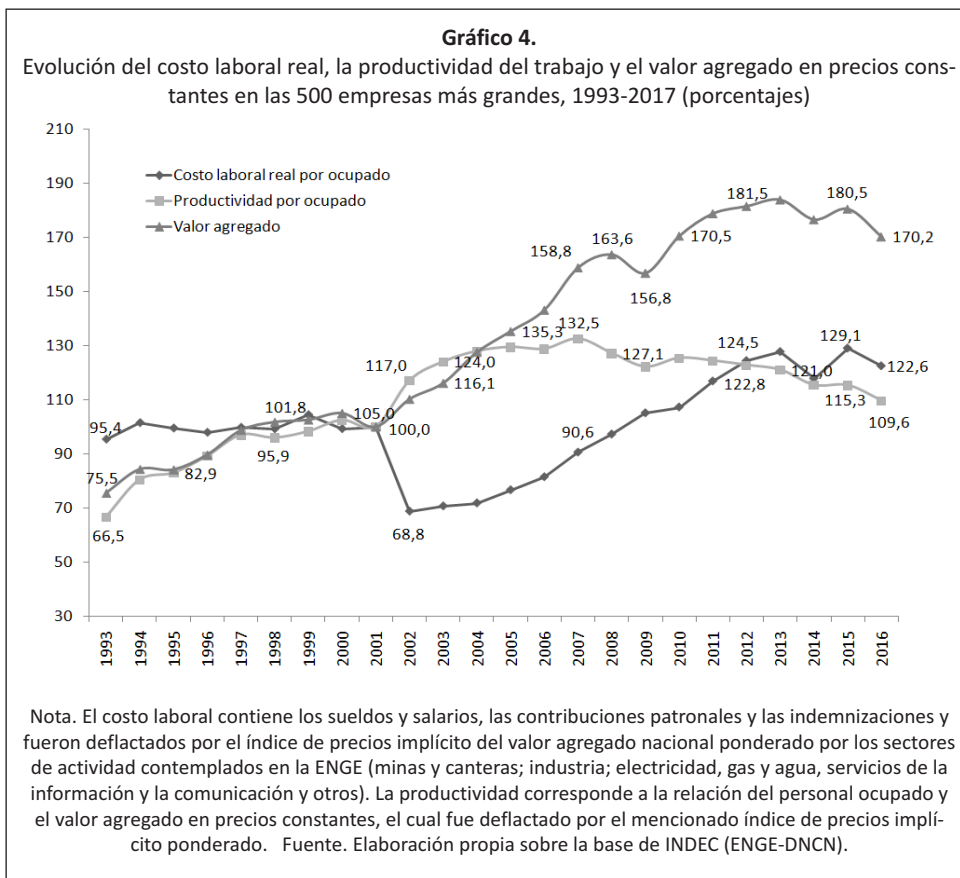
Sobre esto último cabe señalar que, por un lado, las elevadas tasas de inversión de las corporaciones de mayor tamaño durante el decenio de 1990 fueron contemporáneas a altos niveles de rentabilidad pero inferiores a las vigentes entre 2002 y 2011. En el período 1993-2001, si bien las tendencias son similares, la tasa de inversión neta se ubicó en un nivel apenas por debajo del de rentabilidad, registrándose una tasa de reinversión del 66,8% de las utilidades apropiadas. Al respecto, un capítulo especial corresponde al extenso programa de privatizaciones, cuyas empresas fueron adquiridas por consorcios en donde el capital extranjero tuvo un rol destacado en alianza con los principales grupos económicos del país. Las importantes inversiones iniciales que se realizaron en estas empresas públicas privatizadas, con altas tasas de retorno y mercados cautivos en virtud de su posición mono u oligopólica, ensancharon el campo de inversión en el seno de las grandes empresas. Se trataba de inversiones que, en buena medida, se desprendían de compromisos de inversión asumidos contractualmente por los adjudicatarios de las empresas privatizadas. Asimismo, la elevada apertura y apreciación cambiaria tendieron a abaratar los precios relativos de los bienes de capital importados en el marco de un intenso desplazamiento de las industrias menos eficientes, lo que puede haber incidido en el comportamiento de la inversión.

agregado como una aproximación a la problemática estudiada, considerando que tiene la virtud de observar el comportamiento de ambas variables (utilidad e inversión) sobre el mismo cociente (valor agregado), poniendo el acento en la tasa de reinversión de utilidades, aspecto central para esta investigación.



Por otro lado, la reducida propensión inversora del período 2002-2011 también contrasta con lo ocurrido entre 2012 y 2015, cuando en el marco de un menor margen de utilidades se constató un incremento para nada desdeñable del nivel inversión neta en el panel de grandes empresas -como se mencionó, muy asociado a la intervención estatal en el mercado de hidrocarburos-, alcanzando una tasa de reinversión de utilidades del 52,4% en promedio⁹.

⁹ Vale aclarar que en 2012 se llevó a cabo una revisión de los resultados de la ENGE que conllevó asimismo un cambio en la metodología de estimación de las utilidades, procediendo a sustraerle la distribución de dividendos a las mismas. Se trata de un aspecto controvertido puesto que las rentas distribuidas consti-



Este proceso se ve interrumpido en 2016, en el marco del primer año de gestión de Cambiemos. En un contexto operativo signado por la devaluación, la suba de la tasa de interés, la aceleración inflacionaria y el ajuste económico, se registró una

tuyen un destino de la utilidad que no debe ser sustraído de la misma. Para subsanar esta cuestión y homogeneizar la serie en este artículo se adicionaron las rentas distribuidas de las sociedades a la utilidad a partir de 2012. Aun así persisten diferencias entre el margen de utilidad que se presenta en este trabajo y el calculado por la ENGE en informes anteriores a las modificaciones para el período 2012-2014, respectivamente: 22,9% y 25,7% en 2012, 23,9% y 26,2% en 2013 y 23,8% y 26,6% en 2014. Se trata de otras revisiones que realizó el INDEC, donde se destaca una diferencia en la estimación de los impuestos a la producción, que si bien son de menor impacto no vuelven estrictamente comparable la serie.

caída en el margen de utilidad y un retroceso de la inversión de las compañías de mayor tamaño. Se trata de un nivel de inversión neta que retrocedió a los guarismos de 2012 (en torno al 10% del valor agregado).

El análisis de las fluctuaciones en el nivel de rentabilidad y su incidencia en la formación de capital quedaría inconcluso sin evaluarse el desempeño de dos indicadores clave para examinar sus variaciones: el costo laboral real y la productividad del trabajo (**Gráfico 4**).

Tal como surge de las evidencias empíricas, la recomposición del margen de ganancia en 2002 tuvo como principal factor explicativo la reducción del 31,2% de los costos laborales como consecuencia de la megadevaluación de la moneda y la consiguiente aceleración inflacionaria. También se incrementó la productividad por la combinación de la reactivación económica de las grandes empresas y la reducción del empleo¹⁰.

Las ganancias por productividad superaron a la recuperación de los costos laborales hasta 2012, cuando ambas variables se cruzan y determinan el establecimiento de un menor nivel de rentabilidad en las compañías de mayor tamaño.

En rigor, es en el período 2003-2007 cuando el margen utilidades alcanza sus picos máximos por efecto, fundamentalmente, de la vigencia de costos laborales

¹⁰ Si bien en 2002 el registro del valor agregado en el panel de las 500 empresas de mayor tamaño (incremento del 10,2% en precios constantes) puede resultar, en una primera y rápida lectura, poco consistente con la estadísticas nacionales (el PBI cae más del 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 21,1% 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 sobre las diferenciales capacidades de respuesta ante situaciones críticas que, en virtud del creciente poder oligopólico de tales firmas y de su marcada orientación exportadora, han compensado la caída del resto de la economía en 2002. Prueba de ello es que el coeficiente de exportación sobre el valor agregado de tales firmas fue del 86,1% en 2002, cuando en el promedio del período 1993-2001 apenas superaba el 37%, en tanto que, según consta en investigaciones previas, los oligopolios locales pudieron incrementar los precios industriales por encima de la media en 2002 (Manzanelli y Schorr, 2013). De todos modos, es notable que ese crecimiento se haya registrado con una inversión neta negativa.

significativamente inferiores a los de la década de 1990. Posteriormente, en el marco del estancamiento de la inversión en la cúpula empresaria se advierte una tendencia a la reducción de la productividad que, ante el incremento de los costos laborales, afectan los niveles de rentabilidad de las firmas líderes.

La recomposición de la inversión en el cuatrienio 2012-2015 no alcanza a reactivar el nivel de productividad y el de actividad económica del panel de grandes empresas, manteniendo en el primer caso la tendencia descendente y en el segundo se consolida el estancamiento, en tanto que los costos laborales reales crecen apenas el 1,2% anual acumulativo. Cabe señalar que tras la devaluación de 2016 se advierte una reducción del nivel rentabilidad de las grandes empresas. Ello, a pesar de que el costo laboral se redujo 2,8% entre 2015 y 2017.

3. Las disímiles trayectorias sectoriales de la inversión

La desagregación sectorial de la evolución de la inversión en el panel de grandes empresas resulta esclarecedora del proceso de formación de capital en el período 2002-2017, tanto en lo concerniente a la reducida propensión inversora del período 2002-2012 como a las fluctuaciones que se experimentaron a partir de 2012.

Debido a la importancia que tienen las firmas industriales en el panel de grandes empresas no financieras -en promedio 301 de las 500 fueron industriales en el período 1993-2017¹¹-, resulta interesante iniciar el análisis a partir de revisar el desempeño de la inversión de las empresas industriales y no industriales del panel.

Aunque contrastaron con las elevadas tasas de inversión del decenio de 1990 -por efecto, principalmente, del ensanchamiento del campo de inversión en las empresas privatizadas- las compañías no industriales fueron las que desplegaron un mayor ritmo de crecimiento de la tasa de inversión bruta en el período 2003-2015, la cual asume una singular expansión a partir de 2012 explicando el aumento de

¹¹ Si bien existe una preeminencia de firmas industriales en el panel vale decir que ese predominio fue disminuyendo en el período analizado: de un promedio de 315 empresas fabriles en el período 1993-2001, se redujo a 295 entre 2002 y 2015 y a 269 en 2017.

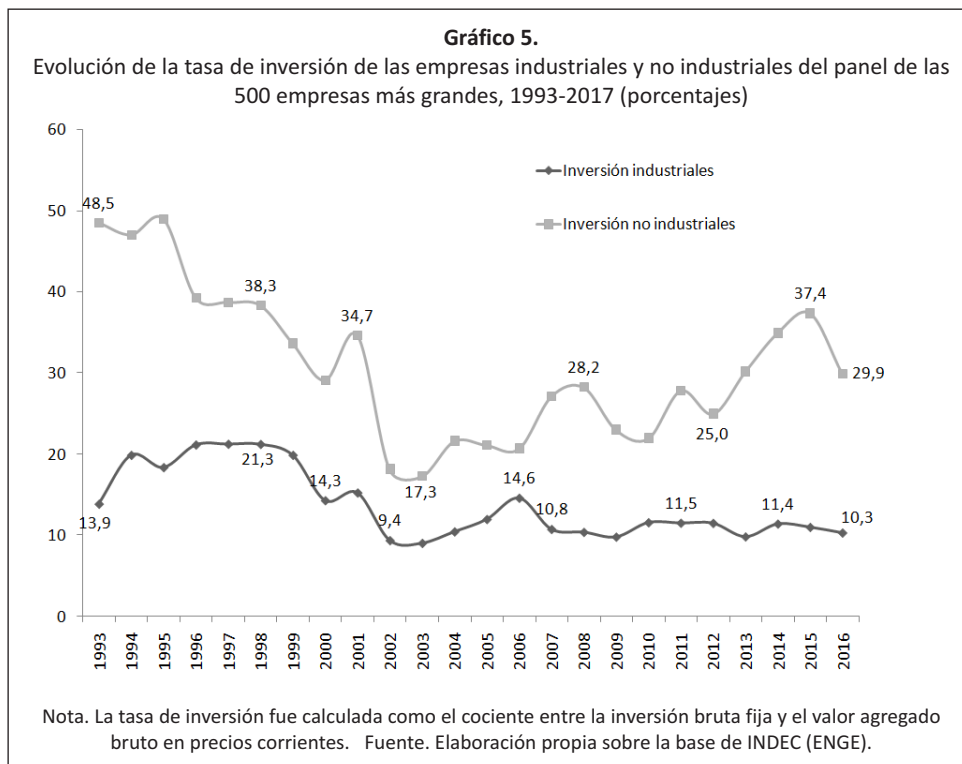
la tasa de inversión del panel en el período 2012-2015.

Así, la tasa de inversión de las grandes empresas no fabriles que integraron el panel de las 500 firmas de mayor tamaño fue, en promedio, del 29,7% del valor agregado bruto durante el período 2003-2015, siendo superior al agregado del panel (20,2%). Alcanzó el 24,2% en promedio entre 2002-2011 y trepó al 33,1% entre 2012 y 2015, para luego caer a alrededor del 30% en 2016-2017 (**Gráfico 5**). Se trata en todos los casos de niveles de inversión superiores a los de las firmas industriales y a los de la tasa de inversión nacional¹².

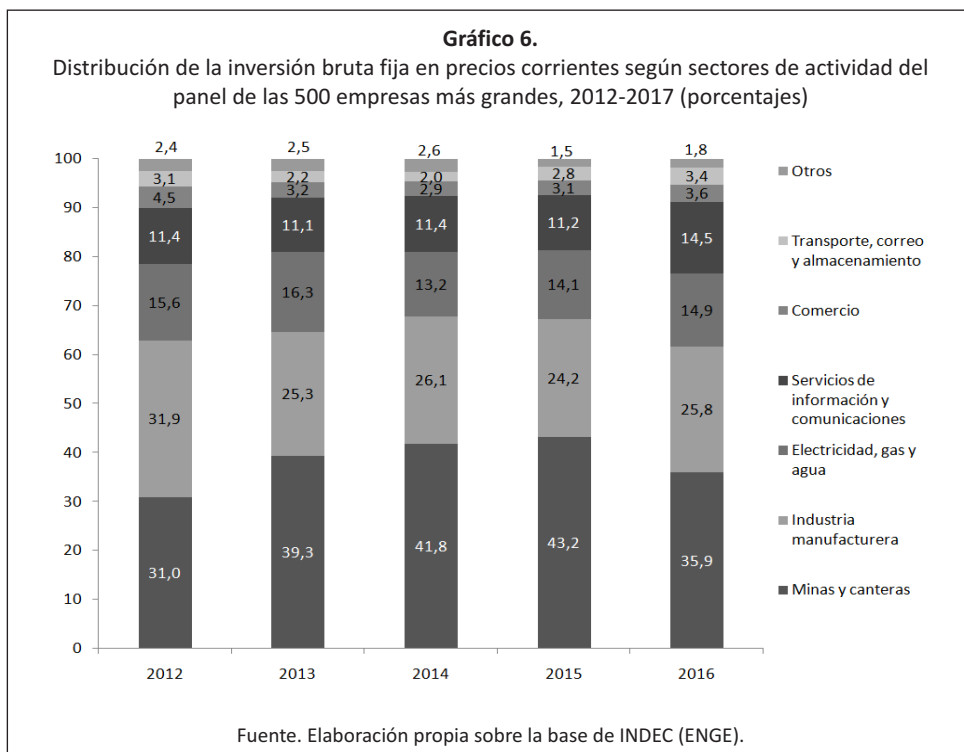
Bajo estas circunstancias poca duda cabe de que los bajos niveles de inversión de las grandes empresas durante el período 2002-2012 obedecen al comportamiento de las firmas industriales. La tasa de inversión en el ámbito fabril fue de tan solo el 11,1% sobre el valor agregado entre 2003 y 2015. Se trata de un nivel apenas superior a los requerimientos resultantes de las depreciaciones del capital que insume el proceso productivo, y es inferior al registrado durante los años noventa, cuyo nivel superior puede haber respondido a la reducción de los precios de los bienes de capital importados en un escenario de apreciación cambiaria y fuerte apertura externa, con importantes oportunidades de inversión en el ámbito de la actividad automotriz.

En el marco de la primera administración kirchnerista (2003-2007), en la que las corporaciones fabriles se apropiaron de ganancias sumamente elevadas, la in-

¹² Si bien el incremento de la tasa de inversión en el período 2012-2015 se abordará luego, cabe apuntar a modo de hipótesis que el para nada desdeñable desempeño de la inversión de las grandes empresas no industriales entre 2002 y 2011 puede haber respondido a la mayor presencia de firmas que se desempeñan en la actividad minera metalífera (en menor medida, a la extracción de hidrocarburos), traders de granos y comercio mayorista. En el rubro de las firmas vinculadas a los servicios públicos, si bien muchas de ellas tuvieron una pobre performance en materia de inversión (tal el caso, entre otras, de Telecom, Telefónica, TGN, TGS, Metrovías, Gas Natural Ban y Metrogas), las que fueron “reestatizadas” parecen haber desempeñado un importante esfuerzo inversor (como, por ejemplo, AySA, el Correo Argentino y Aerolíneas Argentinas). También, como lo observan Gaggero, Schorr y Wainer (2014), adquirieron cierto dinamismo un conjunto acotado de grupos económicos (ODS-Calcaterra, Caputo, IRSA, Electroingeniería, Indalo, Cartellone) que, si bien tienen cierta diversificación de actividades, tienden a insertarse en actividades no transables (construcción, juegos de azar, medios de comunicación) que operan a resguardo de la competencia externa o en forma dependiente de los recursos naturales (energía).

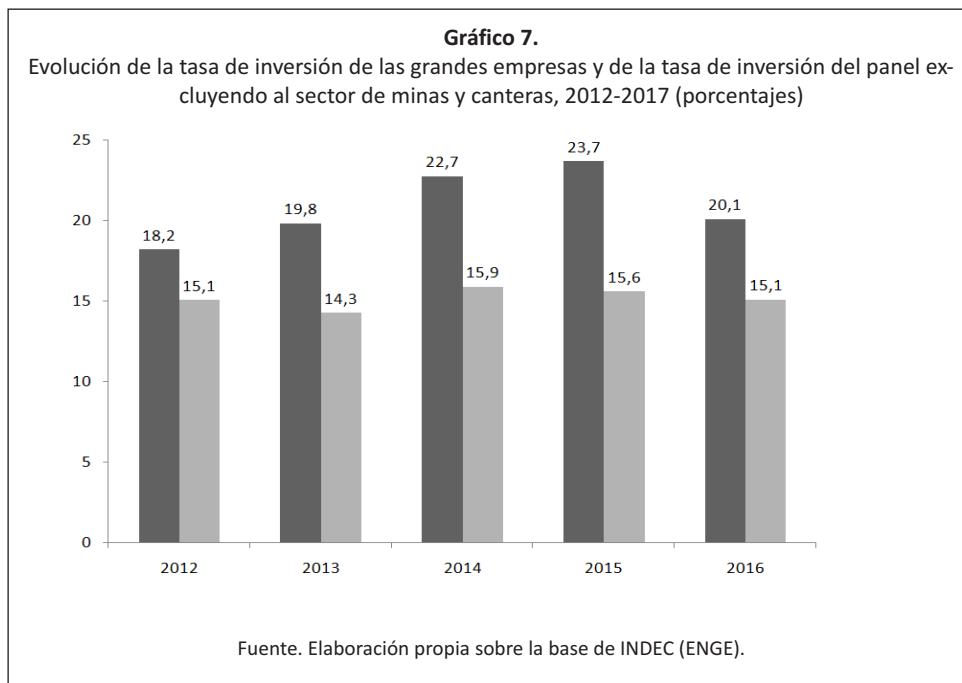


versión bruta alcanzó apenas el 11,6% del valor agregado. Tras poner en funcionamiento la casi totalidad del stock de capital preexistente en un proceso de fuerte impulso a la demanda, la formación bruta de capital en las firmas industriales trepó a su mayor nivel en 2006 (14,6%) para luego emprender una tendencia descendente hasta 2017. En efecto, entre 2008 y 2015, en el marco de la segunda fase de los gobiernos kirchneristas, las grandes corporaciones industriales invirtieron el 11,0% del valor agregado. Lo propio cabe para el promedio del período 2012-2015 (tasa de inversión del 11,0%) lo que resulta interesante dado que ante la emergencia de la restricción externa y la acentuación de diversos desequilibrios macroeconómicos el desempeño de la inversión de las grandes industrias de la economía argentina se mantuvo inmutable.



En efecto, el importante incremento de la tasa de inversión de las grandes empresas no industriales explican la expansión del nivel de inversión del panel entre 2012 y 2015, lo cual remite a la necesidad de analizar la inversión de las firmas no industriales de la cúpula empresaria con mayor detalle.

En el **Gráfico 6** se advierte que fueron las empresas asociadas con la producción de minerales metalíferos e hidrocarburos las que manifestaron un incremento en su incidencia en la inversión bruta fija del panel entre 2012 y 2015. De representar el 31,0% de la inversión en 2012 las empresas ligadas a minas y canteras treparon al 43,2% en 2015. Todas las otras actividades -es decir, no sólo las industriales que mantuvieron un bajo nivel de inversión en el período- redujeron su peso relativo en la formación de capital de la cúpula empresaria en ese período. Por su parte, en 2016 y 2017 esta tendencia se ve interrumpida y la participación de minas y can-



teras cayó más de 8 puntos porcentuales en un contexto de caída de la inversión global de las grandes firmas.

Cabe apuntar que el incremento de la presencia de la inversión de las grandes mineras y petroleras entre 2012 y 2015 no quiere decir que las otras empresas hayan disminuido su tasa de inversión, como sí ocurrió en el ámbito fabril. De hecho las grandes empresas vinculadas con la generación y provisión de electricidad, gas y agua, las que prestan servicios asociados con la información y la comunicación y las de transporte, correo y almacenamiento mostraron un incremento de la tasa de inversión entre 2012 y 2015, pero en términos agregados vieron disminuir su gravitación en la inversión de las 500 empresas de mayor tamaño en virtud del significativo incremento de la inversión en minas y canteras, donde se destaca el aporte de las grandes corporaciones basadas sobre la producción de hidrocarburos.

Esta relevancia de las corporaciones vinculadas con la minería metalífera y a la actividad de hidrocarburos para evaluar el desempeño de la inversión en el cuatrienio 2012-2015 se pone en evidencia al considerar la tasa de inversión de las grandes empresas incluyendo y excluyendo el sector productor de minas y canteras, puesto que en este último caso la tasa de inversión se hubiera mantenido estable en este período e incluso en el bienio 2016-2017 (**Gráfico 7**).

A modo de hipótesis, la determinación del papel de las empresas mineras y petroleras en el desempeño de la inversión de las grandes empresas se asocia con las nuevas políticas sectoriales que se implementaron a partir de 2012, las cuales contemplaron, por un lado, el incremento de las inversiones en hidrocarburos como consecuencia de la aplicación del Plan Gas y el precio sostenido en un escenario mundial de caída de los precios internacionales (el denominado “Barril Criollo”), y por el otro una modificación sustantiva de la estrategia económica de YPF al ser adquirido el 51% del paquete accionario por parte del Estado, la cual estuvo sustentada en una activa política de reinversión de utilidades que contrastó con la del período anterior en la que la distribución de dividendos ocupaba un papel decisivo en la estrategia de la firma. Ambas cuestiones tuvieron la finalidad de hacer frente a la caída de la producción y el abultado déficit comercial del sector que contribuyó a la emergencia de la “restricción externa” en la economía argentina¹³.

Una forma de aproximarse al papel que tuvo YPF en la inversión de las grandes empresas es a través de identificar el peso de la inversión en propiedades, plantas y equipo que surge de los estados contables de la firma (balance no consolidado) en la inversión bruta fija del panel de grandes empresas. Se trata de una aproximación a esta cuestión para evaluar si la hipótesis de la mayor incidencia de YPF entre 2012 y 2015 carece (o no) de sustento empírico.

La información proporcionada por el **Gráfico 8** permite constatar que el peso de YPF en la inversión total de las grandes empresas registró un incremento en el período 2001-2015 al pasar de explicar el 9,2% al 24,8% respectivamente. Sin embargo, tal aumento en la gravitación de la inversión no fue sistemático en el tiempo.

¹³ Al respecto, se recomienda consultar Barrera (2013), Schorr, Barrera, Kennedy y Palermo (2015) y Serrani y Barrera (2018).

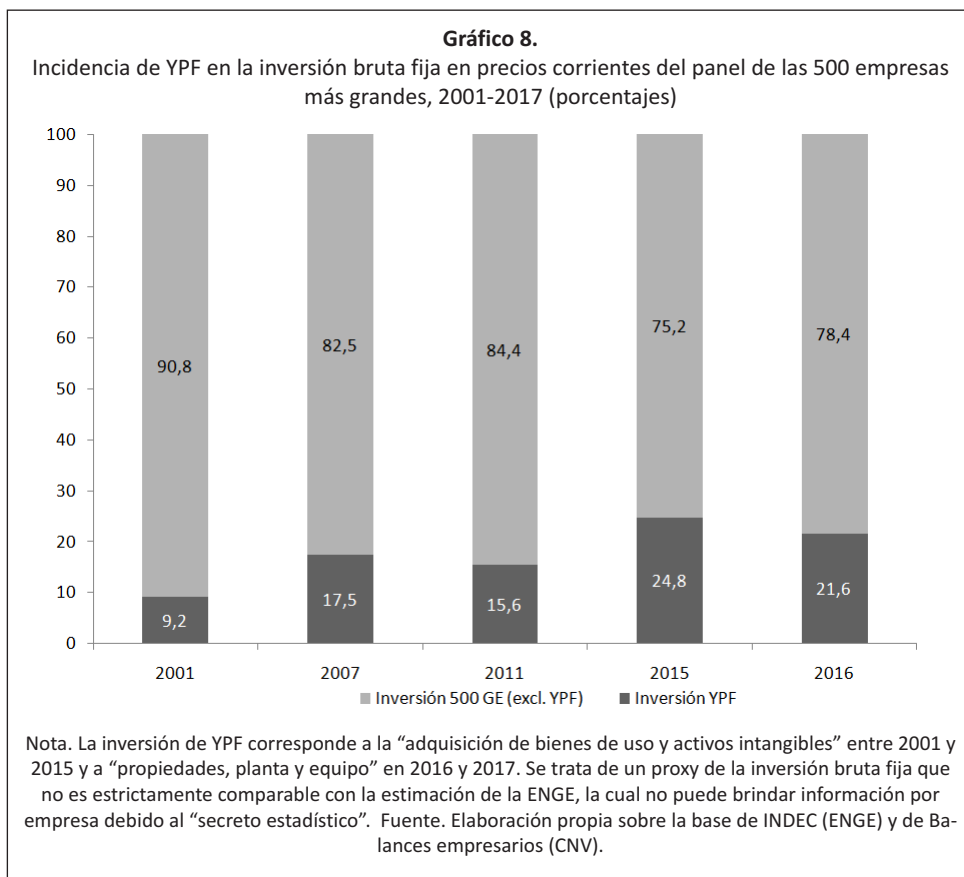
En primer lugar, cabe señalar que la inversión de YPF experimentó un aumento considerable entre 2001 y 2007, cuando alcanzó el 17,5% de la inversión bruta fija del panel. En segundo término, se evidencia una caída en su incidencia entre 2007 y 2011 en el marco de la compra accionaria del Grupo Petersen Energía y la implementación de una activa política de distribución de dividendos en asociación con la empresa controlante de la empresa (Repsol), quien financió de esta forma ampliaciones en el exterior¹⁴. Bajo estas circunstancias la presencia de la inversión de YPF cayó al 15,6% de la inversión total.

En tercera instancia, bajo el control estatal del paquete accionario de la firma a partir de 2012 se advierte un incremento notable de la participación de YPF en la inversión total de la cúpula empresaria llegando a representar un cuarto de la misma en 2015¹⁵. Por último, en el marco de la administración Macri se advierte una reducción del peso relativo de la firma en la inversión agregada del panel de casi 9 puntos porcentuales (hasta alcanzar el 16,1% en 2017).

En efecto, todo ello hace suponer que el rol del Estado asumió una importante determinación en el desempeño de la inversión de las grandes corporaciones que operan en minas y canteras -en especial por la influencia predominante de YPF- y,

¹⁴ La operación entre Petersen Energía y Repsol fue celebrada en febrero de 2008, adquiriendo el primero el 14,9% de las acciones a 2.235 millones de dólares con opción de comprar en el plazo de cuatro años un 10,1% adicional. En esta operación se estableció, tal como consta en los estados contables de 2009 de la compañía, la adopción de una política de dividendos por la cual YPF distribuía el 90% de las utilidades como dividendos. El diseño de la operación contemplaba un crédito por 1.015 millones de dólares realizado por Repsol a Petersen que fue abonado con las utilidades devengadas en los años posteriores (Schorr, Barrera, Kennedy y Palermo, 2015).

¹⁵ Tal como lo plantean Schorr, Barrera, Kennedy y Palermo (2015: 20), “la expropiación del 51% del capital accionario por parte del Estado argentino y el cambio en la composición del directorio marcaron un quiebre respecto de esta política... La actual conducción decidió una drástica reducción de los dividendos distribuidos entre los accionistas que giró entre el 5% y el 8% de las ganancias de cada ejercicio, sentando las bases para un proceso bastante intenso de capitalización de la empresa... El grueso de los recursos incorporados se canalizó hacia el segmento del upstream, donde sobresalen la adquisición de nuevos equipos de perforación y diversas inversiones para el desarrollo de áreas de producción en Vaca Muerta en asociación con empresas extranjeras (Chevron, Petronas y Dow). También resaltan las inversiones realizadas en tight gas y en el downstream (desarrollos en coque, una nueva unidad de CCR en el complejo industrial de La Plata y una planta de desulfuración en Luján de Cuyo)”



por consiguiente, en la trayectoria agregada de la inversión de las grandes empresas en la economía argentina.

Conclusiones

Uno de los principales hallazgos que se produjo en esta investigación, tanto por sus derivaciones en el devenir de la economía argentina como por sus implicaciones en el análisis de los factores que condicionan la inversión, es que las 500 empresas de mayor tamaño mostraron ciertas especificidades respecto del comportamiento de la formación de capital en el nivel nacional durante el horizonte

temporal abordado. Es decir, la inversión de las compañías de mayor tamaño se independizó del ciclo global de la inversión. Sin embargo, sobre estas particularidades vale la pena realizar unas breves consideraciones finales.

Por un lado, en el período 2002-2011 se constató el despliegue de una reducida propensión inversora que contrastó con superiores niveles de inversión en el nivel agregado. Esto ocurrió en el marco de un contexto general signado por la franca expansión de la economía argentina, con marcado crecimiento de la demanda agregada y en particular del consumo privado, una tendencia al agotamiento de las capacidades ociosas a partir de 2005 y, fundamentalmente, una elevación significativa del nivel de rentabilidad. Esto último se verificó, a su vez, en el panel de grandes empresas. Es decir, un incremento significativo en el margen de ganancia apropiado cuyo fundamento principal fue la reducción de los costos laborales tras la mega-devaluación en 2002 y, en mucha menor medida, por los ligeros avances en la productividad en el marco de un pobre esfuerzo inversor. En efecto, entre 2002 y 2011 se advierte una reducida tasa de reinversión de utilidades a pesar de los “estímulos de mercado” locales e internacionales, pero que fue heterogénea en el panel de grandes empresas siendo las corporaciones industriales los actores decisivos en el despliegue de la reducida propensión inversora.

Por otro lado, a partir de 2012 se asiste a una modificación de la tendencia de la inversión de las grandes firmas. A tal punto que en el marco de un estancamiento en el nivel de inversión nacional y de la irrupción de diversos desequilibrios macroeconómicos entre los que sobresale la emergencia de la denominada “restricción externa” (escasez de divisas), las compañías de mayor tamaño del país incrementaron significativamente la inversión hasta 2015.

Resultaría paradójico que en ese escenario general y en el contexto operativo de las grandes firmas -caracterizado por el alza de los costos laborales, el descenso de la productividad del trabajo y, consiguientemente, la reducción del nivel de rentabilidad- se pusiera de manifiesto una muy superior tasa de inversión financiada sobre la base de una activa reinversión de utilidades entre 2012 y 2015. Pero como fue problematizado a lo largo de este trabajo la cúpula empresaria se desempeña

“en el mundo del revés” en lo que concierne a la inversión sólo desde el punto de vista de las apariencias.

De allí que la apertura sectorial del proceso de inversión permite identificar la permanencia de la reducida propensión inversora en el seno de las grandes empresas industriales en tanto que la expansión de la inversión en este período estuvo explicada por las empresas no industriales, en las que el impulso estatal tuvo un papel determinante por la incidencia que asumieron las empresas productoras de hidrocarburos.

Al respecto, vale destacar el incremento del peso de YPF -bajo control estatal a partir de 2012- en la inversión de las grandes empresas, el cual llegó a explicar un cuarto de la inversión del panel en 2015. También el impacto de algunas políticas sectoriales en el campo de los hidrocarburos para modificar la tendencia decreciente de su producción. Por lo contrario, la insuficiencia de las políticas industriales en un escenario interno e internacional más adverso fue contemporánea a una reducida formación de capital en las grandes empresas industriales, cuya estrategia predominante se orientó a ajustar por precio en lugar de cantidad a partir de su capacidad oligopólica de fijación de precios (Manzanelli y Schorr, 2013).

En suma, todo ello pone de relieve la importancia que adquiere la intervención del Estado para ensanchar los límites de la inversión no sólo a través de los estímulos macroeconómicos y/o las regulaciones sino también, y principalmente, por intermedio de la implementación de políticas sectoriales y la participación en la producción directa de bienes. Más aún en economías abiertas y con considerables grados de transnacionalización como es el caso de la economía argentina.

Vale señalar que pese a su insuficiencia los intentos que se desplegaron en este sentido fueron superiores en la segunda etapa de los gobiernos kirchneristas (2008-2015). No se trató sólo de las mayores regulaciones económicas (cambiarías, financieras, y de comercio exterior) sino de una superior injerencia estatal en la producción directa de bienes (si bien YPF fue el hito más importante no pueden soslayarse las experiencias de empresas estatales como ARSAT, INVAP, Fabricaciones Militares) o el impulso de asociaciones de capital a través de la demanda estatal

con el objeto de sustituir importaciones (como fue el caso de Sinergium Biotech)¹⁶. Se trata de iniciativas que no tuvieron la centralidad que ameritaban pero que indican un camino alternativo para impulsar la inversión.

Es innegable que la asunción de Cambiemos implicó un giro en sentido inverso. Si bien es prematuro para evaluar las implicancias de la nueva política económica en la inversión de las grandes corporaciones, es evidente que su orientación va en sentido contrario a la implementada en el período anterior. Con el agravante que la contracción de la demanda y la apertura comercial, en un contexto internacional adverso, tienden a limitar aún más los campos de la inversión en el ámbito productivo a pesar de la búsqueda por reducir los costos laborales.

¹⁶ Sobre la política industrial en los últimos años se recomienda consultar a Lavarello y Sarabia (2015).

Bibliografía

- Abeles, M. (2009). El impacto de la crisis internacional en la economía argentina. Revista de Trabajo, 7, Buenos Aires.
- Azpiazu, D. & Manzanelli, P. (2011). Reinversión de utilidades y formación de capital en un grupo selecto de grandes firmas. Revista **Realidad Económica**, 257, Buenos Aires.
- Azpiazu, D. (2005). Las privatizadas. Ayer, hoy y mañana. Capital Intelectual, Buenos Aires.
- Azpiazu, D., Manzanelli, P. & Schorr, M. (2011). Concentración y extranjerización. La Argentina en la posconvertibilidad. Capital Intelectual, Buenos Aires.
- Barrera, M. (2013). Beneficios extraordinarios y renta petrolera en el mercado hidrocarbúrico argentino. Desarrollo Económico, 209-2010, Buenos Aires.
- Barrera, M. y Serrani, E. (2018). Energía y restricción externa en la Argentina reciente. Revista **Realidad Económica**, 315, Buenos Aires.
- Basualdo, E. M. (2006). Estudios de Historia Económica. Desde mediados del siglo XX a la actualidad. FLACSO-Siglo XXI Editores, Buenos Aires.
- Cantamutto, F. & Wainer, A. (2013). Economía política de la Convertibilidad. Disputas

- de intereses y cambio de régimen. Capital Intelectual, Buenos Aires.
- CEDES-CENIT (2010). “Overcoming barriers to investment and financing in Argentina”. Informe de Proyecto CEDES-CENIT, mimeo. Disponible en: <http://www.cedes.org.ar/Publicaciones/IF/2010/9150.pdf>
- CEPAL (2011). “Perfil reciente de la inversión y el crecimiento y desafíos futuros de inversión de la economía argentina”. Documento de CEPAL, mimeo.
- Coremberg, A., Goldszier, P., Heymann, D. & Ramos, A. (2007). “Patrones de la inversión y el ahorro en la Argentina”. Serie Macroeconomía del Desarrollo, 63, CEPAL, Santiago de Chile.
- Damill, M., Frenkel, R. & Maurizio, R. (2003). “Políticas macroeconómicas y vulnerabilidad social. La Argentina en los años noventa”. Serie Financiamiento del desarrollo, 135. CEPAL, Buenos Aires.
- Damill, M., Frenkel, R. & Rapetti, M. (2015). Macroeconomic Policy in Argentina during 2002-2013. Comparative Economic Studies, Vol. 57, Palgrave Macmillan UK.
- Gaggero, A., Schorr, M. & Wainer, A. (2014). Restricción eterna: el poder económico durante el kirchnerismo. Futuro Anterior Ediciones, Buenos Aires.
- Kulfas, M. (2016). Los tres kirchnerismos. Una historia de la economía argentina 2003-2015. Siglo XXI, Buenos Aires.
- Lavarello, P. y Sarabia, M. (2015). La política industrial en la Argentina durante la década de 2000”. CEPAL, Serie de Estudios y Perspectivas, 45, Buenos Aires.
- Manzanelli, P. & Basualdo, E. (2016). Régimen de acumulación durante el ciclo de gobiernos kirchneristas. Un balance preliminar a través de las nuevas evidencias empíricas de las cuentas nacionales. Revista **Realidad Económica**, 304, Buenos Aires.
- Manzanelli, P. & Schorr, M. (2013). Oligopolio y formación de precios. La industria argentina en la posconvertibilidad. En M. Schorr, (coord.). Argentina en la posconvertibilidad: ¿Desarrollo o crecimiento industrial? Estudios de Economía Política. Miño y Dávila, Buenos Aires.
- Manzanelli, P. (2011). Peculiaridades en el comportamiento de la formación de capital en las grandes empresas durante la posconvertibilidad, Apuntes para el Cambio. Revista Digital de Economía Política, 1, Buenos Aires.

- Manzanelli, P. (2015). Aportes al estudio de la formación de capital en la Argentina actual (2002-2012). *Revista Ensayos de Economía*, 46, Bogotá.
- Manzanelli, P. (2016). Grandes empresas y estrategias de inversión en la Argentina 2002-2012. *Revista Desarrollo Económico*, 218, Buenos Aires
- Manzanelli, P., González, M. & Basualdo, E. (2017): “La primera etapa del gobierno de Cambiemos. El endeudamiento externo, la fuga de capitales y la crisis económica y social”, en Basualdo, Eduardo (coord.), *Endeudar y fugar. Un análisis de la historia económica argentina, de Martínez de Hoz a Macri*. Editorial Siglo XXI, Buenos Aires.
- Nochteff, H. J. & Abeles, M. (2000). *Economic shocks without vision. Neoliberalism in the transition of socio-economic systems. Lessons from the Argentine case*. Institut für Iberoamerika-Kunde, Alemania.
- Panigo, D & Oliveri, M. (2007). “Determinantes de la inversión corporativa en empresas que cotizan en Bolsa. Evidencia empírica para Argentina 1994-2004”, Serie Documentos de Trabajo CEF-Argentina, Buenos Aires.
- Pérez Artica, R. (2013). *Acumulación de Liquidez y Exceso de Ahorro en Firms de Países Desarrollados*. Tesis de Doctorado en Economía, Universidad Nacional del Sur, Bahía Blanca.
- Ryten, J. (1996). “La empresa y el grupo económico como unidad de observación”. INDEC, Buenos Aires, mimeo.
- Schorr, M., Barrera, M. A., Kennedy, D., & Palermo, H. (2015). “Impacto socioeconómico de YPF desde su renacionalización: Desempeño productivo los mercados laborales y el entramado de proveedores”. Documento de la CEPAL, Santiago de Chile.
- Serrani, E. & Barrera, M. (2017). *Los efectos estructurales de la política energética en la economía Argentina, 1989-2014*. *Sociedad y Economía* 34, Cali.
- Wainer, A., Schorr, M. & Cantamutto, F. (2016). El sector externo de la economía argentina durante los gobiernos del kirchnerismo (2003-2015). *Revista Realidad Económica*, 304, Buenos Aires.