

martín schorr y andrés wainer (eds.)

LA FINANCIARIZACIÓN DEL CAPITAL

**Estrategias de acumulación de las grandes empresas
en Argentina, Brasil, Francia y Estados Unidos**

Prólogo de Pierre Salama

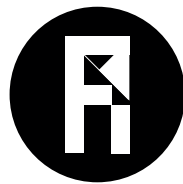


**FUTURO
ANTERIOR**

Martín Schorr y Andrés Wainer (eds.)

LA FINANCIARIZACIÓN DEL CAPITAL

Estrategias de acumulación de las grandes
empresas en Argentina, Brasil, Francia
y Estados Unidos



FUTURO
ANTERIOR

Schorr, Martín y Wainer, Andrés (eds.)
La financiarización del capital : estrategias de acumulación de las
grandes empresas en Argentina, Brasil, Francia y Estados Unidos.
1a ed. - Ciudad Autónoma de Buenos Aires : Futuro Anterior
Ediciones, 2018.

176 p. ; 20x14 cm. (Intervenciones)

ISBN 978-987-45905-4-1

1. Economía. 2. Política

CDD 330.82

Diseño de tapa: Pia Cárcova

© 2018, Martín Schorr y Andrés Wainer

© 2018, Futuro Anterior

Contacto: futuroanterioediciones@gmail.com

www.futuroanterior.com.ar

Queda hecho el depósito que marca la ley 11.723

ÍNDICE

Nota de los editores	7
Prólogo de Pierre Salama	13
Cambios en la estructura de propiedad y la financiarización de las grandes empresas en Francia	27
La reconfiguración reciente de las corporaciones no financieras en Estados Unidos	49
Financiarización del régimen de acumulación en Brasil: la evolución de la cúpula empresaria	79
Entre la economía real y la financiarización: estrategias de acumulación del poder económico en la Argentina reciente	119

NOTA DE LOS EDITORES

Este libro nació a partir de un proyecto conjunto que llevamos a cabo los autores a lo largo de 2017 en el marco de un intercambio que resultó sumamente fructífero entre el Centre d'Économie de l'Université Paris Nord y el Instituto de Altos Estudios Sociales de la Universidad Nacional de San Martín¹. El elemento que unió a los equipos de investigación de Francia y la Argentina fue su preocupación por el análisis del comportamiento de las grandes empresas no financieras partiendo de miradas heterodoxas situadas en el campo de la economía política.

Más allá de las múltiples diferencias que separan a las grandes firmas de países centrales y periféricos, en ambos casos registran una creciente financiarización. En los últimos años ha tenido lugar un desarrollo exponencial de la literatura en torno a la llamada financiarización de la economía. Definida como “un creciente rol de motivos financieros, mercados financieros, actores financieros e instituciones financieras en la economía local e internacional”, Gerald Epstein ubica a este fenómeno como uno de los cambios más importantes que ha atravesado la economía mundial en los últimos años junto al neoliberalismo y la globalización².

Las modalidades que adopta este fenómeno y sus consecuencias no siempre son iguales en los distintos espacios nacionales, incluso dentro de los países centrales y los periféricos. Como afirma Costas Lapavitsas, en estos últimos la liberalización financiera comenzó en la década de 1970 a través del desmantelamiento de los controles cuantitativos y de precios en

1. El proyecto “La financiarización de la empresa no financiera: aportes para un enfoque integrado” dirigido por Tristan Auvray (Francia) y Martín Schorr (Argentina) se desarrolló en el marco de un programa conjunto de formación entre la Universidad Sorbonne Paris Cité y el Consejo Interuniversitario Nacional de la Argentina.

2. Epstein, G. (2005): *Financialization and the world economy*, Edward Elgar Publishing, Londres.

los sistemas financieros internos, un proceso que se consolidó a fines del decenio de 1980 cuando se transformó en una estrategia pro-mercado impulsada por los organismos multilaterales de crédito y que fuera adoptada por las clases dominantes locales a partir del “Consenso de Washington”. En ese marco, la brusca apertura de la cuenta capital en las economías latinoamericanas junto a la fuerte entrada de bancos extranjeros determinó una especie de “financiarización subordinada”³.

Los cuatro capítulos que componen este volumen abordan distintos aspectos de este proceso de financiarización de las grandes empresas no financieras en los últimos años y sus implicancias en dos países centrales (Francia y Estados Unidos) y dos periféricos (Brasil y Argentina). En las páginas que siguen el lector podrá identificar varios elementos comunes como, entre otros, los efectos (perniciosos) que genera la financiarización sobre los niveles de inversión, la redefinición de las estrategias del poder económico en materia sectorial, las implicancias más salientes que el accionar del capital concentrado acarrea sobre las principales variables macroeconómicas y el rol de las políticas públicas para contrarrestar o potenciar esos efectos. Pero también podrá reconocer varias diferencias sobre las distintas lógicas que asume la financiarización de grandes empresas no financieras en el centro y en la periferia (al igual que al interior de cada categoría).

La revancha de los accionistas

Los trabajos que integran este libro bien pueden leerse por separado. Sin embargo, creemos que en su conjunto permiten dar una idea más integral del fenómeno de la financiarización de las grandes corporaciones no financieras. Antes de iniciar la lectura de los capítulos el lector se encontrará con un prefacio escrito especialmente por uno de los principales referentes mundiales del “latinoamericanismo”. Queremos agradecer a Pierre

3. Lapavitsas, C. (2016): *Beneficios sin producción. Cómo nos explotan las finanzas*, Traficantes de sueños, Madrid.

Salama por su generosa y valiosa contribución a esta obra colectiva. Su aporte excede largamente lo formal, ya que además de reflexionar sobre los distintos trabajos del volumen, nos propone una visión crítica sobre el problema de la financiarización en el capitalismo actual y menciona algunas de sus consecuencias más recientes en Brasil y la Argentina.

Los dos primeros estudios, elaborados por Tristan Auvray y Joel Rabinovich, abordan la dinámica que asumió la financiarización de empresas no financieras en dos naciones centrales: Francia y Estados Unidos. En ambos casos analizan una serie de cambios recientes en el accionar de las grandes firmas de estos países y sus impactos en las decisiones de inversión productiva y de distribución de dividendos. La diferencia entre ambos capítulos no solo radica en los casos analizados, sino también en la naturaleza de las transformaciones abordadas. Mientras que el eje del estudio sobre Francia está puesto sobre las estructuras de propiedad de las grandes empresas que cotizan en la bolsa de valores, en el caso de los Estados Unidos el foco está puesto en el ámbito productivo.

Como señalan los autores, el análisis de la composición de accionistas es crucial para comprender el comportamiento de las compañías en materia de inversión y empleo. Ello se ha visto reforzado durante las últimas décadas a partir de la revancha de los accionistas frente a los *managers*. Justamente, una de las principales características del proceso de financiarización de las grandes empresas es que tanto la suerte de los accionistas como la de sus directores ejecutivos ha pasado a depender del precio de las acciones. Ello ha llevado a que éstos últimos centren su atención en los rendimientos de corto plazo, favoreciendo el pago en efectivo a los accionistas y la valorización del precio de las acciones en detrimento de la inversión productiva de más largo aliento.

Las condiciones productivas que permitieron esta dinámica de relativamente baja inversión y alta distribución de dividendos por parte de las corporaciones estadounidenses es el eje del segundo capítulo. Estas condiciones no son otras que la deslocalización/relocalización de las distintas etapas del proceso productivo, lo cual ha permitido reducir los costos y aumentar los beneficios de las empresas transnacionales sin necesidad

de profundizar significativamente la estructura técnica del capital en los países centrales. Como apuntan Auvray y Rabinovich, esa deslocalización se vincula directamente con el proceso de financiarización al permitirle a las compañías no financieras ahorrarse buena parte de sus inversiones de capital y así liberar fondos para otros fines como la distribución de dividendos entre sus accionistas o la recompra de acciones.

Ahora bien, Auvray y Rabinovich argumentan además que el aumento de activos financieros de las compañías no financieras norteamericanas no se debe a su transformación en rentistas sino que está vinculado a la explotación, a nivel global, de ventajas impositivas. Esta es una cuestión neurálgica que está presente en todos los casos analizados, tanto en los países centrales como en los periféricos, y que, por su magnitud, plantea desafíos de primer orden en materia de políticas públicas.

Las dos últimas investigaciones tratan la financiarización de las grandes empresas en países periféricos, abordando los casos de Brasil y Argentina: la primera fue realizada por Lorenzo Cassini y Gustavo García Zanotti, mientras que la segunda la encararon Martín Schorr y Andrés Wainer.

El capítulo sobre la reciente experiencia brasilera expone los alcances y las limitaciones del régimen de acumulación en el gigante sudamericano a través del análisis de las corporaciones no financieras. De manera similar a lo acontecido en la Argentina, allí se observa un intenso proceso de centralización de capital que se inició con las privatizaciones de empresas públicas pero que luego continuó con fusiones y adquisiciones dentro del sector privado. En ambos casos dicho fenómeno fue acompañado por un proceso de reprimarización de las respectivas cúpulas empresarias y del perfil de especialización e inserción de las economías en la división internacional del trabajo.

Si bien existen diferencias de distinto tipo entre ambos casos, tanto en Brasil como en la Argentina se observa, al igual que en Francia y Estados Unidos, una suerte de “reticencia inversora” por parte de las grandes firmas no financieras, lo cual está asociado, aunque con distintos énfasis, a una estrategia de los capitales más concentrados que tiende a priorizar el giro de dividendos por sobre la canalización de recursos a la ampliación de las

capacidades productivas. De allí que no resulte casual que una de las singularidades de los países latinoamericanos estudiados pase por la intensidad asumida por la fuga de capitales, la cual, a pesar de los cambios políticos y económicos acontecidos en las últimas dos décadas, se ha mantenido vigente y cumple un papel central a la hora de explicar la debilidad inversora, la ausencia de cambio estructural en la matriz productiva y muchos de los numerosos problemas de estas economías en su sector externo.

Palabras finales

Recientemente se cumplieron diez años de la caída del banco de inversión Lehman Brothers, el evento más emblemático de la mayor crisis del capitalismo a nivel mundial desde la década de 1930. Esta crisis disparó un interesante y necesario debate sobre el papel de las finanzas en la fase presente del modo de producción capitalista. Lamentablemente, la perspectiva que ha predominado es la que sostiene que se trató de un “exceso de codicia” o un “conflicto de intereses” por parte de algunos inescrupulosos agentes financieros, cuestión que podría resolverse con la introducción de una serie de reglamentaciones puntuales que, cabe resaltar, no alteran las bases del ideario neoliberal. Desde un enfoque heterodoxo, este libro se propone, en cambio, posar la mirada sobre el accionar de la clase capitalista y de sus distintas fracciones hegemónicas en la etapa actual de globalización comercial, productiva y financiera. El lector podrá juzgar por sí mismo si hemos logrado el objetivo.

*Martín Schorr y Andrés Wainer
Buenos Aires, septiembre de 2018*

PRÓLOGO

DE PIERRE SALAMA¹

El despliegue de las actividades financieras no es, por naturaleza, parasitario. De forma general, las empresas actúan en un ambiente macroeconómico en el que toman pocas decisiones a largo plazo, y lo hacen en un contexto de información incompleta. La complejidad de la producción de hoy en día aumenta la incertidumbre en relación a la rentabilidad de los proyectos. La cobertura de esos nuevos riesgos conduce al desarrollo de productos financieros igualmente complejos. De esta manera, la complejización del mercado financiero es, de un cierto modo, la consecuencia de la complejización de la producción. Esta complejización financiera toma vuelo con la liberalización financiera (apertura, desintermediación y desregulación). La misma tiene ciertamente un costo, pero debería proveer una ganancia superior a ese costo².

Pero las finanzas, como Jano, tienen dos caras. Una “virtuosa” que acabamos de señalar, la otra “viciosa” que ha adquirido una amplitud descontrolada con la globalización financiera. La financiarización es la

1. Especialista en América Latina, economista, profesor emérito, Universidad Paris XIII. Sus trabajos se pueden consultar en <http://pierre.salama.pagesperso-orange.fr/>.

2. En términos marxistas, el trabajo en el sector financiero es “indirectamente productivo” (*El Capital, tomo III*) como puede serlo el de las actividades comerciales analizado por Marx. El trabajo que se despliega en este caso no es productivo, pero tampoco improductivo. Pagado sobre la base de la plusvalía, permite incrementarla gracias, entre otros aspectos, a una rotación más importante del capital. Sin embargo, el desarrollo financiero no sirve solamente para mejorar las condiciones de valorización de capital, es igualmente causa y consecuencia de la especulación. Su dimensión predatoria sobre la plusvalía se acentúa y, en cierta medida, el trabajo indirectamente productivo deviene improductivo, es decir no susceptible de creación de valor, incluso indirectamente. Cohabitan así en este tipo de trabajo dos dimensiones: indirectamente productivo e improductivo. Con la financiarización, el segundo prevalece sobre el primero.

“enfermedad infantil” de las finanzas, su propia bestia. La financiarización es el umbral a partir del cual el sector financiero, más lucrativo que el industrial, se desarrolla a expensas de este último. Existe un viraje hacia la “financiarización” dado que el desarrollo de estas actividades obedece principalmente a la atracción de los nuevos productos financieros por sí mismos, más que al objetivo de disminución de riesgos en el sector productivo.

El sector financiero parece entonces autonomizarse del sector productivo. En este sentido, podemos decir que las relaciones entre las finanzas y el trabajo están fetichizadas y son complejas. Fetichizadas porque las finanzas y el trabajo parecen operar una y otra en dos dominios estancos: el dinero parece autonomizarse, y como el milagro de la multiplicación de los panes, producir dinero a partir de sí mismo sin que ello tenga relación con el trabajo y las condiciones de trabajo. Complejas, porque las relaciones existentes entre el desarrollo de las finanzas y las condiciones de trabajo (nivel salarial, empleo y tipos de empleos), se desarrollan de manera subterránea y aparecen más claramente durante las crisis. En el contexto de la globalización comercial y financiera estas relaciones, que superan el marco nacional, son difíciles de descifrar, debido a que los aspectos virtuosos y viciosos son las dos caras de una misma moneda. En otras palabras, las finanzas virtuosas contienen en sí mismas las tendencias a la financiarización que las desnaturalizan. Hay entonces una relación dialéctica entre ambas³.

3. Este enfoque dista del realizado por la mayor parte de los economistas. Para estos, las finanzas son o bien virtuosas o bien viciosas, nunca las dos cosas a la vez. Ver la introducción al libro de la CEPAL dedicado a este tema: Abeles, M., Pérez Caldentey, E. y Valdecantos, S. (edits.) (2018): *Estudios sobre financiarización en América Latina*, CEPAL.

A. Los efectos de la financiarización en general son:

1. Una tendencia al estancamiento del salario medio⁴, 2. una dispersión cada vez mayor en el seno de los ingresos laborales, donde lo más elevados aumentan mucho más rápido que los de estratos inferiores, y donde estos últimos incluso pueden bajar de manera absoluta bajo la creciente precarización y la extensión de las jornadas de tiempo parcial, y finalmente 3. una desigualdad creciente en el universo de las ganancias, que provienen de un capital que aumenta, con frecuencia, de manera desmesurada.

En un mundo donde el crecimiento de las finanzas es acompañado de una creciente desigualdad de ingresos, de una mayor precarización de los empleos, de una importante desafiliación sindical y de una tendencia al estancamiento de los salarios reales, Brasil se destaca por la singularidad de los gobiernos de Lula y el de Rousseff. Por un lado, las finanzas se desarrollaron, el crédito se expandió y las reservas internacionales aumentaron. Por el otro, la pobreza se contrajo, la desigualdad en ingresos se redujo ligeramente (si no tenemos en cuenta al 5% más rico), los salarios aumentaron, mejoró el cociente entre empleo formal/informal y la desocupación disminuyó. Esta paradoja, sin embargo, no ha durado más que una decena de años, aproximadamente. La financiarización, *tigre de papel* pero con “dientes atómicos”⁵, ha producido la peor crisis experimentada

4. Esto no siempre es así teniendo en cuenta que los políticos intentan favorecer un alza del salario mínimo por encima del crecimiento de la productividad del trabajo, como fue el caso de Brasil, especialmente en los gobiernos de Luis Inácio “Lula” Da Silva y Dilma Rousseff. Sabemos, sin embargo, que en desmedro de una política agresiva sobre el tipo de cambio orientada a evitar su apreciación y una política industrial que tenía por objetivo mejorar sensiblemente la productividad laboral, esta política salarial, éticamente necesaria, ha contribuido al deterioro de la competitividad industrial.

5. Salama, P. (2017): “Financiarization in Brazil: A paper tiger, with atomic teeth?”, en Faruk Ulgen (edit.): *Financial Development, Economic Crisis and Emerging Market Economies*, Routledge y Salama, P. (2018): “Is the change in globalization’s rhythm an opportunity for Latin-American emerging economies?”, en Chadarevian, P. (edit.): *The Political Economy of Lula’s Brazil*, Routledge.

por Brasil desde la década de 1930⁶, con graves consecuencias en el nivel de empleo, los salarios y la pobreza, revelando así la gran fragilidad de las instituciones políticas del país.

La financiarización en Brasil, del milagro al espejismo

Contrariamente a aquello que muchas veces se ha escrito, no fue la caída del precio de las materias primas y sus volúmenes exportados lo que generó la crisis. Dicho fenómeno no hizo más que precipitar una crisis que estaba latente: la rentabilidad de las empresas industriales había bajado poco antes de la caída en los precios de las materias primas.

Brasil. Beneficios netos en la industria de transformación, en % del PBI, 2005-2014 (sin Petrobras)

2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
1,38	1,25	1,49	1,06	1,26	1,26	0,86	0,70	0,76	0,78

Fuente: Nota CEMEC 06/2015 (Centro de Estudios de Mercado e de Capitais), donde se encuentra una serie de diferentes mediciones de la rentabilidad de las empresas.

Esta crisis latente se manifiesta a través de una desindustrialización precoz, donde las empresas son incapaces de resistir adecuadamente a la competencia. Ello se debe al aumento del costo salarial expresado en dólares (producido en parte por el incremento de los salarios reales y, sobre todo, por la fuerte apreciación de la moneda nacional), a la muy débil progresión de la productividad del trabajo, debido a la insuficiencia de inversiones en la industria, y a un escaso esfuerzo en investigación y desarrollo.

A partir de lo que acabamos de mencionar, resulta importante trazar las fronteras entre las finanzas y la financiarización. Una es necesaria para el capital y su reproducción ampliada en un mundo donde la complejización de la producción es crecientemente dominante, la otra tiene efectos deletéreos a mediano y largo plazo sobre la inversión, el empleo y sus formas, así como en los salarios (su nivel y dispersión), lo que lo hace muy rentable

6. Tasa de expansión del PBI en Brasil, 2009-2018 (en gris los años de crisis):

2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018*
-0,7	7,5	2,7	0,9	2,3	0,5	-3,8	-3,5	1,1	1,5

Fuente: CEPAL (2010). Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe. Desde 2014 se utilizaron datos de OCDE. (2018 proyectado).*

a corto plazo para una franja reducida de la población, devenida rentista. La dificultad radica en que estas fronteras son porosas, sinuosas y, con frecuencia, ciertas actividades que aparentan contribuir a la producción acaban desviándose y: 1. afectan negativamente la inversión, 2. favorecen las opciones cortoplacistas, 3. tienen un impacto regresivo sobre los salarios, el empleo y la distribución de ingresos y 4. generan una sociedad cada vez más excluyente. Con la globalización productiva y financiera, estas fronteras son cada vez más difíciles de trazar en la medida en que devienen porosas. Sin embargo, es absolutamente necesario hacer el esfuerzo teórico de distinguirlos. Este es un desafío pendiente de los artículos presentados en esta obra, ya que los mismos se focalizan centralmente en la acumulación de los activos financieros en detrimento de los activos menos líquidos, y a un análisis minucioso y muy útil de las diferentes composiciones de los activos de las empresas de mayores dimensiones.

B. La financiarización aprehendida a un nivel tanto macro como micro

Los efectos perversos de la financiarización se despliegan a nivel macroeconómico. La ley recientemente votada en Brasil para contener el déficit fiscal limita la progresión del gasto público. La misma revela los efectos perversos de la financiarización y el poder de los *lobbies* financieros en la medida en que no pretende fijar un techo para las tasas de interés reales (las cuales resultan decisivas en la expansión del déficit presupuestario, ya que la carga de la deuda pública aumenta en sintonía con el déficit a cubrir, pero también y sobre todo con el alza de las tasas de interés), lo que constituye una fuente de enormes ganancias para las instituciones financieras. Con la limitación al aumento del gasto y el no control de las tasas de interés, la reducción del déficit público implica entonces necesariamente una reducción del gasto social, concretamente aquel que financia la pensiones y jubilaciones, así como en una caída de la inversión pública que se paga hoy, como en los otros países de América Latina, bajo la forma de un freno al crecimiento económico. La reducción del gasto

social apela a una privatización parcial de algunos de esos servicios y a un alza del endeudamiento de los hogares para cubrir sus necesidades de salud y complementos jubilatorios, aspectos que dan cuenta de la extendida rentabilidad de los bancos y del sistema financiero en su conjunto y, por lo tanto, de una financiarización todavía más elevada de la economía, como lo ha mostrado Lena Lavinas⁷.

La financiarización también puede ser aprehendida a un nivel micro. El desarrollo de las burbujas especulativas en los países avanzados y su estallido ha sido facilitado por: 1. la adopción de mecanismos contables que valorizan los activos en función de sus precios de mercado (“*mark to market*”), 2. la posibilidad por parte de los bancos de vender en forma muy lucrativa los riesgos incurridos, gracias a la construcción y a la emisión de productos financieros titularizados cada vez más sofisticados, y de eliminarlos de sus balances y 3. las teorías “*científicamente astutas*” que subestiman en forma sistemática los riesgos adquiridos en la compra de productos titularizados cada vez más complejos.

De esta forma concebida, la ingeniería financiera adquiere una lógica propia de un fugitivo, el crédito deja de apoyarse en las perspectivas de ingresos de los prestamistas y, en cambio, lo hace sobre el anticipo del valor de su riqueza⁸. Es lo que ocurrió en la crisis de las hipotecas *subprime*: los hogares de ingresos modestos se apalancaron y su endeudamiento dio lugar a productos financieros complejos, por no decir activos chatarra (*junk*). A ambos extremos de la cadena, todo parecía marchar sobre ruedas: los sectores de ingresos medios y bajos podían comprar, sin tener los medios necesarios, hipotecando sus bienes como contrapartida de sus créditos. Del otro lado de la cadena, el incremento de la demanda, a pesar del estancamiento de los salarios reales, volvía rentables las inversiones, de forma tal que, más allá de que una propor-

7. Lavinas, L. (2017): *The Takover of Social Policy by Financialization: The Brazilian Paradox*, Palgrave MacMillan.

8. Numerosos estudios se han consagrado a estos aspectos. Podemos citar el libro de Bourguinat, H. y Bryis, E. (2009): *L'arrogance de la finance, comment la théorie financière a produit le krach*, La découverte, así como el de Aglietta, M. y Berrebi L. (2007): *Désordres dans le capitalisme mondial*, Odile Jacob.

ción creciente de los beneficios brutos se consagraba al reparto de dividendos, la inversión aumentaba de manera absoluta y con ella el crecimiento y el empleo.

Sin embargo, la burbuja especulativa sobre estos productos financieros que enriquecía a los más ricos, sembraba dudas respecto de su solvencia. Cuando esta desconfianza se instala, la preocupación da paso al temor, luego al pánico, la burbuja estalla y sobreviene la crisis abierta: las tasas de interés aumentan y los pobres ya no pueden garantizar el pago del servicio de sus deudas, quedan en la calle, empobrecidos y endeudados. El milagro del *boom* económico, del *boom* financiero, de la estabilidad de los salarios medios y el aumento del poder de compra gracias al crédito, se convierte en el espejismo que en verdad era.

Retomando una expresión de Minsky, llegamos rápidamente a un financiamiento del tipo *Ponzi*⁹. El sistema implosiona: la explosión de la burbuja conduce a una desvalorización brutal de los activos, y aquello que antes favorecía la burbuja (el “*equity value*”, es decir la diferencia positiva entre el valor de mercado y el crédito acordado), se transforma en su opuesto: el valor de mercado se sumerge, situándose debajo del valor de los créditos a reembolsar. La reversión del ciclo provoca una brutal recuperación de la liquidez: las empresas financieras procuran liquidez para financiar un riesgo que, antes transferido y diseminado, ahora deviene fuertemente revalorizado. Las empresas no financieras, con la depreciación de su capitalización, observan cómo toda una serie de *ratios* “pasa a alerta roja” y confrontan una creciente ausencia de liquidez. Los capitales de las empresas transnacionales abandonan los países de América Latina para abastecer de liquidez a sus casas matrices, incrementando así las dificultades que enfrentan estos países. Los bancos dejan de prestarse entre sí y a *fortiori* detienen brutalmente los préstamos a las empresas.

9. El economista estadounidense H. Minsky, teórico de la inestabilidad financiera, identificó como etapa Ponzi al momento en que las entidades bancarias y financieras prestan sin atender la solvencia del público, especulando con el aumento en los precios de los activos subyacentes. Ello deriva en burbujas financieras que, al estallar, desencadenan las crisis (NdT).

El “*credit crunch*”¹⁰ transforma la crisis financiera en una crisis económica. La crisis deviene *sistémica*, la misma afecta incluso a aquellas empresas que tuvieron una gestión prudente, lejos de la manipulación, antes lucrativa, de los productos financieros titularizados. La crisis se propaga con fuerza por encima de las fronteras, a través de los canales forjados por la globalización financiera. Se suman a estas dificultades crecientes, una retracción de los mercados en los países industrializados por efecto de la crisis de la economía real que allí se desarrolla. La falta de liquidez, la fuga de capitales, la reducción de mercados externos, transforman la crisis financiera en las economías emergentes, concretamente en las latinoamericanas, en crisis de la economía real¹¹ y abren el camino a políticas contracíclicas por parte de los gobiernos de estos países para abastecer de liquidez suplementaria, contrarrestar el *credit crunch*, y reemplazar la ausencia de dinamismo de los mercados externos a través de la dinamización de los mercados internos. El sector financiero, que parecía autonomizarse del sector productivo, precipita una crisis latente.

La financiarización tiene un costo en términos de funcionamiento del mercado de trabajo (jerarquía y nivel de salarios) y del empleo (flexibilidad, precarización, trabajo a tiempo parcial, en este sentido esta relación poco visible es estructural). Cuando la crisis ocurre, las consecuencias son inmediatas, la crisis financiera deviene en crisis económica y social. Mientras más independiente parece la financiarización respecto del sector productivo, más brutales son los retornos a la realidad.

Con el poderoso incremento del poder accionarial, la necesidad de pagar el mayor volumen de dividendos posible actúa en perjuicio de las inversiones, fuente de riquezas futuras. La búsqueda de ganancias a corto y mediano plazo prima en detrimento de aquellas posibles en el largo plazo, suscitando así comportamientos de corto plazo. En la medida en que se aproxima el umbral a partir del cual la empresa se acerca a la desaparición, se recurre al financiamiento del pasivo, en el marco de la falta

10. Contracción del crédito (NdT).

11. Recordemos que la tasa de crecimiento de Brasil en 2009 fue de -0,7%, la de Argentina -5,9%, para luego recuperarse con fuerza en 2010, 7,5% y 10,1% respectivamente.

de beneficios brutos suficientes para responder a la vez al reparto de dividendos y al autofinanciamiento. Esta estrategia incrementa cada vez más el peso del endeudamiento, sobre todo dado que las tasas de interés se elevan, como en el caso de Brasil. Finalmente, la tentación de destinar una parte de los beneficios a la compra de productos financieros, concretamente bonos del Tesoro, más lucrativos que la actividad productiva, se torna cada vez más preponderante y modifica sensiblemente la estructura de los balances corporativos. Dividendos crecientes, préstamos y compras de productos financieros, caracterizan el estadio actual de la reproducción del capital en América Latina (como lo muestran con claridad y pertinencia las dos investigaciones aquí presentadas sobre Argentina y Brasil). Pero también es el caso de los países avanzados, de acuerdo a lo que señalan Auvray y Rabinovich en sus dos estudios, el de Francia y el de Estados Unidos, salvo que en el caso de estos últimos la financiarización se efectúa en base a productos financieros de alta sofisticación, mientras que en América Latina se apoya especialmente en la compra de bonos del Tesoro altamente lucrativos. Por lo tanto, no es sorprendente que en el largo plazo el crecimiento per cápita en la región sea débil (muy por debajo del observado en Asia) y que haya una incapacidad de reducir estructuralmente las desigualdades, así como una elevada probabilidad de “ver pasar desde afuera” la cuarta Revolución Industrial para los países latinoamericanos¹².

¿Qué conclusiones podemos extraer? Es posible escapar por un tiempo de los efectos negativos de la financiarización sobre el crecimiento, gracias a una financiarización creciente, pero ello ocurre al precio de “dar un paso atrás para saltar más lejos” como fue el caso de los Estados Unidos y de los países avanzados en grados variables. Es lo que enseña la crisis de 2008. Inversamente, en los países emergentes, es posible atenuar los efectos del contagio gracias, o bien a una política de

12. Ver Salama, P. (2017): “Novas tecnologias, uma revolu desde 2014 Ardinada, p. 40 en el informe de lal ras en Amva desequilibrada (Diamand, 1972) o heterogeneidad estructural (Pintoçao em curso, os efeitos sobre o emprego e os salarios”, en *Cadernos do Desenvolvimento*, Vol. 13, N° 22.

inversiones públicas masivas (como lo hizo China), o bien a un aumento del crédito destinado a los hogares junto a un incremento del salario mínimo (la experiencia de Brasil, donde la recuperación fue significativa pero de corta duración, y donde los gérmenes de la crisis producidos por la “maldición de los recursos naturales” ya estaban presentes –ver recuadro–), o alternativamente por medidas administrativas destinadas a controlar los movimientos de capitales y las importaciones (el caso de Argentina, donde la estructura productiva es estudiada en este caso por Schorr y Wainer con precisión).

C. Después de estas aclaraciones sobre los orígenes y los efectos macro y microeconómicos de la financiarización, podemos distinguir dos tipos de crisis financieras en América Latina:

Por un lado, están aquellas crisis recurrentes de la década de 1990, que son esencialmente consecuencia de su régimen de crecimiento y, por otro, aquellas directamente relacionadas a la internacionalización de las finanzas, asumiendo una mayor amplitud a medida que se profundizaron nuevas vulnerabilidades bajo el retorno a una especialización internacional crecientemente centrada en la producción y venta de materias primas. Los canales de difusión, consecuencia de una globalización financiera más avanzada que la globalización comercial, se transmiten por un efecto contagio difícil de contrarrestar, sobre todo cuando sobreviene una reversión de los precios de las materias primas. Son este último tipo de crisis las que aquí nos interesan.

La última crisis cambiaria en Argentina en 2018 es interesante porque muestra un vínculo relativamente poco estudiado en la literatura económica¹³, aquel que se establece entre la globalización financiera, la financiarización y la apreciación de la moneda nacional en los países

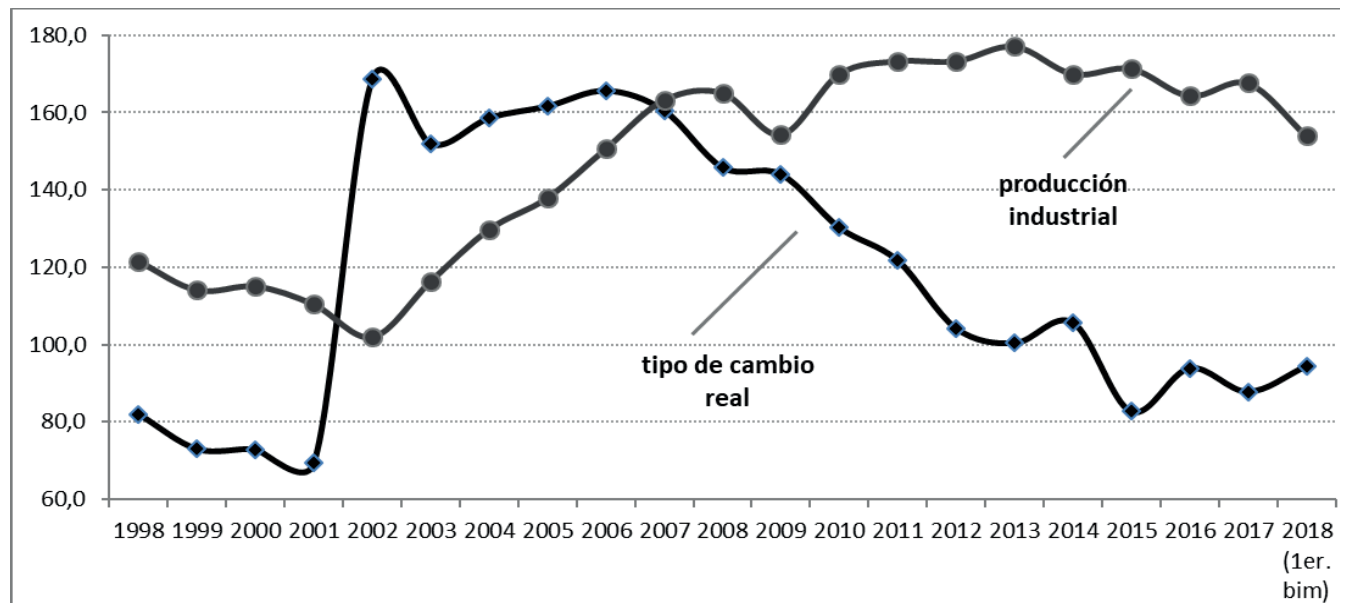
13. Para una presentación muy sucinta, ver a Kaltenbrunner, A. y Paineira, J.P.: “Financiarización en América Latina: implicancias de la integración financiera subordinada” en el informe de la CEPAL op.cit. Insistimos en esta relación desde finales de la década de 1990 en numerosos artículos y libros, la mayor parte traducidos al español y el portugués (ver nuestra página web ya referida y desde 2014 <http://brics.hypotheses.org/>).

emergentes latinoamericanos. En pocas palabras, sabemos que para combatir la inflación los economistas ortodoxos priorizan la aplicación de la regla de Taylor. En caso de que haya riesgo de suba de precios, la misma consiste en elevar la tasa de interés para contener la demanda (concebida como inflacionaria) y permitir la apreciación del tipo de cambio, donde sus efectos deflacionarios pueden ser más importantes que la apertura económica (apertura que no aplica precisamente ni al caso de Argentina ni al de Brasil). Los capitales extranjeros son atraídos por el diferencial de tasa de interés y por la evolución de un tipo de cambio cada vez más apreciado. Las ganancias obtenidas gracias al diferencial de tasa de interés son entonces mayores a medida que se aprecia la moneda, alentando su repatriación. Estas dos políticas, monetaria y cambiaria, favorecen la financiarización pero conducen igualmente a una volatilidad del tipo de cambio.

Los *lobbies* financieros se muestran poderosos para frenar, tanto como sea posible, toda política de esterilización de divisas que se proponga atenuar una apreciación de la moneda. Ello se observó durante el primer mandato de Dilma Rousseff en Brasil; en la medida en que su gobierno se proponía reindustrializar la economía a través de una baja de la tasa de interés y una depreciación de la moneda, tuvo que hacer “marcha atrás” frente a la violencia de la oposición y a pesar del moderado apoyo inicial del sector industrial. El mismo resultó tímido, dado que los vínculos entre las finanzas y la industria son cada vez más estrechos en las grandes empresas, como lo muestran muy bien Cassini y García Zanotti en el estudio sobre Brasil presentado en este libro. En la Argentina el sostenimiento relativo del tipo de cambio nominal luego de la maxi-devaluación ocurrida inmediatamente después de la llegada del nuevo gobierno, en diciembre de 2015, y la incapacidad de reducir la tasa de inflación, bajo la falta de un diagnóstico correcto sobre las causas de la misma y porque el peso de los *lobbies* financieros es poderoso, produjo mecánicamente una apreciación de la moneda nacional frente al dólar y una dificultad creciente para exportar bienes manufacturados¹⁴.

14. La pérdida de competitividad de la industria argentina no surge exclusivamente de la apreciación de la moneda nacional, sino sobre todo de la incapacidad de elevar la productividad del trabajo. Ello obedece a la falta de inversiones suficientes, derivada de su “reticencia

Argentina. Evolución del tipo de cambio real multilateral (base 17/12/2015 = 100) y producción industrial (base 1993 = 100)



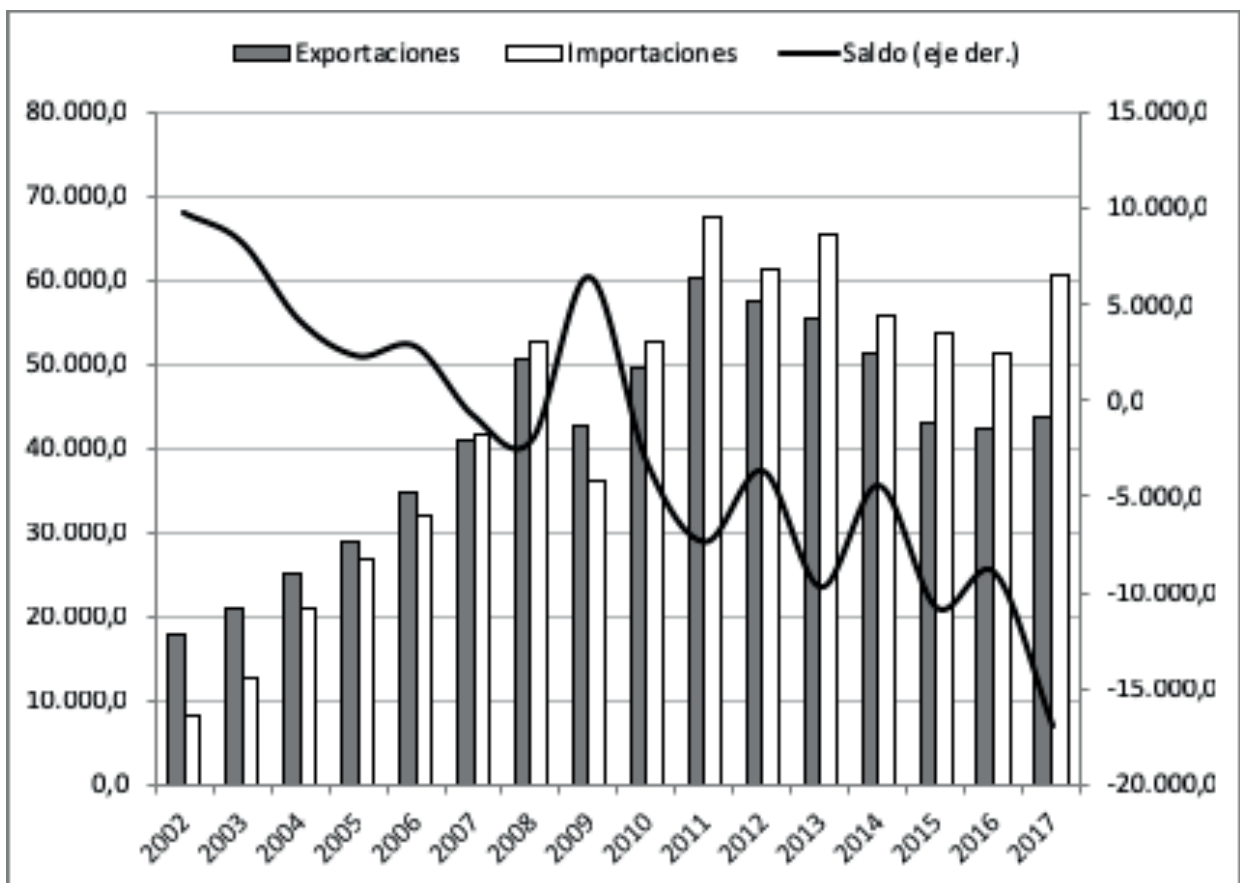
Fuente: Elaboración propia en base a información del BCRA e INDEC.

Contrariamente a lo que esperaba el gobierno de Macri, el aumento de las tasas de interés junto al sostenimiento relativo del tipo de cambio nominal, luego de una fuerte devaluación, no condujeron a una reducción de

inversora” (para retomar la expresión de Schorr y Wainer), que emana de la financiarización creciente de la cúpula empresaria (las 200 o 500 más grandes empresas del país), con la excepción relativa de los años 2012-2015 (explicada en parte importante por la existencia de los controles de cambio). Su presentación es excelente, aunque hubiese sido interesante también clasificar las empresas según su contenido tecnológico, ya que los comportamientos no son exactamente los mismos según las firmas se sitúen en el agronegocio o bien en sectores de alta y mediana tecnología. De igual modo, hubiese sido deseable que Auvray y Rabinovich hicieran este tipo de descomposición, sobre todo para su artículo sobre Francia, donde notan con pertinencia que las empresas que no cotizan en la bolsa invierten por encima de aquellas que lo hacen y, entre estas últimas, aquellas que cuentan con inversores internacionales invierten aún menos que las que no los tienen. En efecto, hubiese sido interesante contar con una descomposición sectorial (alta, mediana, baja tecnología) simplemente porque la solidez de un tejido industrial en el futuro pasa por su capacidad de transformarse, produciendo y utilizando tecnologías nuevas, siendo que si bien el reparto de dividendos excesivos limita frecuentemente esta capacidad, no necesariamente la neutraliza si los beneficios brutos son muy elevados así como podemos observarlo con las GAFA*. La descomposición en sectores hubiese permitido hacer un juicio sobre esta capacidad. Sobre este punto, ver Salama, P. (2018): “Is the change...”, op.cit. (GAFA es un acrónimo de origen francés que designa a los gigantes de internet: Google, Apple, Facebook y Amazon, NdT).

la tasa de inflación. El diferencial de las tasas de inflación con los países avanzados se traduce mecánicamente en una apreciación en términos reales del tipo de cambio, mientras que el diferencial de las tasas de interés reales con esos mismos países conduce a mayor especulación. Endeudarse en el extranjero donde las tasas de interés son bajas, o bien utilizar las reservas de dólares, y realizar colocaciones financieras en la Argentina, donde las tasas de interés son elevadas, para luego repatriar esas rentas, es aún más lucrativo cuando la apreciación de la moneda permite que cada peso se convierta en más dólares.

Argentina. Evolución de las exportaciones, las importaciones y el saldo comercial de productos industriales, 2002-2017 (en millones de dólares)



Fuente: Schorr y Wainer en base a información del CEP y el INDEC.

En una economía todavía relativamente cerrada, más allá de la reciente apertura comercial, la baja del empleo y en menor medida la de los

salarios, disminuyen la demanda efectiva y refuerzan el diferencial de rentabilidad entre el sector financiero y el sector productivo en detrimento de este último, y no conducen a una reducción sensible (más allá de la que opera a través de la devaluación) del costo salarial expresado en dólares, que aumenta con la apreciación de la moneda. El triple déficit (presupuestario debido a la recesión, del saldo comercial y el de la cuenta corriente) deviene insostenible y, a pesar del endeudamiento internacional creciente destinado a cerrar esas brechas, la especulación sobre la moneda se desarrolla teniendo como consecuencia el llamado al FMI, de tristes recuerdos.

Para concluir este prefacio, el presente libro resulta sumamente instructivo, los cuadros y los gráficos construidos por los diferentes autores a partir de las estadísticas existentes son un verdadero valor agregado y sabemos cuán difícil es desarrollar esta tarea, ya sea porque esta información puede estar directamente alterada, o bien por incidencia sobre la misma de manipulación aguas arriba, además de que la transparencia no está a la orden del día en las empresas, sobre todo cuando alcanzan una dimensión importante y operan en diversos países. El ángulo de análisis de los autores, la forma de tratar la financiarización, pertenecen más a la economía industrial que a la macroeconomía. Hemos intentado aportar aclaraciones complementarias en este prefacio, considerando conscientemente que al hacerlo, no se están criticando sus aportes, sino que se busca complementarlos a través de la introducción de relaciones esenciales necesarias para comprender los límites económicos, sociales y políticos de economías cada vez más financiarizadas bajo la globalización financiera y la desregulación de los mercados financieros¹⁵.

15. Traducción del francés realizada por Leandro Bona.

**CAMBIOS EN LA ESTRUCTURA DE PROPIEDAD
Y LA FINANCIARIZACIÓN DE LAS GRANDES
EMPRESAS EN FRANCIA**
TRISTAN AUVRAY Y JOEL RABINOVICH

Este capítulo y el siguiente estudian la dinámica de grandes compañías de dos países centrales: Francia y Estados Unidos (EEUU). En ambos casos nuestro interés consiste en analizar una serie de cambios recientes en el accionar de estas firmas y sus impactos en las decisiones de inversión productiva y de distribución de dividendos. La diferencia entre ambos capítulos no radica solo en los países analizados sino también en la naturaleza del cambio que analizamos en cada caso. El próximo capítulo pone el foco en el ámbito productivo mientras que en este nos concentramos en las estructuras de propiedad de las grandes empresas que cotizan en bolsa.

En general, el estudio de la composición de accionistas es crucial para comprender el comportamiento de las compañías en materia de inversión y empleo. En los últimos años se ha demostrado que las empresas estadounidenses que cotizan en bolsa invierten menos que sus homólogas que no cotizan y que, entre las sociedades que cotizan en bolsa, las que están marcadas por inversores institucionales impacientes invierten menos que las demás. Del mismo modo, en Europa, las firmas innovadoras con inversores institucionales impacientes gastan menos en I+D que aquellas con accionistas más estables. En el caso francés, el empleo en empresas pertenecientes a un grupo multinacional extranjero disminuyó un 12% entre 2008 y 2013, especialmente en 2009 en el punto álgido de la crisis, mientras que el número de empleados de corporaciones francesas pertenecientes a una multinacional francesa aumentó un 12%. El tipo y la nacionalidad de los titulares de capital son importantes porque son los tenedores últimos de los derechos de toma de decisión en las sociedades anónimas.

De esta forma, es necesario centrarse en la composición de accionistas y las estrategias de los grupos que cotizan en bolsa porque, debido a

su tamaño y poder económico, estos grupos son decisivos en la evolución macroeconómica de un país. Béguin y Hecquet (2015), por ejemplo, han identificado 222 grandes grupos en Francia con más de 5.000 empleados en los sectores no agrícola y no financiero para 2011. Estos grupos empleaban al 25% de los asalariados de esos sectores y representaban el 31% de las ventas y el 30% del valor agregado. La concentración también era muy alta: la mitad de la capacidad de producción estaba localizada dentro de estos grupos, que también representaban el 45% de las exportaciones. Por lo tanto, se entiende que los cambios en las estructuras de propiedad de un pequeño número de empresas pueden tener consecuencias para sectores enteros de la economía. En este capítulo presentaremos las principales tendencias de la composición accionaria de las sociedades francesas que cotizan en bolsa.

Pretendemos resaltar cómo los cambios en las estructuras de propiedad de las sociedades que cotizan en bolsa conducen a una reducción de la inversión. Y la respuesta viene dada por las nociones de liquidez del capital y de financiarización de la firma. La liquidez del mercado ha permitido que algunos accionistas, inversores institucionales, sean muy volátiles, es decir, que puedan entrar y salir del capital de una compañía cuando lo deseen. Sin embargo, a finales de los años noventa, estos accionistas entraron masivamente en el capital de las empresas francesas, lo que llevó a las firmas a preocuparse por el precio de sus acciones y las obligó a conservar esta participación mediante el pago de dividendos, incluso cuando la rentabilidad de la empresa había disminuido. La inversión se convirtió entonces en una de las variables de ajuste.

Para llevar a cabo nuestra investigación utilizamos distintas fuentes de información. A nivel agregado acudimos a las cuentas de activos no consolidadas del Banco de Francia. Si bien es posible identificar la naturaleza de las acciones nacionales de esta manera, las cuentas de patrimonio solo pueden identificar una categoría global de accionistas no residentes. Proponemos un método para identificar, entre estos accionistas, el origen geográfico de los inversores de la cartera (que poseen menos del 10% del capital) gracias a las encuestas la CPIS (*Coordinated Portfolio Investment*

Survey - Encuesta Coordinada de Inversiones de Cartera) del FMI. A nivel desagregado utilizamos *Compustat Global* que permite identificar información relativa al total de activos, inversiones, dividendos y recompras de acciones, así como beneficios de corporaciones francesas que cotizan en bolsa mientras que *Thomson One Banker Ownership* permite identificar los distintos tipos de accionistas de las empresas.

En la primera sección discutiremos la importancia de la diversidad de accionistas y estructuras de propiedad. Luego presentaremos la evolución de las estructuras de propiedad de las firmas francesas que cotizan en bolsa y, más concretamente, la estructura accionaria de las empresas que pertenecen al principal índice bursátil: el CAC 40. A continuación analizaremos el impacto de estos cambios en la inversión productiva. En la conclusión presentamos algunas lecciones que consideramos valiosas tanto para los países desarrollados como en desarrollo.

I. Diversidad de accionistas: preferencia por el control o la liquidez

Una distinción tradicional para clasificar a los accionistas contrapone aquellos que prefieren el control con los que prefieren la liquidez (Morin, 1984, Becht 1999, Aglietta y Rebérioux, 2004, Auvray et al., 2016). Estos dos tipos de accionistas pueden influir de manera diferente en el comportamiento de los directores ejecutivos y en la conducta de las compañías. Para los primeros, la forma de influir se basa en la regla central del capitalismo que asocia la posesión de capital con derechos de voto (una acción equivale a un voto). Por el contrario, para aquellos accionistas que prefieren la liquidez la forma de influir se basa en la liquidez del mercado. La liquidez indica la facilidad con la que un activo puede ser convertido en dinero y sin pérdidas de capital. Se ve asimismo fuertemente influenciada por las condiciones de mercado, de forma tal que cuando los inversores tienen un comportamiento mimético y venden en un mismo momento, puede producirse faltante de liquidez y caída en los precios de las acciones.

El accionista de control es un tenedor de valores que, a través de su participación mayoritaria o minoritaria, consigue en una junta general reunir la mayoría de votos en torno a sus acuerdos. Una de las principales decisiones de la asamblea general es el nombramiento y la destitución de los miembros del consejo de administración, que a su vez votarán por el director ejecutivo. Así, el accionista de control tiene un papel decisivo en la elección del director ejecutivo que estará bajo su influencia, aunque sea éste quien controle la empresa en el día a día. La literatura considera que a partir de una participación del 10% o 20% del capital de una sociedad cotizante, un accionista puede ser considerado como de control¹. A partir de estos umbrales, se ha identificado la presencia de accionistas mayoritarios en varios países para un gran número de sociedades cotizantes. La idea de una firma típica con capital disperso y bajo el control gerencial, como la presentada por Berle y Means (1932) ha quedado desactualizada, tal como lo muestran los trabajos de La Porta et al (1999) y sus sucesores (Claessens et al., 2000; Barca y Becht, 2001; Faccio y Lang, 2002; Laeven y Levine, 2008; Carney y Child, 2013). Por supuesto, también existen empresas con capital totalmente disperso, especialmente entre las más grandes, pero su frecuencia es baja.

La realidad de los accionistas de control abarca, de hecho, una diversidad de complejas estructuras de propiedad que dan lugar a una multitud de accionistas que poseen suficientes bloques de acciones como para otorgarles un papel central en las juntas generales. Si no existe un accionista de control perfectamente identificable en una sociedad cotizante, la multitud de accionistas en bloque puede dar lugar a la representación de una diversidad de intereses en los consejos de administración. Por lo tanto, no es raro percibir que los consejos de administración son el reflejo de

1. En la mayoría de los países, la regulación de las fusiones y adquisiciones considera que existe un control de facto con el 25% o 30% del capital, umbral a partir del cual un accionista debe lanzar una oferta pública de adquisición para dar a otros accionistas minoritarios la oportunidad de vender sus acciones a buen precio (véase, por ejemplo, Barca y Becht, 2001). El Manual de Balanza de Pagos del FMI también utiliza el umbral del 10% para distinguir una inversión de cartera de una participación mayoritaria, que se denomina inversión extranjera directa (IED).

las estructuras de propiedad. Así ocurre, por ejemplo, en el caso del CAC 40, en el que la existencia de una tenencia común entre dos firmas es uno de los elementos más explicativos de la presencia de coadministradores entre estas empresas, incluso cuando estas tenencias comunes se sitúen entre el 2% y el 10% del capital (Auvray y Brossard, 2016). Así, incluso bajos porcentajes de tenencia puedan estar representados en los consejos, lo que deja espacio para una diversidad de configuraciones de consejo. Éstas pueden ir desde la simbiosis entre accionistas y directores ejecutivos hasta la confrontación entre directores ejecutivos y una coalición de accionistas, pasando por una coalición de accionistas-líderes contra otros accionistas en el directorio. Rara vez, sin embargo, este tipo de consejos permite la pura autonomía del director ejecutivo, que debe hacer frente a la diversidad de intereses patrimoniales.

La influencia de los accionistas se manifiesta no sólo a través de la asamblea general y de los consejos de administración, sino también a través de la liquidez del mercado y del precio de los valores. De hecho, el valor de la acción es decisivo para la compañía y su gerente por al menos tres razones: la capacidad de financiación de la empresa mejora con el aumento en la cotización de las acciones lo que facilita la obtención de capital en los mercados o de préstamos. Asimismo, la compensación de los directores ejecutivos está indexada al precio de los títulos por diversos mecanismos (del tipo de pago en acciones). Por último, las amenazas y las capacidades de control están determinadas fundamentalmente por la cotización en bolsa: una firma de pequeña capitalización puede ser comprada fácilmente por sus competidores, mientras que un precio elevado le permite hacer propuestas de adquisición a través de una oferta pública de intercambio con condiciones de intercambio más favorables.

Por estas razones, los directores ejecutivos prestarán especial atención al precio de mercado de la compañía. El aumento masivo de los inversores institucionales² desde los años 1980 en EEUU y a finales de la

2. Los inversores institucionales son fondos de pensiones y compañías de seguros que captan ahorros de los hogares para invertirlos en los mercados financieros, obteniendo retornos que permitan costear jubilaciones o seguros de vida. Los inversores institucio-

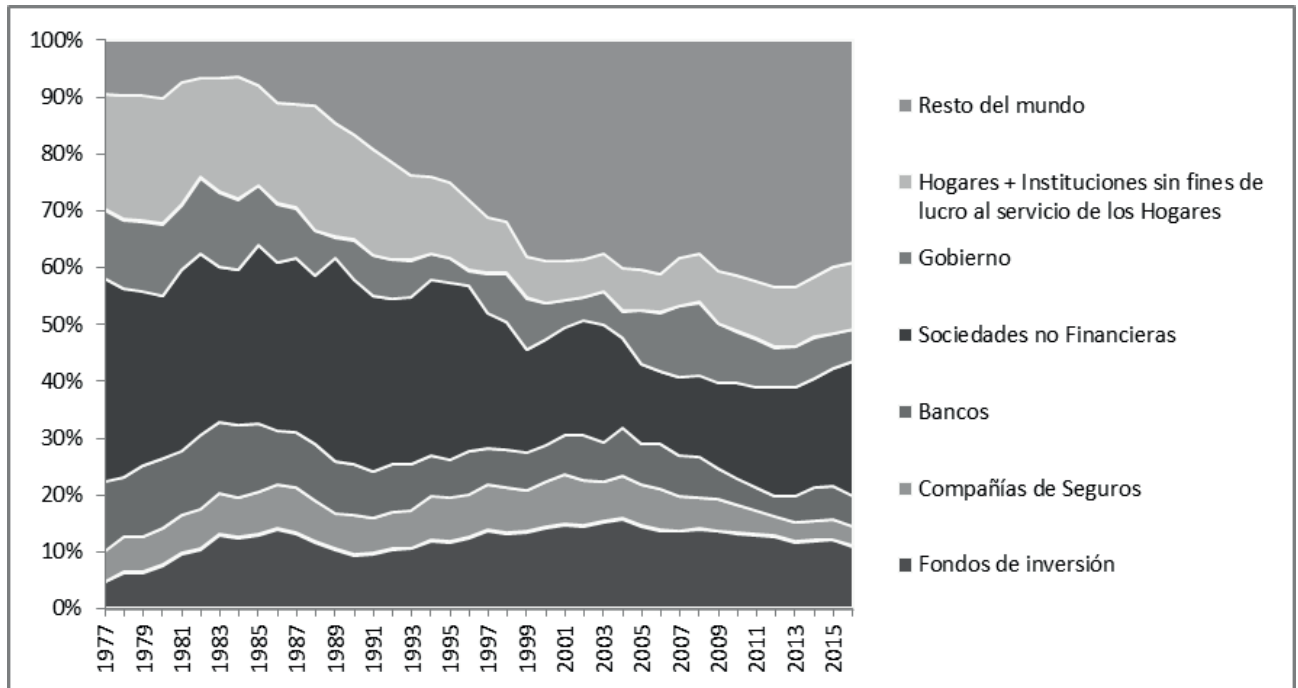
década de 1990 en Europa ha afectado profundamente a las condiciones de cotización de los valores. Estos accionistas muy miméticos pueden tener una influencia decisiva desde el momento en que deciden abandonar el capital de una firma si una decisión o un resultado de la empresa no responde a sus expectativas convencionales (Orleans, 1999). Para mantener esta inestable base de accionistas, que depende de la liquidez del mercado para reasignar su cartera, las compañías se ven obligadas a distribuir dividendos y recomprar acciones a expensas de la inversión. Es precisamente este tipo de accionista el que ha llegado masivamente al capital de las empresas europeas durante el decenio de 1990.

II. Cambios en el accionariado en Francia

El Gráfico N° 1 muestra la evolución de la estructura accionaria de las corporaciones francesas que cotizan en bolsa en base a información del Banco de Francia. El hecho más llamativo es el fuerte crecimiento de la participación extranjera, que representaba el 10% de la capitalización bursátil francesa en 1977, frente a casi el 40% desde el año 2000 hasta la actualidad. La ruptura se produjo a lo largo de la década de 1990 siguiendo un proceso analizado por Morin (1998), Morin y Rigamonti (2002) y Coriat (2008), entre otros. Hay dos momentos importantes en el ascenso de la propiedad de acciones de no residentes. La primera corresponde a la liberalización de los movimientos de capital en Europa a principios de los años 1990. La segunda corresponde a la apertura del sistema francés de tenencias cruzadas a mediados de ese decenio.

nales suelen delegar sus actividades de inversión en gestores de activos, y también pueden delegar los derechos de voto asociados a sus acciones en asesores sustitutos. Todo el sector financiero es remunerado en forma de comisiones que, en última instancia, se cobran a las empresas o a los deudores. En 2012, los fondos de pensiones y las compañías de seguros manejaban 46 billones de euros en activos, mientras que los gestores de activos, 60 billones de euros (la mitad de los cuales eran gestionados por grupos bancarios). En comparación, en 2012, la deuda pública mundial ascendía a 49 billones de dólares. Fuente: Auvray et al (2016).

Gráfico N° 1. Estructura accionaria de las sociedades francesas que cotizan en bolsa, valores en porcentajes, 1977-2016.



Fuente: Elaboración propia en base a Banco de Francia, cuentas de activos no consolidadas (base 2000 para 1977-2009, base 2010 para 2012-2016, interpolación lineal para 2010-2011).

Una de las preguntas a la hora de liberalizar los movimientos de capital en Europa era si los inversores no europeos podían tener los mismos derechos que los inversores europeos (Coriat, 2008). Después de una intensa presión por parte de los EEUU, se decidió que cualquier grupo financiero con una filial en Europa podría tener acceso a los mercados financieros europeos (el llamado pasaporte financiero europeo). Este primer movimiento externo permitió a los inversores institucionales estadounidenses, que disponían de abundantes ahorros, invertir sus fondos en compañías europeas. Pero para ello, las empresas europeas todavía tenían que estar dispuestas a abrir su capital a los accionistas norteamericanos.

Un segundo movimiento interno se desencadenó en varios países europeos, permitiendo el ascenso de esta participación institucional desde los EEUU. En Francia, la estructura accionaria de las sociedades que cotizan en bolsa estaba efectivamente bloqueada a principios de los años

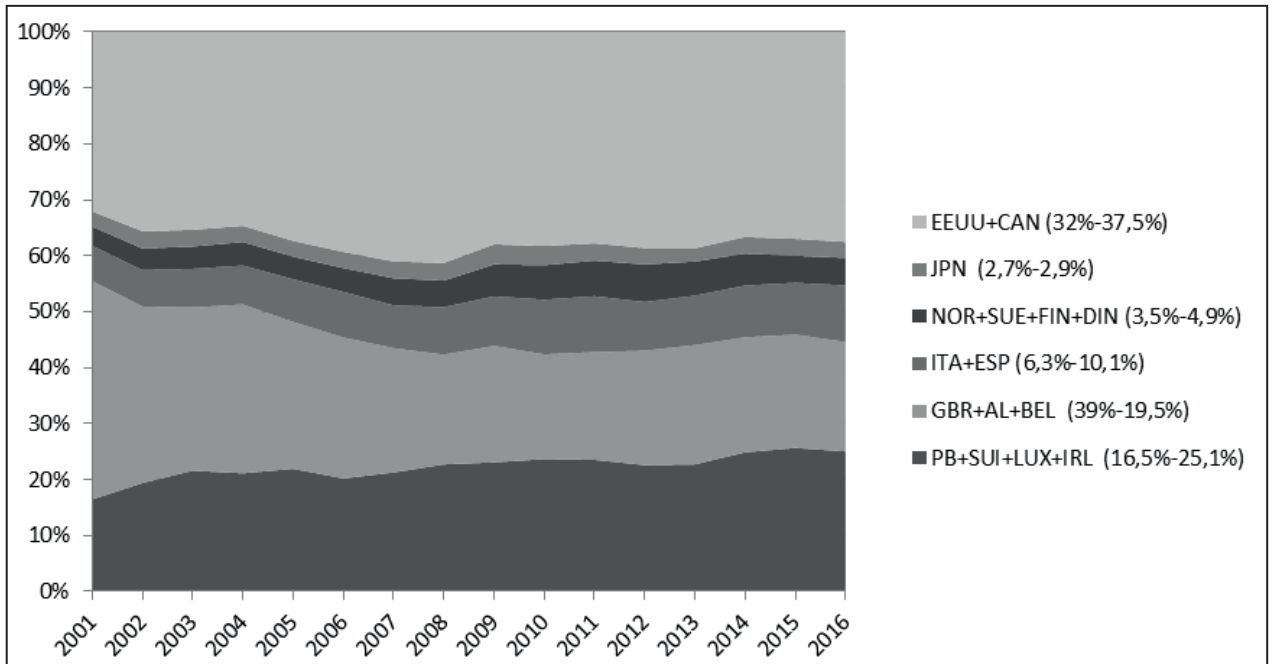
1990. Morin (1998, 2001) y Morin y Rigamonti (2002) muestran que la propiedad de las firmas francesas estuvo marcada por las nacionalizaciones de 1982, seguidas de privatizaciones masivas en 1986 y 1993. Sin embargo, los organizadores de estas privatizaciones temían una adquisición de empresas francesas por parte de grupos extranjeros, por lo que organizaron un sistema de bloqueo de la estructura accionaria de las sociedades francesas que cotizan en bolsa. Este sistema consistía en la creación de “núcleos duros” de accionistas formados por el Estado, los trabajadores y, sobre todo, otras grandes corporaciones financieras y no financieras relacionadas en un sistema de participaciones cruzadas. Esto permitió estabilizar el 20% o 30% del capital de las grandes empresas cotizantes. Sin embargo, a partir de 1996, las compañías financieras y no financieras francesas comenzaron a retirarse de estos grupos de núcleo duro para utilizar estos fondos para su propio crecimiento internacional y para emanciparse de la supervisión todavía predominante del Estado. Así fue como estas firmas vendieron las acciones de sociedades francesas a los actores que entonces buscaban canales para sus abundantes ahorros: inversores institucionales norteamericanos. Un proceso similar ha tenido lugar en otros países europeos. En Alemania, por ejemplo, donde existía un complejo sistema de relaciones financieras entre grupos industriales y financieros, fue una exención fiscal sobre las ganancias lo que rompió el sistema de participaciones cruzadas a partir de 2002.

Por último, el Gráfico N° 1 muestra que los no residentes, que poseían el 11% de la capitalización bursátil en 1988, pasaron a tener una cuarta parte a partir de 1993, tras la apertura de los mercados de capitales en Europa en relación a EEUU. Tras la apertura del sistema francés de tenencias cruzadas, los no residentes poseían casi un tercio del capital en 1997, alcanzando el nivel actual del 40% tres años más tarde.

Lo decisivo en lo que respecta al sector no residente es, por supuesto, la ubicación y el tipo de estos inversores. La localización de estos accionistas se puede identificar mediante la encuesta CPIS, que permite localizar a los titulares de inversiones de cartera (correspondientes a tenencias inferiores al 10% del capital) en el período 2001-

2016. Los accionistas no residentes participan principalmente a través de este tipo de participación en empresas que cotizan en bolsa y rara vez a través de la IED³.

Gráfico N° 2. Origen de las inversiones de cartera en Francia de no residentes, valores en porcentajes, 2001-2016.



Fuente: Elaboración propia en base a FMI, encuesta CPIS. El total corresponde a la suma de las inversiones de cartera en Francia realizadas por los 16 países considerados. Los números entre paréntesis corresponden a los valores al principio y al final del período.

Entre las inversiones de cartera, como se muestra en el Gráfico N° 2, la mayor parte está en manos del grupo EEUU-Canadá (93% de las cuales está en manos de EEUU). Estados Unidos posee así casi un tercio de las inversiones de cartera realizadas en Francia. El auge de los inversores institucionales estadounidenses en el capital de las corporaciones francesas a finales de los años noventa se refleja en estas cifras. La gestión patrimonial

3. Cuando el accionista no residente realiza una IED sobre una empresa que cotiza en la bolsa de Francia (más del 10% del capital), lo más frecuente es que se trate de la compra completa de un grupo cuyo domicilio social se deslocaliza y que deja de hecho las cuentas de patrimonio utilizadas para la construcción del Gráfico N° 1.

Europea no queda al margen, ya que constituye el resto de las inversiones de cartera⁴. La disminución relativa en importancia del Reino Unido, Alemania, Bélgica se contraponen al aumento de los Países Bajos, Luxemburgo, Irlanda y Suiza, con Luxemburgo representando el 43% en 2001 y el 63% en 2016 dentro de este último grupo. Luxemburgo es actualmente responsable de más del 15% de las inversiones de cartera de los no residentes en Francia. La disminución de la participación de los intermediarios financieros de origen francés en la tenencia accionaria que puede observarse en el Gráfico N° 1, puede explicarse sin duda por esta evolución ya que la gestión de activos se canaliza ahora a través de Luxemburgo. Vale la pena remarcar que tanto este como los restantes países cuya participación aumenta pueden ser categorizados como “paraísos legales”, es decir, países con regímenes legales beneficios para las grandes empresas⁵.

En términos de gobernanza, el crecimiento de la cartera de valores de los EEUU puede atribuirse a los gestores de activos de este país, que, por lo tanto, pueden ejercer una influencia cada vez mayor sobre las sociedades francesas que cotizan en bolsa. Esto no es sólo a través de la liquidez y de su papel en la determinación del precio de los valores, sino también a través de sus intervenciones en las juntas generales, que se llevan a cabo cada vez más a través de unos pocos asesores interpuestos (*proxy advisors*) con prácticas de voto uniformes. Los inversores institucionales estadounidenses están obligados a votar en las juntas generales, pero no pueden hacerlo en detalle sobre todas las participaciones que componen su cartera. Ellos delegan esta práctica de votación a los *proxy advisors* que votan por ellos o les aconsejan sobre el voto a seguir. Normalmente, los acuerdos propuestos por la dirección de la sociedad serán rechazados si no se cumplen ciertos criterios de rentabilidad o de flujo de caja disponible para el accionista. Dado que hay pocos asesores interpuestos y una multitud de inversores que utilizan sus servicios, las

4. Para los últimos años es posible tener en las encuestas CPIS una estimación del peso de China que representa menos del 1% del total de las inversiones de cartera en Francia.

5. En el capítulo siguiente se profundizará en las estrategias impositivas de grandes empresas norteamericanas.

prácticas de voto de los inversores institucionales están estandarizadas por estos intermediarios, que reaccionan de acuerdo con el criterio de unos pocos coeficientes financieros. Típicamente, los accionistas validarán la compensación ejecutiva en una junta general si el nivel de efectivo disponible para los accionistas aumenta. Esto permitirá que se apruebe una compensación ejecutiva muy alta si los beneficios se gastan en dividendos en lugar de en inversiones. Este es un incentivo muy fuerte para que los gerentes respondan a las solicitudes de los accionistas cuando éstos votan con un solo voto a través de los *proxy advisors*.

Por último, cabe destacar que, en Francia, como en la mayoría de los países, sigue existiendo una estructura accionaria estratégica: el Gráfico N° 1 muestra que el 40% de la participación accionaria de las empresas francesas sigue estando esencialmente en manos de grupos industriales y familias. En las sociedades que cotizan en bolsa sigue habiendo accionistas de control, aunque tengan que conciliar su comportamiento con el de los grupos financieros franceses y extranjeros que prefieren la liquidez de sus inversiones. El Gráfico N° 1 muestra que la gestión de activos ha experimentado un fuerte desarrollo en Francia desde mediados de los años 1980. El poder económico de los grupos financieros franceses se ha adaptado a las prácticas y estándares de rentabilidad financiera de los inversores institucionales norteamericanos.

Si nos concentramos ahora en las grandes corporaciones francesas que cotizan en bolsa, las que componen el índice CAC 40 y que tienen un peso muy importante para la economía francesa, directamente o a través de sus redes de subcontratistas, el aumento de la participación extranjera es aún mayor: pasó del 36% al 45% entre 1999 y mediados de los años 2000 (Guete-Khiter, 2017). Para estas grandes corporaciones, como se señala en la sección que describe los tipos de accionistas, es interesante analizar los detalles de las estructuras de propiedad, como lo hace el Cuadro N°1. La mediana de las empresas que pertenecían al CAC 40 tienen un accionista de referencia que posee más del 10% del capital en forma estable durante el período 2002-2017, pero el promedio del CAC 40 en su conjunto indica una menor importancia del

accionista de referencia a lo largo del tiempo (una disminución de su participación del 20% al 15%). Si nos fijamos en las participaciones de los cinco principales accionistas, para tener en cuenta la compleja realidad de las estructuras de propiedad del CAC 40, vemos que poseen de forma estable más del 25% del capital en la mitad de las firmas, lo que es más que suficiente para mantener el control. La participación promedio del 30% de los cinco mayores accionistas también se mantuvo estable durante el período. Todo ello indica una tendencia a la reducción del peso del accionista mayoritario y un aumento de la complejidad de las estructuras de propiedad, con un mayor peso relativo de los titulares de bloques secundarios de acciones (del 37% al 47% promedio de los cinco primeros accionistas).

La composición de este bloque se puede observar distinguiendo entre accionistas estables, también conocidos como estratégicos o de largo plazo (como el Estado, los empleados, otras empresas con participaciones estratégicas, las familias o los fondos soberanos). El Cuadro N°1 considera a estos accionistas estratégicos dentro del bloque de los cinco principales. La mitad de las compañías tienen accionistas estratégicos que poseen al menos el 10% del capital, pero la participación media de estos accionistas disminuye, sin embargo, del 22% al 15% durante el período 2002-2017 para el CAC 40 en su conjunto, lo que demuestra el aumento de una participación más volátil o más activista entre los primeros accionistas. Además, si eliminamos al Estado y a los empleados de esta categoría, vemos que la disminución de la participación estratégica se debe esencialmente a la disminución de las participaciones de otras firmas o de accionistas individuales o familiares. El bloque de empleados del Estado se mantiene estable en torno al 7% por término medio, pero en realidad sólo afecta a una minoría de empresas, y la mitad de los CAC40 no tienen accionistas estratégicos si se excluye al Estado y a los empleados.

Cuadro N° 1. Francia. Concentración de los accionistas de las empresas que cotizan en la Bolsa (CAC 40), valores en porcentajes, 2002-2017

Años	N	% en poder del accionista primero		% en poder de los cinco accionistas principales		Participaciones de accionistas estratégicos entre los cinco principales accionistas						Participaciones en fondos de activismo entre los cinco principales accionistas	
						Total		Total excluyendo al Estado y a los empleados		Tenencias de fondos soberanos			
		Prom.	Med.	Prom.	Med.	Prom.	Med.	Prom.	Med.	Prom.	Med.	Prom.	Med.
2002	58	20	10	31	25	22	13	16	4	0	0	4	2
2003	56	18	9	29	21	21	11	15	3	0	0	3	2
2004	55	15	9	26	22	17	9	11	0	0	0	4	2
2005	58	16	9	28	22	19	9	10	2	0	0	4	2
2006	59	17	9	29	23	19	8	10	0	0	0	5	2
2007	58	18	11	32	27	19	8	11	0	0	0	7	4
2008	59	17	12	32	26	19	8	12	0	0	0	7	3
2009	59	17	11	31	26	19	9	11	0	1	0	6	3
2010	58	17	11	32	29	19	11	12	0	1	0	5	4
2011	57	17	10	31	26	19	11	11	0	2	2	5	3
2012	58	17	10	30	25	19	11	12	0	2	2	5	3
2013	58	16	11	29	25	17	9	10	0	2	1	5	2
2014	58	16	10	28	26	16	9	9	0	2	1	4	2
2015	56	15	10	28	24	16	9	8	0	2	1	4	3
2016	57	15	10	27	24	16	9	8	0	2	1	4	3
2017	56	15	10	28	25	15	9	9	0	2	0	4	2
Total	920	17	10	29	25	18	9	11	0	1	0	5	2

Fuente: Elaboración propia en base a Thomson One Banker Ownership.

Entre los accionistas estratégicos, el Cuadro 1 también muestra el crecimiento de los fondos soberanos, que están presentes en la mitad de las corporaciones entre 2011 y 2016, pero con bajas participaciones. Por muy débiles que sean estas participaciones, a menudo van acompañadas de representación en los consejos de administración, como ya hemos mencionado. El Cuadro N° 1 muestra también los porcentajes de participación de los accionistas más agresivos, como los *hedge funds* o los fondos especializados en *private equity*, que aquí se definen como «no estratégicos» pero, sin embargo, activistas. Cuando están presentes en el capital de una empresa, estos accionistas a menudo pueden exigir puestos en los consejos de administración, con el objetivo de lograr una

rentabilidad significativa en un corto período de tiempo. Este tipo de accionista está presente en la mitad de las firmas, con una participación media del 5% en el CAC 40 en su conjunto, y un ligero incremento en el periodo 2007-2012.

Desde el punto de vista de la gobernanza, esta evolución pone de manifiesto la estabilidad de la concentración de los principales accionistas desde principios de la década de 2000, generalmente acompañada de la capacidad de estar representado en los consejos de administración. No obstante, los equilibrios de poder en las estructuras de gobierno se ven modificados por una disminución del peso del accionista mayoritario y un aumento relativo de la participación de los cuatro accionistas siguientes. Entre ellos, cabe destacar el auge de los fondos soberanos y de los fondos activistas, que generalmente acompañan a sus tenencias con una presencia en los órganos de gobierno. Esto puede explicar por qué el Estado y los empleados mantienen una participación constante en el capital durante el período, como contrapeso al activismo de estos nuevos accionistas.

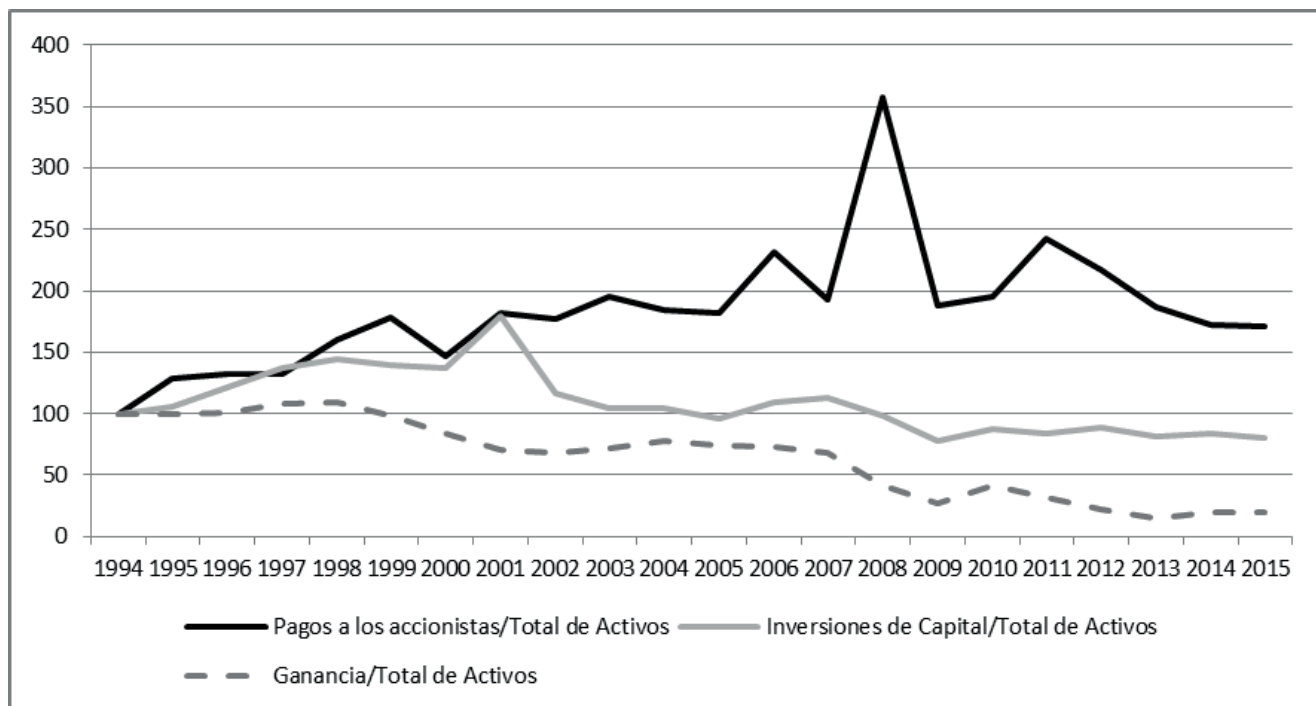
III. La financiarización de las empresas francesas

Las estructuras de propiedad de las grandes corporaciones que cotizan en bolsa permanecen en su mayor parte bajo el control de los accionistas, es decir, bajo el control de accionistas que pueden estar representados en los consejos de administración para elegir o influir en los directores ejecutivos. Pero además de estos accionistas con poder tradicional (una acción = un voto), la fuerte presencia de inversores institucionales norteamericanos, franceses o europeos ha enfrentado a las firmas con la amenaza de la variación en el precio de los valores permitida por la liquidez del mercado de valores y las facilidades de salida de capital. De hecho, las oportunidades de inversión financiera han aumentado gracias a la mayor movilidad de capital, fruto del crecimiento de los productos financieros y la desregularización de los centros financieros de todo el mundo. Keynes

(1936) fue el primero en explicar que el propósito de la bolsa de valores es permitir a los accionistas entrar o salir del capital de una empresa en cualquier momento. También fue el primero en explicar que los cambios en los precios de los valores resultantes de esta movilidad del capital podrían ser perjudiciales para la inversión real de las firmas.

Si una compañía quiere luchar contra la caída del precio de sus acciones, por las razones que hemos presentado en la Sección 1, una forma eficaz de hacerlo es pagar dividendos a los accionistas para retenerlos. Los dividendos provienen de los beneficios de la empresa, que también se utilizan para financiar gran parte de la inversión real. Si los beneficios disminuyen y la firma sigue pagando un dividendo constante o creciente, la inversión disminuirá. El accionista que, en teoría, debería asumir el riesgo de la variabilidad de los beneficios (con un dividendo variable) transfiere hoy este riesgo a la compañía que ajusta su inversión en función de los riesgos del beneficio. La financiarización de las corporaciones puede entenderse como la transferencia de este riesgo financiero que deben asumir los accionistas al empleo y a la inversión. La financiarización de las empresas se manifiesta, por tanto, en reacciones a corto plazo de las mismas que favorecen el pago en efectivo a los accionistas y la valoración inmediata de los precios de las acciones en detrimento de la inversión productiva. El Gráfico N° 3 muestra la desconexión existente en Francia para las sociedades que cotizan en bolsa entre la dinámica de inversión y el pago a los accionistas, precisamente a partir de la década de 2000, cuando los inversores institucionales estadounidenses estaban establecidos en gran medida en Francia. Lo interesante es que la evolución de la inversión sigue la evolución de la tasa de ganancia, pero los dividendos se pagan a los accionistas independientemente de las variaciones de la tasa de ganancia.

Gráfico N° 3. Francia. Evolución de la inversión, los pagos a los accionistas y la tasa de rentabilidad de las empresas que cotizan en Bolsa, 1994-2015 (1994=100)



Fuente: Elaboración propia en base a Compustat Global.

Lo que es visible en Francia es aún más acuciante en los EEUU, cuna de los gestores de activos y del capitalismo del tipo *money manager*, por utilizar una expresión de Minsky. En EEUU, el porcentaje de beneficios que las sociedades no financieras gastan en el pago de dividendos netos ha pasado del 20%-25% en el decenio de 1970 al 40%-60% en los últimos veinte años. Para las firmas que cotizan en la Bolsa de Nueva York, Lazonick (2014) muestra que desde la década de 1980 más del 75% de sus beneficios se han dedicado al pago de dividendos y a la recompra de acciones⁶.

La realidad de este fenómeno ha llevado a la renovación de los estudios sobre el *cortoplacismo* del accionista y la miopía gerencial, teorizados desde los años 1980 en EEUU en el marco del paradigma de la asimetría de la información (Narayanan, 1985, Miller y Rock, 1985, Stein, 1988).

6. La recompra de acciones es un método de remuneración al accionista. Cuando una empresa recompra sus propias acciones, i) paga en efectivo a los accionistas que acuerdan revenderlas, y ii) aumenta el beneficio por acción de los accionistas que permanecen en el capital, el mismo nivel de beneficio puede ahora distribuirse entre menos acciones.

Los tres mecanismos que conducen a esta miopía, según esta teoría, son los siguientes: i) los directores ejecutivos tienen esquemas de compensación y carrera indexados a los beneficios a corto plazo o a los precios de las acciones, ii) utilizan los dividendos como señal de la buena salud de la compañía, y iii) las amenazas de adquisiciones hostiles los incitan a aumentar el precio de las acciones para limitar los intentos de los competidores de recomprar acciones, este aumento de precio generalmente se realiza mediante el pago de dividendos. Esta corriente de la literatura considera que los gerentes son miopes porque los accionistas son ciegos: no saben lo que sucede en la empresa por la información asimétrica. Pero si se mejorasen la transparencia y los mecanismos de poder y control a favor de los accionistas, las cosas volverían a la normalidad: las ventas bursátiles, y la consiguiente caída de los precios de las acciones, podrían entonces volver a convertirse en el saludable mecanismo disciplinario para los directores ejecutivos que no invierten lo suficiente cuando deberían (o demasiado cuando no deberían, siendo este «despilfarro de recursos» una suposición común en esta literatura).

Si podemos ponernos de acuerdo en la identificación de problemas (remuneración indexada al precio de las acciones, políticas excesivas de dividendos, amenaza de recompra en los mercados bursátiles), podemos, también, cuestionar las causas -y por lo tanto las soluciones- que, en nuestra opinión, son exactamente opuestas a las identificadas dentro del paradigma de las asimetrías de información. Por una parte, los consejos de administración (gobierno corporativo) ya están dominados por decisiones de carácter accionarial y, por otra, la multiplicación de las oportunidades de inversión y la mayor posibilidad de reventa de valores en cualquier momento (liquidez) sólo pueden llevar a los accionistas a aumentar las sanciones contra los directores ejecutivos que prefieran la inversión a los dividendos.

Para aquellos que ven en el pago de dividendos y recompras de acciones la justa rentabilidad del capital aportado en el pasado, recordemos que la contribución de esta financiación por acción es ahora marginal, incluso negativa en los EEUU desde hace 35 años. Por cada dólar de inversión

productiva realizada por las sociedades no financieras estadounidenses, han pagado un promedio de 17 centavos a los accionistas en forma de recompras netas de acciones⁷ desde principios de los años 1980 (Hecht, 2014). En Europa, desde mediados de la década de 1990, la financiación neta por acción sólo ha representado el 10% de la financiación de las corporaciones no financieras (Auvray et al., 2016). Se trata de una contribución muy pequeña si tenemos en cuenta los daños causados por los accionistas en términos de inversión y empleo.

De hecho, cualesquiera que sean los enfoques teóricos que se adopten, numerosos estudios empíricos han tratado de evaluar los efectos positivos o negativos de los mercados financieros y de los inversores institucionales en la inversión de las corporaciones desde el decenio de 1980. Sus resultados han convergido desde el año 2000. Además de los recientes estudios de Asker et al. (2015) y Brossard et al. (2013) mencionados en la introducción de este capítulo, cabe mencionar también el estudio de Fang et al. (2014), que muestra que un aumento en la liquidez de los valores produce una reducción en la innovación futura de las empresas norteamericanas, o el de Gutiérrez y Philippon (2017), que muestra que la disminución en la inversión se explica por la concentración de industrias y la presencia de accionistas a corto plazo. Tenemos entonces pruebas empíricas de que no sólo hay un problema con los inversores institucionales a corto plazo, sino que el corto plazo es inherente al propio mercado de valores. Los diversos estudios sobre la financiarización de las corporaciones (Orhangazi, 2008; Hecht, 2014) que ponen de manifiesto la correlación negativa entre la inversión y el pago de dividendos encuentran así parte de su explicación en las estructuras de propiedad de las firmas marcadas por accionistas impacientes. Cuando las salidas de capital se ven facilitadas por la liquidez, hay una fuerte tentación de recortar la inversión de modo que el efectivo no invertido

7. Las emisiones netas de acciones corresponden a las emisiones menos las recompras de acciones, es decir, el dinero que los accionistas aportan realmente a las empresas. Las emisiones netas negativas, es decir, los reembolsos netos positivos, significan que las firmas financian a los accionistas y no al revés.

se utilice para mejorar el precio de las acciones. La mayoría de estos estudios se refieren a los EEUU, pero la evolución de las estructuras de propiedad en Francia en favor de los no residentes ha dado paso a los accionistas norteamericanos los cuales están, en parte, en el origen de la disminución de la inversión en los EEUU. Por otra parte, la caída de la inversión en Francia corresponde a la entrada de estos operadores en el capital de las empresas francesas. Es importante señalar que Francia también cuenta con un sector de gestión de activos muy desarrollado e internacionalizado. Las consecuencias de la presencia de accionistas no residentes en la balanza de pagos francesa son limitadas ya que hay tanto salidas como entradas provenientes de inversores financieros. Sin embargo, lo que importa son los estándares de gestión de las empresas que han sido importados de los EEUU y que ahora están siendo transmitidos tanto por inversores norteamericanos como europeos.

Reflexiones finales

Hemos mostrado cómo la financiarización pudo establecerse en Francia tras el ascenso de los inversores institucionales norteamericanos en el capital de las empresas. Es importante señalar aquí que este movimiento ha sido posible a pesar de que las corporaciones francesas siguen estando bajo el control de accionistas estratégicos que suelen estar representados en los consejos de administración. Esta es una lección importante para todos los países cuyas grandes firmas concentraron sus estructuras de propiedad. Incluso en tales casos, el aumento de la propiedad institucional volátil puede influir en gran medida en el comportamiento de los accionistas mayoritarios. Sería interesante para futuras investigaciones evaluar la presencia de esta participación volátil en grandes empresas de países latinoamericanos. Incluso si estas compañías permanecen bajo el control accionario de familias u otros grupos industriales y financieros, pueden haber constituido una salida para los inversores institucionales que buscan oportunidades para diversificar su cartera.

Otra lección que cabe extraer de esta evolución tiene que ver con los medios para combatir la naturaleza a corto plazo de los mercados de valores. Los fondos de pensiones y las compañías de seguros obtienen ahorros a largo plazo, pero tienen comportamientos de corto plazo, directa o indirectamente, delegando su gestión de activos y su práctica de voto en gestores de fondos impacientes y asesores interpuestos a través de una cadena de intermediarios muy costosa, que contribuye a ejercer presión sobre las firmas. Un banco público de inversión regional o nacional podría actuar como intermediario entre las empresas y el ahorro a largo plazo en fondos de pensiones o compañías de seguros. Podrían crearse incentivos para que los fondos de pensiones y las compañías de seguros se dirigieran a un único inversor público que no cotizara en bolsa y tuviera tiempo para invertir los fondos a largo plazo. De hecho, este banco público sería financiado por los inversores, lo que no penalizaría los déficits públicos y permitiría volver a incluir una política industrial en la agenda. Estos bancos ya existen, como el KfW en Alemania o el BNDES en Brasil. Trabajos que estudien estos bancos de desarrollo, en la línea de Mazzucatto (2018), son por lo tanto esenciales para pensar en futuras políticas de financiamiento de inversiones en países desarrollados y en desarrollo que escapen al coroplacismo característico de nuestra época.

Bibliografía de referencia

- Aglietta M. y Rebérioux A. (2004): *Dérives du capitalisme financier*, Albin Michel, Paris.
- Asker, J., Farre-Mensa, J. y Ljungqvist, A. (2015): “Corporate investment and stock market listing: A puzzle?”, en *Review of Financial Studies*, N° 2.
- Auvray T., y Brossard O., (2016): “French connections: interlocking directorates and ownership network in an insider governance system”, en *Revue d'économie industrielle*, N° 154.
- Auvray, T., Dallery, T., Rigot, T. (2016). *L'entreprise liquidée. La finance contre l'investissement*, Michalon.

- Baraton M., y Lemasson J. (2016): “Dans l’économie marchande, un salarié sur huit travaille dans une firme sous contrôle étranger”, *INSEE Première*, N° 1611.
- Barca F. y Becht M. (2001): *The Control of Corporate Europe*, Oxford University Press, New York, 331 p.
- Becht (1999): “European corporate governance: Trading off liquidity against control”, en *European Economic Review*, N° 43.
- Béguin, Jean-Marc, y Hecquet Vincent (2015): “Avec la définition économique des entreprises, une meilleure vision du tissu productif”, en *Les entreprises en France*, Insee Références.
- Berle A.A. y Means G.C. (1932): *The modern corporation and private property*, The Macmillan Company, Nueva York.
- Brossard, O., Lavigne, S., Sakinç, M. (2013): “Ownership structures and R&D in Europe: the good institutional investors, the bad and ugly impatient shareholders”, en *Industrial and Corporate Change*, N° 22.
- Carney, R. W., Child, T. B. (2013): “Changes to the ownership and control of East Asian corporations between 1996 and 2008: The primacy of politics”, en *Journal of Financial Economics*, N° 107.
- Claessens S., Djankov S. y Lang L.H.P. (2000): “The separation of ownership and control in East Asian Corporations”, en *Journal of Financial Economics*, N° 1/2.
- Coriat Benjamin (2008): “L’installation de la finance en France”, en *Revue de la régulation*, N° 3/4.
- Faccio M. y Lang L.H.P. (2002): “The ultimate ownership of Western European corporations”, en *Journal of Financial Economics*, N° 3.
- Fang, V.W., Tian, X. y Tice, S. (2014): “Does stock liquidity enhance or impede firm innovation?”, en *Journal of Finance*, N° 69.
- Guette-Khiter, C. (2017): “La détention par les nonrésidents des actions des sociétés françaises du CAC 40 à la fin de l’année 2016”, en *Bulletin de la Banque de France*, N° 123.
- Gutiérrez G., y Philippon T., (2017): “Investment-less Growth: An Empirical Investigation”, en *Brookings Papers on Economic Activity*.
- Hecht, J. (2014): “Is net stock issuance relevant to capital formation? Comparing heterodox models of firm-level capital expenditures across the advanced and largest developing economies”, en *Cambridge Journal of Economics*, N° 38.

- Keynes J.M. (1936). *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, Payot, Paris.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F. y Shleifer A. (1999): "Corporate Ownership Around the World", en *Journal of Finance*, N° 2.
- Laeven L. y Levine R. (2008): "Complex Ownership Structures and Corporate Valuations", en *Review of Financial Studies*, N° 2.
- Mazzucato M. (2018): *The Entrepreneurial State: debunking public vs. private sector myths*, Penguin.
- Miller, M. H., & Rock, K. (1985): "Dividend policy under asymmetric information", en *The Journal of Finance*, N° 40.
- Morin F. (1984): *Théorie économique du patrimoine*, Éditions Ellipses, Paris.
- Morin F. (1998): "La rupture du modèle français de détention et de gestion des capitaux", en *Revue d'Économie Financière*, N° 50.
- Morin F. y Rigamonti E. (2002): "Évolution et structure de l'actionnariat en France", en *Revue française de gestion*, N° 141.
- Narayanan, M. P. (1985): "Managerial incentives for short-term results", en *The Journal of Finance*, N° 40.
- Orhangazi, Ö. (2008): "Financialisation and capital accumulation in the non-financial corporate sector: A theoretical and empirical investigation on the US economy: 1973–2003", en *Cambridge Journal of Economics*, N° 32.
- Orléan, A. (1999): *Le pouvoir de la finance*, Odile Jacob, Paris.
- Stein, J. C. (1988): "Takeover threats and managerial myopia", en *Journal of Political Economy*, N° 96.

**LA RECONFIGURACIÓN RECIENTE DE LAS
CORPORACIONES NO FINANCIERAS
EN ESTADOS UNIDOS**
JOEL RABINOVICH Y TRISTAN AUVRAY

En el capítulo anterior mostramos los efectos de los cambios de la composición accionaria en las decisiones de inversión y pago a los accionistas de las grandes empresas francesas. Este capítulo no sólo cambia el foco en términos geográficos hacia Estados Unidos sino que también corre el eje, al discutir en términos generales cuáles han sido algunas de las condiciones productivas que han permitido la dinámica de baja inversión y alta distribución para las grandes empresas de ambos países. Pero antes de pasar concretamente a este punto nos detendremos en una situación que ilustra este asunto.

A finales de 2017, el gobierno de los Estados Unidos de América (EE. UU) buscaba aprobar una ley cuyo objetivo era disminuir la tasa impositiva de individuos y empresas. En relación a estas últimas, se afirmaba que, al pasar de una tasa del 35% al 21%, dispondrían de mayor cantidad de fondos y de esta forma aumentarían su inversión y también el número de empleos. De ahí el nombre dado a esta ley: “Acta para la disminución de impuestos y por el empleo”. En este contexto, el 14 de noviembre de 2017 se encontraban presentes en una reunión organizada por el diario Wall Street Journal un grupo de CEOs junto con al entonces consultor del Presidente Donald Trump en materia de economía, Gary Cohn. Allí, uno de los editores del diario pidió a los CEOs presentes que levantaran su mano si su compañía planeaba aumentar la inversión en caso de que la ley se aprobara. Sorpresivamente (o no tanto) pocas manos se levantaron, a lo que Cohn preguntó nuevamente por qué no estaban las otras manos también alzadas. Sin embargo, pese a la situación un tanto incómoda, siguieron siendo pocas¹.

1. El hecho al que hacemos alusión fue objeto de numerosas crónicas periodísticas (ver por ejemplo Higgins, 2017). La secuencia fue grabada en video y puede consultarse, entre

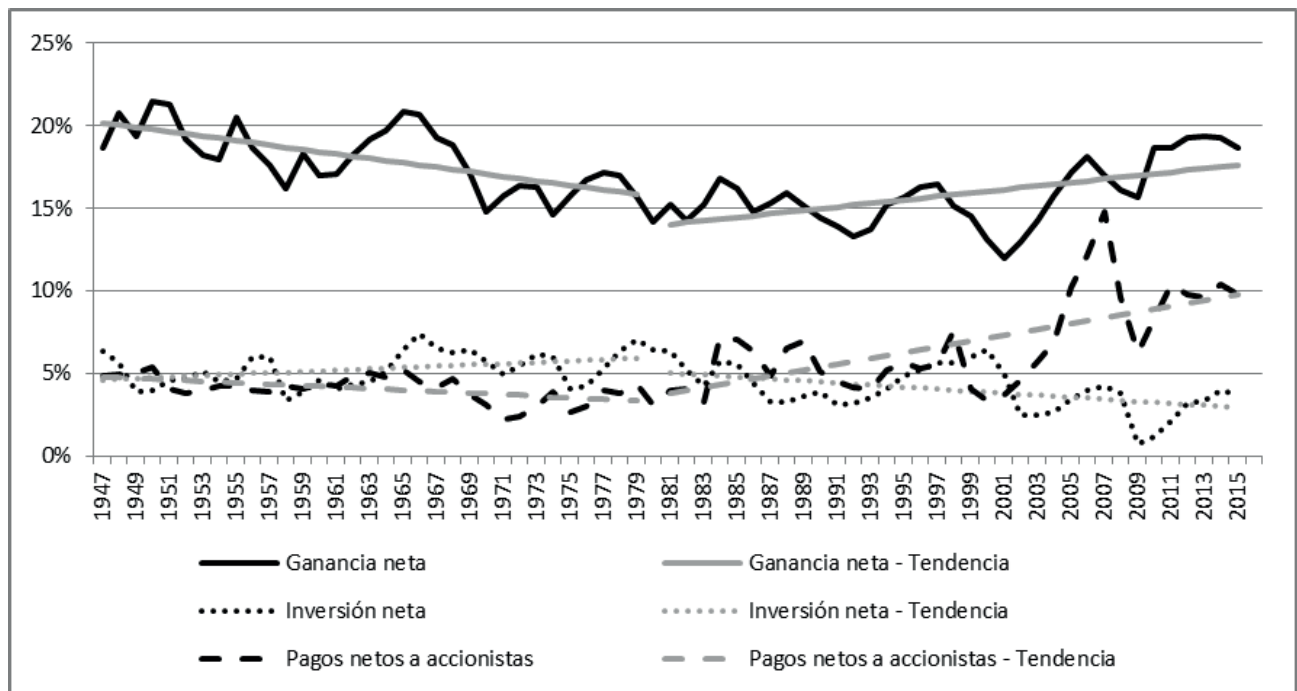
No es objeto de este capítulo indagar acerca de si Cohn en verdad creía que una mayor cantidad de CEOs respondería en forma positiva. Lo cierto es que apenas comenzaron las discusiones en torno a la ley, una gran cantidad de profesionales señalaron, desde distintos ámbitos, que buena parte del dinero devuelto a las empresas, lejos de dirigirse a inversiones en nuevas estructuras, maquinaria, equipo o investigación y desarrollo, terminarían en manos de los accionistas de esas empresas. A mediados de junio de 2018 (momento en el cual se escribe este texto), las estimaciones del banco JPMorgan publicadas en el Financial Times (Wigglesworth, 2018) estiman que las empresas pasarán de distribuir poco menos de 1 billón de dólares en 2017 a aproximadamente 1,3 billones de dólares en 2018. Esta cifra no sólo resulta impresionante cuando se considera que representa aproximadamente 2,5 veces el PBI de la Argentina de 2016, sino también al notar que constituye poco menos del 10% del PBI de los EEUU en el mismo año.

Existe sobrada información anecdótica en lo relativo a cómo empresas puntuales llevan a cabo estos procesos y qué implica para la sociedad en general y sus trabajadores en particular. Lazonick (2016), por ejemplo, cita el caso de empresas farmacéuticas como Pfizer, Merck y Amgen quienes cobran los precios más caros del mundo en los EEUU pero distribuyen más del 100% de sus ganancias a sus accionistas. Menciona también los ejemplos de empresas petroleras como Exxon Mobil (que lideró el ranking de recompra de acciones con 22 mil millones de dólares por año en promedio), Chevron y ConocoPhillips las cuales, a la vez que distribuyen masivamente a sus accionistas toman subsidios del gobierno para exploración y rechazan invertir en energías alternativas. Cita por último el caso de General Motors, empresa que gastó 20 mil millones de dólares entre 1986 y 2002 en recompra de acciones (período en el cual perdía parte de su mercado en manos de otras empresas) y 5 billones entre 2015 y 2016, luego de que un fondo de inversión demandara parte del salvataje otorgado por el gobierno. Todo esto en un período en el cual redujo buena parte de su fuerza laboral al tiempo que disminuían salarios y beneficios.

otras fuentes, en <https://twitter.com/nataliewsj/status/930477112808628226>.

Este no es, sin embargo, un fenómeno que haya comenzado en los últimos años como puede comprobarse en el Gráfico N° 1. Desde los años '80 comienza un período marcado por una caída en la tasa neta de inversión, leve aumento de las ganancias netas y un marcado incremento en la distribución neta de fondos a los accionistas. En esos años, las estrategias corporativas de las corporaciones no financieras (CNF) pasaron de “retener y reinvertir” a “achicar y distribuir” (Lazonick y O’sullivan, 2000). Bajo el lema de “generar valor a los accionistas”, las empresas en general y las no financieras en particular comenzaron un proceso de reestructuración en términos del tipo de actividades que llevan a cabo, la organización espacial de su producción y el uso de sus fondos disponibles.

Gráfico N° 1. Ganancia neta, inversión neta y pago neto a los accionistas como proporción del valor agregado de las corporaciones no financieras estadounidenses, valores en porcentajes, 1947-2015



Fuente: Elaboración propia en base a información de la Reserva Federal de los EEUU, Tabla s.5.a

Apunteremos entonces a dar cuenta, en forma general, de la reestructuración llevada a cabo por las grandes CNF estadounidenses en las últimas décadas. Por CNF hacemos referencia a las grandes empresas no financieras; aque-

llas que, por su tamaño, explican una parte importante de las variables agregadas. Para ello haremos uso de distintas fuentes de información. Por un lado trabajaremos con información agregada y de carácter público como la de la Reserva Federal de los EEUU, el *Bureau of Economic Analysis* y el *Internal Revenue Service*. Otra base de datos de carácter público es la de la *World Input Output Database*, la cual brinda información de comercio mundial intrasectorial. Por otro lado, usaremos información de empresas que cotizan en bolsa que, si bien es de carácter público, es recopilada y estandarizada en forma privada por *Standard & Poor's* en la base de datos *Compustat*².

Procederemos de la siguiente forma. En primer lugar, haremos una breve descripción del período inmediatamente anterior (las décadas del '60 y '70) en el cual las CNF enfrentaron una serie de “desafíos” cuya resolución forma parte de los cambios que serán analizados en la siguiente sección. Entre ellos destacamos la refocalización en actividades consideradas como centrales, la deslocalización de tareas de bajo valor agregado y un fuerte proceso de centralización a escala global. Discutiremos también críticamente aquella tesis que interpreta el aumento de ciertos activos financieros como la transformación de las CNF norteamericanas en rentistas financieros. Por el contrario, mostraremos que su incremento está ligado a la explotación, a nivel global, de las ventajas impositivas asociadas a los llamados “paraísos fiscales”³. Finalmente, mostraremos cómo estos cambios desembocaron en la situación descrita por el Gráfico 1, es decir, una menor necesidad de invertir y una mayor disponibilidad de fondos que termina siendo distribuida a los accionistas.

2. Si bien cuando utilizamos estos datos lo hacemos agregando la información de las distintas empresas, la base permite una identificación individual de las mismas. Así, podemos tener una idea más precisa, por ejemplo, de su pertenencia sectorial entre la que se destacan la producción de maquinarias y equipo óptico, mineras, empresas de telecomunicaciones, químicas, servicio de *retail*, electricidad, gas y servicios empresariales.

3. Definidos a partir de 4 características según la OECD. En primer lugar, son países con bajos o inexistentes impuestos. Segundo, poseen leyes que promueven el secreto financiero y dificultan el intercambio de información con autoridades de otros países. Tercero, carecen de transparencia en torno a las prácticas legislativas, legales y administrativas. Por último, estos países se caracterizan por la ausencia de requisitos para que las actividades llevadas a cabo por las empresas que operan allí sean reales.

I. La antesala de la transformación

A principios de los '80, la típica corporación norteamericana era un conglomerado diversificado (G. F. Davis, Diekmann, y Tinsley, 1994). Este tipo de organización creció principalmente a través de líneas no relacionadas de negocios en los '60 y '70, antes que por adquisiciones horizontales o verticales de productos relacionados. En gran medida esta estrategia se explica por una política mantenida a lo largo de distintos gobiernos que se oponía a la concentración en líneas de productos similares, lo cual se plasmaba en fuertes políticas antitrust. Las llamadas compras hostiles⁴ también eran más controladas durante los '60 y, por lo tanto, las adquisiciones eran generalmente consentidas⁵.

Ahora bien, comparados con los “relativamente tranquilos y poco competitivos '60” (Shleifer y Vishny, 1991), a principios de los '80 las corporaciones norteamericanas enfrentaron una sustancial lista de desafíos: alta inflación, alta tasa de interés, bajas ganancias y una mayor competencia internacional (principalmente de Japón y Alemania). Debido a la inflación, el valor de los activos fijos tales como propiedades, planta y equipo incrementaban su valor, mientras que las altas tasas de interés los mantenían subvalorados en el mercado financiero. Asimismo, en aquella época el mercado financiero sugería que en muchos casos las partes individuales de una corporación valían más que la entidad misma (LeBaron y Speidell, 1987)⁶.

Asimismo, como ya dijimos, los retornos a los accionistas eran relativamente bajos (Zey y Camp, 1996). Sin embargo, a diferencia de la disper-

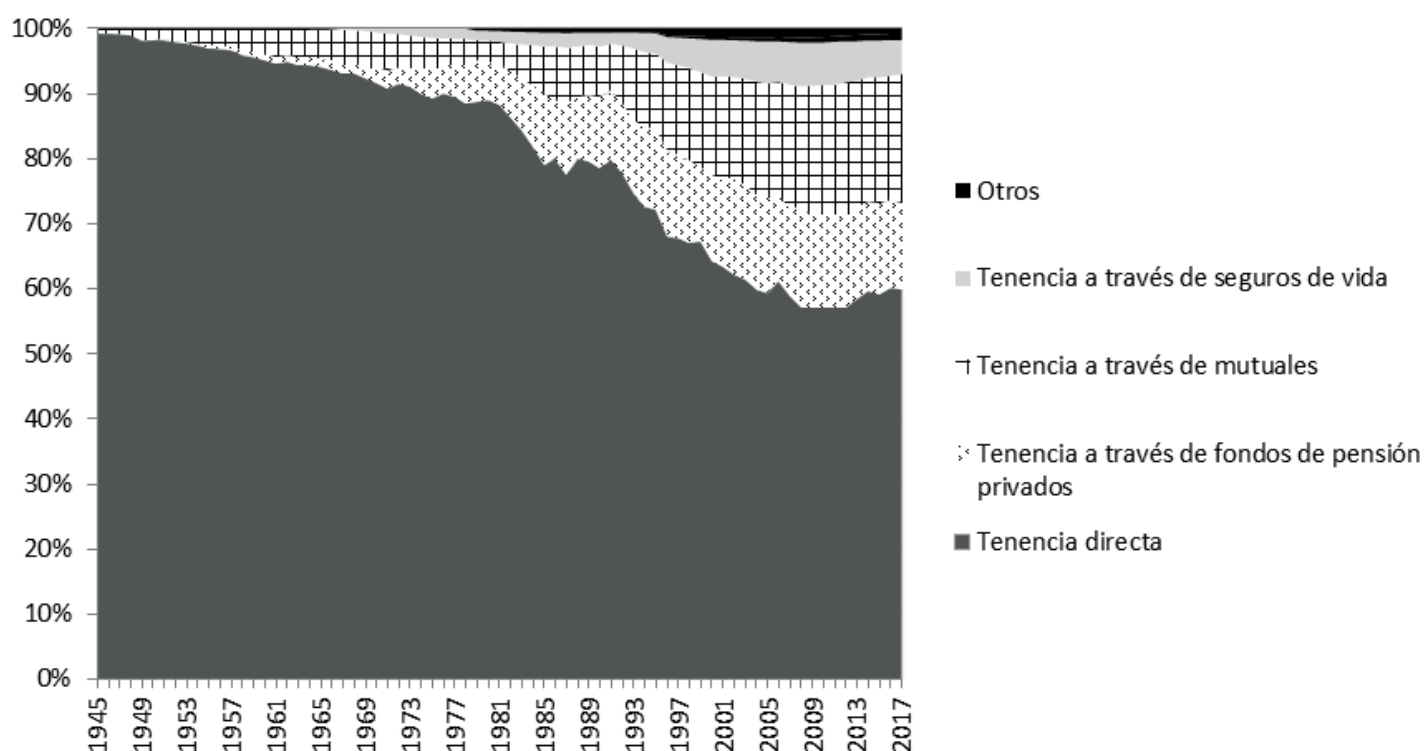
4. Definida como la adquisición de una compañía “A” por parte de la compañía “B” en la cual el directorio de la compañía “A” está en contra de la venta. Los mecanismos más frecuentes para que la compañía “B” pueda hacerse con la “A” generalmente implican la compra de una porción mayoritaria de las acciones de “A” como así también la persuasión hacia los accionistas de “A” para cambiar el directorio.

5. Es decir, no hostiles.

6. Esto ha sido denominado como el “descuento por diversificación” (Rajan, Servaes, & Zingales, 2000). Sin embargo, en los EEUU, el Mercado no siempre reaccionó en forma negativa hacia la diversificación como lo indican Shleifer y Vishcni (1991) en los '60 y más recientemente por Arikan and Stulz (2016).

sión que había prevalecido en décadas anteriores, las acciones de estas empresas comenzaron a estar controladas en forma cada vez más centralizada mediante fondos de pensión y de inversión en un proceso similar al descrito en el caso francés (Gráfico N° 2). De esta forma, los accionistas pasaron a tener mayor poder de presión sobre los directorios de las empresas. Otro canal por el cual los directorios sufrieron mayores presiones fueron las compras financiadas con endeudamiento, cuyo objetivo era hacerse del control de la firma, subdividirla y vender luego sus distintas unidades a un precio total mayor. Este proceso dio lugar a dos grandes cambios en la concepción de la firma. En primer lugar, comenzó a tener mayor aceptación la “concepción financiera”, es decir, la idea de que la firma es un conjunto moldeable de activos antes que una totalidad. En segundo lugar, comenzó a primar la idea de que el objetivo de la firma era crear valor para sus accionistas, con énfasis en los retornos de corto plazo de aquellos activos.

Gráfico N° 2. Tipo de tenedor de acciones de empresas estadounidenses, valores en porcentajes, 1945-2017.



Fuente: Elaboración propia en base a información de la Reserva Federal de los EEUU, Tabla b.101.e

Así, varias de las más importantes empresas estadounidenses de aquel entonces como Nabisco, J. R. Reynolds, Walt Disney, Gulf y R.H. Macy fueron adquiridas, desmembradas, y refocalizadas en menores actividades, especialmente aquellas consideradas como sus competencias centrales. Esto implicó el despido de un importante número de trabajadores, como veremos en la siguiente sección. Como resultado, las grandes firmas en los '90 eran aproximadamente un 50% menos diversificadas que en los '80 (G. F. Davis et al., 1994). Para una muestra de adquisiciones hechas entre 1971 y 1982, Kaplan y Weisbach (1992) encuentran que, para finales de 1989, las empresas habían desinvertido casi el 44% de las compañías compradas. Contrariamente a la oleada de fusiones de los '60 y '70, aquellas realizadas en los '80 tendían a la consolidación y especialización. Algunos autores incluso las caracterizan como “correcciones” de las oleadas previas que habían tendido a la diversificación (Martynova y Renneboog, 2008; Shleifer y Vishny, 1991). Es importante aclarar que la nueva oleada de adquisiciones tuvo lugar en la medida en que la política antitrust de Reagan permitió casi cualquier tipo de fusión.

Vale la pena aclarar que el proceso de “empoderamiento” de los accionistas contó con la justificación teórica de la economía *mainstream* en general, y de la literatura de las finanzas corporativas en particular. El argumento consistió (y consiste) en sostener que los accionistas se habían visto perjudicados en los '60 y '70 por los managers, ya que estos últimos estaban interesados en su crecimiento personal (atado al tamaño de la empresa) por sobre la rentabilidad de la empresa y por lo tanto del beneficio de los accionistas. En este contexto, continúa la explicación, los managers tomaban decisiones de inversión ineficientes. La forma de resolver el problema, para esta corriente de pensamiento, es tomar las decisiones de las compañías únicamente en función del interés de los accionistas.

En forma paralela a la reconfiguración interna, Prechel (2000) señala que las grandes corporación también presionaron por disminuciones impositivas. El “Acta de Ingresos de 1981” otorgó créditos impositivos a las inversiones y redujo períodos de depreciación del capital. Esta y otras

reformas (como el “Acta para la Reforma Impositiva de 1986” y el “Acta de Ingresos de 1987”) sentaron las bases legales para la reestructuración de las corporaciones norteamericanas, pasando de la conocida forma “multidivisional” a la que ha sido denominada como la forma “multisubsidiaria”. Mediante esta última, varias divisiones corporativas pasaron a ser transformadas en subsidiarias legalmente separadas, con la posibilidad de transferir activos y pasivos entre ellas. Asimismo, las nuevas leyes redujeron las penalidades legales para las liquidaciones.

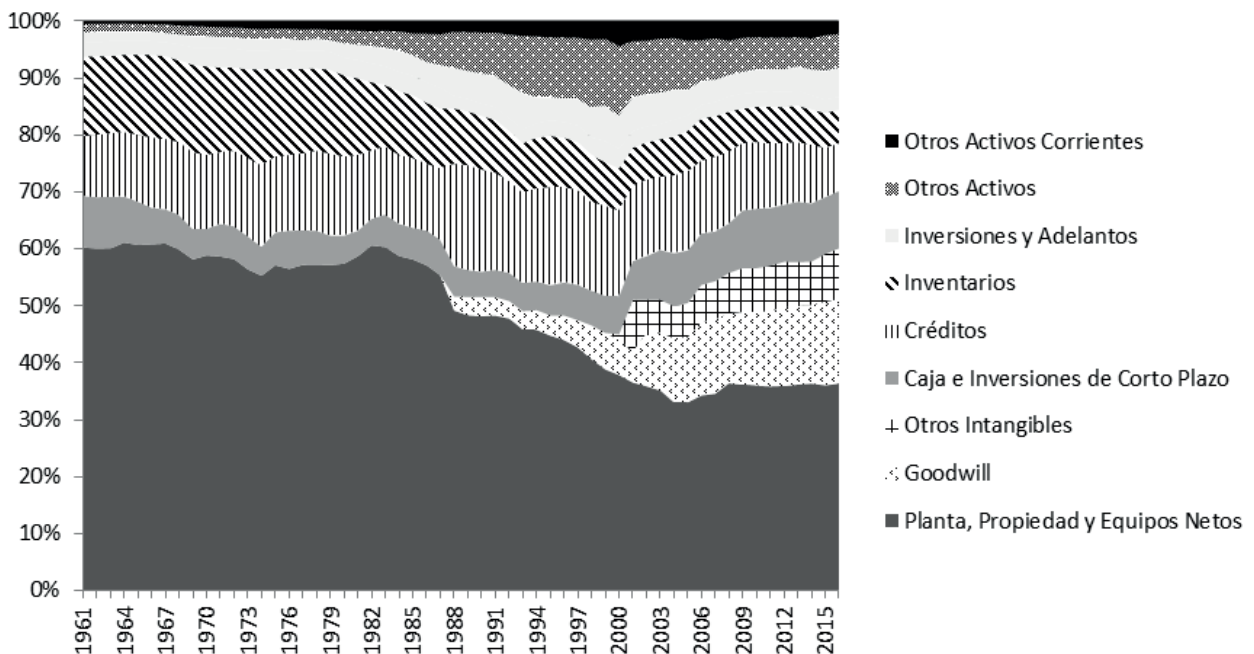
Prechel (1997b) señala otros incentivos para transformar divisiones en subsidiarias. En primer lugar, la compañía madre puede emitir acciones de subsidiarias (pero no de divisiones) y usar el capital para motivos que elija, creando así mercados internos de capitales. En segundo lugar, la compañía madre puede reducir su riesgo financiero transfiriendo los activos y pasivos más riesgosos a sus subsidiarias, creando así una barrera legal perforada solo en casos extremos. Tercero, las subsidiarias permiten aumentar la flexibilidad para reconfigurar la compañía y su portafolio de productos. Cuarto, las subsidiarias no sólo están controladas por la empresa madre sino también por el mercado, permitiendo así un mayor monitoreo. En un estudio de las 100 mayores firmas industriales, Prechel (1997b) muestra que entre 1981 y 1993 el número de divisiones por compañía pasó de 8,8 a 4,3, mientras que el número de subsidiarias aumentó de 23,1 a 50,7. A continuación veremos más de cerca las transformaciones concretas atravesadas por la industria norteamericana.

II. Principales transformaciones

Un punto de partida para analizar los cambios de las CNF es considerar la estructura de activos de las CNF norteamericanas (Gráfico N° 3). Desde principios de los años '60 hasta mediados de los '80, la estructura es relativamente similar. A partir de ese momento, no obstante, comienzan a delinearse ciertas tendencias que se mantienen hasta hoy.

El cambio más notable es la pérdida de relevancia de la categoría “Planta, Propiedad y Equipos – Neta” pasando del 60% del total de activos a aproximadamente un 35%. Caen también los inventarios, pasando del 13% al 6%. La caída de ambos tipo de activos es la contracara del mayor peso relativo de otro tipo de activos, especialmente de dos tipos: intangibles (“Goodwill” y “Otros Intangibles”) y “Caja e Inversiones de Corto Plazo”. A continuación nos detendremos en cada uno de ellos.

Gráfico N° 3. Composición de activos de corporaciones no financieras norteamericanas que cotizan en bolsa, valores en porcentajes, 1961-2016.



Fuente: Elaboración propia en base a Compustat

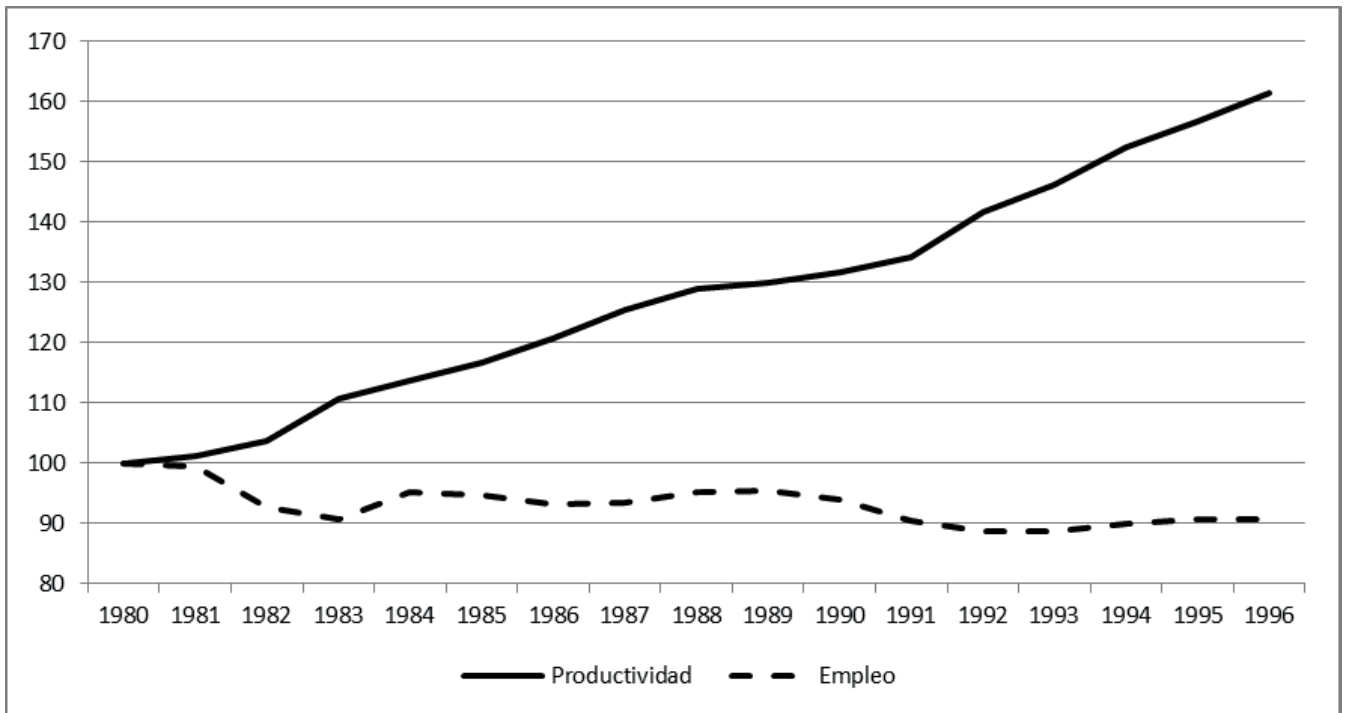
II.1. Deslocalización y consolidación en actividades de mayor valor agregado

En primer lugar veamos los llamados “Activos Intangibles”, es decir, activos sin un sustento físico. Dentro de este tipo de activos podemos diferenciar, asimismo, dos grandes grupos. Por un lado figura la categoría de “Goodwill” que es, esencialmente, una categoría contable definida

como el monto que una compañía que adquiere a otra paga por encima del valor contable de esta empresa (IFRS 3 — Business Combinations). Teóricamente, esta diferencia está explicada por las rutinas, procesos y cultura empresarial, entre otros, que no pueden ser identificados en forma individual (y por lo tanto no figuran en los libros contables) pero que hacen al valor de la empresa. En la práctica, no obstante, dadas las dificultades para medir estos elementos, el monto de “Goodwill” depende de las fluctuaciones del mercado, especialmente del proceso de alza verificado en las semanas precedentes a una Fusión y Adquisición -F&A- (Serfati, 2008). Por otra parte, el incremento en “Goodwill” puede resultar artificialmente elevado dado que no es un activo que se deprecie de acuerdo a un cronograma específico, sino que su valor es fijado mediante auditorías externas (IAS 36 — Impairment of Assets). El otro grupo dentro de los activos intangibles son los llamados “Otros Intangibles”, que incluyen patentes, *copyrights* y licencias, entre otros.

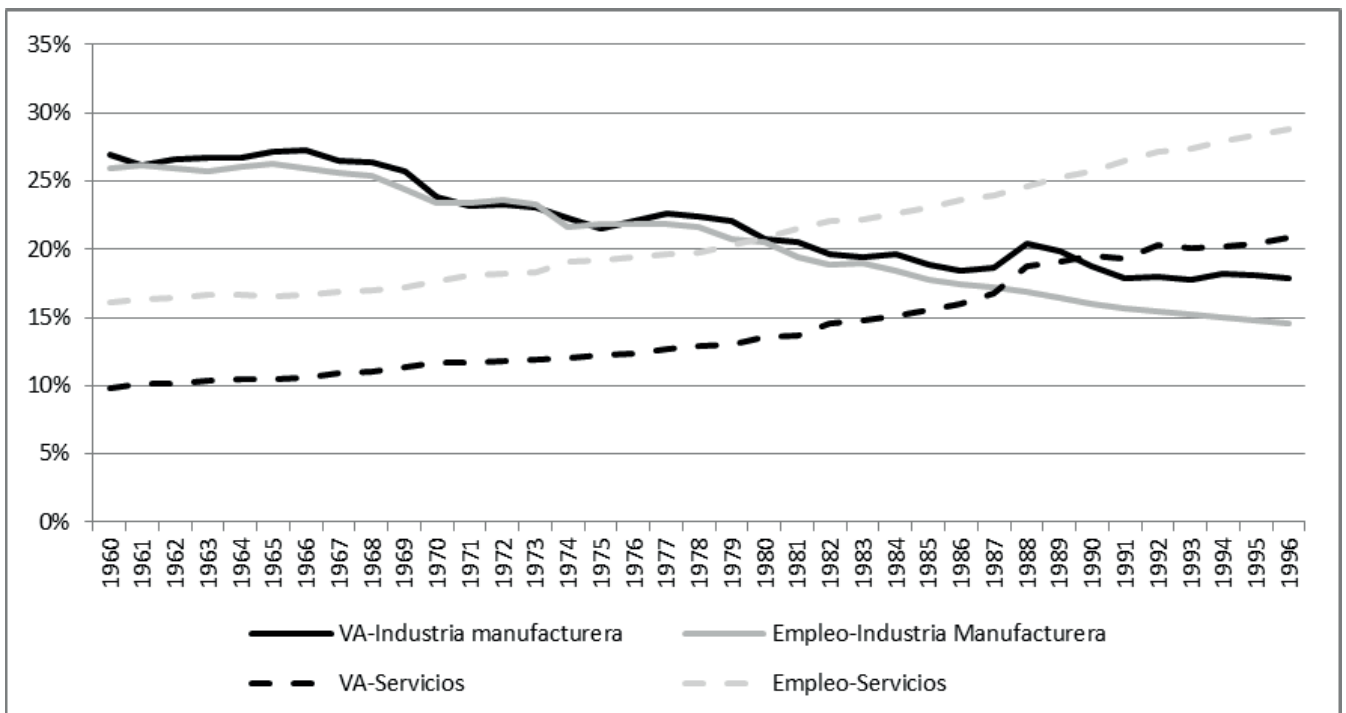
El crecimiento de “Goodwill” y “Otros Intangibles” reflejan parte del proceso de reconversión de las CNF norteamericanas como veremos a continuación. La reestructuración de la industria norteamericana fue un proceso que incluyó distintas etapas. Las industrias más afectadas por la competencia internacional, principalmente ciertas ramas de la industria manufacturera, expulsaron una fuerte cantidad de mano de obra en los '80 y aumentaron de esta forma su productividad, como puede verse en el Gráfico N° 4. En la década del '80, la industria manufacturera en su conjunto expulsó el 10% de la mano de obra que empleaba, a la vez que aumentó su productividad en casi un 40%. Esto forma parte del proceso más general de transición a una economía con mayor peso de los servicios tanto a nivel de valor agregado como de empleo (Gráfico N° 5).

Gráfico N° 4. Evolución de la productividad por trabajador y empleo en la Industria Manufacturera en EEUU, 1980-1996, 1980=100.



Fuente: Elaboración propia en base a información del Bureau of Economic Analysis.

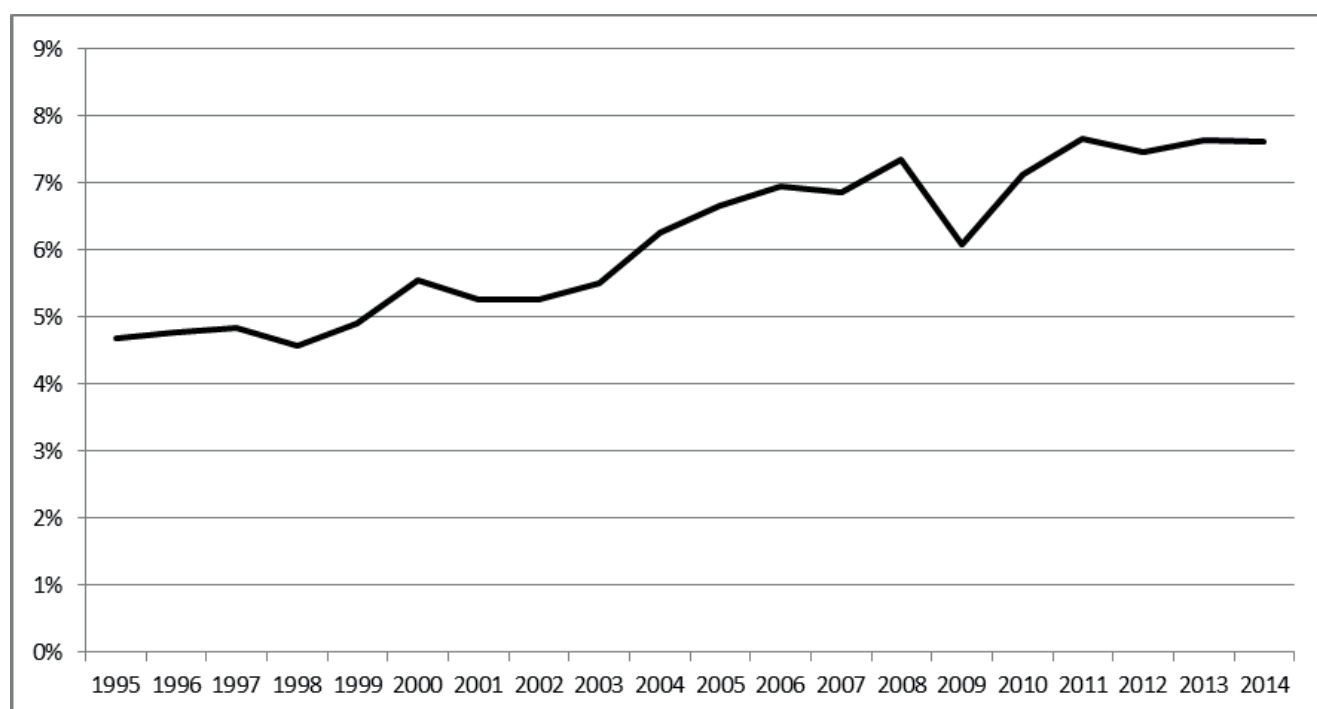
Gráfico N° 5. Evolución del valor agregado y empleo para Industria Manufacturera y Servicios sobre total de la economía en EEUU, valores en porcentajes, 1960-1996.



Fuente: Elaboración propia en base a información del Bureau of Economic Analysis.

De la mano de la expulsión de mano de obra en ciertas industrias, un proceso generalizado fue el de la introducción de nuevas tecnologías y deslocalización de parte de las tareas, sobre todo pero no exclusivamente, a países de menor desarrollo y con menores salarios (Fligstein y Shin, 2004; Milberg y Winkler, 2013). Así, muchas de las más importantes CNF comenzaron a redefinir sus competencias centrales focalizándose en innovación, marketing, estrategia y diseño de producto, es decir, en aquellas actividades consideradas como de mayor valor agregado. El incremento de “Otros Intangibles” en el Gráfico N° 3 refleja este proceso. Al mismo tiempo, redujeron su participación en actividades consideradas como no centrales, aquellas asociadas a un menor valor agregado. El Gráfico N° 6 muestra el incremento en la compra de insumos intermedios provenientes de otros países⁷.

Gráfico N° 6. Evolución del porcentaje de insumos intermedios adquiridos en el extranjero sobre el total de la producción en EEUU, valores en porcentajes, 1995-2014.



Fuente: Elaboración propia en base a información de la World Input-Output Table.

7. Una medida que suele usarse para dar cuenta de la deslocalización de la producción.

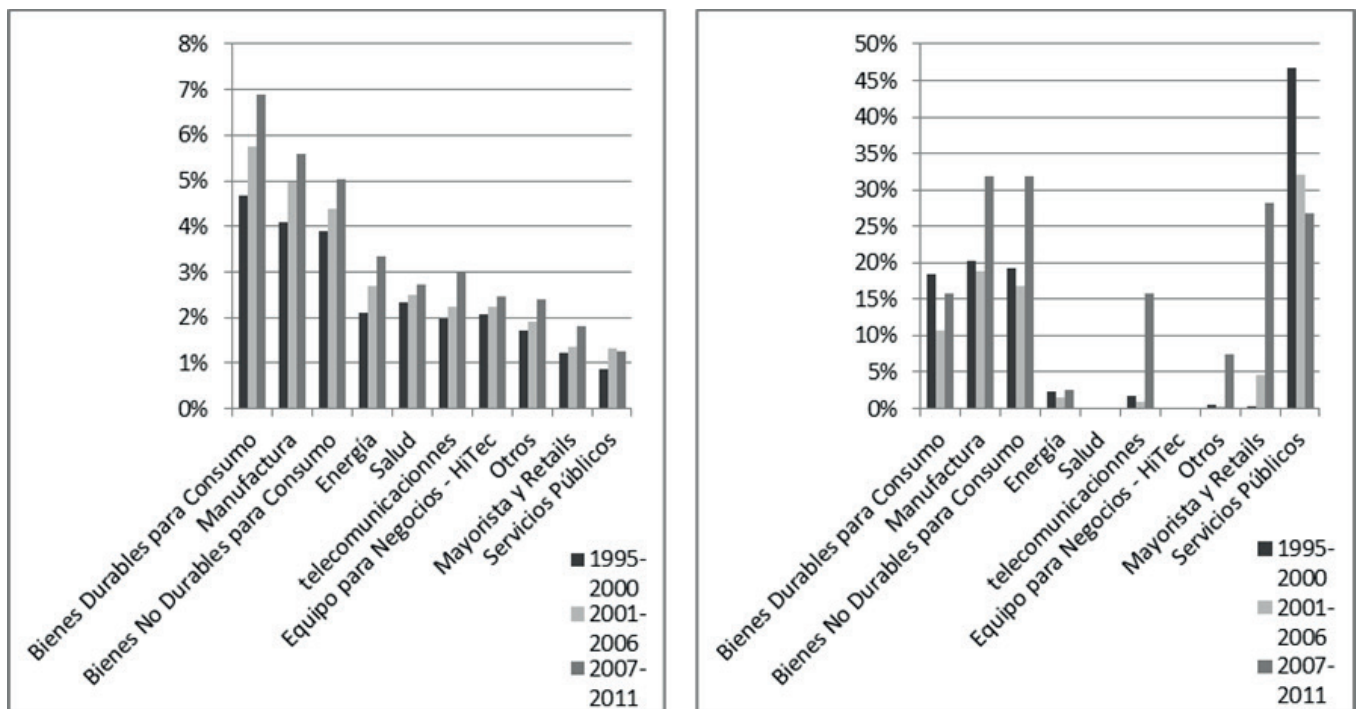
De hecho, mientras que el estancamiento de salarios y los incrementos de productividad han sido las formas más extendidas a la hora de mantener los márgenes de ganancia en los países centrales, en los últimos años ha cobrado más relevancia lo que Milberg denomina el “manejo efectivo de las cadenas globales de valor”⁸. Al disponer de una gran cantidad de proveedores a nivel mundial, la deslocalización de la producción tuvo principalmente la forma de relaciones de mercado entre las firmas líderes y proveedores, estableciendo una estructura de mercado asimétrica, consistente muchas veces en un poder monopólico en relación a sus proveedores y oligopólico en relación a sus clientes. De acuerdo a un estudio llevado a cabo por la consultora McKinsey Global (2003), las empresas pueden ahorrarse entre el 45% y 55% de sus costos gracias a la deslocalización. Los destinos dependen en muchos casos del tipo de actividad. La India e Irlanda son los destinos más relevantes en servicios, mientras que México, China y el Sudeste Asiático lo son para las manufacturas.

Como señalan Baud y Durand (2012), los proveedores no sólo están forzados a competir entre ellos, sino que también deben hacer frente a los términos de pago de la empresa líderes, criterios de “justo a tiempo” como así también a los riesgos asociados a la volatilidad en las ventas que imponen costos financieros adicionales e incrementan las necesidades de capital. La falta de responsabilidad frente a lo que ocurre puertas adentro de sus proveedoras (tanto a nivel de relaciones de trabajo como, por ejemplo, criterios medioambientales) hace que a las grandes firmas les resulte más rentable la deslocalización vinculada a empresas distintas a la líder antes que la instalación productiva de plantas propias en otros países. De hecho, Milberg y Winkler (2013) muestran que la IED vinculada a la disminución de costos pasó de un 75% en 1985 al 35% en 2010.

8. Estas pueden definirse como “el rango total de actividades que firmas y trabajadores realizan para generar un producto específico desde su concepción hasta su uso final y más allá” (Gereffi & Fernandez-Stark, 2011, p. 4, traducción propia). Con otros nombres, pero analizando esencialmente el mismo fenómeno, existe una importante tradición en Argentina, principalmente vinculada a la tradición marxista, que ha buscado conceptualizar este tipo de configuraciones del capital a nivel global, ver por ejemplo Levín (1997) e Iñigo Carrera (2008, cap. 5).

Al deslocalizar su producción a otras empresas, las CNF ahorran también parte de sus compromisos de capital, liberando esos fondos para otras finalidades tales como la distribución a sus accionistas. Para el caso puntual de los EEUU, el Gráfico N° 7 ilustra cómo son las industrias de mayor deslocalización, aquellas que han tenido, en promedio⁹, los coeficientes de distribución a los accionistas como porcentaje de inversión productiva más elevados.

Gráfico N° 7. Compra de insumos intermedios como proporción de producción total (izquierda) y cociente entre pagos a los accionistas e inversión de capital para el primer cuartil* de las corporaciones no financieras que cotizan en bolsa (derecha) en EEUU, valores en porcentajes, 1995-2011.



*Es decir, del 25% de empresas con mayores activos.

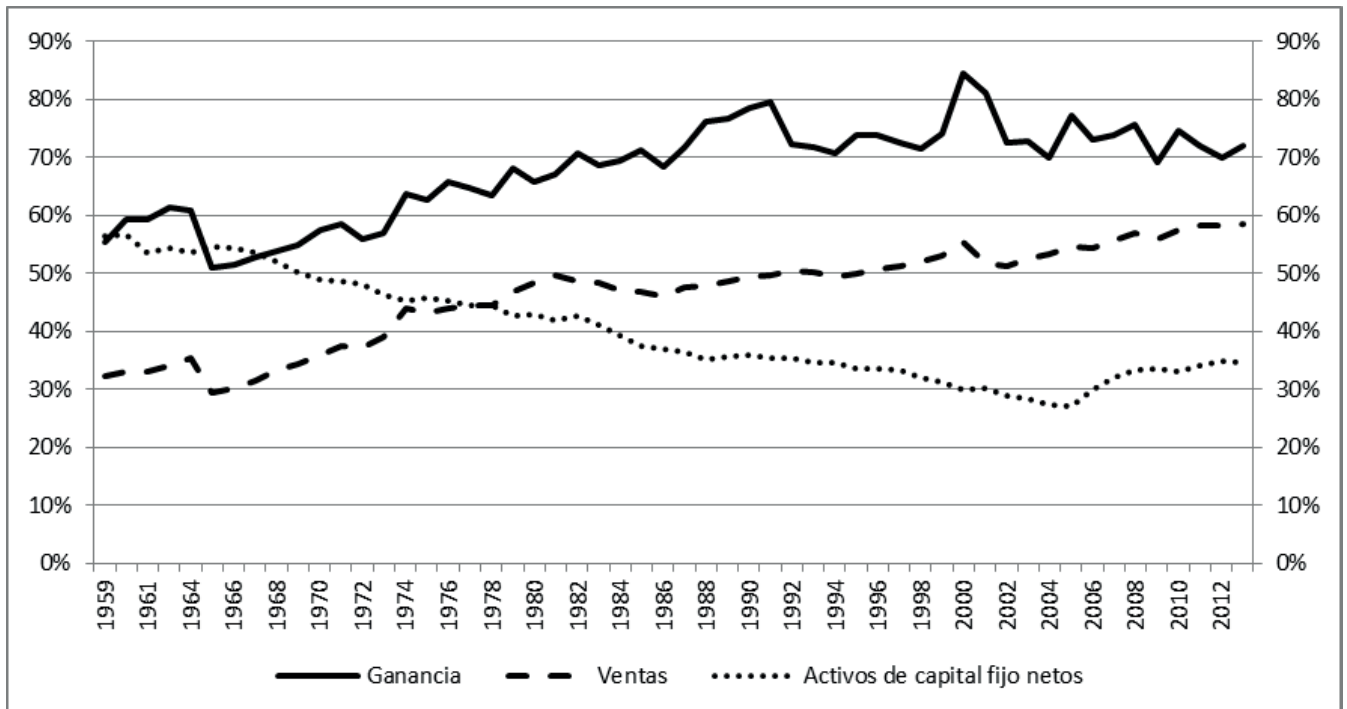
Fuente: Elaboración propia en base a información de la World Input-Output Table y Compustat.

Asimismo, la globalización económica, la innovación tecnológica y la desregulación generaron una nueva oleada de fusiones en los '90, aun-

9. Las excepciones son las industrias mayoristas y del *retail* que importan directamente los bienes finales (quedando excluidos de nuestra medida de deslocalización) y servicios públicos que incluyen industrias fuertemente controladas por el Estado.

que esta vez de carácter global. Como resultado de este proceso los mercados europeo y asiático pasaron a tener un rol más trascendente como así también, en forma más general, las transacciones entre fronteras. El incremento en “Goodwill” al que hicimos referencia en el Gráfico N° 3 es también un reflejo del aumento en las F&A. Esta oleada estuvo enfocada en la consolidación en actividades específicas o centrales antes que en una diversificación. Como consecuencia de estas transformaciones, la economía norteamericana ha avanzado en un fuerte proceso de concentración de ventas y ganancias alrededor de las empresas de mayor tamaño, tal como lo indica el Gráfico N° 8. El gráfico también ilustra, en sintonía con el Gráfico N° 7, que la mayor concentración ha ido acompañada de una caída en el peso relativo de activos de capital fijo en estas firmas.

Gráfico N° 8. Empresas no financieras ubicadas en el 0,05% superior del total de activos. Ventas y ganancias sobre el total de ventas y ganancias de empresas no financieras en EEUU (eje derecho). Activos de capital fijo netos sobre total de activos (eje izquierdo), valores en porcentajes, 1959-2012.



Fuente: Elaboración propia en base a información de Internal Revenue Service.

II.2. ¿Una transformación en rentistas financieros?

La tesis de que buena parte de las CNF norteamericanas va tendencialmente a convertirse en rentista financiera está muy extendida en ciertos ámbitos de la literatura económica, vinculada a la llamada “financiarización” de la economía¹⁰. A muy grandes rasgos, esta literatura analiza los cambios en la sociedad vinculados al mayor peso del sistema financiero en la economía. Parte del estudio involucra específicamente a las CNF y el planteo consiste en que estas empresas, en vistas de las mayores posibilidades para obtener ganancias financieras y en el marco del aumento de la competencia a nivel global, habrían buscado “refugio” en la esfera financiera (Krippner, 2005).

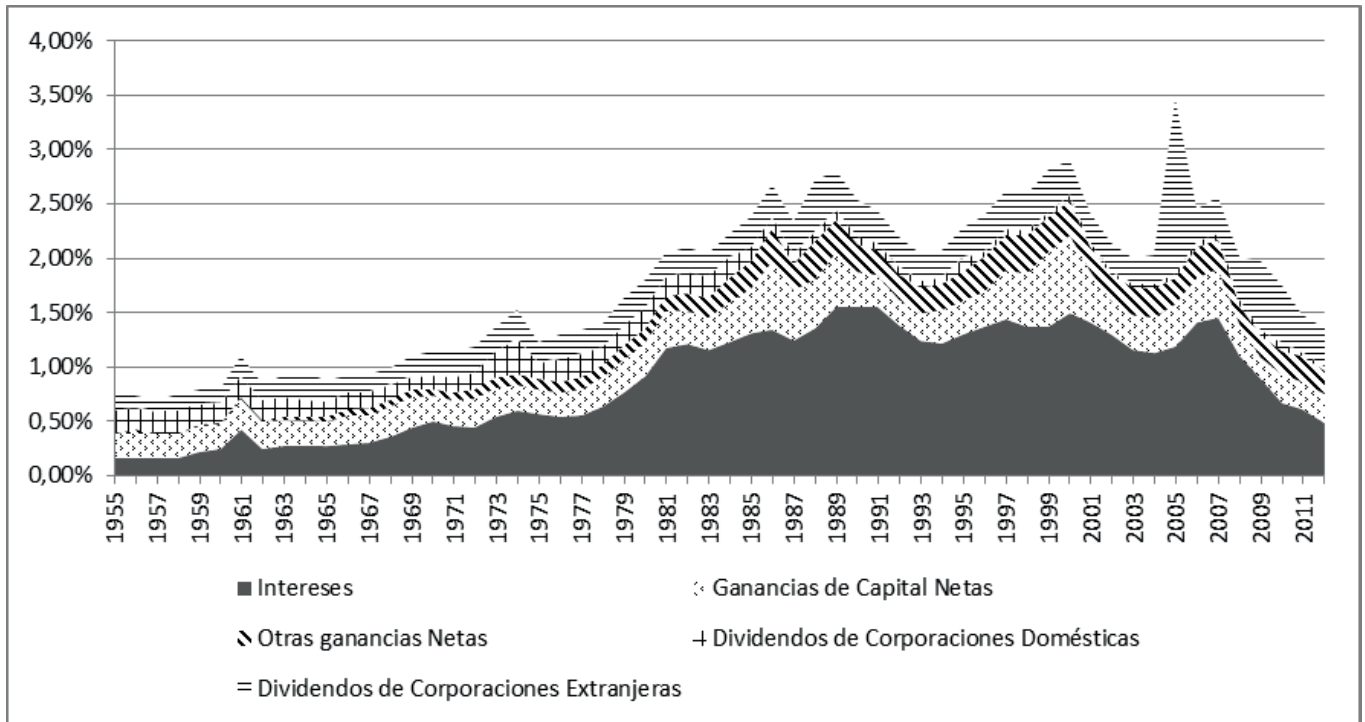
Como pruebas de este proceso suelen ofrecerse tres grandes tipos de evidencias empíricas. A nivel macroeconómico, se muestra el mayor peso de activos financieros dentro del total de activos y, también, el mayor peso de ingresos financieros dentro del total de ingresos (ver Crotty, 2005, p. 107; L. E. Davis, 2016, p. 135; Krippner, 2005, p. 185; Orhangazi, 2008, p. 866). En tercer lugar, existen una serie de trabajos basados principalmente en casos de estudio de grandes empresas tales como GlaxoSmithKline, Ford y General Electric, entre otros (Froud, Johal, Leaver, Williams, 2006).

Los análisis macroeconómicos presentan, no obstante, ciertas deficiencias metodológicas. A grandes rasgos, en relación a los ingresos financieros, los cálculos realizados por diversos autores los miden como porcentaje del total de ganancias o como porcentaje del flujo de caja y no como porcentaje del total de ingresos. Al hacerlo de esa forma, se da un sesgo positivo que es sustancial. Estos estudios incluyen también como ingreso financiero a los dividendos de empresas domésticas y extranjeras controladas, pese a que no hay motivos por los cuales deban considerarse de esa forma. El Gráfico N° 9 presenta el total de ingresos financieros, desglosado en distintas categorías como porcentaje del ingreso total incluyendo de todas formas los dividendos, con el objetivo de mostrar que aun

10. Puede consultarse, por ejemplo, Stockhammer (2004), Crotty (2005), Krippner (2005), Orhangazi (2008) y Davis (2016), entre otros.

así el porcentaje total es bajo. Como puede apreciarse, si bien se verifica un aumento en los '80, la serie sólo supera el 3% en el año 2005¹¹. Asimismo, dejando de lado el 2005, la serie presenta una tendencia decreciente desde principios de los 2000.

Gráfico N° 9. Ingresos financieros sobre total de ingresos para las firmas no financieras en EEUU, valores en porcentajes, 1959-2011



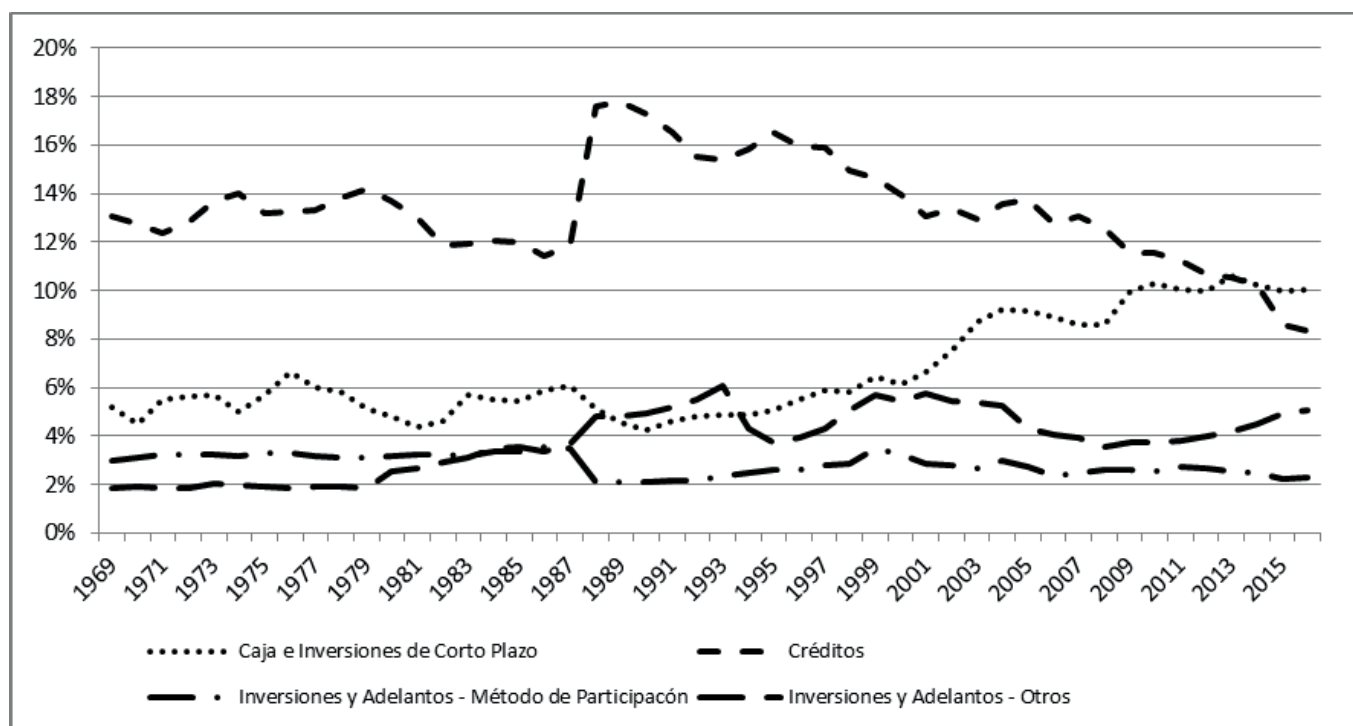
Fuente: Elaboración propia en base a información de Internal Revenue Service.

En términos de activos, buena parte de aquellos considerados como financieros por parte de la Reserva Federal (información utilizada por la mayor parte de los trabajos) son en realidad intangibles, tanto “Goodwill” como “Otros Intangibles”. La IED también aparece dentro de la categoría de activos financieros. En la sección anterior ya hemos hecho referencia a qué rol juegan este tipo de activos, el cual está lejos de ser meramente financiero. El Gráfico N°10 muestra la evolución de los activos financieros de aquellas empresas que cotizan en bolsa en los EE.UU. La categoría de “Créditos”

11. Año en el que el entonces Presidente George W. Bush otorgó una exención temporal de impuestos a las ganancias repatriadas del exterior.

muestra un salto discreto en 1987¹² para luego caer. La categoría “Inversiones y Adelantos” se ha mantenido relativamente constante a lo largo de los años. Solamente “Caja e Inversiones de Corto Plazo” presenta un incremento desde mediados de los '90 hasta nuestros días. No obstante, el hecho de que, como vimos en el Gráfico N° 9, los ingresos financieros disminuyeran en el mismo momento nos lleva a pensar que el incremento de estos activos líquidos se explica por otros motivos no relacionados a la búsqueda de una ganancia financiera. Por el contrario, es posible observar que el incremento de este tipo de activos está vinculado a la última estrategia que revisaremos: los cambios en las decisiones impositivas de las CNF.

Gráfico N° 10. Activos financieros seleccionados para las corporaciones no financieras que cotizan en bolsa en EEUU sobre el total de activos, valores en porcentajes, 1969-2014.



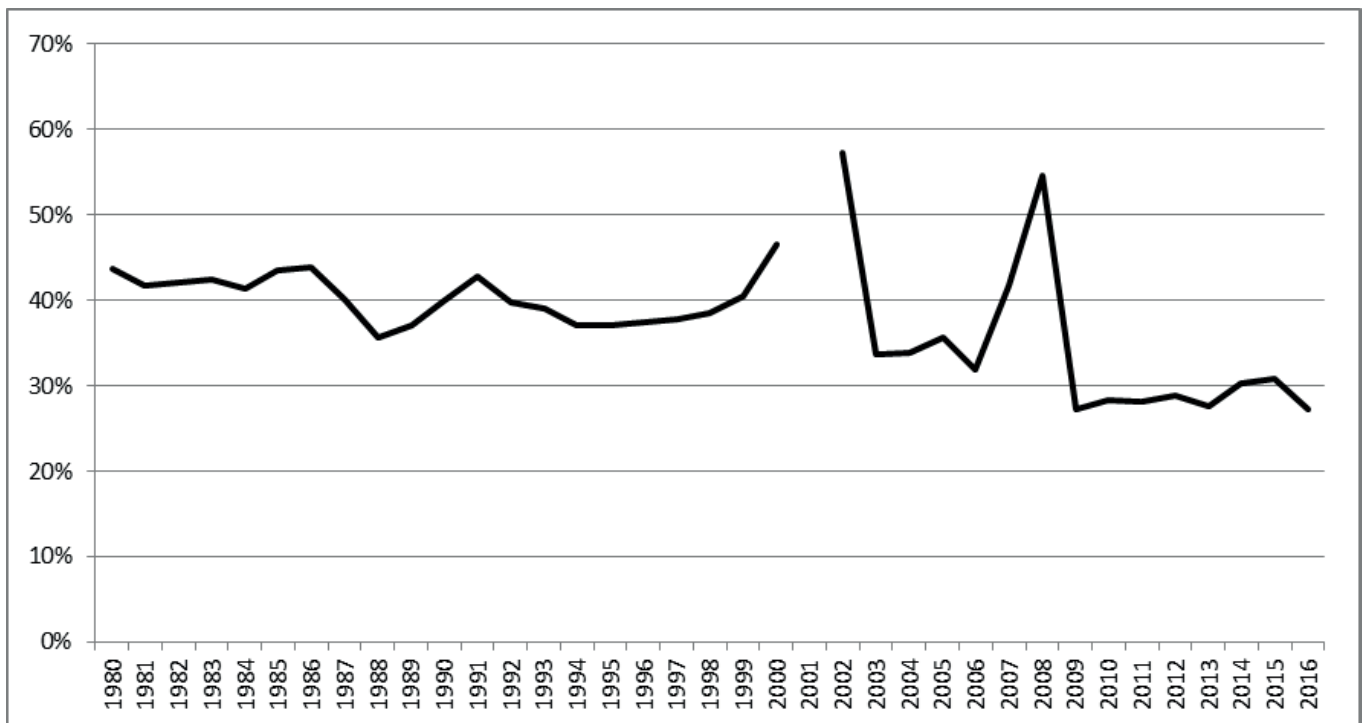
Fuente: Elaboración propia en base a información de Compustat.

12. El aumento fue debido a cambios en la regulación. En octubre de 1987, el organismo encargado de establecer los principios de contabilidad generalmente aceptados, la “Financial Accounting Standards Board” emitió su “Declaración No. 94”, la cual requirió la consolidación de todas las subsidiarias de pertenencia mayoritaria en los estados financieros (Wiedman & Wier, 1999). El uso de subsidiarias por fuera del balance de las empresas madre había proliferado con el objetivo de transferirles aquellos activos de mayor riesgo (Cormier, Andre, & Charles-Cargnello, 2004).

II.3. Estrategias impositivas

El desarrollo de las llamadas tecnologías de la información y la comunicación, la mundialización de la producción y la mayor relevancia de activos intangibles han permitido a las CNF disminuir la tasa efectiva de impuestos que pagan gracias al llamado “desplazamiento de ganancias” o “arbitraje de impuestos”, como puede apreciarse en la Gráfico N° 11. A partir de la multiplicación de subsidiarias a la que hicimos referencia, junto con el hecho de que los activos intangibles son fácilmente relocalizables, una misma empresa puede pagarse a sí misma, en paraísos fiscales, por el uso de patentes y derechos. De esa forma, localiza las ganancias en aquellos países que tienen menores impuestos y no allí donde realizan la mayor parte de sus ventas que, en el caso de los países centrales, suelen tener mayores impuestos.

Gráfico N° 11. Cociente entre el total de impuestos a los ingresos y la ganancia antes del pago a los impuestos para las corporaciones no financieras que cotizan en bolsa en EEUU, valores en porcentajes, 1980-2016*.



*No presentamos el valor correspondiente al año 2001 debido a que la serie es artificialmente alta en aquel año producto de las bajas ganancias antes de impuestos.

Fuente: Elaboración propia en base a información de Compustat.

En el caso de los EEUU, pese a tener un sistema impositivo que grava la ganancia global, la ley permitía a las compañías diferir el pago de impuestos hasta que las ganancias reportadas en el extranjero sean repatriadas¹³ (Phillips, Gardner, Kitson, Robins, y Surka, 2016). El mismo informe da cuenta de que, en 2015, 367 de las 500 empresas pertenecientes al ranking *Fortune 500* informaron tener 10.366 subsidiarias en paraísos fiscales. Pozsar (2018) analiza la composición y tamaño de activos líquidos en países offshore por parte de grandes CNF tales como Merck & Co; Amgen, Inc.; Qualcomm, Inc.; Pfizer, Inc.; Johnson & Johnson; Alphabet, Inc.; Oracle Corp.; Cisco Systems, Inc.; Microsoft Corp. y Apple, Inc. Apple sola tiene un portafolio de créditos más grande que Citibank o J.P. Morgan mientras que el portafolio de Oracle, Cisco y Amgen es un tercio mayor que aquel de Bank of America.

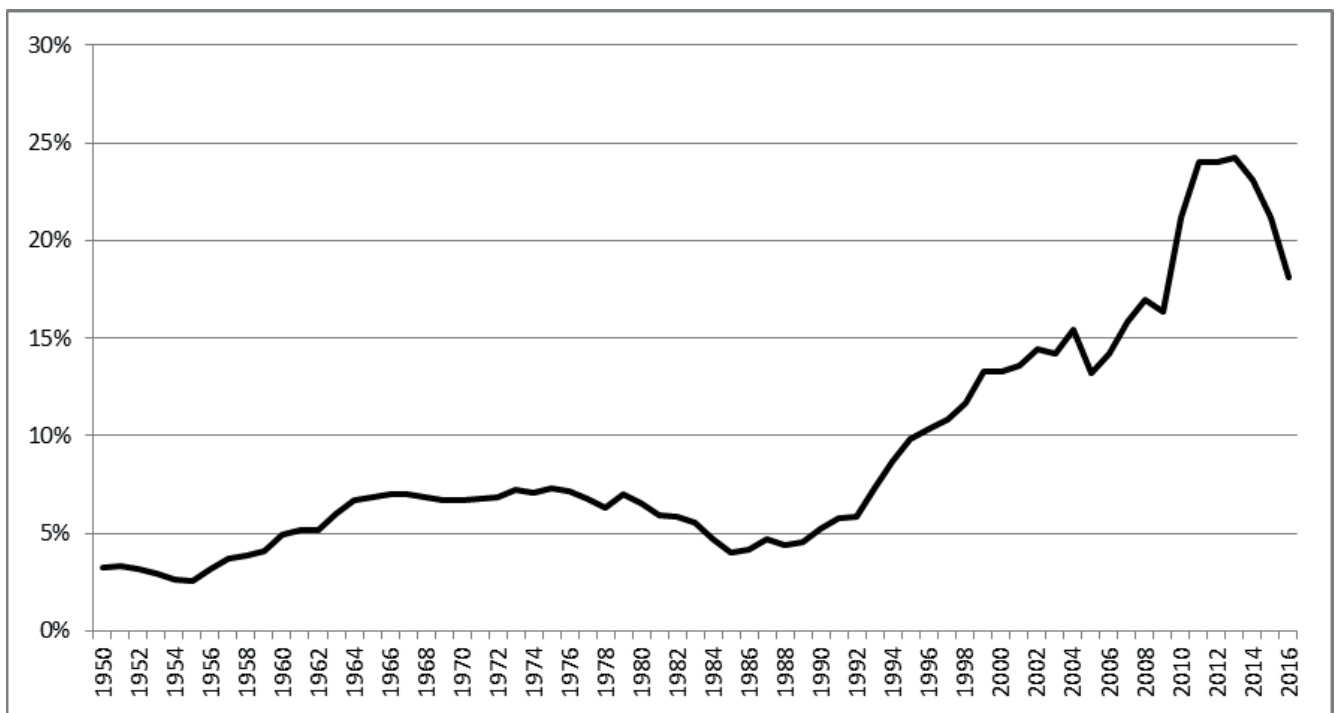
A nivel macroeconómico, si bien puede resultar más complejo dar cuenta del incremento de activos por parte de las CNF en el mundo offshore, una forma en la que se puede mostrar este aumento es viendo el destino de la IED que los EEUU tienen en otros países del mundo. Mientras que el Gráfico N° 12 indica el incremento de la IED estadounidense, el Gráfico N° 13 muestra que tanto en el caso de países centrales (parte izquierda), como en países periféricos (parte derecha), los mayores incrementos han sido hacia países con regímenes legales más beneficios para las grandes empresas. En el caso de los países pertenecientes a la OECD, Irlanda, Luxemburgo y especialmente los Países Bajos han desplazado a los países que tradicionalmente concentraban la mayor parte de la IED (Canadá, Reino Unido, Alemania). En el caso de los países periféricos, la mayor parte de la IED se ha dirigido hacia países del Caribe.

De hecho, en un informe llevado a cabo por el Servicio de Investigación del Congreso de EEUU en 2013 se muestra que las multinacionales

13. Esta es la razón por la cual en el año 2005 aumentaron los dividendos de corporaciones extranjeras como indicamos en el Gráfico N° 9. A diferencia de aquel año en el cual la exención fue temporal, con la ley aprobada a fines del 2017 la disminución pasa a ser permanente.

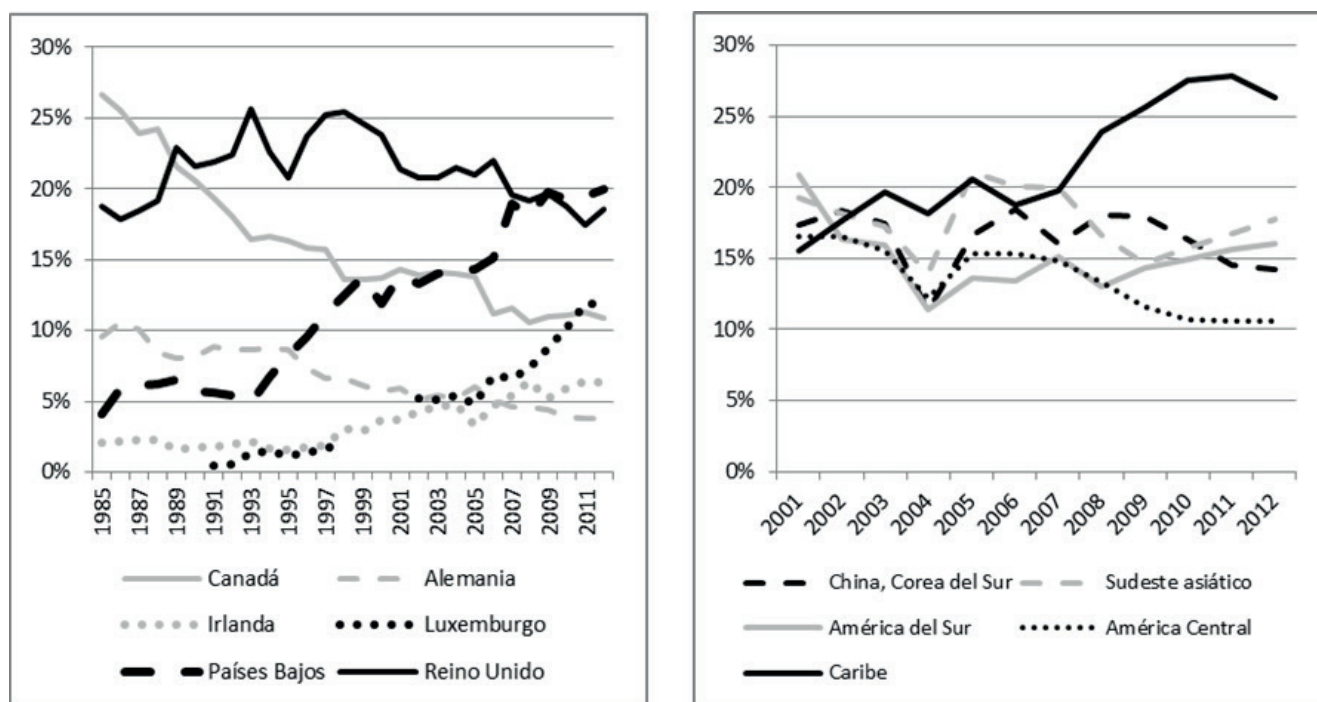
norteamericanas reportan el 43% de sus ganancias en el extranjero en 5 paraísos fiscales (Bermuda, Irlanda, Luxemburgo, Países Bajos y Suiza), países en los cuales sólo tienen el 4% de sus empleados en el extranjero y 7% de sus inversiones en el extranjero. Por el contrario, las mismas multinacionales informaron que el 14% de sus ganancias fueron en Australia, Canadá, Reino Unido, Alemania y México, países en los que se encuentra el 40% de su fuerza de trabajo en el exterior y el 34% de su inversión extranjera.

Gráfico N° 12. Cociente de la IED e Inversión de Capital para las CNF estadounidenses, media móvil (promedio de 5 años), valores en porcentajes, 1950-2016.



Fuente: Elaboración propia en base a información de la Reserva Federal de los EEUU, Tabla s.5.a

Gráfico N° 13. IED de los EEUU en selección de países de la OECD (izquierda) y países de bajos ingresos (derecha) sobre el total de cada grupo, valores en porcentajes, 1985-2011 y 2001-2012.

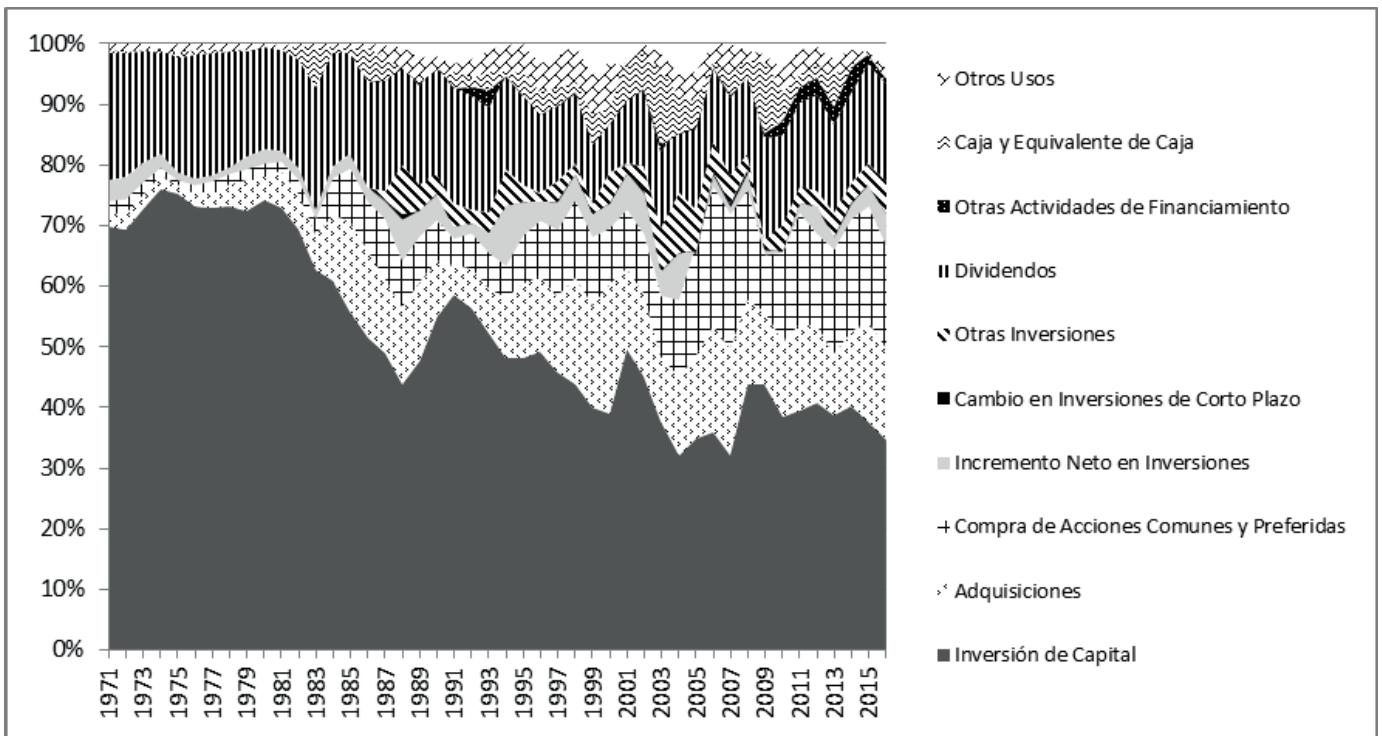


Fuente: Elaboración propia en base a información de la OECD y UNCTAD.

II.4. Mayores ingresos para los accionistas

El conjunto de cambios a los que hemos hecho referencia han tenido como consecuencia que una mayor cantidad de fondos esté en manos de las grandes CNF norteamericanas y, al mismo tiempo, que ellas tengan una menor necesidad de usar esos fondos de forma productiva. Esto puede verse claramente en el Gráfico N° 14 que muestra el uso de fondos de todas las CNF norteamericanas que cotizan en bolsa. Tres grandes rasgos llaman la atención en este gráfico. En primer lugar, se destaca la fuerte disminución en “Inversión de Capital”, lo cual va de la mano de la caída de “Propiedad, Planta y Equipo – Neto” del Gráfico N° 3. En segundo lugar, una categoría que aumenta su participación es “Adquisiciones” que, como ya dijimos, refleja la mayor importancia de F&A verificadas en las últimas décadas. Por último, también puede verse el aumento en la “Compra de Acciones Comunes y Preferidas”.

Gráfico N° 14. Usos de Caja de las CNF de EEUU que cotizan en bolsa, valores en porcentajes, 1971-2015.



Fuente: Elaboración propia en base a información de Compustat.

De hecho, la recompra de acciones ha superado, en los últimos años, a la distribución de dividendos como principal mecanismo de distribución a los accionistas. El objetivo de la recompra de acciones no es dar directamente el dinero a los accionistas, como en el caso de los dividendos, sino aumentar el precio de mercado de las acciones siendo luego el accionista quien decide venderlas o no.

Davis (2016) señala una serie de cambios regulatorios claves para comprender el incremento en la recompra de acciones por parte de las CNF. El primero se da en 1982 cuando la comisión nacional de valores de los EEUU, la “Securities and Exchange Commission” (SEC), mediante la Regla 10b-18, garantiza que el management de las firmas no enfrentará cargos por manipulación de mercado en caso de que las compras de sus propias acciones sean menores al 25% del promedio diario de transacciones de las últimas 4 semanas. Luego de este cambio regulatorio, se dio una primera oleada de recompra de acciones. En 1991, el cambio en la Sección 16(b) del “Acta de Intercambio y Valores” redujo el período requerido de

tenencia de acciones de los ejecutivos entre el momento en que reciben las acciones como parte de pago y aquel en que las venden, pasando de un período de 6 meses a poder venderlas inmediatamente después de recibirlas. De esta forma, el cambio facilitó la posibilidad de explotar los aumentos de corto plazo en las acciones de la firma por parte del management. En forma adicional a los cambios de la SEC, se dieron también cambios legales que promovieron el pago en acciones a ejecutivos, incentivando así la orientación del management hacia métricas orientadas al desempeño del precio de mercado de las acciones. Si bien el pago en acciones comenzó en los '80, el Código 152(m) en 1993 estipuló un límite a la deductibilidad de impuestos para pagos no basados en desempeño, sin hacer lo mismo para aquellos pagos basados en el desempeño (estando el pago en acciones basado en desempeño), incentivando el pago en acciones. En su conjunto, estos cambios favorecen las ganancias de capital (en este caso, vender las acciones más caras de lo que fueron compradas) por sobre los dividendos.

Otro motivo que suele señalarse a la hora de priorizar la recompra de acciones por sobre los dividendos es el hecho de que estos últimos suelen ser más estables a lo largo del tiempo (Dittmar, 2000). Por lo tanto, cuando una firma decide disminuir sus dividendos suele incurrir en una penalidad por parte del mercado financiero. La recompra de acciones, por el contrario, es un mecanismo más flexible con menores penalidades en caso que la compañía disminuya la cantidad de acciones recompradas de un año para otro.

A modo de cierre y a contramano de algunos planteos que afirman que las tenencias accionarias ya no están limitadas a los sectores de mayores ingresos, llegando a hablar incluso de la socialización de las corporaciones norteamericanas a través de los fondos de pensiones (Drucker, 2013), la realidad es muy distante. Mason (2015, p. 27) muestra que, de acuerdo con datos de la Reserva Federal, el 15% de las acciones están en manos de extranjeros y un 20% en manos de fondos de pensión y compañías de seguros. Los hogares son los tenedores del restante 65% y, mientras el 5% de los hogares con mayor riqueza concentran más de 2/3 de todas

las acciones, el 60% de los hogares con menor riqueza posee solo el 2,5%. Así, la distribución de fondos, lejos de ser equitativa o democrática, ha tenido incidencia directa en el aumento en la desigualdad en los EEUU.

Reflexiones finales

Como hemos visto en forma muy breve en este capítulo, las transformaciones de las grandes CNF estadounidenses han sido, probablemente, de las más dramáticas y veloces que se tenga registro. Pero también han sido de las más perjudiciales para la sociedad al profundizar la concentración de los ingresos y la propiedad. Los cambios tecnológicos y productivos que se sucedieron en las últimas décadas beneficiaron, casi íntegramente, los bolsillos de las empresas más grandes y poderosas del mundo, volviéndolas aún más grandes y poderosas.

Al mismo tiempo que aumentan la explotación de la fuerza de trabajo, dentro y fuera de los EEUU, y desfinancian Estados, estas empresas utilizan buena parte de los recursos resultantes para distribuirlos a sus accionistas quienes, en la mayor parte de los casos, integran el grupo de individuos más ricos del planeta.

Frente a este panorama resulta imperioso que, como mínimo, se tomen medidas que limiten severamente o directamente prohíban la compra de acciones por parte de estas empresas. En línea con autores como Mazzucato (2015) y Jacobs y Mazzucato (2016), en este trabajo hemos volcado más evidencias sobre cómo las grandes CNF se hacen de colosales ganancias que son resultado de riesgos tomados por múltiples actores, incluyendo otras empresas subordinadas, Estados, como así también del esfuerzo de miles de trabajadores por el mundo, muchos de los cuales reciben sumas miserables como remuneración. Es por ello que insistimos en que la idea de que sólo los accionistas cargan con los riesgos de las inversiones y por lo tanto son quienes tienen derecho a beneficiarse de los resultados de la firma es falaz. Especialmente, si se considera que buena parte de estas grandes CNF, en especial las vinculadas al sector de alta

tecnología, se han beneficiado a partir de la fuerte inversión llevada a cabo por el Estado estadounidense en los '60 en el complejo militar-estatal, como así también de las distintas generaciones de trabajadores que han participado en su desarrollo.

A modo de conclusión, para Francia y EEUU vemos entonces problemas similares en torno a la caída en la inversión productiva y aumento de los pagos a los accionistas. Desde ya, las situaciones no son idénticas en ambos países. Döttling et al (2017), por ejemplo, argumentan que el incremento en la concentración tiene mayor poder explicativo en EEUU que en Europa. Mismo a nivel europeo, Pérez Artica (2013) sostiene que la caída en la inversión es más aguda en aquellas firmas para las cuales el acceso al crédito es más caro, sufren más volatilidad y tienen menor crecimiento. Más allá de estas y otras importantes diferencias que puedan haber, las similitudes en torno a la trayectoria de la inversión productiva y los pagos a los accionistas dan cuenta de tendencias de carácter más bien estructurales, presentes en países centrales asociadas a la financiarización de la economía en general y de las CNF en particular cuyos efectos, como hemos mostrado en estos capítulos, han sido particularmente perjudiciales.

Bibliografía de referencia

- Arikan, A. M., y Stulz, R. M. (2016): “Corporate acquisitions, diversification, and the firm’s life cycle”, en *The Journal of Finance*, N° 71.
- Baud, C., y Durand, C. (2012): “Financialization, globalization and the making of profits by leading retailers”, en *Socio-Economic Review*, N° 10.
- Chandler, A. D. (1990): *Strategy and structure: Chapters in the history of the industrial enterprise*, MIT press.
- Cormier, D., Andre, P., y Charles-Cargnello, E. (2004): “Incentives for consolidation of finance subsidiaries: evidence from France”, en *International Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation*, N° 1.
- Crotty, J. (2005): “The neoliberal paradox: the impact of destructive product market com-

- petition and ‘modern’ financial markets on nonfinancial corporation performance in the neoliberal era”, en G. Epstein (Ed.), *Financialization and the world economy*.
- Davis, G. F., Diekmann, K. A., y Tinsley, C. H. (1994): “The decline and fall of the conglomerate firm in the 1980s: The deinstitutionalization of an organizational form”, en *American Sociological Review*, N° 59.
- Davis, L. E. (2016): “Identifying the “financialization” of the nonfinancial corporation in the US economy: A decomposition of firm-level balance sheets”, en *Journal of Post Keynesian Economics*, N° 39.
- Dittmar, A. K. (2000): “Why do firms repurchase stock”, en *The Journal of Business*, N° 73.
- Döttling, R., Gutierrez Gallardo, G., y Philippon, T. (2017): “Is there an investment gap in advanced economies? If so, why? ”, disponible en <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3002796>
- Drucker, P. F. (2013): *The unseen revolution: How pension fund socialism came to America*, Elsevier.
- Fama, E. F., y Jensen, M. C. (1983): “Separation of ownership and control”, en *The Journal of Law & Economics*, N° 26.
- Farrell, D., y Agrawal, V. (2003): “Offshoring: Is it a win-win game”, en *McKinsey Global Institute*.
- Fligstein, N. (1985): “The Spread of the Multidivisional Form Among Large Firms, 1919-1979”, en *American Sociological Review*, N° 50.
- Fligstein, N. (2002): *The architecture of markets: An economic sociology of twenty-first-century capitalist societies*, Princeton University Press.
- Fligstein, N., y Markowitz, L. (1993): “Financial reorganization of American corporations in the 1980s”, en W.J. Wilson (Ed.), *Sociology and the public agenda*.
- Fligstein, N., y Shin, T. (2004): “Shareholder value and the transformation of the American economy, 1984–2001”, *Center for the Study of Economy and Society, Cornell University, Working Paper Series*, N° 19.
- Froud, J., Johal, S., Leaver, A., Williams, K. (2006): *Financialization and strategy: narrative and numbers*, Routledge.
- Gereffi, G., y Fernandez-Stark, K. (2011): “Global value chain analysis: a primer”, *Center on Globalization, Governance & Competitiveness*.
- Gereffi, G., Humphrey, J., y Sturgeon, T. (2005): “The governance of global value chains”, en *Review of International Political Economy*, N° 12.

- Higgins, T. (2017, noviembre 15): “CEOs raise doubts about Gary Cohn’s top argument for cutting the corporate tax rate right in front of him.” Recuperado el 16 de abril de 2018, a partir de <https://www.cnn.com/2017/11/15/ceos-raise-doubts-about-gary-cohns-top-argument-for-cutting-the-corporate-tax-rate-right-in-front-of-him.html>
- Hirsch, P. M. (1986): “From ambushes to golden parachutes: Corporate takeovers as an instance of cultural framing and institutional integration”, en *American journal of Sociology*, N° 91.
- IAS 36 — Impairment of Assets. (s/f). Recuperado el 23 de noviembre de 2017, a partir de <https://www.iasplus.com/en/standards/ias/ias36>
- IFRS 3 — Business Combinations. (s/f). Recuperado el 23 de noviembre de 2017, a partir de <https://www.iasplus.com/en/standards/ifrs/ifrs3>
- Iñigo Carrera, J. (2008): *El capital: razón histórica, sujeto revolucionario y conciencia*, Buenos Aires, Imago Mundi.
- Jacobs, M., y Mazzucato, M. (2016): *Rethinking capitalism: economics and policy for sustainable and inclusive growth*. John Wiley & Sons.
- Jensen, M. C., y Meckling, W. H. (1976): “Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure”, en *Journal of financial economics*, N° 3.
- Kaplan, S. N., y Weisbach, M. S. (1992): “The success of acquisitions: Evidence from divestitures”, en *The Journal of Finance*, N° 47.
- Keightley, M. P. (2013): “An analysis of where American companies report profits: Indications of profit shifting”, *Congressional Research Service*.
- Krippner, G. R. (2005): “The financialization of the American economy”, en *Socio-Economic Review*, N° 3.
- Lazonick, W. (2016): “How Stock Buybacks Make Americans Vulnerable to Globalization”, en *AIR Working Paper #16-0301*.
- Lazonick, W., y O’sullivan, M. (2000): “Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance”, en *Economy and society*, N° 29.
- LeBaron, D., y Speidell, L. S. (1987): “Why are the parts worth more than the sum? “Chop shop” A corporate valuation model”, *Federal Reserve Bank of Boston*.
- Levín, P. (1997): *El capital tecnológico*. Universidad de Buenos Aires, Facultad de Ciencias Económicas.
- Martynova, M., y Renneboog, L. (2008): “A century of corporate takeovers: What have we learned and where do we stand?”, en *Journal of Banking & Finance*, N° 32.

- Mason, J. (2015): “Understanding short-termism: Questions and consequences”, *Roosevelt Institute Report*.
- Mazzucato, M. (2015): *The entrepreneurial state: Debunking public vs. private sector myths*, Anthem Press.
- Milberg, W. (2008): “Shifting sources and uses of profits: Sustaining US financialization with global value chains”, en *Economy and Society*, N° 37.
- Milberg, W., y Winkler, D. (2013): *Outsourcing economics: Global value chains in capitalist development*, Cambridge University Press.
- Orhangazi, Ö. (2008): “Financialisation and capital accumulation in the non-financial corporate sector: A theoretical and empirical investigation on the US economy: 1973–2003”, en *Cambridge Journal of Economics*, N° 32.
- Pérez Artica, R. (2013): *Acumulación de Liquidez y Exceso de Ahorro en Firmas de Países Desarrollados*, Universidad Nacional del Sur.
- Phillips, R., Gardner, M., Kitson, K., Robins, A., y Surka, M. (2016): “Offshore shell games: the use of offshore tax havens by Fortune 500 companies”, *Citizens for Tax Justice*.
- Pozsar, Z. (2018): “Global Money Notes #11 Repatriation, the Echo-Taper and the €/ \$ Basis”, *Credit Suisse Global Strategy*.
- Prahalad, C. K., y Hamel, G. (1990): “The core competence of the corporation”, en *Harvard Business Review*, N° 68.
- Prechel, H. (1997a): “Corporate form and the state: Business policy and change from the multidivisional to the multilayered subsidiary form”, en *Sociological inquiry*, N° 67.
- Prechel, H. (1997b): “Corporate transformation to the multilayered subsidiary form: Changing economic conditions and state business policy”, en *Sociological Forum*, N° 12.
- Prechel, H. (2000): *Big business and the state: historical transitions and corporate transformations, 1880s-1990s*, SUNY Press.
- Rabinovich, J. (2018): “The financialisation of the nonfinancial corporation. A critique to the financial rentierization hypothesis.” Disponible en <https://hal.archives-ouvertes.fr/hal-01691435/>
- Rajan, R., Servaes, H., y Zingales, L. (2000): “The cost of diversity: The diversification discount and inefficient investment”, en *The Journal of Finance*, N° 55.
- Serfati, C. (2008): “Financial dimensions of transnational corporations, global value chain and technological innovation”, en *Journal of Innovation Economics & Management*, N° 2.

- Shleifer, A., y Vishny, R. W. (1991): "Takeovers in the '60s and the '80s: Evidence and Implications", en *Strategic Management Journal*, N° 12.
- Stockhammer, E. (2004): "Financialisation and the slowdown of accumulation", en *Cambridge Journal of Economics*, N° 28.
- Wiedman, C. I., y Wier, H. A. (1999): "Management of note disclosures: The case of unconsolidated subsidiaries prior to FAS No. 94", en *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, N° 14.
- Wigglesworth, R. (2018, abril 15): "Corporate America poised to unveil record buybacks." Recuperado el 16 de abril de 2018, a partir de <https://www.ft.com/content/5f062834-3f51-11e8-b9f9-de94fa33a81e>
- Zey, M., y Camp, B. (1996): "The Transformation from Multidivisional Form to Corporate Groups of Subsidiaries in the 1980s", en *The Sociological Quarterly*, N° 37.
- Zey, M., y Swenson, T. (1999): "The transformation of the dominant corporate form from multidivisional to multisubsidiary: the role of the 1986 Tax Reform Act", en *The Sociological Quarterly*, N° 40.

**FINANCIARIZACIÓN DEL RÉGIMEN
DE ACUMULACIÓN EN BRASIL:
LA EVOLUCIÓN DE LA CÚPULA EMPRESARIA¹
LORENZO CASSINI Y GUSTAVO GARCÍA ZANOTTI**

El comportamiento de las grandes empresas comprende un elemento clave del devenir económico de un país, por lo que el debate sobre desarrollo económico debe ser acompañado por un análisis en torno al desenvolvimiento del régimen de acumulación y la incidencia de dichas firmas. Analizar sus avances y retrocesos en el largo plazo, los sectores más dinámicos y sus estrategias de acumulación. Estas son pistas que indefectiblemente tenemos que seguir para comprender en retrospectiva la evolución de una economía. En este capítulo, nos centramos en el caso de Brasil, país que ha mostrado un elevado dinamismo a nivel mundial principalmente a partir del nuevo milenio, posicionándose como una potencia emergente dentro del conjunto de economías denominadas BRICS².

Abordaremos los alcances y limitaciones en el régimen de acumulación de Brasil por medio del análisis de las empresas no financieras de mayores dimensiones de la economía. Para ello estudiamos al país

1. Agradecemos los valiosos comentarios de Flavio Gaitan y Martín Schorr. Desde ya, los eximimos de toda responsabilidad por los errores y las omisiones que pudieran existir.

2. Se referencia a las economías de Brasil, India, China, Rusia y Sudáfrica. Estas economías presentan como denominador común, la presencia de una población numerosa y una economía pujante en vías de desarrollo. Este acrónimo comenzó a utilizarse en el año 2001 por el economista Jim O'Neill, dado que consideraba a estos países como posibles potencias económicas para el año 2050.

durante las últimas dos décadas. En este sentido, accedimos a información contable de las compañías, así como también recurrimos a los rankings de ventas de las firmas más grandes. Además, nos hemos valido de información macroeconómica para evaluar la dinámica de la economía (tasa de interés real, Inversión Extranjera Directa -IED-, endeudamiento, etc.)³.

En la primera sección abordaremos las transformaciones de las instituciones más relevantes de Brasil, los momentos que marcaron bisagras en el régimen de acumulación y el desarrollo de algunas variables macroeconómicas relevantes. En la segunda sección, analizaremos la cúpula empresaria, las transformaciones de sus sectores más dinámicos, la centralización del capital y el origen del mismo. Por último, en la tercera sección, seleccionamos algunas firmas que integran la cúpula empresaria brasilera para evaluar su comportamiento y desempeño a lo largo del tiempo, así como también la divergencia en las estrategias de acumulación.

La economía de Brasil viró su rumbo en los años noventa hacia un tipo de economía en el cual el sector financiero subordinó al productivo. Esto creó una elite ligada a la captura de rentas financieras. Tanto el Estado como las empresas ingresaron en nuevas formas de organización con el fin de garantizar esas capturas. Particularmente, la cúpula empresaria sufrió una profunda desindustrialización, mientras las estrategias de acumulación incluyeron fuga de capitales, centralización, adquisición de activos líquidos y toma de deuda.

El desplome de las economías centrales en el año 2008 y la crisis en los precios de los commodities a partir del 2012 afianzaron un nuevo estadio de estancamiento en la acumulación de Brasil. De esta forma, el avance de la economía en el nuevo milenio se puso en jaque con un elevado endeudamiento tanto público como corporativo.

3. La información fue provista por Economática, Revista Exame, UNCTAD, FMI, IBGE, IPEADATA, Banco do Brasil, etc.

1. La evolución de la economía de Brasil

Veamos entonces más de cerca las diversas transformaciones del régimen de acumulación⁴ de la economía brasilera en las últimas décadas. Bajo este punto, se suele mencionar el viraje de la economía de Brasil hacia una creciente financiarización⁵ o valorización financiera (Bruno et al., 2009). De esta forma, y como se verá más abajo, Brasil terminó de abandonar la industrialización dirigida por el Estado, fenómeno que provocó profundos cambios en sus cimientos institucionales, económicos, como así también en la cúpula empresaria.

Empezando en orden cronológico debiera mencionarse que la economía de Brasil se insertó con un cariz desarrollista en la segunda mitad de la década de los sesenta por medio del golpe militar⁶. Como resultado se produjo un sostenido crecimiento entre los años 1964-1974 (y de elevadas tasas en los últimos años), conocido como el “milagro económico brasileño”. El desarrollo industrial fue impulsado por sectores estratégicos, con vistas en la exportación y reflejando ciertos ejes de similitud al desarrollo del Sudeste-asiático (Brum, 1997). Sin embargo, en la segunda mitad de la década de los setenta el desarrollo industrial se vio perjudicado por la suba del precio de los hidrocarburos.

Los procesos de industrialización se suelen apoyar en el acceso a una fuente de energía barata, por lo cual el Estado debió ofrecer alternativas en el suministro energético. La respuesta coyuntural fue hallada a través de los petro-dólares, los cuales buscaron financiar a países emergentes.

4. La escuela francesa de la regulación definió al régimen de acumulación como el esquema o modelo de crecimiento constituido por un conjunto de regularidades que permiten al capital reproducirse en el tiempo (Boyer, 2007).

5. La financiarización es entendida como un tipo particular de régimen de acumulación. El abordaje microeconómico entiende a la financiarización como un particular tipo de gobernanza guiada por lógicas financieras, en la que predomina la búsqueda de valor para los accionistas (Serfati, 2016; Arceo, 2011; Abeles et al., 2018).

6. En 1964 se produjo el golpe militar, el cual dio origen a un gobierno de facto hasta el año 1985. Aunque recién en el año 1989 se concretó el voto democrático directo por primera vez luego de 25 años.

El Estado brasileño utilizó dichos fondos para desarrollar proyectos de infraestructura que permitieran sustituir las importaciones de hidrocarburos a través de la construcción de represas, centrales nucleares y por medio del proyecto de “Proálcool”⁷. De esta forma, (a diferencia de países como Argentina o Chile⁸) Brasil tomó financiamiento externo para seguir adelante con su desarrollo industrial. La mayor parte del financiamiento correspondió a empresas públicas en sectores estratégicos y de carácter capital-intensivo. Además, los bancos de desarrollo absorbieron financiamiento (principalmente a través del BNDES⁹) para transferir dichos recursos a las firmas nacionales (Ocampo et al., 2014).

La crisis de la deuda se desencadenó en 1982 con el pedido de moratoria tras las subas unilaterales de las tasas de interés. Para los años siguientes, la toma de financiamiento se vio perjudicada, por lo cual, comenzaron a implementarse diversas políticas de austeridad para hacer frente a los pagos. A pesar de este contexto, el régimen de acumulación siguió adelante. Y se caracterizó por un papel clave del aparato estatal, que impulsó y estimuló el desarrollo a través de la inversión de las compañías estatales, orientando la inversión privada a través de subsidios y otorgando créditos favorables para el desarrollo industrial, en conjunto con subvenciones estatales de diversa índole, etc. Bajo el régimen de acumulación de industrialización, la tasa de inversión bruta sobre el PBI se incrementó a lo largo del tiempo y alcanzó su punto más alto antes de abrazar las políticas neoliberales de la década de los noventa (Gráfico 1 a.). Particularmente en los años de promoción de la industrialización, el sector financiero de Brasil se encontró al servicio del desarrollo industrial, detentando tasas de interés reales negativas en la mayoría de los años (Gráfico 1 b.). Sin embargo, en la denominada “década perdida” de los 80’, el financiamiento de

7. El proyecto de Proálcool tuvo como eje el desarrollo de la infraestructura necesaria para sustituir combustible proveniente de hidrocarburo por etanol elaborado con caña de azúcar.

8. En la década de los 70’, tras los golpes de Estado cívicos-militares, Argentina y Chile iniciaron un proceso de liberalización y desindustrialización de sus economías.

9. Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, es una banca estatal especializada en inversión productiva para el desarrollo económico.

la promoción del desarrollo industrial se tornó cada vez más pesado en un contexto de creciente inflación, estancamiento, y con un sector financiero internacional que comenzó a presionar por el pago de la deuda externa.

La crisis de la deuda se destrabó a favor del capital financiero con la llegada del denominado “Consenso de Washington”¹⁰ en 1989. Momento en el cual el ratio de deuda pública sobre PBI se disparó al alcanzar más del 100% (Gráfico 1 d.). Es por ello, que la deuda externa sirvió como un mecanismo bisagra entre el régimen de acumulación de industrialización dirigido por el Estado y el neoliberalismo. A contra mano de otros países latinoamericanos, la financiarización de la economía de Brasil llegó de la mano con la primera elección directa y democrática. El gobierno de Collor de Mello (1990-1992) llevó adelante el viraje a través de políticas que privilegiaron la apertura comercial y financiera, desregularon la economía e implementaron reformas estructurales como las privatizaciones (Brum, 1997). El cuadro de políticas generales apuntó a combatir la inflación y reducir el déficit público para afrontar la deuda. Para ello implementaron una política monetaria contractiva que elevó sustancialmente la tasa de interés real tornándola positiva (Gráfico 1 c.). Como consecuencia, la tasa de interés real positiva se convirtió en la principal variable de regulación del grado de acumulación en el nuevo régimen económico. La financiarización de la economía puede advertirse en la caída de la tasa de inversión sobre el PBI, la cual pasó desde su cúspide del 27% en 1989 al 18% en 1992 (Gráfico 1 a.). Además, autores como Bruno y Caffé (2015) miden este fenómeno a través de la tasa de financiarización, reflejada en la relación entre los activos financieros y el stock de capital productivo. Como se puede ver este indicador aumentó sostenidamente a lo largo del periodo neoliberal, reflejando la existencia de profundas continuidades a lo largo del tiempo (Gráfico 1 b.). De esta forma, Brasil supo construir un potente mercado de capitales referenciado a nivel mundial¹¹ (Medialdea, 2010).

10. Se refiere a una serie de políticas identificadas como neoliberales que se aplicaron en diversos países en crisis.

11. En esta línea, el BOVESPA es el principal mercado de capitales de Latinoamérica y el 13° en el mundo.

Las empresas del sector productivo debieron virar su estrategia de acumulación en sintonía con el régimen imperante. En primer lugar, bajo las nuevas lógicas, la inversión productiva compitió con los activos financieros dado que la ganancia de esta última se tornó atractiva con respecto a la primera. Es decir, la inversión financiera detenta retornos en el corto plazo garantizados incluso por el propio Estado¹². Las firmas productivas comenzaron a percibir a sus propios activos como una canasta de rendimientos y a administrarlos apuntando a maximizar las ganancias en el corto plazo, de forma que pueda capturar rentas financieras para sus accionistas. Una medida adoptada consistió en diversificar la cartera de activos, mostrando una alta preferencia por la liquidez. El aumento del peso de los activos líquidos se reflejó en una demanda constante de financiamiento dado que a su vez estos activos presentan una elevada rotación en la cartera de las empresas¹³.

Incluso algunos tipos de activos no financieros son utilizados como tales, dado que permiten obtener ganancias patrimoniales en el corto plazo. Un ejemplo de ello se presenta a través de los activos como los bienes de cambio o las inversiones permanentes¹⁴. Particularmente, la centralización del capital¹⁵ se disparó en Brasil, con el fin de obtener aumentos en la cotización de la acción en la firma adquiriente. De esta forma, la centralización se transformó en un negocio financiero dado que las firmas comenzaron a buscar fondos para sustentar tales prácticas. Esto se reflejó en una pérdida de participación de los bienes de uso en la cartera de activos de las compañías y su subordinación a lógicas financieras.

12. Bruno y Caffé (2015) mencionan que el 18% de los títulos emitidos por el gobierno central se encuentran en manos de empresas productivas.

13. Un ejemplo de ello son los bienes de cambio, los cuales deben ser financiados para mantener el capital de trabajo.

14. Los bienes de cambio se constituyen por las mercaderías finales o semi-elaboradas de las empresas y que aún se encuentran en el stock de la misma. En tanto, las inversiones permanentes comprenden las participaciones accionarias (minoritarias o mayoritarias) en otras sociedades.

15. Se entiende por centralización de capital a los procesos de compra de empresas ya existentes, como a los de fusión (Marx, 2009 [1867]).

Además, las empresas productivas llevaron a cabo un proceso de especialización, tercerizando las actividades que no les reportaban ganancias. Pujaron por una mayor flexibilización del trabajo, así como por la posibilidad de acotar los reclamos salariales. La precariedad del trabajo y el bajo aumento del empleo se reflejaron en una constante problemática en la evolución de la desigualdad en Brasil (Bruno et al., 2011).

A nivel macroeconómico, el nuevo régimen de acumulación basado en la financiarización de la economía de Brasil se debió anclar en el endeudamiento externo. Sin embargo, Brasil tuvo que reestructurar su deuda para emprender un nuevo ciclo de endeudamiento. Con ese fin, ingresó tardíamente al Plan Brady en el año 1994. Esto significó la titularización de la deuda de Brasil (anteriormente en manos de bancos comerciales privados, la mayoría de ellos estadounidenses), y la quita de hasta un 35% del capital. Como se puede ver en el Gráfico 1 d., la deuda pública descendió significativamente.

La búsqueda del desarrollo viró hacia políticas con un profundo objetivo de combate a la inflación en conjunto a tasas de interés reales positivas. A través del Plan Real se buscó y logró reducir la inflación por medio de una política cambiaria semi fija y con respaldo de la moneda en reserva. Esta medida significó una continuidad en el control monetario vía altas tasas de interés. Además, el Plan Real añadió un nuevo elemento a la dinámica económica de Brasil (vigente durante todo el periodo analizado) por su foco en la evolución del tipo de cambio y su utilización como ancla a la evolución de precios. La apreciación cambiaria resultante determinó gran parte de la evolución de la balanza comercial¹⁶.

Las reiteradas crisis financieras de países emergentes (México-1995-, sudeste asiático-1997- y Rusia-1998-) elevaron el costo del financiamiento externo e imposibilitaron continuar con un esquema cambiario que demandaba ingentes flujos de divisas en un contexto de déficit comercial. Como consecuencia el endeudamiento público

16. En la década de los noventa la balanza comercial fue fuertemente deficitaria. En el nuevo milenio, esta fue superavitaria hasta el año 2014, sin embargo, sufrió una abrupta caída a partir del 2008.

se elevó rápidamente y desembocó en la devaluación de la moneda en 1999. Inmediatamente abandonada la política cambiaria semi fija, Brasil comenzó a implementar las denominadas “metas de inflación”¹⁷, una política vigente durante todo el periodo analizado. Su base era la regulación de las expectativas por medio de anuncios en torno a objetivos de reducción de la inflación, a través de la regulación de la tasa nominal de interés. Por lo tanto, comprendió un cambio en continuidad, dado que se suele sustentar explícitamente en la constitución de tasas de interés elevadas (y por ende en tasas de interés reales positivas) para el combate de la inflación (Gráfico 1 c.).

La reducción de la inflación y las reformas estructurales que llevó a cabo el Estado nacional incentivó la llegada de inversión extranjera directa (IED) y la consecuente extranjerización de la economía (Gráfico 1 e.). Estas inversiones se acentuaron a partir del año 1996 bajo el componente de fusiones y adquisiciones. En el año 1998 el componente de las fusiones y adquisiciones concentró el 77% de las IED (Gráfico 1 d.). Este nivel de centralización del capital se explicó por el intenso ciclo de privatizaciones de la segunda mitad de la década de los noventa, atraídas principalmente por los sectores de servicios públicos. Además, este proceso de centralización alcanzó a la extranjerización en el sector privado.

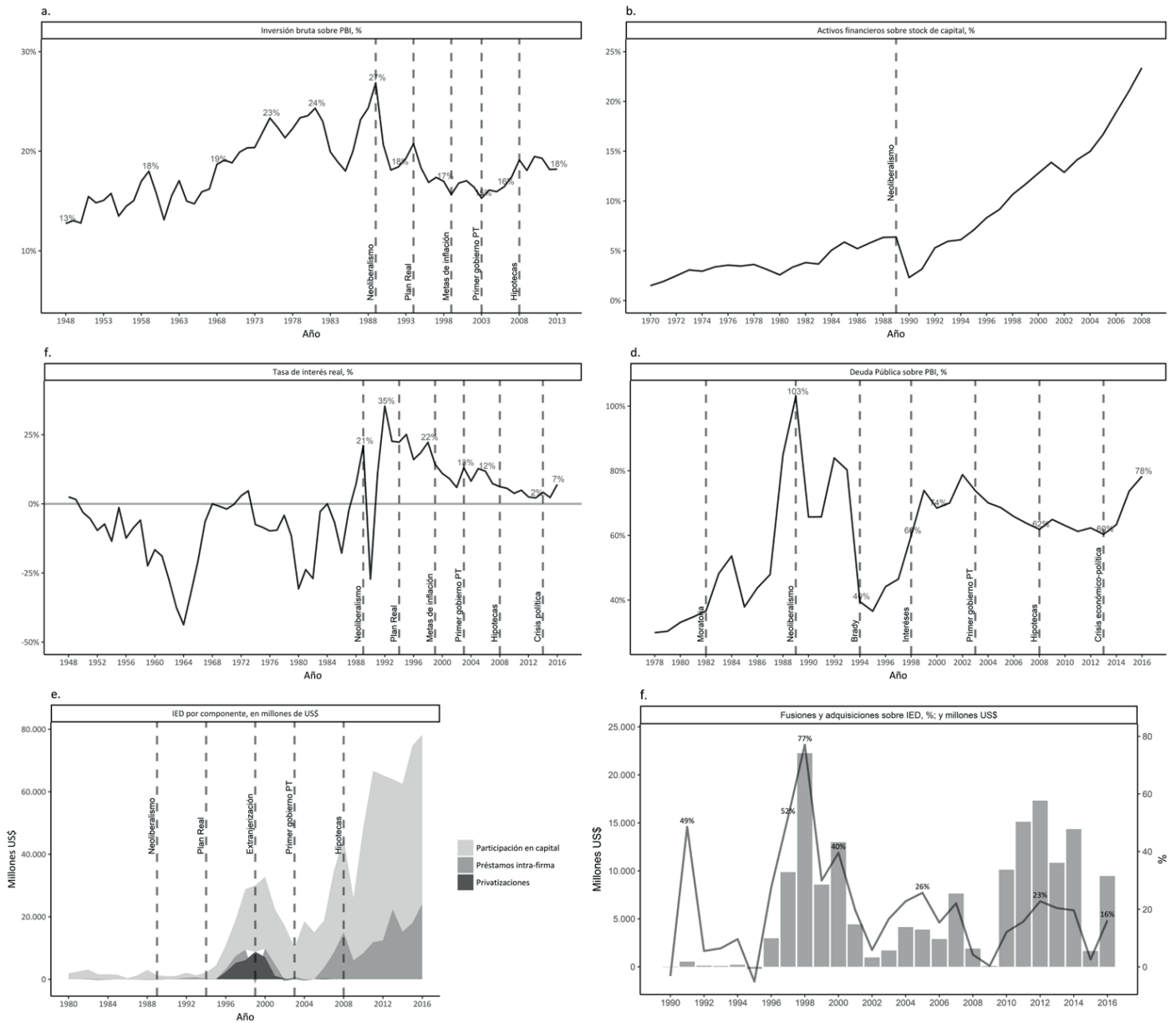
La llegada del gobierno del Partido de los Trabajadores (PT) en 2003, puso en discusión ciertos elementos en los arreglos institucionales generales del neoliberalismo que se reflejaban en el “Consenso de Washington”, aunque no cuestionó la vigencia de fondo del régimen de acumulación. En ese sentido, el nuevo gobierno se insertó como una continuidad con las anteriores gestiones, incorporando ciertas demandas sociales urgentes vinculadas a la satisfacción de las necesidades básicas de las capas subalternas¹⁸ y con una novedosa propuesta neodesarrollista (Salama, 2011; Erber, 2011). Esto último se reflejó en disputas al interior del propio Estado nacional, donde principalmente el Banco Central y eventualmente el Ministerio de Hacienda repre-

17. Las metas de inflación fueron implementadas por Ley y son llevadas a cabo por el Banco Central do Brasil.

18. Las políticas más populares implementadas fueron “hambre cero” y “bolsa familia”.

sentaron las posturas más ortodoxas del gobierno, mientras la Presidencia (en conjunto con otros ministerios y el BNDES) reflejaron aquellas que pugnar por un nuevo “pacto social” y las transformaciones estructurales de Brasil.

Gráfico 1 Brasil. Inversión bruta sobre PBI (en %, 1948-2013), tasa de financiarización (en %, 1970-2008), tasa de interés real (en %, 1948-2016), deuda pública sobre PBI (en %, 1978-2016), IED por componente (en millones US\$, 1980-2016) y fusiones y adquisiciones transfronterizas (en millones US\$, 1990-2016)



Fuente: Elaboración propia con datos de IPEADATA, IBGE, UNCTAD, Banco Central do Brasil, FMI.

En la primera etapa del gobierno del PT (2003-2005) las clases hegemónicas, descontentas por el ascenso de un candidato vinculado a la clase trabajadora, presionaron sobre los precios y el tipo de cambio. El Estado debió ceder con prudencia fiscal y aumentos de la tasa de interés real. En la segunda etapa (2006-2008), el Estado pudo articular políticas expansivas, fruto de los excedentes económicos generados por el ascenso de los precios de los commodities. Brasil financió su régimen de acumulación hasta el año 2007 con divisas provenientes del comercio exterior. Sin embargo, en los años posteriores, una vez agotados los excedentes comerciales, debió reemplazar el sostenimiento del régimen de acumulación por financiamiento externo. La explicación descansa en que en el periodo 2003-2007 se produjeron aumentos en los giros de utilidades por la extranjerización anteriormente explicada; salidas por el pago de amortizaciones e intereses dado que el gobierno del PT llevó adelante un proceso de desendeudamiento (Gráfico 1 d.); y un rápido aumento de las importaciones producto de la apreciación cambiaria. A esto se le sumó en los años 2008-2009, el menor ingreso de divisas tanto comerciales como financieras (Bona et al., 2016).

Otro elemento a destacar en Brasil, comprendió la reprimarización de la economía. La suba de los precios de los commodities alimentó una euforia por la inversión en hidrocarburos offshore, minería, y exportaciones agrícola y agro-industriales. Como se puede ver en el Gráfico 1 a., la inversión sobre el PBI se recuperó levemente hasta la crisis de las hipotecas. El Estado fomentó la producción a través de créditos baratos con el fin de orientar la producción de sectores extractivos hacia la exportación. Además, estimuló la centralización de capitales de multinacionales brasileras para la adquisición de empresas en países vecinos a través de créditos otorgados por el propio BNDES (Cerqueira, 2016). Bajo este punto cabe aclarar que en los primeros años del nuevo milenio se produjeron compras por partes de multinacionales brasileñas, con relativa magnitud, sobre grandes firmas de Argentina¹⁹ (Porta et al., 2008). Sin menospre-

19. Entre estas se encuentran diversos frigoríficos, como así también Quilmes, PECO, Acindar, Loma Negra, etc.

ciar dichas políticas, cabe señalar que la propia financiarización implica la especialización productiva, la desindustrialización, y por ende la reprimarización de los países periféricos y semi-periféricos (López Taoche, 2014). Esto se debe a que los regímenes de acumulación de valorización financiera desestimulan la actividad industrial. En este sentido, la desindustrialización de Brasil se produjo fruto del esquema de apertura comercial en conjunto a la apreciación cambiara, y a una falta de competitividad en comparación a las economías asiáticas (Salama, 2015).

En los gobiernos del PT, la entrada de IED abrió un nuevo capítulo. A partir de los años 2006-2007, comenzaron a crecer las IED referida al componente de préstamos intra-firma (Gráfico 1 e.). La crisis de las hipotecas de los países centrales provocó el descontento de los capitales que salieron en búsqueda de altos rendimientos en países emergentes. Se le sumó a ello las bajas tasas de interés en países de la Unión Europea y EEUU, por lo que alimentó el endeudamiento barato, su exportación hacia Brasil y la compra de activos financieros con altas tasas de interés reales ofertadas por dicho destino (Marques y Nakatani, 2014). El diferencial entre el costo del endeudamiento y la tasa de interés de activos financieros de Brasil estimuló la llegada de inversiones de cartera denominado comúnmente como capitales golondrinas. Por otra parte, si bien las fusiones y adquisiciones decrecieron luego del proceso de privatización, estas se mantuvieron en un alto nivel en el nuevo milenio. A partir del año 2012 las fusiones y adquisiciones crecieron producto de la crisis económica que desencadenó la caída de los precios de los commodities (Gráfico 1 d.). Estas fusiones y adquisiciones se realizaron entre privados (producto de ventas de compañías nacionales y extranjeras) en sectores extractivos pero que incluso alcanzaron a empresas de la construcción, finanzas, telecomunicaciones, etc.

En los últimos años del gobierno de Dilma Rousseff se desencadenó una crisis política. Además, la crisis internacional de los commodities del año 2012 afectó fuertemente el crecimiento del país²⁰. Lejos de optar por

20. A partir de 2012, el crecimiento de China se desaceleró. Esto repercutió fuertemente en las demandas de materias primas, a las cuales Brasil se vio perjudicado.

una salida de dicho círculo perverso a través de políticas contra cíclicas, el gobierno profundizó el ciclo contractivo nombrando a J. Lévy como ministro de hacienda en 2014 para llevar adelante una agenda de austeridad con el fin de obtener superávit fiscal. A su vez, en dichos años se implementaron aumentos de tarifas de los servicios públicos y del tipo de cambio, que desencadenaron incrementos de la inflación. Ante el aumento de la inflación se decidió subir las tasas de interés y restringir el crédito, al punto que repercutieron en las tasas reales positivas. A esto debe sumarse el aumento en la toma de deuda pública que elevó el peso de la misma en el PBI en 18 puntos porcentuales en pocos años. Lo cual muestra la profundización del poder económico de los actores financieros.

La salida del PT del gobierno a través de un golpe institucional –difundido como impeachment- producto de las presiones de las clases hegemónicas, significó que los nuevos actores en el poder ahondaran en el régimen de acumulación por valorización financiera (Boschi y Gaitan, 2016). Es decir, las clases hegemónicas retornaron a las políticas neoliberales de viejo cuño a través de reformas laborales, tributarias y previsionales²¹. En este sentido, en materia fiscal, el nuevo gobierno logró congelar los gastos públicos por veinte años a través de una enmienda constitucional²².

En definitiva, el régimen de acumulación financiarizado de Brasil se sostuvo por la articulación de altas tasas de interés y por la proliferación de activos financieros. Además, el Estado a través de su endeudamiento consolidó la acumulación patrimonial y rentística de las clases dominantes en base a subordinar las variables fiscales, cambiarias y monetarias a los intereses de las mismas. Ante el cuestionamiento o presión de las cla-

21. La reforma laboral fue implementada en el año 2017, quedando en agenda hasta la fecha, las reformas tributarias y previsionales. Algunos de los puntos salientes de la reforma laboral consisten en: 1) preponderancia de contratos privados por sobre los convenios colectivos; 2) jornada intermitente, lo cual significa salarios en base a las horas ocupados y no en forma mensual; 3) ampliación de las posibilidades de tercerización; 4) flexibilización de las condiciones de despidos y restricciones a los juicios laborales, etc.

22. Esto significa que los aumentos del gasto se ven supeditados únicamente a la tasa de inflación del año anterior.

ses dominantes hacia la forma de dirección del Estado, este último cedió elevando las rentas capturadas a través de aumentos de las tasas de interés. Dicho proceso se produjo en un esquema regresivo de la producción en general y de la estructura productiva en particular, dado que el régimen de acumulación de Brasil privilegió la redistribución del ingreso por sobre la reproducción ampliada del capital²³. El mecanismo principal de redistribución se reflejó por medio de las rentas financiera capturadas, dado que la ganancia se encuentra escindida (a priori) del proceso productivo.

2. Análisis de la cúpula empresaria en Brasil

Analicemos ahora la evolución de la cúpula empresaria en Brasil. Esta alcanza a las 200 mayores firmas respecto al nivel de facturación, excluidas aquellas que integran el sector financiero. Se suele entender que la cúpula empresaria refleja los cambios sufridos en el régimen de acumulación y sus etapas. El origen del capital (a partir del agrupamiento de la cúpula en compañías estatales, privadas nacionales, extranjeras o asociaciones) nos habilita a hablar sobre el ascenso y descenso de cada uno de estos grupos, así como las pujas entre las diferentes fracciones del capital. Por otro lado, la proporción de las ventas nos permitirá conocer, entre otras cosas, los cambios de precios relativos y la dinámica intersectorial²⁴. Se infiere que los sectores de actividad que incrementen su participación de sus ventas suelen posicionarse en rubros estratégicos, los cuales mejoran su grado de acumulación con respecto a los demás capitales. En este sentido, los sectores más dinámicos se inscribirán como tales por la articulación de las instituciones a su favor²⁵. En tanto, la cantidad de empresas nos mostrará

23. Para una definición sobre reproducción ampliada del capital, véase Marx (2009 [1867]).

24. El crecimiento productivo de los sectores suele estar influenciados por el régimen de acumulación y su dinámica.

25. Cuando se habla de instituciones se incluyen entre las mismas a la moneda y el tipo de cambio, la relación salarial, el grado de apertura económico, y el tipo o formas que

la evolución demográfica (el ascenso o retroceso de dichos capitales), así como los cambios de manos. Es decir, podremos observar los procesos de privatización, extranjerización, o nacionalización de la cúpula empresaria.

Nuestras bases de datos comienzan a partir del año 1995. Para esta etapa, se habían encarado las primeras privatizaciones en el gobierno de Collor de Mello, las cuales abarcaron a empresas manufactureras (principalmente siderurgia, fertilizantes, bienes de capital, material de navegación y minería de cobre). De allí se beneficiaron principalmente actores privados nacionales, como Gerdau en el caso de la siderurgia (Piccolo, 2013).

Tanto en la segunda mitad de los noventa, como en los primeros años del nuevo milenio se encararon las privatizaciones de las demás empresas que poseía el Estado. En este punto, cabe aclarar que la gobernanza corporativa comenzó a cambiar en Brasil. En primer lugar, el peso de los inversionistas institucionales (principalmente de fondos de pensión) en los consejos de administración se incrementó. Dicha presencia se observa en compañías como Vale, Perdigão, Usiminas, Acesita, y CSN. La mayoría de ellas cambiaron de propiedad por el proceso de privatización, por lo que el reparto del capital accionario de las mismas se pulverizó en capitales minoritarios. En segundo lugar, la gobernanza viró a la conformación de consorcios. Estos se encuentran en manos principalmente de aquellas privatizaciones vinculadas a los servicios públicos como electricidad, telefonía, gas y agua. Estos consorcios de empresas formaron alianzas entre diversos capitales privados, sean nacionales como extranjeros. Los sectores de energía eléctrica y telecomunicaciones fueron los rubros que concentraron los mayores montos de fusiones y adquisiciones tras el proceso de privatización (Miranda y Martins, 2000). Este es el caso de Telesp, con capitales de Telefónica (España), Iberdrola (España), Banco Biobao Vizcaya (España), Telecom Portugal (Portugal), y RBS Participações (Brasil). Por otro lado, los grupos privados nacionales también participaron del proceso de privatización. En este sentido, un consorcio compuesto totalmente por firmas privadas nacionales adquirió Tele Norte-Leste. Aun así, se debe resaltar que la mayoría de las compañías abiertas poseen un asume el Estado (ya sea neoliberal, desarrollista, etc.) (Boyer, 2007).

inversionista con un capital mayoritario, es decir, estas se encuentran en manos tanto de multinacionales como de la elite tradicional bajo un régimen de propiedad familiar (Borges y Serrão, 2005).

El segundo sector en importancia en recibir inversiones privadas fue el de la energía eléctrica. En el mismo, se produjo la adquisición de Light Serviços de Eletricidade S.A. por parte de un consorcio de firmas multinacionales conformado por Houston Industries (EEUU), AES Corp (EEUU), y Électricité de France (Francia).

En la década de los noventa la mayor cantidad de adquisiciones fueron realizadas por empresas extranjeras (Miranda y Martins, 2000). Como se puede ver en el Gráfico 2 b., entre los años 1995 y 2000 la cúpula empresaria conformada por las 200 mayores firmas en facturación, experimentó un proceso de extranjerización. El peso en la cantidad de firmas extranjeras pasó de 45% a 52% entre 1995 y 2000. En el año 2005 este peso permaneció en el mismo nivel. En lo que respecta a la proporción de ventas, la extranjerización fue aminorada por la gravitación de Petrobras, por ende, únicamente se incrementó levemente del 45% al 47% entre 1995 y 2000. Lo curioso del caso consiste en que el proceso de extranjerización de la cúpula empresaria se produjo por una caída del peso de las compañías privadas nacionales, más que por una pérdida de participación del Estado. Esto se debe a que el primer proceso de privatización de principios de los 90', ya había reflejado una profunda caída en el peso de las sociedades estatales (Siffert y Souza, 1999).

El BNDES jugó un papel destacado en el proceso de privatización dado que financió a las empresas adquirientes de los activos en manos del Estado. En el periodo 1995-2002, el BNDES destinó el 40% de sus créditos al financiamiento del proceso de privatizaciones (Folha de S.Paulo, 2002). En este sentido el caso de AES corp es notable. Esta última adquirió múltiples compañías estatales en Brasil, tanto en los segmentos de distribución como de generación de energía eléctrica. Entre las adquisiciones que llevó a cabo entre mediados de los 90' y principio del nuevo milenio, se destacan Tietê, AES Sul, Eletropaulo, así como participaciones en CEMING y Light. AES amasó una deuda con el BNDES de US\$ 1.200

millones por la compra de Eletropaulo y de 1.400 millones por las participaciones en CEMING. Las deudas tomadas por la multinacional nunca fueron saldadas, por lo que tuvo que reconfigurar su participación accionaria a cambio de disminuir sus acreencias²⁶.

Las privatizaciones abrieron una nueva fase en la acumulación de las firmas más grandes de Brasil. Mientras en el régimen de acumulación de industrialización dirigido por el Estado, la acumulación se basó en la concentración de capital, en el nuevo régimen, la centralización pasó a ser un sinónimo de permanencia y la vía más rápida de ascenso en el poder político y económico. La centralización del capital posee lógicas financieras en el nuevo régimen de acumulación, consistente con el aumento patrimonial de los accionistas a través del precio de la acción²⁷. En la década de los noventa y principios del nuevo milenio, las fusiones y adquisiciones trascendieron a los sectores de servicios públicos. En los segmentos de ventas al por menor, Carrefour adquirió la red de Eldorado y algunas unidades de Lojas Americanas. En el segmento de bienes de consumo, Parmalat adquirió 25 empresas, entre ellas a Batavia, Mococa, Etti y Neugebauer. En el sector automotriz, Bradesco, Cofap, y Mahle adquirieron Metal Leve; en la industria electrónica Philips adquirió en 2001 a Helfont.; en la industria química se produjeron las compras de Aventis por Bayer en igual año y la de Cyanamid por parte de Basf en el año 2000; en la industria del cemento Holcim (antiguamente conocido como Holderbank) adquirió al grupo Cimento Paraíso (Siffert y Souza, 1999).

Finalizado el proceso de privatizaciones, el fenómeno de centralización del capital prosiguió. La cantidad de fusiones y adquisiciones en Brasil se incrementó de los 227 casos en 2002 a 818 en 2014 para luego

26. Información extraída del balance contable de AES Corp. en la Securities and Exchange Commission (EEUU).

27. Si bien la centralización del capital puede poseer lógicas productivas de concentración en la participación del mercado, los volúmenes del mercado de compra-venta y la cantidad de casos de transacciones, demuestran que las participaciones en empresas no son retenidas a lo largo del tiempo, sino que estas son tratadas como un activo líquido.

decaer a 537 en 2016 (Price Waterhouse, 2017). En los gobiernos del PT las adquisiciones estuvieron signadas por el aumento de los precios de los commodities y el nivel general de la actividad.

Para esta nueva etapa las compañías privadas nacionales adquirieron mayor énfasis con respecto a otrora. Lo cual significó un cambio novedoso para el mercado de la centralización del capital. De esta forma, a partir de los gobiernos del PT, el capital nacional revirtió su papel subordinado y consiguió constituirse en el actor más dinámico (Martins Belieiro Junior, 2014). La explicación en el cambio de hegemonía de la cúpula radica nuevamente en el papel jugado por el BNDES, ya que este financió los procesos de fusiones y adquisiciones del capital nacional e incluso otorgó los fondos necesarios para posibilitar su internacionalización y conformar multinacionales brasileras. Sin embargo, y a diferencia del capital extranjero, las firmas nacionales adquirieron empresas con un mayor sesgo en los recursos naturales y su bajo procesamiento. Las compañías de elaboración de alimentos lideraron las adquisiciones en el nuevo milenio. Estas lograron llevar a cabo un proceso de internacionalización de su actividad a través de empresas como JBS (con la adquisición de las unidades de Marfrig en Europa, Tyson Foods en México y Brasil, Swift en Argentina, etc.; así como la compra de marcas como Seara en Brasil) (Globo.com, 2017). Además, una de las mayores fusiones del nuevo milenio se produjo entre capitales nacionales, la cual incluyó a Sadia y a Perdigão, tras la constitución de Brasil Foods (Santos, 2014).

Por otra parte, dentro del sector de minería se produjeron adquisiciones que trascendieron al mismo. Por ejemplo, Vale adquirió los activos de Bunge Fertilizantes y Fosfértil. Particularmente la internacionalización de Vale fue exponencial y se extendió a países más allá de la región. En el mismo sentido, en el sector siderúrgico, la firma Gerdau adquirió a la estadounidense Chaparral Steel Company.

En el sector petrolero, las adquisiciones de Petrobras se llevaron a cabo tanto dentro del país como por fuera²⁸. En el mismo rubro, Ipiran-

28. Por ejemplo, *adquirió Agip do Brasil (de origen italiano) y a Pecom Energía de*

ga adquirió Alesat Combustíveis, mientras Cosan adquirió NovAmérica Agroenergía. En el año 2011, el grupo Cosan formó un joint venture con Shell para constituir la mayor sociedad de comercialización de combustibles (luego de Petrobras) como de elaboración de biocombustibles.

Cabe aclarar que la constitución y consolidación de multinacionales brasileras durante esta etapa²⁹ presenta cierta diversificación productiva, lo cual muestra un desarrollo relativo de la economía brasileña³⁰. Aquí nos encontramos a empresas como Embraer en la aviación, Votorantim en la siderurgia y energía, Camargo Correa en el cemento, Odebrecht en la construcción y petroquímica, Aracruz en la celulosa, Natura en los cosméticos, Ituatec en tecnología de la información, Marcopolo en la fabricación de material de transporte, etc. Es por esto que, para los años 2010 y 2016, el peso tanto en cantidad como en ventas de las firmas extranjeras comenzó a decaer (Gráfico 2). En contraposición, las compañías nacionales privadas comenzaron a ganar peso en estos años, mientras aquellas controladas por el Estado tuvieron un peso constante en el nuevo milenio.

En lo que respecta al capital extranjero las compras de empresas estuvieron signadas por la apreciación cambiaria dado que la misma favorece a los sectores no transables. Por lo tanto, estas se concentraron principalmente en el sector de telecomunicaciones y en los servicios públicos en general. Desde ya, el sector de las telecomunicaciones se encontró traccionado por el ascenso de la telefonía celular y los servicios de internet. El informe de KPMG (2017) advierte sobre el peso de los servicios públicos en el mercado de compras de empresas ya existentes. Sin embargo, estos sectores fueron desplazados cada vez más por rubros vinculados a los alimentos y bebidas, compañías de información y tecnología, y servicios empresarios. De esta forma, los servicios públicos

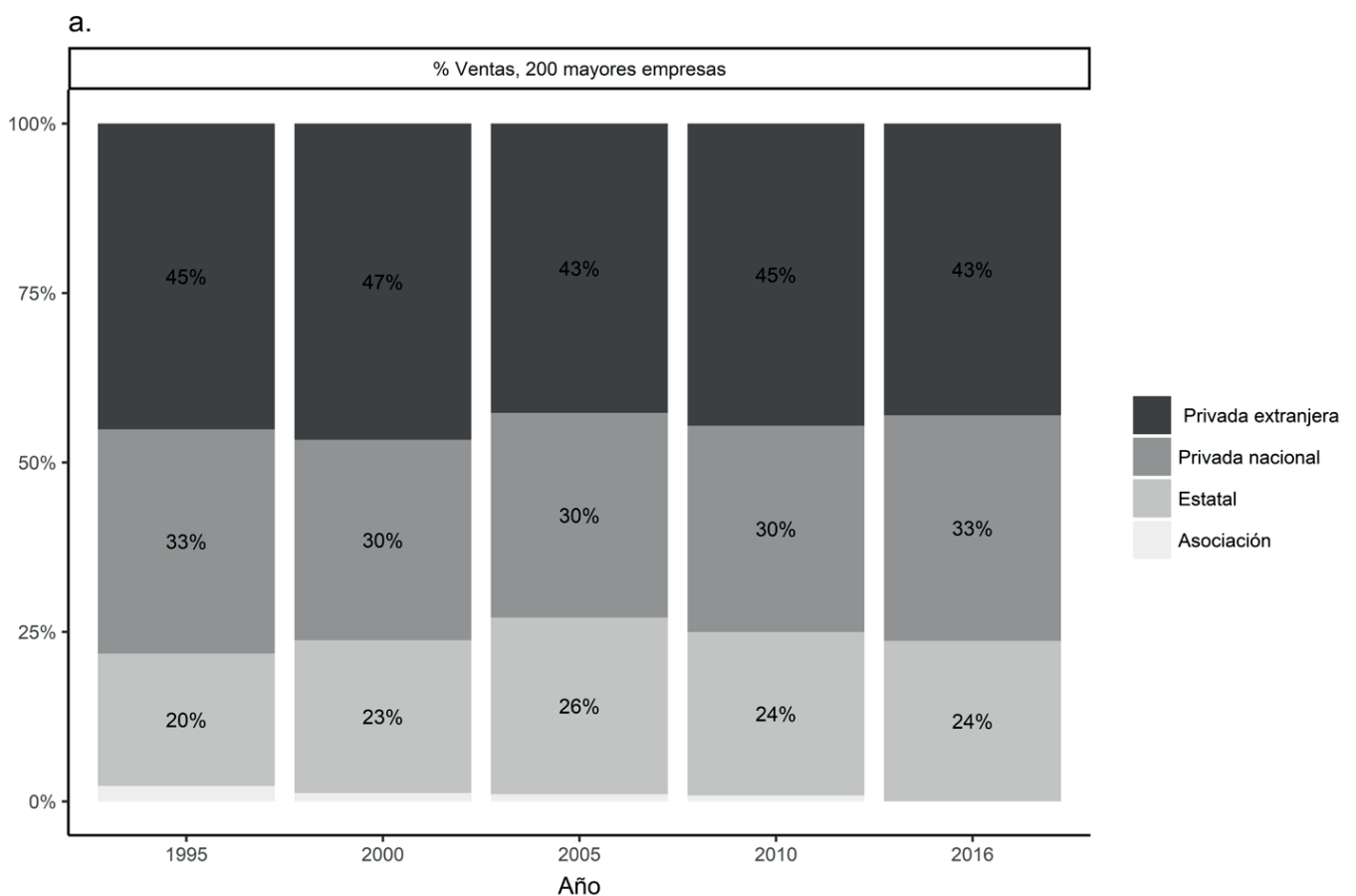
Argentina.

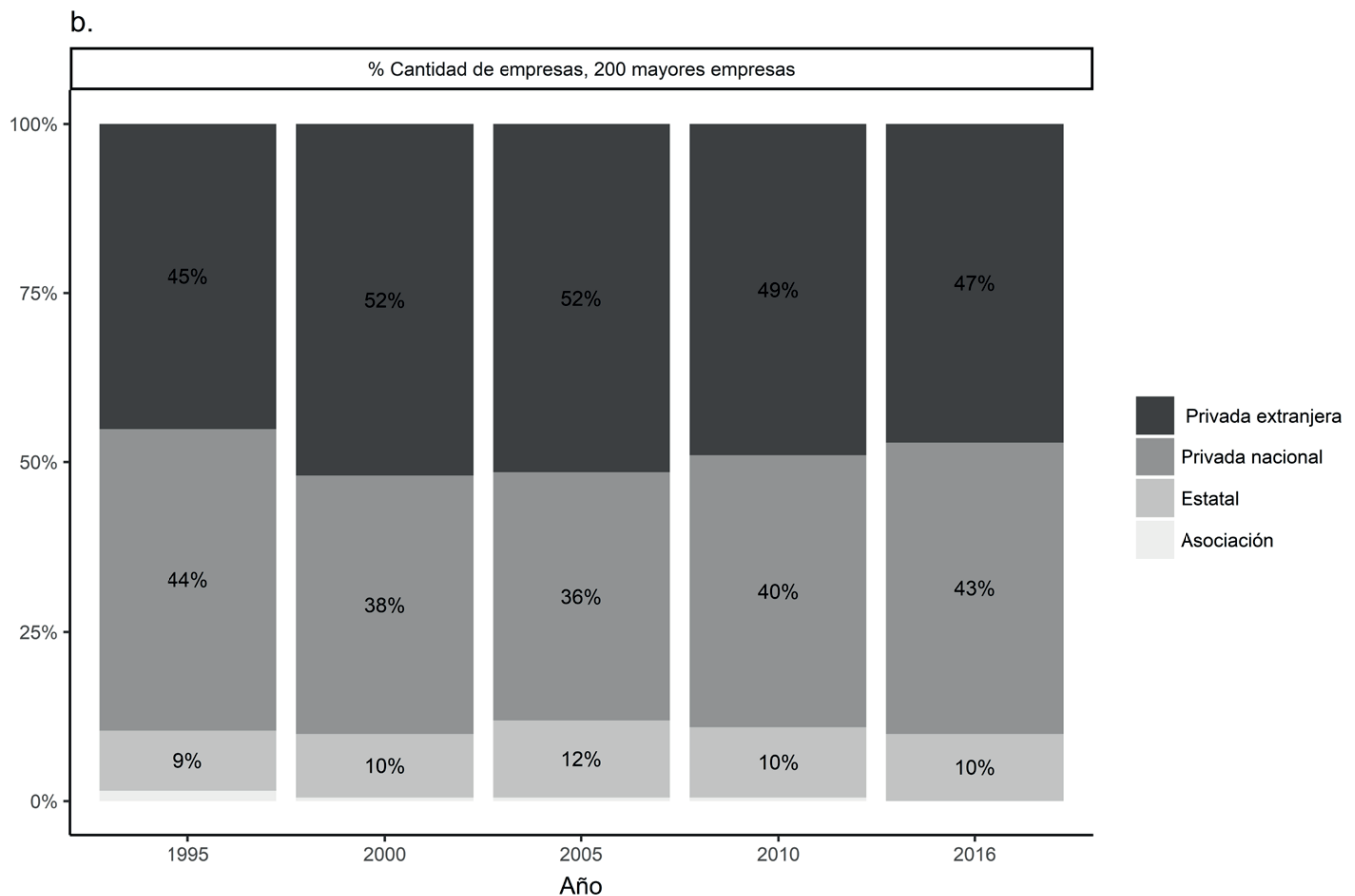
29. Muchos de los grupos abajo mencionados habían iniciado el proceso de internacionalización en años previos, sin embargo, se destaca el hecho que la mayoría de los mismos hayan emprendido o retomado dicho proceso en el nuevo milenio.

30. Un análisis de las multilatinas de Brasil se encuentra en Santiso (2008).

perdieron el protagonismo en la acumulación durante la nueva etapa que inauguraron los gobiernos del PT. Entre los ejemplos más significativos protagonizados por el capital extranjero nos encontramos a las compras de BCP S.A. y Embratel por parte de América Móvil-Telmex (México); Telemig Celular por parte de Vivo (Portugal); GVT por parte de Vivendi (Francia); iG por parte de Brasil Telecom (Brasil). Además, ingresaron capitales en los sectores de recursos naturales como las adquisiciones de Rio Paracatu Mineração (minería) por parte de Kinross Gold (Canadá), Seara Alimentos (elaboración de alimentos) por parte de Cargill, Santelisa Vale Bioenergía (caña de azúcar) por parte de Louis Dreyfus.

Gráfico 2 Brasil. Cúpula empresaria por origen del capital, en relación por ventas y cantidad de empresas, 1995-2016 (en porcentaje)





Fuente: Elaboración propia con datos de la Revista Exame.

Finalizando, respecto al aspecto sectorial, la cúpula empresaria de Brasil mostró un elevado nivel de industrialización en el año 1995. El 53% de las mayores 200 firmas de Brasil provenían de la industria manufacturera, representando el 45% de las ventas (Gráfico 3 a. y b.). Entre los sectores mejor posicionados nos encontramos a automotrices (Volkswagen, General Motors, Fiat, Mercedes-Benz, Ford), elaboración de bienes de consumo (Souza Cruz, Nestlé, Unilever, Brahma), siderurgia y químicas (Companhia Siderúrgica Nacional, Usiminas, Braskem, Cosipa). En igual año, las firmas extranjeras poseían un profundo sesgo sectorial hacia la elaboración de manufacturas. De las 100 mayores compañías extranjeras en facturación, 70 pertenecían al sector manufacturero, concentrando el 68% de las ventas sectoriales en el mismo origen del capital (Gráfico 3 e. y f.). En tanto, de las 100 mayores empresas nacionales (privadas y estatales) 39 de ellas eran manufactureras, alcanzando el 20% de las ventas sectoriales (Gráfico 3 c. y d.). Por lo general, las sociedades estatales poseían un peso significativo

en los servicios públicos y en la explotación de hidrocarburos. Mientras los capitales privados nacionales se encontraban insertos en los sectores de comercialización, ventas al por menor y en la industria manufacturera.

El proceso de privatización, el paso a una economía con apertura y la apreciación cambiaria trastocó la inserción sectorial de la cúpula, y provocó la pérdida de peso de la industria a lo largo del tiempo. Para el año 2016, la cúpula integrada por las 200 mayores empresas no financieras, contenía un 36% de firmas vinculadas a la industria manufacturera, representando el 32% de las ventas sectoriales (Gráfico 3 b.). En contraposición los sectores vinculados a los servicios públicos incrementaron su peso en forma significativa. Particularmente, las 100 mayores empresas extranjeras incrementaron su peso en estos sectores y provocaron una regresiva desindustrialización de la cúpula.

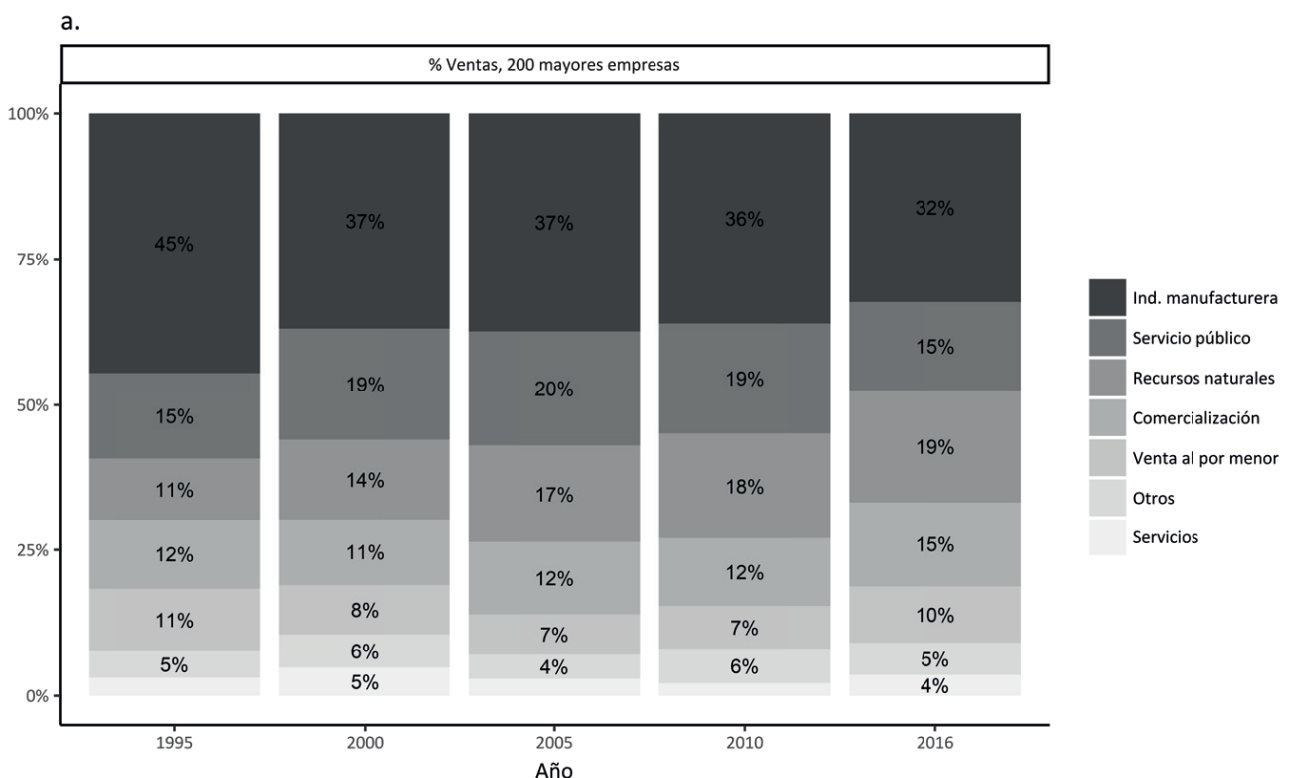
El capital nacional también correspondió con una pérdida de peso de la industria. Respecto a la proporción de las ventas, los sectores vinculados a los recursos naturales ganaron un peso cada vez más significativo (Gráfico 3 c.). Esto se debe en gran parte al dinamismo de Petrobras en las ventas de las 100 mayores compañías nacionales. Bajo dicho origen del capital, los servicios públicos perdieron peso a lo largo del tiempo, mientras lo ganaron en lo que respecta a la cantidad de empresas hasta el año 2005 (aunque se redujo con posterioridad). Respecto a la cantidad de empresas, ganaron peso a lo largo del tiempo aquellas vinculadas a los recursos naturales. Esto nos muestra las etapas que atravesó el régimen de acumulación. Mientras en la primera etapa, las privatizaciones traccionaron la acumulación de la cúpula nacional, en la segunda etapa correspondiente a los gobiernos del PT, la acumulación fue anclada en los recursos naturales y su comercialización.

En tanto, en las 100 mayores firmas extranjeras, ganaron peso los servicios públicos hasta el año 2010 tanto en lo que respecta a la cantidad de empresas como en las ventas (Gráfico 3 e. y f.). Para los años siguientes la acumulación dejó de efectuarse bajo el mismo sendero. El capital extranjero no logró insertarse en el procesamiento de recursos naturales y su explotación (a excepción de contadas firmas, entre ellas, aquellas mejor ubicadas en el ranking) en comparación al grado en el cual fue realizado por parte de las compañías nacionales. De esta forma, su acumulación fue

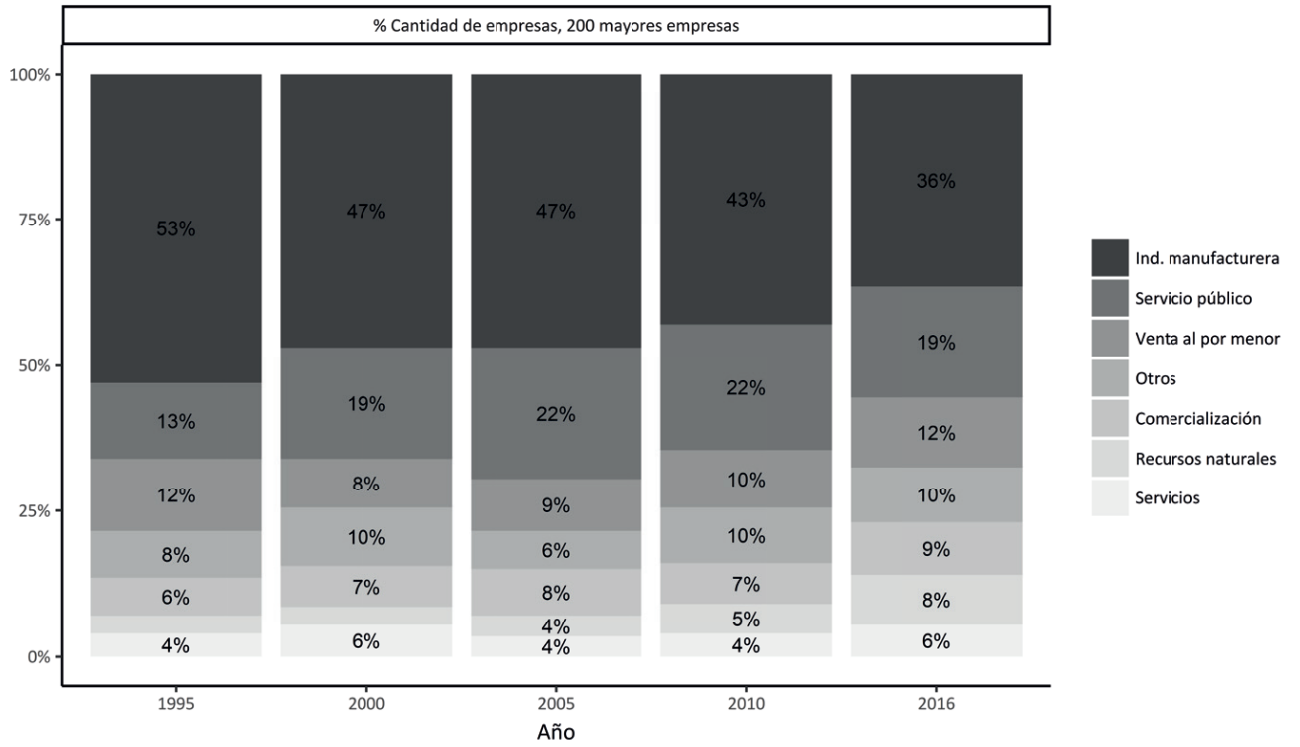
acorralada hacia sectores menos dinámicos en el nuevo milenio y por ello las firmas extranjeras perdieron el peso que habían ganado en otrora. Entre las empresas extranjeras mejor posicionadas en el ranking del año 2016 se encuentran: Raízen Combustíveis (Shell-Cosan), Telefônica, Claro, Bunge, Cargill, GPA, Ambev, Fiat, Volkswagen, TIM, etc. Estas se encuentran insertas en la comercialización de recursos naturales, los servicios de telefonía, el comercio minorista, y el sector automotriz.

La cúpula empresaria de los últimos años analizados es muy diferente a la de 1995. Entre los sectores que mejor se posicionan en el ranking se encuentran aquellos vinculados a los recursos naturales (Vale, Petrobras, Cargill, Bunge), su bajo procesamiento (JBS, Brasil Foods) y la comercialización de los mismos (Amaggi, Raízen, Ipiranga), así como las firmas vinculadas a las telecomunicaciones (Telefônica, Claro, TIM). Las automotrices, químicas y siderurgias fueron desplazadas de las mejores posiciones en comparación a otrora. Incluso en este periodo, existen empresas vinculadas a la energía eléctrica que habían avanzado en el ranking, sin embargo, en el nuevo milenio perdieron su posición respecto al auge de la etapa de las privatizaciones (AES Eletropaulo, CEMING Distribuição, Light).

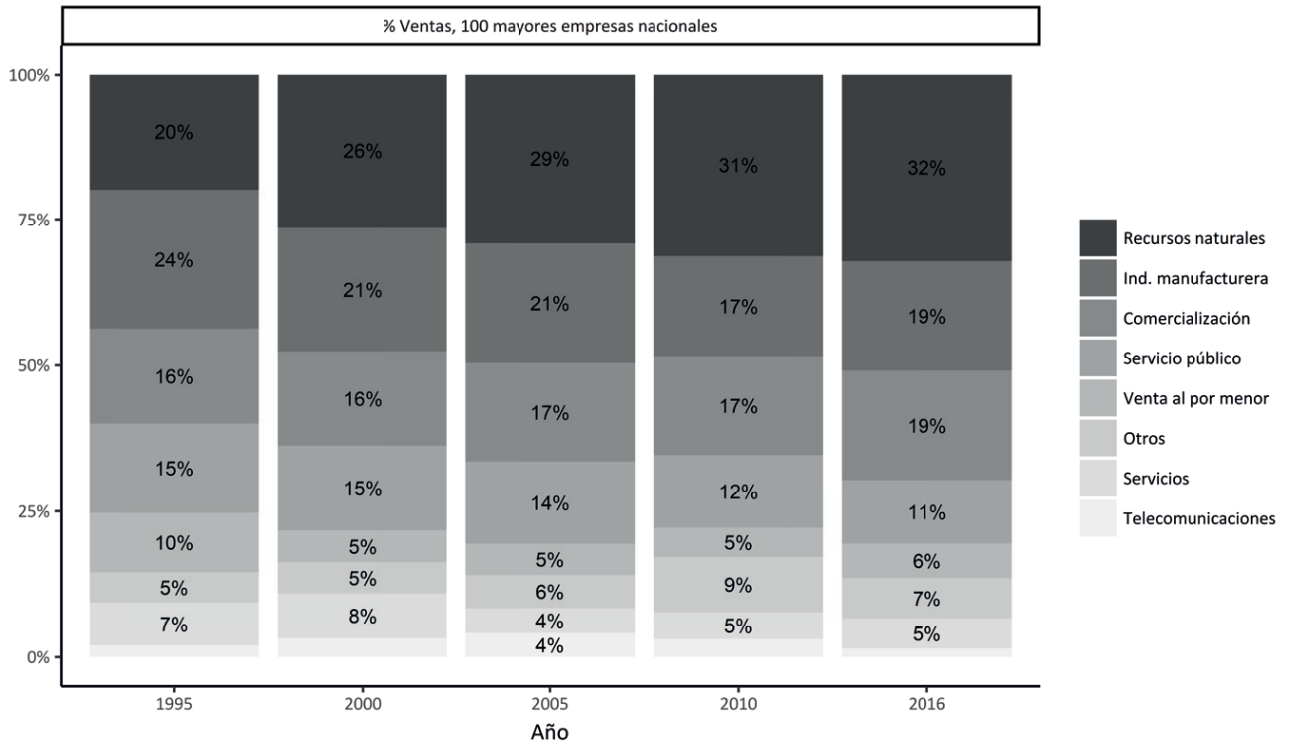
Gráfico 3 Brasil. Cúpula empresaria por sector de actividad en relación a las ventas y por cantidad de empresas, 1995-2016 (en porcentaje)



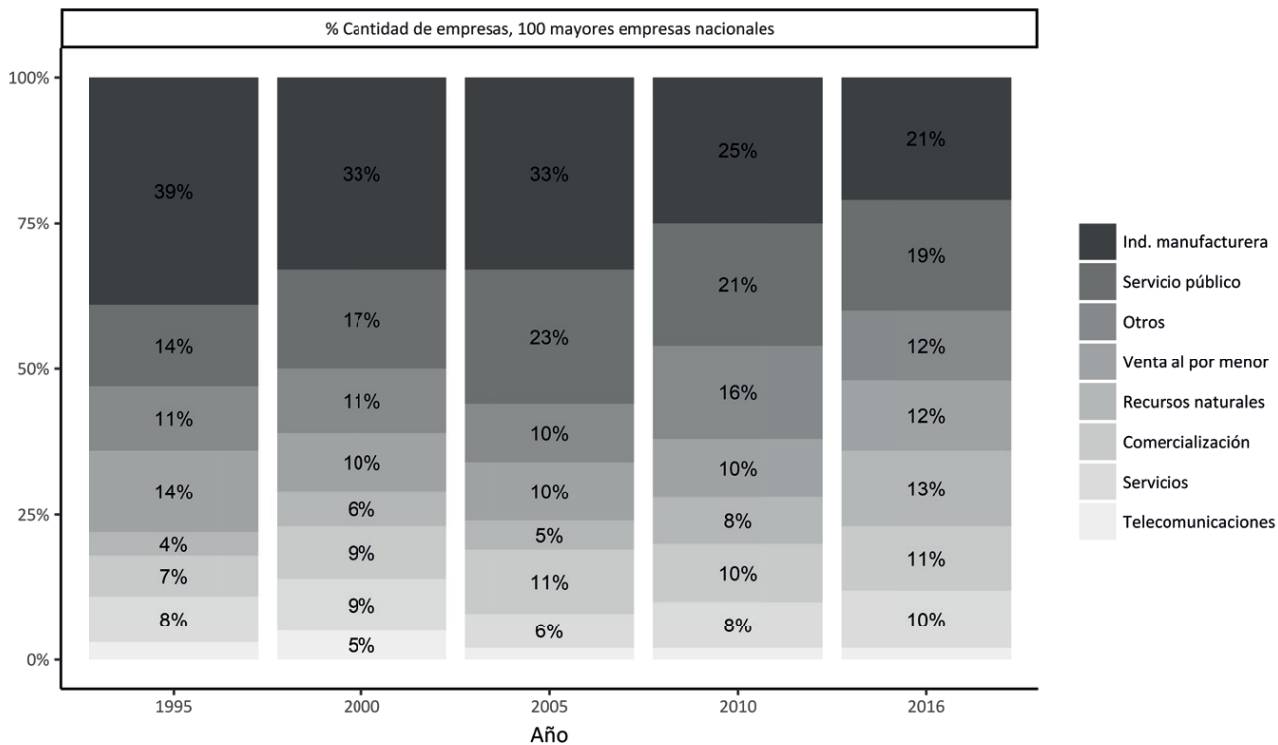
b.



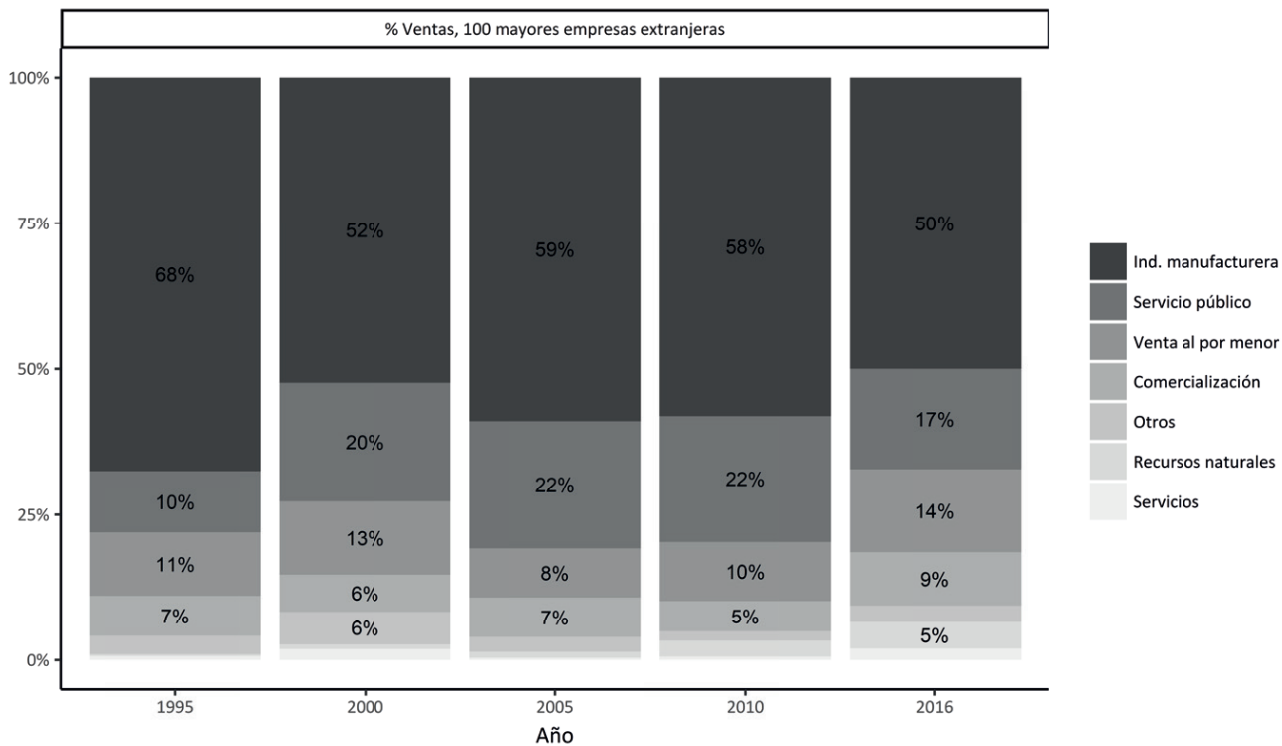
c.

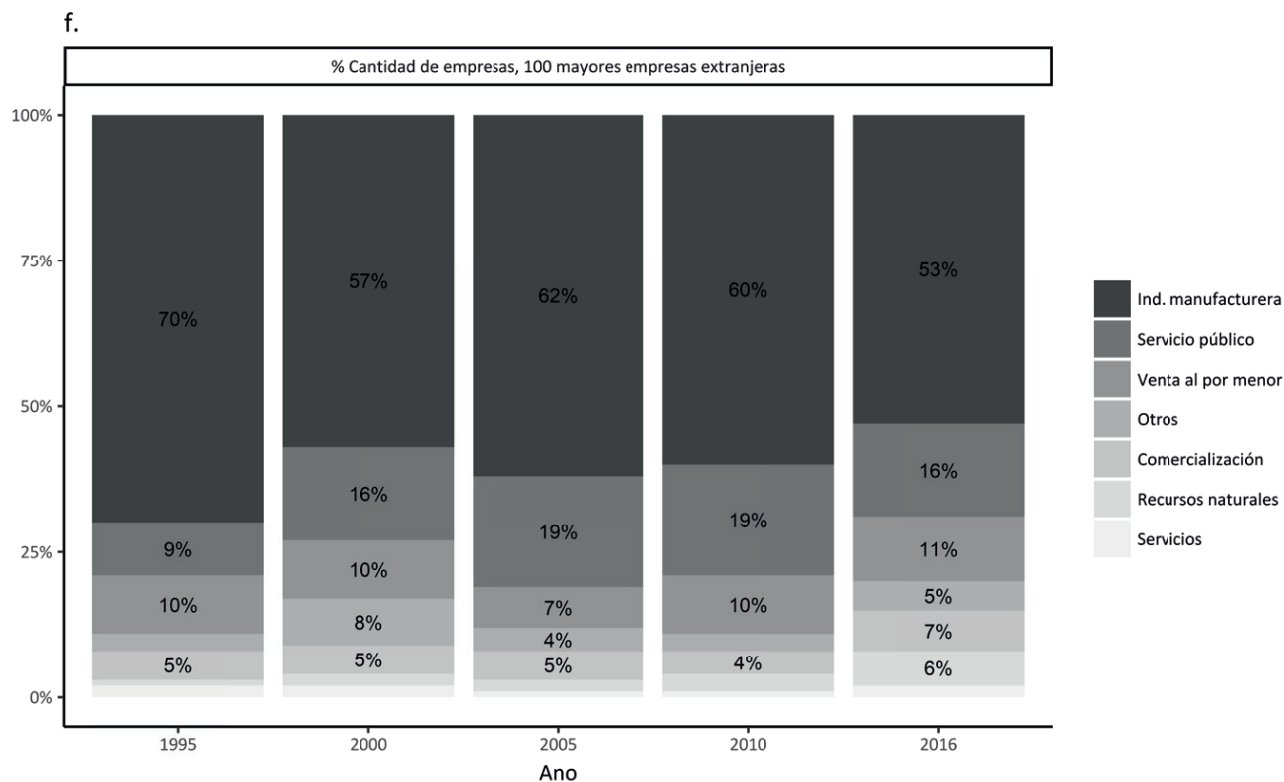


d.



e.





Fuente: Elaboración de propia con datos de la Revista Exame.

3. Datos contables de las empresas en la cúpula empresaria

En esta sección estudiaremos la evolución de algunas variables significativas de las empresas de la cúpula empresaria a través de información contable. Con dicha información elaboraremos unos breves ejercicios para evaluar el comportamiento y la performance de las firmas más importantes. De esta forma, podremos conocer los periodos de avance en la acumulación, el estancamiento y las crisis, así como clasificar las estrategias de acumulación. En este sentido se suele pensar que el comportamiento financierizado de las empresas es homogéneo o uniforme. En cambio, existen muchos factores que determinan las fuentes y grado de financiamiento, el tipo de inversión realizada, como el tipo y grado de fuga de capitales reportada.

3.1 Estrategias de acumulación de la cúpula empresaria a lo largo del tiempo

El primer ejercicio que abordaremos consistió en escoger a 24 firmas de la cúpula empresaria que cotizan en bolsa³¹. La particularidad de la selección de las mismas consiste en la continuidad de la información contable bajo el periodo 1994-2016. La virtud que presentan las compañías seleccionadas consiste en el amplio abanico de sectores que las constituyen (excluido el sistema financiero), así como en el origen del capital. Cabe resaltar que los ratios que se mostrarán a continuación expresan el promedio anual del conjunto de empresas seleccionadas.

En primer lugar, abordaremos algunas variables que expresan una tendencia a lo largo del tiempo y por ende, son la manifestación del régimen de acumulación imperante. En segundo lugar, existen ciertas variables que poseen una variabilidad coyuntural y corresponden a los ciclos propios del régimen de acumulación.

Entre el primer grupo de variables mencionadas, observamos la participación de los bienes de uso (activos fijos) en la cartera de los activos totales. Estos pasaron de representar un 42% en los activos totales en 1994 a un 27% en el año 2016 (Gráfico 4 a.). Por lo tanto, el excedente económico generado por las firmas seleccionadas se encuentra destinado a otros fines no productivos. Respecto a las compañías más grandes, esta evolución suele conocerse como “retención inversora”³². En Ambev (bebidas) el ratio pasó del 40% en 1995 a 12% en 2016. En Embraer, el ratio pasó de 32% en 1994 a 10% en 2016. Es decir, existe una pérdida de gravitación de la acumulación en su afán por traccionar la concentración vía el acrecentamiento de las capacidades productivas.

31. Entre ellas se encuentran: Alpargatas, Ambev, Ceee-Gt (Companhia Estadual de Energia Elétrica), Cesp (Companhia Energética de São Paulo), Embraer, Engie Brasil, Fibria, Grendene, IGB, JBS, Klabin, Marcopolo, Marfrig, Metal Leve, Mrs Logist, Natura, Oi, Pão de Açúcar, Petrobras, Telef Brasil, Usiminas, Vale, Viavarejo, Whirlpool.

32. Para un mayor entendimiento del concepto de “retención inversora” véase Manzanelli (2016), Pérez Ártica (2013) y Cassini et al. (2018).

En contraposición la cartera de activos se tornó más líquida, por lo cual los activos corrientes³³ pasaron de representar un 27% del total en 1994 a un 40% en 2004 para luego decaer a 29% en 2016 (Gráfico 4 a.). La firma Embraer pasó de poseer un ratio de 26% en 1994 a 48% en 2016; mientras en la empresa Fibria (celulosa), los activos corrientes pasaron de representar un 2%-5% en los noventa a 15-20% en el nuevo milenio; Oi (telecomunicaciones) pasó de una tasa de 5% de activos corrientes en 1994 a 23% en 2016. De esta forma, la acumulación que en otrora se centraba en la concentración de capital y se reflejaba en altos ratios en la participación de los bienes de uso, mutó hacia otra enfocada en el corto plazo.

Por otro lado, las firmas suelen poseer interés en las inversiones permanentes en sociedades (Gráfico 4 a.). La firma Oi poseía un 1% de sus activos en tenencias accionarias de otras empresas en el año 1994, el cual aumentó a un 26% en el año 2016; Pão de Açúcar (venta al por menor) aumentó su ratio del 0% en 1994 al 30% en 2012. Por otro lado, existen empresas que han detentado una participación significativa a lo largo del tiempo. Usiminas poseía el 16% de sus activos en inversiones permanentes en el año 1994, el cual pasó a un 44% en el año 2006 dado que en 2005 adquirió a Cosipa (Companhia Siderúrgica Paulista). Por último, cabe señalar que la evolución de la participación de las inversiones permanentes de las firmas seleccionadas tuvo una evolución similar a los momentos de auge de los procesos de fusiones y adquisiciones del conjunto de la economía. Es decir, permaneció con altos niveles tanto en los años noventa como luego de la crisis de las hipotecas.

En segundo lugar, y dentro de las variables tendenciales, el Gráfico 4.b compara la relación entre la inversión y los dividendos sobre el mismo denominador comprendido por los resultados operativos. Este gráfico nos muestra el uso del excedente generado y apropiado³⁴ por las compañías seleccionadas. En el mismo observamos que los dividendos girados compiten con la inversión bruta. Es decir, si bien los montos

33. Los activos corrientes se encuentran constituidos por todos los activos que puede hacerse líquido (efectivo) en menos de doce meses.

34. Se entiende que el resultado operativo es un proxy del excedente generado por las empresas.

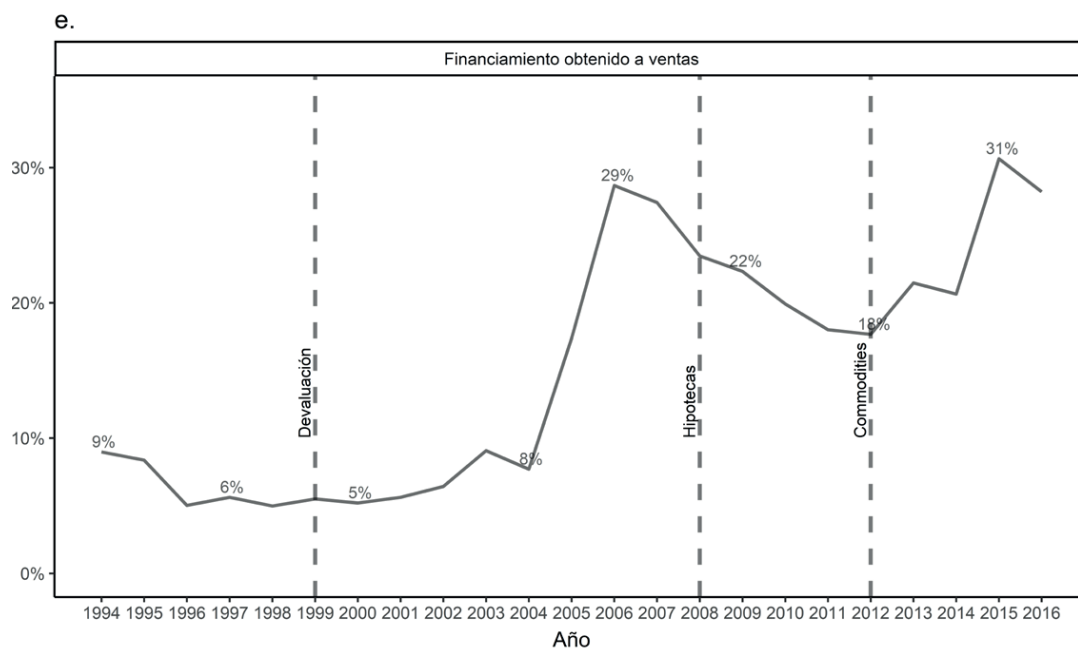
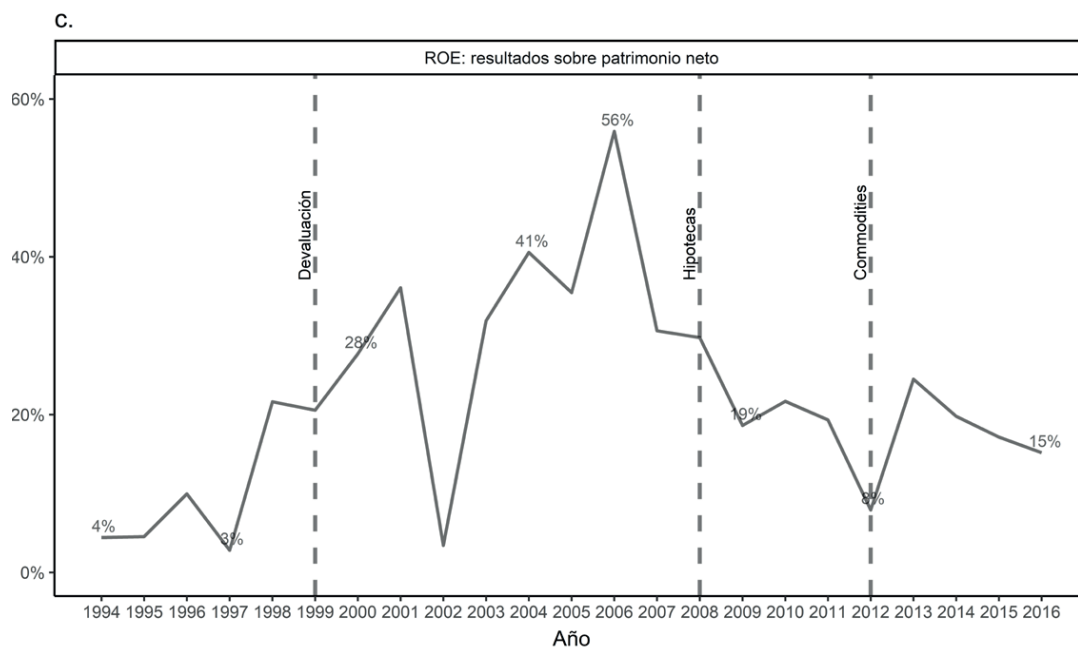
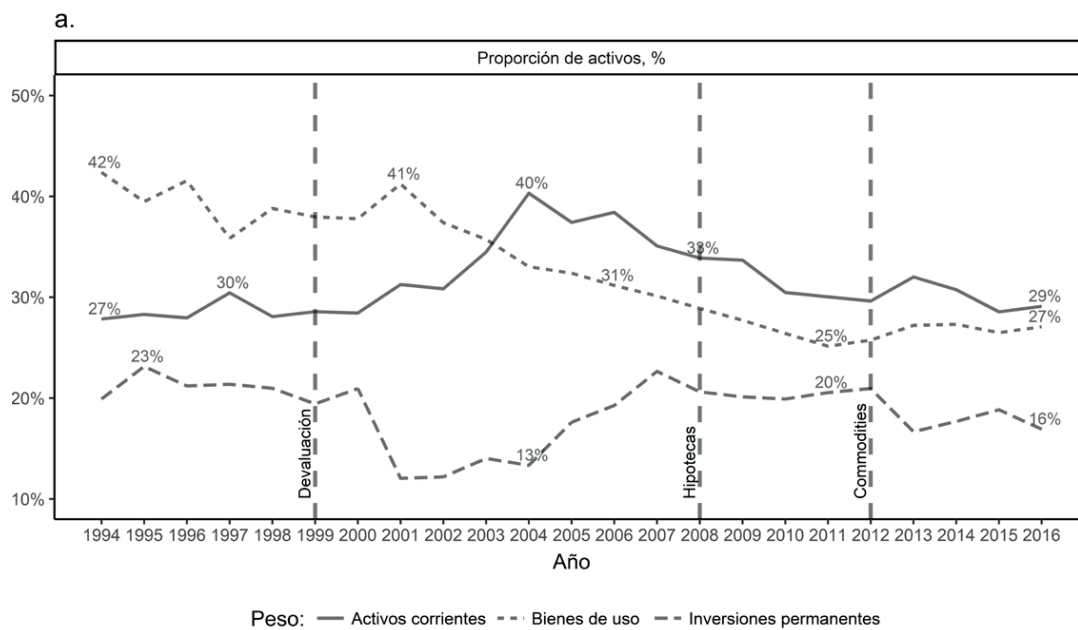
destinados a la inversión suelen ser mayores que los dividendos girados, estos últimos poseen una enorme relevancia. Ciertas empresas suelen maximizar los giros de dividendos, dado que estos estimulan el alza del precio de la acción, y, por ende, significa la realización de ganancias financieras patrimoniales.

Sin embargo, la generación de excedente fluctúa en base a la salud del régimen de acumulación. Hemos reflejado el dinamismo de las firmas seleccionadas en el Gráfico 4.c. El mismo nos revela la relación entre el resultado operativo y el patrimonio neto, al manifestarnos la evolución de la rentabilidad promedio del conjunto de las compañías seleccionadas. Como se puede ver, la rentabilidad fue creciendo a lo largo del tiempo (con la excepción del año 2002). La crisis de las hipotecas marcó un cambio en la tendencia. Las firmas de la cúpula abrazaron un creciente excedente hasta el año 2008. La caída de los precios de los commodities significó un eventual descenso de la rentabilidad en el año 2012. Sin embargo, continuado el año 2013, la rentabilidad cayó con fuerza. A posteriori la generación de excedente disminuyó respecto a otrora. Esto marca una eventual crisis en el régimen de acumulación, siempre que consideremos como representativas a las empresas más grandes de Brasil.

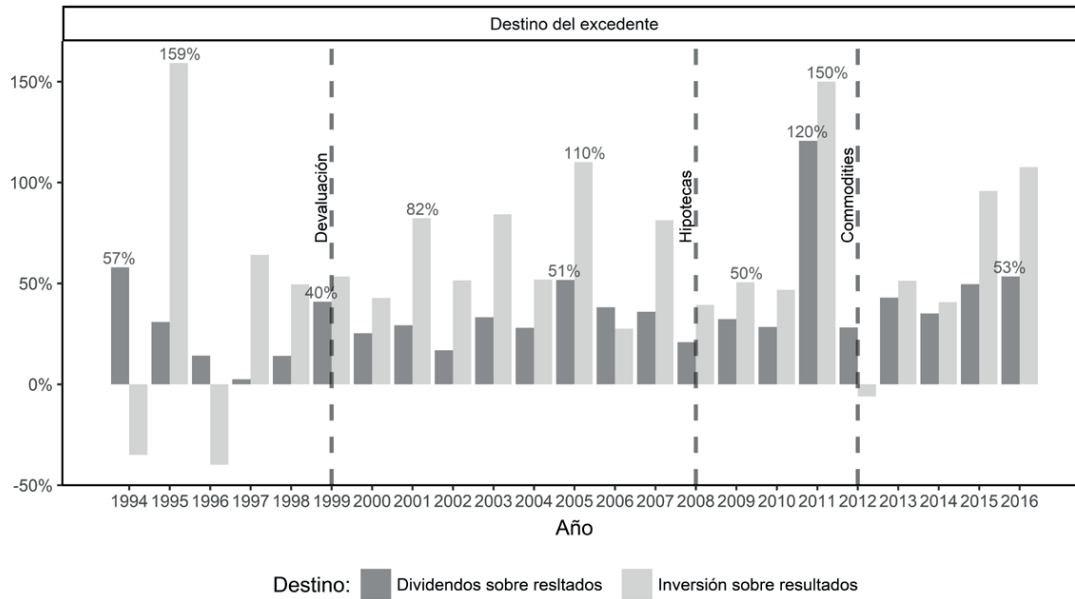
Por lo general, en los años noventa, el destino del excedente hacia la inversión bruta fija fue errático (Gráfico 4.b). En el nuevo milenio y hasta la crisis de las hipotecas, el ratio fue relativamente más elevado, en conjunto a un excedente en expansión, lo cual muestra una recuperación de la inversión productiva. Aunque en el año 2006, momento en que el excedente económico ascendió a su mayor nivel, los dividendos girados fueron en promedio mayores a la inversión bruta. A partir de la crisis de las hipotecas, el excedente generado por las empresas fue cada vez menor, pero aun así, los dividendos girados se muestran a la par de las inversiones.

Gráfico 4. Brasil. Empresas seleccionadas de la cúpula empresaria: proporción de activos, destino del excedente, ROE, crecimiento de las capacidades productivas, financiamiento obtenidos a ventas, nivel de endeudamiento; 1994-2016 (en porcentaje)

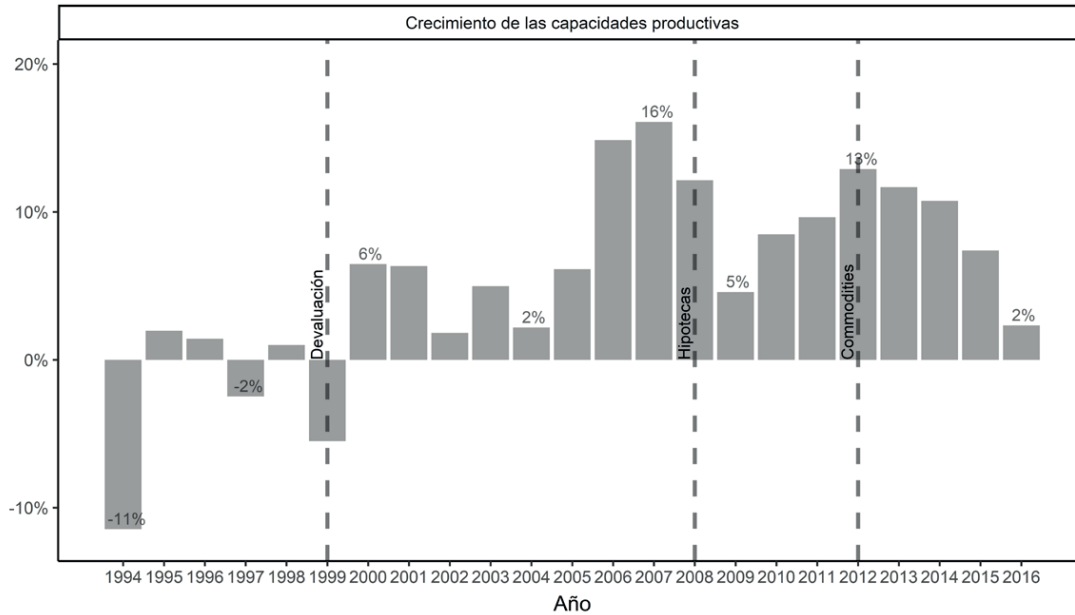
Fuente: Elaboración propia con datos de Económica.



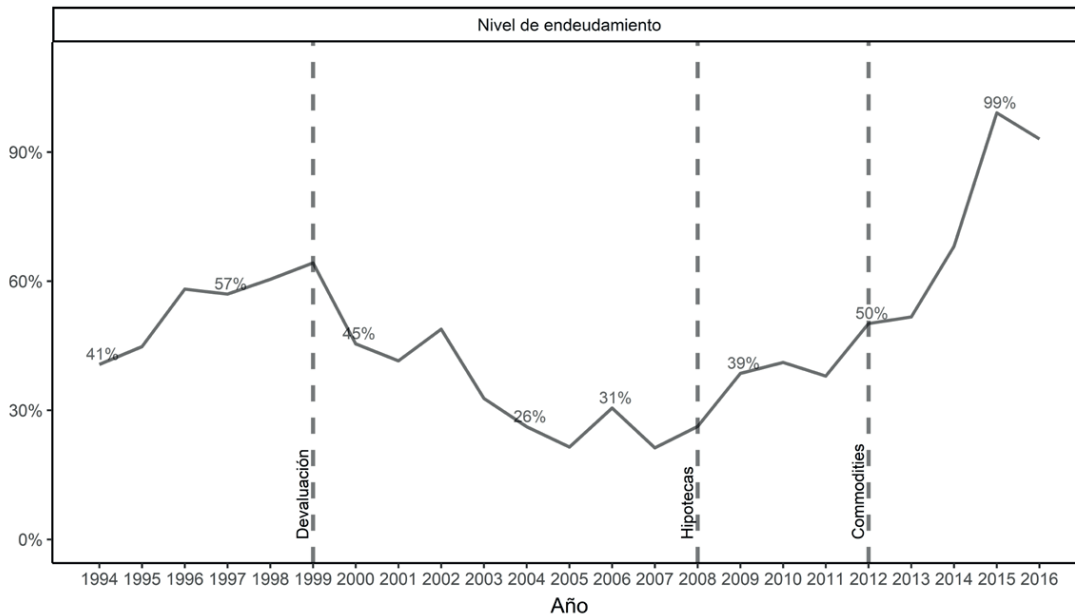
b.



d.



f.



En el Gráfico 4.d. se puede observar la relación entre la inversión neta fija y los bienes de uso. Dicho ratio nos muestra el grado de crecimiento promedio de las capacidades productivas de las empresas seleccionadas. Se puede ver que este ratio fue negativo, así como se mantuvo en niveles reducidos en la década de los noventa. En el nuevo milenio retomó su fase de ascenso luego de la devaluación de 1999. A pesar del recupero de la inversión neta de las empresas, los bienes de uso perdieron peso en las carteras de activos. Sin embargo, la crisis de las hipotecas hizo decrecer el nivel de inversión. Luego, la inversión se recuperó hasta el año 2011, para caer nuevamente ante la crisis de los commodities y el desmejoramiento del nivel económico general del país. La fluctuación de la inversión reveló su debilidad frente a los vaivenes financieros internacionales, y como veremos a continuación, por el elevado nivel de endeudamiento de las corporaciones.

Finalmente, la generación de excedente de las firmas no es la única fuente de financiamiento. En los Gráficos 4.d y 4.e se muestran la toma de deuda y el nivel de endeudamiento de las empresas seleccionadas de la cúpula empresaria, respectivamente. En el primer gráfico se compara el flujo de toma de deuda en relación a las ventas de las compañías seleccionadas. En el segundo gráfico se compara el stock de deuda financieras sobre las ventas de las mismas. En el Gráfico 4.d se visualiza un creciente endeudamiento a partir del año 2006, en vísperas de la crisis mundial. Este endeudamiento se condice con la estrategia de endeudamiento intra-firma de la IED. Más aún cuando los préstamos se abarataron en los países centrales. Además, las empresas a partir del año 2008 no volvieron a generar el mismo nivel de excedente que otrora, por lo tanto, el endeudamiento reemplazó al auto-financiamiento. Como consecuencia, si bien durante la década de los noventa el nivel de endeudamiento corporativo se incrementó, durante los últimos años analizados, el nivel alcanzado por este indicador no posee precedente.

Desde la devaluación del real hasta el año 2005, las firmas seleccionadas habían reducido su nivel de endeudamiento en un contexto de crecimiento de las ventas y de la rentabilidad. El mismo retomó su dinámica en los años previos a la crisis de las hipotecas, y creció notablemente a

partir del año 2012. El excedente económico generado por estas se desplomó en estos últimos años, reflejado por la caída de las ventas. El nivel de deuda presente de la cúpula expone a la economía de Brasil a un sobre endeudamiento.

Por lo tanto, existen dos fases en las cuales se podría clasificar al novedoso endeudamiento de las firmas seleccionadas. La primera comprende al periodo 2006-2011. En ese momento, las empresas tenían ventas con cierta volatilidad pero que se mantuvieron en aumento. Las compañías accedieron a endeudamientos baratos a través de la liquidez dirigida hacia los países emergentes. Luego de la crisis internacional de 2008, la rentabilidad decayó, pero se mantuvo en niveles parecidos a los del comienzo del nuevo milenio. En la segunda fase 2012-2016, los precios deprimidos de los commodities derivaron en un menor dinamismo económico y, como consecuencia, en un alza del nivel de endeudamiento. Para el año 2015, este indicador fue realmente significativo, momento en el cual la situación económica empeoró³⁵. Cabe destacar que parte de la deuda tomada se nominó en dólares, mientras el real sufrió una devaluación del 47% respecto al dólar en el año 2015. Esto provocó que la deuda expresada en reales diera un gran salto.

El FMI viene resaltando el nivel de endeudamiento de las firmas no financieras de Brasil respecto de otras economías emergentes. En el año 2014, el FMI mencionaba que Brasil era la economía con mayor apalancamiento corporativo de las economías emergentes. En el año 2016, el mismo organismo aseveró que las compañías no financieras de Brasil poseían el menor ratio de EBITDA a gastos financieros de los países emergentes³⁶, lo cual demuestra el riesgo de default. Además, dicho ratio decreció fuertemente entre 2010 y 2016.

El IBMC (2017) de Brasil recogió datos de todas las empresas abiertas. El apalancamiento de las mismas alcanzó el 104% respecto al patrimonio neto en el año 2015, mientras en el año 2010 se encontraba en 65%. Además, cabe destacar que existe una elevada concentración de la deuda financiera. Para el año 2016, el 27% de la deuda total de las empresas abiertas se

35. El PBI decayó un 3,85% en el año 2015, mientras en el año 2014 aumentó un mero 0,1%.

36. Informe de Estabilidad Financiera Global del año 2014 y 2016.

encontró en manos de Petrobras (21,54%) y Vale (5,48%). Particularmente, Petrobras pasó de poseer una relación de un 45% entre deuda financiera a ventas para el año 2010, a un 145% en 2016. La deuda tomada se utilizó para incrementar las capacidades productivas. Sin embargo, en los últimos años analizados, gran parte de la captación de recursos financieros financió el repago de capital e intereses en un contexto de caída de las ventas. En tanto, Vale pasó de poseer una relación del 46% en el año 2010 al 106% en 2016. El financiamiento en Vale fue utilizado para la inversión productiva, así como también hacia el pago de ingentes dividendos a sus accionistas. Solo en el año 2011, Vale destinó US\$ 9.000 millones al pago de dividendos cuando la inversión fue de 16.000 millones. Además, destinó parte de su financiamiento a la adquisición de empresas³⁷.

3.2 Estrategias divergentes en una economía endeudada

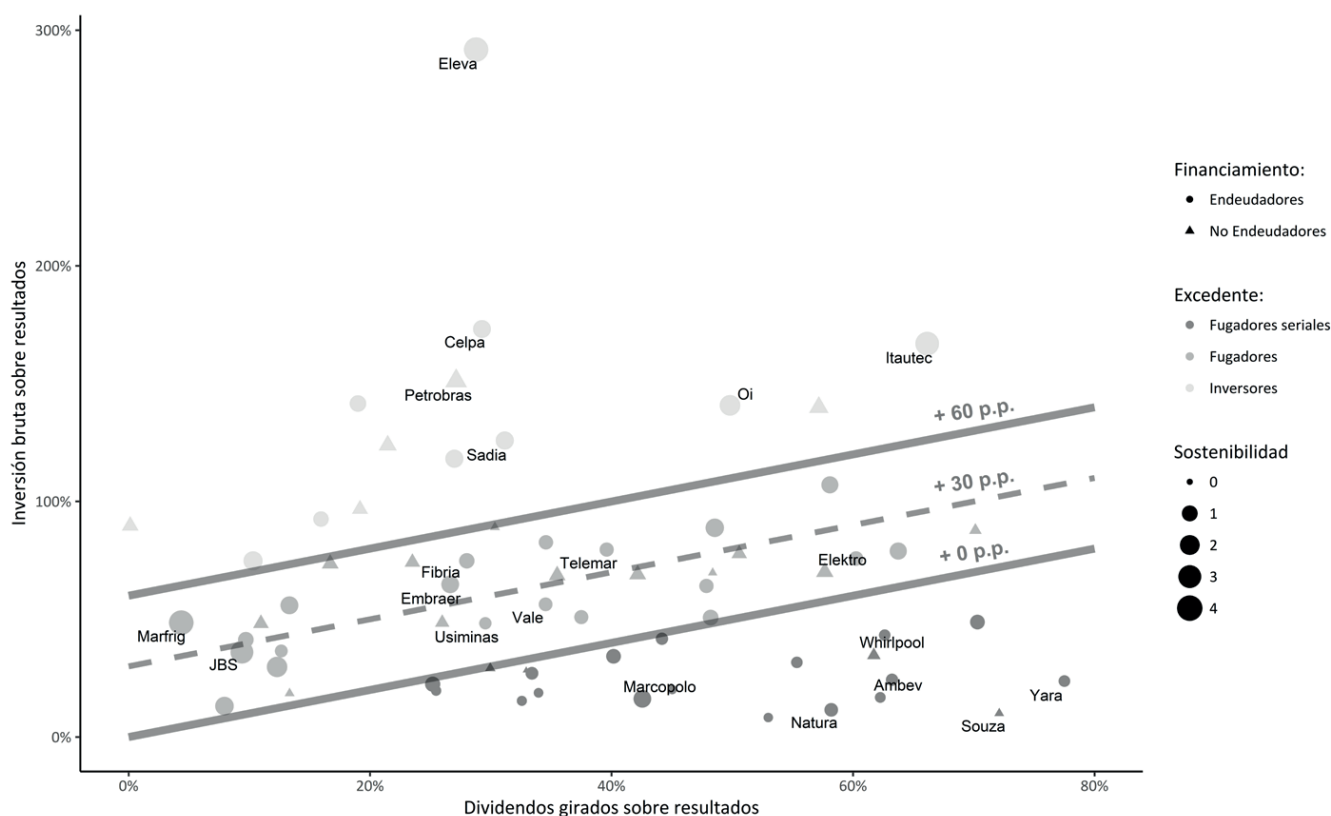
Por último, hemos realizado un ejercicio que consiste en clasificar las estrategias de acumulación respecto a todas las firmas que cotizan en bolsa pertenecientes a la cúpula empresaria. Para ello hemos acumulado los valores de varias variables a lo largo del tiempo para establecer relaciones entre ellas. En este sentido, escogimos la inversión bruta fija, el giro de dividendos, los resultados operativos, y la toma de deuda. En el Gráfico 5 se muestra en el eje de las ordenadas a la inversión bruta acumulada en relación a los resultados operativos acumulados. En el eje de las abscisas se expresa en igual forma los dividendos acumulados respecto a los resultados operativos acumulados. Si la empresa se encuentra por debajo de la recta a 45% del origen de coordenadas (véase la recta + 0 p.p.), la misma destinó mayores recursos al pago de dividendos que a la inversión bruta fija. A estas compañías las llamaremos “fugadoras seriales”. Caso contrario si la empresa se ubica por encima de la recta mencionada, y hasta 60 puntos porcentuales de diferencia en relación entre los recursos destinados a la inversión respecto a los dividendos, las cuales se denominarán

37. Información provista por los flujos de caja de los balances contables de Petrobras y Vale.

“fugadoras” (véase la recta + 60 p.p.). En tanto, si la firma se encuentra por encima de la recta superior, será catalogada como “inversora”.

Además, la empresa posee la forma de círculo en caso que se haya endeudado por encima de los recursos destinados a la inversión bruta. En tal caso serán catalogadas como “endeudadoras”. En caso contrario, poseerá la forma de triángulo. Por último, el tamaño del círculo o el triángulo, corresponde a la relación entre la toma de deuda y el resultado operativo. Cuanto mayor sea el mismo, menos sostenible se torna la toma de deuda para la misma.

Gráfico 5 Brasil. Estrategias de acumulación de las empresas abiertas de la cúpula empresarial, valores acumulados (en porcentaje)



Fuente: Elaboración propia con información provista por Economática.

Respecto del destino de los fondos, dentro de las “fugadoras seriales” se hallan empresas de gran peso como Marcopolo, Whirlpool (electrodomésticos), Natura (cosméticos), Ambev, Yara (Fertilizantes) y Souza Cruz (tabaco). En primer lugar, estas se endeudaron por encima de los

fondos destinados a la inversión bruta. Aunque las firmas del sector automotriz (Marcopolo, Metal) poseen un nivel de endeudamiento poco sustentable. Sin embargo, dicho tipo de empresa posee en términos generales mayor sostenibilidad de su endeudamiento que las firmas que se encuentran en la parte superior del gráfico. Esto se debe a que aquellas necesitaron menos financiamiento por las escasas inversiones que realizaron, a pesar de que la mayoría de las mismas forman parte de la industria manufacturera. Desde ya, estas compañías se destacan por haber priorizado la acumulación de los accionistas a través del giro de dividendos. Es decir, su estrategia de acumulación general consistió en aumentar el precio de la acción del accionista a través del giro de dividendos. Posiblemente podríamos hablar de una elevada “reticencia inversora” por las prioridades otorgadas hacia la fuga de capitales por sobre el crecimiento de las capacidades productivas.

En segundo lugar, el grupo de “fugadores” destinaron mayores fondos a la inversión que a la distribución de dividendos. Entre las firmas más significativas se encuentran Marfring, JBS, Embrear, Vale, Usiminas (siderurgia), Telemar, Elektro. Estas se hayan insertas en los sectores de alimentos, siderurgia y servicios públicos. La acumulación de las mismas se basó en su expansión vía endeudamiento, aunque también priorizaron en cierta medida la distribución de dividendos. Respecto al endeudamiento, poseen una toma de deuda menos sostenibles que el anterior grupo de empresas mencionadas. Además, suelen haber adquirido un endeudamiento por encima de los recursos invertidos. Por otro lado, la mayoría de las compañías “fugadoras” se encuentran en la región suroeste del gráfico. Esto significa que destinaron recursos a otras partidas distintas de la inversión y los dividendos. Un ejemplo explícito se debe encontrar en firmas como Marfring y JBS que poseen un nivel de endeudamiento poco sostenible y, por lo tanto, destinaron ingentes recursos a los pagos de deuda que sirvieron para su expansión internacional.

Finalmente, los capitales encasillados como “inversores” se ubican en la parte norte-noreste del gráfico. Esto significa que priorizaron su

crecimiento a través de sus capacidades productivas. Estas empresas por lo general forman parte de los sectores de servicios públicos, alimenticios y la extracción de hidrocarburos. Entre ellas encontramos a Petrobras, Celpa, Oi, Sadia, Eleva, Itaotec. Por lo general, estas se han endeudado por encima de los recursos destinados a la inversión bruta (aunque particularmente no ocurre lo propio con Petrobras). El endeudamiento de las empresas es incluso menos sostenible que el grupo de “fugadores”, pero como su nivel de inversión es significativa, estos préstamos estuvieron en parte relacionados a la expansión de las capacidades productivas. Su estrategia de acumulación suele vincularse al incremento del precio de la acción vía la expansión productiva financiada con un excesivo endeudamiento. Muchas de estas empresas aprovecharon la valorización de sus acciones en un contexto de incremento de los precios de los commodities, para endeudarse e invertir dichos fondos en aumentos de capacidades productivas.

Reflexiones finales

La economía de Brasil sufrió una profunda transformación tras el inicio del nuevo régimen de acumulación en la década de los noventa. Los sectores de clases hegemónicas presionaron para alterar las instituciones y las lógicas de acumulación. Estas transformaciones se reflejaron en la cúpula empresaria de Brasil dado que representan el eje de acumulación más dinámico de la economía.

Entre las tendencias que caracterizan al régimen de acumulación, y que marcan continuidades encontramos:

1. Un Estado que garantiza la reproducción del régimen de acumulación a través de la configuración de ciertos parámetros macroeconómicos como referencia para el conjunto de la economía, de modo tal que brinda estabilidad a través de: tasas de interés reales positivas, ancla cambiaria, ajuste fiscal y monetario y, como resultado, baja inflación.

2. Una elite empresaria nacional e internacional que pretende escin-

dir la evolución de la economía real de los movimientos financieros vía redistribución del ingreso a través de instrumentos financieros.

3. Estrategias empresarias que priorizan la captura de rentas financieras tendientes a realizar el apetito de las elites financieras y los accionistas. Entre las actividades más frecuentes se encuentran las fusiones y adquisiciones en general y las privatizaciones en particular. A las cuales podríamos sumar el crecimiento de los activos líquidos en términos relativos, la fuga de capitales, el endeudamiento, la simplificación productiva, la desindustrialización, etc. Estos fenómenos conviven en el periodo analizado como filtraciones no productivas del excedente con el fin de obtener ganancias en el corto plazo.

Esas tendencias generales conviven además con diversas rupturas durante las últimas dos décadas analizadas:

1. Si bien la desindustrialización fue un proceso transversal con respecto al origen del capital, en un primer momento la centralización del capital vía privatizaciones implicó el ascenso del capital extranjero. Sin embargo, en el nuevo milenio el capital nacional retomó su dinámica de acumulación a través de la centralización de capitales en segmentos favorecidos por el auge de los precios de los commodities. De esta forma, existió una primera fase de auge del capital extranjero que fue parcialmente revertida por el capital nacional en el último periodo analizado.

2. La acumulación de la cúpula empresaria entró en una nueva fase tras la crisis internacional del año 2008. El endeudamiento se constituyó como denominador común para la elite empresaria, al punto de encontrar a esta última al borde de la exposición al sobre-endeudamiento. Como se vio esa deuda alimentó diversas estrategias de acumulación de la cúpula tendientes a capturar rentas financieras. Por un lado, las empresas pudieron fugar ingentes recursos a sus accionistas, internacionalizar sus actividades (y/o financiar la centralización del capital en Brasil), como también financiar a los sectores primarios, alimentando la burbuja de los commodities.

Bibliografía de referencia

- Abeles M., Grimberg, J. y Valdecantos S. (2018): “La inversión extranjera directa en América Latina: algunas implicancias macrofinancieras”, en Abeles, M., Pérez Caldentey, E. y Valdecantos, S. (edits.): *Estudios sobre financierización en América Latina*, CEPAL, Santiago de Chile.
- Almeida, M. (2013): “A privatização estruturada: o PND no Governo Collor (1990-1992)”, en *Outros Tempos–Pesquisa em Foco-História*, N° 16, São Luís.
- Arceo, E. (2011): *El largo camino a la crisis. Centro, periferia y transformaciones en la economía mundial*, Cara o Ceca, Buenos Aires.
- Bona, L., Páez, S., y Treacy, M. (2016): “Restricción externa y ciclo político reciente en Argentina y Brasil”, ponencia presentada en las IX Jornadas de Economía Crítica, Córdoba.
- Borges, L. y Serrão, C. (2005): “Aspectos de governança corporativa moderna no Brasil”, en *Revista do BNDES*, Brasilia.
- Borges, M. (2015): “Vinte anos de política monetária no Brasil: da âncora cambial às metas de inflação”, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, mimeo.
- Boyer R. (2007): *Crisis y regímenes de crecimiento: una introducción a la teoría de la regulación*, Miño y Dávila, Buenos Aires.
- Brum, A. J. (1997): *O desenvolvimento econômico brasileiro*, Editora UNIJUÍ, Ijuí.
- Bruno, M., y Caffé, R. (2015): “Indicadores macroeconômicos de financeirização: metodologia de construção e aplicação ao caso do Brasil”, en *População, espaço e sustentabilidade: contribuições para o desenvolvimento do Brasil*, Escola Nacional de Ciências Estatísticas, Río de Janeiro.
- Bruno M., Diawara H., Araújo E., Reis A. y Rubens M. (2009): “Finance-led growth regime no brasil: estatuto teórico, evidências empíricas e consequências macroeconômicas”, Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, Brasilia.
- Bruno, M., Diawara, H., Araújo, E., Reis, A. y Rubens, M. (2011): “Finance-led growth regime in Brazil”, en *Revista de Economia Política*, N° 5, São Pablo.
- Cassini, L., García Zanotti, G., y Schorr, M. (2017): “Los caminos al desarrollo. Trayectorias nacionales divergentes en tiempos de globalización. Un abordaje comparativo para problematizar el caso argentino”, IDAES/UNSAM, Buenos Aires.
- Cassini, L., García Zanotti, G. y Schorr, M (2018): “¿Bendición o maldición de los recursos naturales? Reticencia inversora y lógica financiera en las producciones primarias

- de la Argentina”, ponencia presentada en la Primera conferencia sobre planificación del desarrollo “Julio H. G. Olivera”, Buenos Aires.
- Centro de Estudio do Instituto IBMEC (2017): “Indicadores de endividamento e capacidade de pagamento das empresas não financeiras”, Rio de Janeiro.
- Cerqueira, D. (2016): “Las políticas gubernamentales de estímulo a la Inversión Extranjera Directa (IED) de Brasil en Sudamérica entre los años 2003 y 2010: regresión productiva e inserción dependiente”, en *Cuadernos de Economía Crítica*, N°4, Buenos Aires.
- Erber, F. (2011): “As convenções de desenvolvimento no governo Lula: um ensaio de economia política”, en *Brazilian Journal of Political Economy*, N° 1, Rio de Janeiro.
- Folha de S.Paulo (2002): “BNDES empresta mais, após privatização e capital estrangeiro”, São Paulo (disponible en: <http://www1.folha.uol.com.br/folha/brasil/ult96u43720.shtml>).
- FMI (2014 y 2016): *Global financial stability report*, Washington.
- Gaitan, F., y Boschi, R. (2016): “Elites, coalizões e desenvolvimentos. Análise sobre a trajetória recente do Brasil”, São Paulo.
- Globo.com (2017): “Com ajuda do BNDES, donos da JBS criaram maior empresa de carnes do mundo”, Río de Janeiro (disponible en: <https://g1.globo.com/economia/negocios/noticia/com-ajuda-do-bndes-donos-da-jbs-criaram-maior-empresa-de-carnes-do-mundo.ghtml>).
- KPMG (2017): “Pesquisa de Fusões e Aquisições”, São Paulo (disponible en: <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/br/pdf/2017/03/br-fusoes-aquisicoes-4o-trim-2016.pdf>).
- López Taoche V. (2014): “La financiarización: principal característica de los flujos de IED en América Latina”, en *Realidad Económica* N° 285, Buenos Aires.
- Manzanelli, P. (2016): “Grandes empresas y estrategias de inversión en la argentina 2002-2012”, en *Desarrollo Económico*, N° 218, Buenos Aires.
- Martines Belieiro, J. (2014): “Um Novo capitalismo no Brasil? Estado, empresariado e fusões e aquisições na Era Lula”, Universidade Federal de Pelotas, Pelotas.
- Marques, R. y Nakatani, P. (2014): “Crise, capital fictício e afluxo de capitais estrangeiros no Brasil”, en *Caderno CRH*, N° 67, Salvador.
- Marx, K. (2009): *El Capital, tomo I, vol. 1*, Siglo XXI Editores, México.
- Medialdea, B. (2010): “Subdesarrollo, capital extranjero y financiarización: la trampa financiera de la economía brasileña”, Universidad Complutense de Madrid, Madrid.

- Miranda, J. y Martins, L. (2000): “Fusões e aquisições de empresas no Brasil”, en *Economia e Sociedade*, N° 2, São Paulo.
- Ocampo, J., Stallings, B., Bustillo, I., Velloso, H. y Frenkel, R. (2014): *La crisis latinoamericana de la deuda desde la perspectiva histórica*, CEPAL, Santiago de Chile.
- Pérez Ártica, R. (2013): *Acumulación de liquidez y exceso de ahorro en firmas de países desarrollados*, Tesis de Doctorado en Economía, Universidad Nacional del Sur, Bahía Blanca.
- Price Waterhouse (2017): “Fusões e Aquisições no Brasil”, Belo Horizonte (disponible en: <https://www.pwc.com.br/pt/estudos/servicos/assessoria-tributaria-societaria/fusoes-aquisicoes/2017/pwc-fusoes-aquisicoes-janeiro-2017.html>).
- Porta, F., Bianco, C. y Moldovan, P. (2008): “La internacionalización de las empresas brasileñas en Argentina”, CEPAL, Buenos Aires.
- Salama, P. (2011): “Brasil, el legado económico de Lula: éxitos y límites”, en *Ciclos en la historia, la economía y la sociedad*, N° 37, Buenos Aires.
- Salama, P. (2015): “China-Brasil, una comparación instructiva”, en *Foro internacional*, N° 2, México.
- Santiso, J. (2008): “La emergencia de las multilatinas”, en *Revista de la CEPAL*, N° 95, Santiago de Chile.
- Santos, L. (2015): “Políticas públicas e internacionalização de empresas brasileiras”, en *Sociedade & Natureza*, N° 1, Uberlândia.
- Serfati C. (2016): “Las raíces financieras de los grupos industriales mundiales”, en *Ola Financiera*, N° 24, México.
- Siffert Filho, N. y Silva, C. (1999): “As grandes empresas nos anos 90: respostas estratégicas a um cenário de mudanças”, en *Revista BNDES*, Brasilia.

**ENTRE LA ECONOMÍA REAL Y LA FINANCIARIZACIÓN:
ESTRATEGIAS DE ACUMULACIÓN DEL PODER
ECONÓMICO EN LA ARGENTINA RECIENTE
MARTÍN SCHORR Y ANDRÉS WAINER**

A comienzos de la década de 1990 se aplicó en la Argentina un programa neoliberal que pivotó centralmente alrededor de la privatización de empresas estatales, la desregulación de numerosos mercados (incluyendo al laboral) y una drástica liberalización comercial y financiera. Este instrumental se articuló con la implementación de un régimen de tipo de cambio fijo (“la convertibilidad”) y desembocó, entre otras cosas, en la profundización del proceso de concentración y financiarización de la economía nacional¹. El experimento terminó en una crisis sumamente aguda, la más intensa que se registró en el país en más de un siglo.

1. En la fase capitalista actual se evidencia un proceso de “financiarización” del capital productivo. Ello se expresa no sólo en fuertes transferencias de ingresos hacia el sector financiero y la proliferación de variadas y novedosas modalidades de especulación, sino también en una modificación relevante en las estrategias de acumulación desplegadas por las fracciones predominantes del capital productivo, que procuran reducir sus costos lo más posible como vía para potenciar la rentabilidad y, así, viabilizar ingentes y rápidas distribuciones de dividendos entre los accionistas. Al respecto, Arceo (2011) enfatiza que en la faz actual del capitalismo el objetivo principal de las corporaciones es “independizar en la mayor medida posible los rendimientos de la propiedad, en tanto que título financiero, de la suerte del capital productivo específico que ha dado origen al título y genera el beneficio, y permitir así la máxima diversificación del riesgo. Esto supone, a su vez, para el capital productivo, la exigencia de adoptar una estrategia centrada en la maximización de la tasa de ganancia en el corto plazo y debe para ello considerar, a fin de alcanzar la meta de rentabilidad deseada, todas las opciones, incluida la venta de activos fijos, la compra de activos financieros, la adquisición o la fusión con otras empresas, etc., si ello permite aumentar el precio de las acciones y los dividendos repartidos a los accionistas. El resultado es una modificación radical en la gestión de las empresas”.

Frente a este panorama, los gobiernos que se sucedieron entre el abandono de la convertibilidad a fines de 2001 y el año 2015 se propusieron direccionar la actividad económica con un lugar protagónico del capital productivo, alentando especialmente la reconstrucción de una “burguesía nacional”².

En ese marco, el objetivo principal de este capítulo es indagar en el recorrido que registraron los sectores económicamente dominantes en esos años, sobre todo durante el ciclo de gobiernos del kirchnerismo (2003-2015). En particular, aspiramos a aportar una serie de elementos de juicio para determinar en qué medida el núcleo del poder económico de la Argentina adquirió un carácter más productivista y nacional y, por ende, menos “financiarizado” y extranjerizado³.

2. A modo de ejemplo, cabe recuperar los señalamientos de dos ex presidentes: “Es fundamental que el capital nacional participe activamente de la vida económica en la reconstrucción de un proceso que consolide la burguesía nacional en la Argentina. Es imposible consolidar el proceso de una dirigencia nacional, es imposible consolidar un proyecto de país, si no consolidamos una burguesía nacional verdaderamente comprometida con los intereses de la Argentina, un fuerte proceso de capitalismo nacional que nos permita recuperar decisiones perdidas en todas las áreas de la economía” (Néstor Kirchner, 29/9/2003); “Vamos a hablar claro, argentinos: hasta el año 2003 y basta mirar los números, la posición dominante en el sector financiero, era la banca extranjera. Hoy es la banca nacional y los banqueros son los mismos, no es que vinieron algunos más inteligentes. Lo que vino es un Estado que desarrolló la industria nacional que les permitió a ellos desplazar en el *ranking* a la banca extranjera y ser hoy más importantes... Lo mismo pasa con los industriales, con los empresarios, con los comerciantes” (Cristina Fernández de Kirchner, 9/7/2013). Ambas referencias fueron tomadas de <https://www.casarosada.gob.ar/informacion/archivo/>.

3. Si bien se trata de un proceso en curso, las evidencias disponibles indican que hasta el momento, pese a las diferencias existentes, la orientación de la intervención estatal bajo el gobierno de Mauricio Macri reconoce en sus ejes programáticos y en sus resultados más salientes, así como en los discursos que los buscan legitimar, numerosos denominadores comunes con el ciclo neoliberal del decenio de 1990 (apertura comercial, liberalización plena de la cuenta capital del balance de pagos, fuerte endeudamiento externo y fuga de capitales, déficit fiscal asociado fundamentalmente a múltiples transferencias de ingresos a ciertas fracciones del poder económico, centralidad del capital financiero, redefinición de los precios relativos en favor de sectores no transables y de los anclados en ventajas comparativas, reestructuración regresiva del aparato productivo, etc.). Sobre estos temas se remite a los trabajos de Cantamutto y Schorr (2017), Piva (2017) y Wainer (2018).

Desde el punto de vista empírico, el universo de análisis se focaliza en la elite o la cúpula empresaria: se trata de las compañías no financieras de mayor facturación anual que se desempeñan en los distintos sectores de la actividad económica, con la excepción del agropecuario, salvo aquellas que se abocan a la comercialización de granos a gran escala (que sí están incluidas en el panel)⁴.

El tema resulta relevante por varias razones, en especial porque muchas de las firmas y los grupos económicos que forman parte de la elite empresaria local son líderes en sectores estratégicos en la medida en que definen el perfil de especialización productiva y de inserción internacional del país. Al mismo tiempo, se trata de capitales que poseen una incidencia significativa sobre variables clave de la economía nacional como, por caso, la inversión, las exportaciones netas, el empleo, la formación de precios, la ecuación fiscal y la provisión y la demanda de divisas. Además, en el caso de los capitales privados, los propietarios de tales unidades económicas han sido en las últimas décadas actores poderosos no sólo en el plano económico, sino también en el político dada su capacidad para condicionar las políticas públicas y, más en general, la orientación de la intervención estatal.

4. Es habitual que en los estudios sobre el poder económico en la Argentina de las últimas décadas se recurra a dos grandes bases que brindan información referida a distintas variables estructurales y de desempeño de las firmas que integran la cúpula empresaria. Dado que estos acervos de datos están contruidos siguiendo criterios metodológicos similares y porque tienen indicadores complementarios, muchas veces se los utiliza a ambos, toda vez que ello permite aproximarse a una caracterización bastante acabada de la trayectoria del capital concentrado local. La primera de las bases aludidas es la que elabora en forma periódica el Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC) y brinda una amplia gama de indicadores sobre las 500 empresas más grandes del país. La segunda contiene referencias sobre las 200 compañías de mayor envergadura y se elabora a partir de un complejo proceso de compilación y sistematización de información básica: en una primera instancia se trabaja con datos procedentes de los balances empresarios, los que, en un segundo momento, son complementados mediante el uso y la compatibilización de fuentes diversas y heterogéneas como las revistas *Mercado* y *Prensa Económica*, la Comisión Nacional de Valores y el sistema *Nosis*. En Schorr (2005) se enumeran los rasgos más destacados de cada una de las bases aludidas, así como sus similitudes y complementariedades; también se presenta un listado de indicadores que se podrían elaborar y de las líneas interpretativas que se desprenderían de los mismos.

Sobre la base de estas preocupaciones analíticas, el trabajo se estructura de la siguiente manera. Luego de esta introducción, en la Sección I se examina la gravitación de la elite empresaria sobre el conjunto de la economía argentina con el propósito de caracterizar la evolución del proceso de concentración en el trascurso de los gobiernos kirchneristas. En la Sección II el interés está puesto en la identificación de los principales cambios que tuvieron lugar en la composición de las firmas líderes en términos de sus propietarios y en las modalidades de acumulación en el ámbito de la economía real que tendieron a jerarquizar los diferentes segmentos empresarios que conviven al interior de la cúpula. En la Sección III se analiza el comportamiento inversor y el manejo del excedente que llevaron a cabo los capitales más concentrados del medio doméstico; ello, para determinar si las estrategias desplegadas se orientaron mayormente hacia una ampliación de las capacidades productivas del país o bien alimentaron una lógica de acumulación más de tipo financiera. Cierran el trabajo unas breves reflexiones finales.

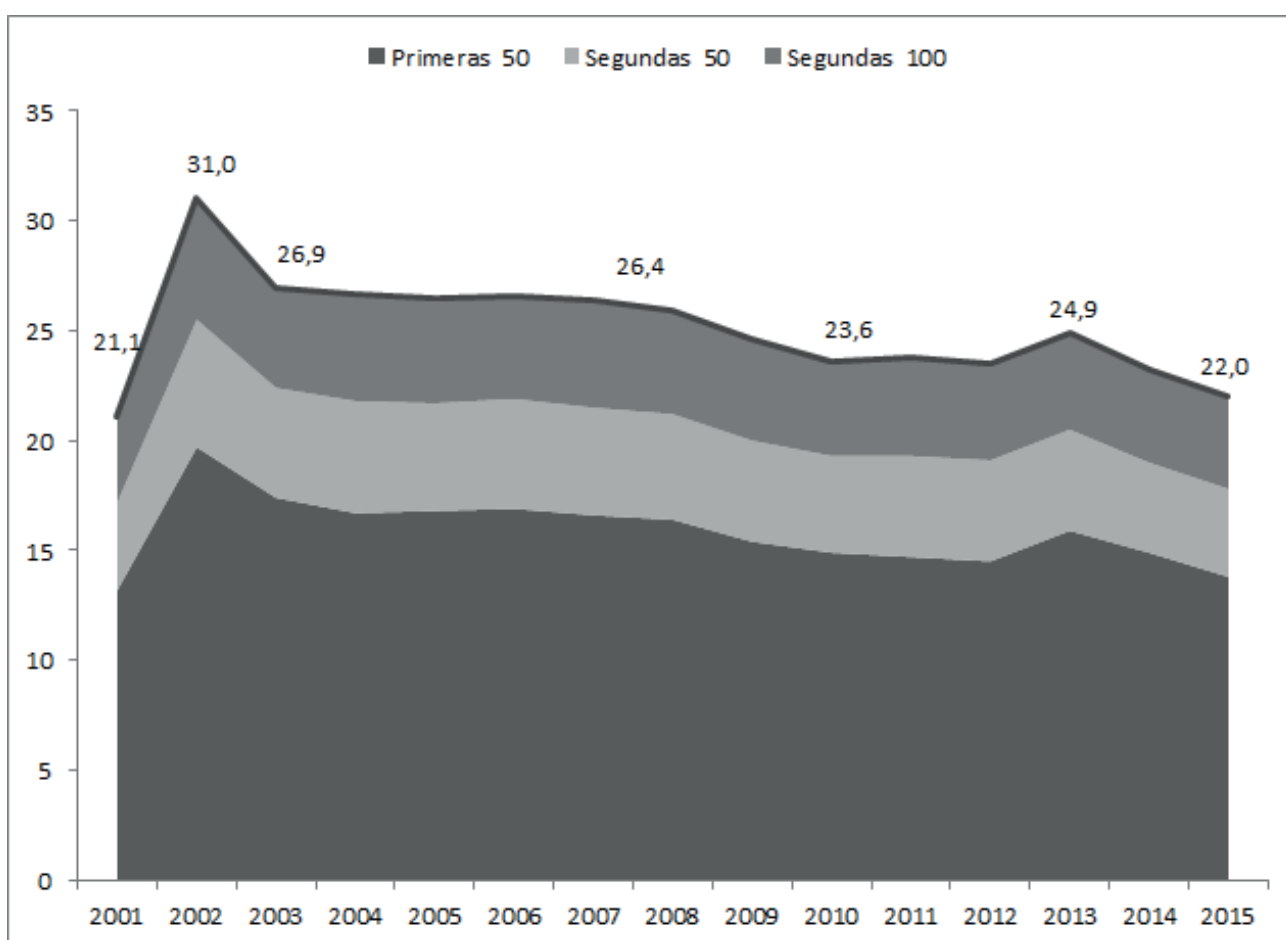
I. La importancia de las firmas líderes en la economía argentina

Desde mediados de los años 1970 las empresas más grandes han acrecentado significativamente su peso en la evolución de buena parte de las principales variables de la economía argentina (Azpiazu, Basualdo y Khavisse, 2004). Una manera de abordar esa incidencia es la que resulta de considerar el nivel de concentración del poder económico y sus variaciones. Para ello, en el Gráfico 1 queda reflejada la evolución de la *concentración económica global* en el período 2001-2015, es decir, del peso de la elite empresaria conformada por las 200 compañías líderes en el valor bruto de producción total⁵.

5. Para la elaboración del indicador mencionado se tomaron en cuenta los relevamientos del valor bruto de producción del conjunto de la economía que realiza periódicamente el INDEC y los ingresos por ventas de las empresas de la cúpula (en ambos casos a precios corrientes). Ello no implica desconocer la existencia de discrepancias entre el valor bruto de producción y las ventas (asociadas, por caso, a la variación de *stocks*). Sin embargo, como surge de otra investigación, tales diferencias no son significativas y no alteran los resultados ni las conclusiones a las que se arriba (Schorr, 2004).

Desde este encuadre se concluye que al final del período analizado la participación relativa de las empresas de la cúpula en la producción agregada ascendió al 22%, una ponderación algo superior a la que se manifestó en el último año de vigencia plena de la convertibilidad (21,1%), momento de culminación de un largo ciclo de políticas neoliberales que, entre otras cuestiones, propiciaron un incremento notable en la *concentración económica global* (Azpiazu y Schorr, 2010; Gaggero, Schorr y Wainer, 2014).

Gráfico 1. Argentina. Evolución de la participación de la cúpula empresaria local* en el valor bruto de producción total según tramos del ordenamiento, 2001-2015 (en porcentajes)



* Se trata de las 200 empresas más grandes del país de acuerdo a sus respectivas ventas anuales (no se incluyen firmas del sector financiero y el agropecuario, salvo las abocadas a la comercialización de granos).

Fuente: elaboración propia en base a información de balances empresarios, revistas Mercado y Prensa Económica e INDEC.

Si bien entre los años estudiados la gravitación de los oligopolios líderes fue muy elevada, cabe destacar que en esta mirada se soslaya un fenómeno característico de la economía nacional en los últimos decenios: el control de un número importante de las principales empresas del país por parte de un puñado de grupos económicos nacionales y extranjeros⁶. De este modo, el índice de concentración económica presentado no refleja en toda su intensidad, en rigor subestima, el grado de oligopolización real del conjunto de la economía nacional.

Al evaluar el desempeño del indicador al cabo del período de referencia se identifican tres momentos diferenciados:

- en el contexto de una crisis económica profunda, sumamente regresiva y enmarcada en una brusca redefinición de los precios y las rentabilidades relativas de la economía a favor de los sectores productivos (en particular los vinculados con el procesamiento y la exportación de *commodities*), en 2002 el indicador se incrementó muy fuertemente (casi diez puntos porcentuales, con un rol destacado de las empresas que integran el núcleo selecto de las “primeras 50” de la cúpula)⁷;
- a partir de allí y hasta 2010 se asiste a un declive sistemático de la *concentración económica global*; no obstante, en dicho año el indicador se ubicó en un nivel más holgado que en 2001. Ello, en línea con una expansión pronunciada de la economía doméstica que tendió a

6. Por ejemplo, cuando se revisa el *ranking* de 2015 se corrobora que: el “conglomerado YPF” dentro de la cúpula estaba integrado por numerosas empresas (la propia YPF, Evangelista, Gas Argentino, CHNC, Refinor, Profertil y Mega); el grupo Techint contribuía con cinco firmas de su propiedad (Siderar, Siderca, Siat, Tecpetrol y Techint); dos *holdings* aportaban cada uno tres compañías (Clarín con Agea, Artear y Cablevisión, y Roggio con Clisa, Cliba y Benito Roggio e hijos); y cinco conglomerados eran titulares en cada caso de dos empresas (grupo Arcor: Arcor y Cartocor; Caputo: Iatec y Mirgor; Madanes: Aluar y Fate; Pérez Companc: Molinos Río de la Plata y Pecom Servicios de Energía; Chernaiovsky: Newsan y Electronic System).

7. Desde distintas perspectivas analíticas, la dinámica de la economía argentina en el escenario de la crisis y la salida de la convertibilidad fue abordado, entre otros, por Cantamutto y Wainer (2013), López (2015) y Piva (2015).

difundirse, con sus más y sus menos, a lo largo de todo el tejido productivo y se asoció, entre otros elementos, a la vigencia de un tipo de cambio real elevado hasta 2007/08, términos de intercambio favorables para el país, mejoras importantes en materia distributiva tras la drástica retracción de la participación de los trabajadores en el ingreso que propició la “salida devaluatoria” de la convertibilidad y la existencia de “superávit gemelos” (externo y fiscal)⁸; y

- de 2010 en adelante el indicador muestra un comportamiento errático en el marco de una economía en franca desaceleración respecto de la etapa precedente (incluso con un par de años recesivos), el freno a las mejoras en la distribución del ingreso debido a una aceleración del ritmo inflacionario y la “reaparición” de problemas importantes en el sector externo⁹.

Una vez establecidos los aspectos sobresalientes del derrotero de la *concentración económica global* en los gobiernos kirchneristas, vale indagar en los principales factores que, en distintos momentos, pueden haber influido en el desempeño de las grandes firmas (en especial de las “primeras 50”). Al respecto, las evidencias disponibles son variadas y permiten identificar los siguientes elementos:

- el incremento en la tasa bruta de explotación por la fenomenal caída de los salarios que se verificó en el bienio 2002/03, así como la considerable apropiación de excedentes que internalizaron muchos oligopolios líderes a partir de la redefinición de los precios relativos y el proceso inflacionario que signaron el inicio del nuevo esquema económico;
- la intensa centralización del capital que tuvo lugar en el marco de la crisis y el abandono de la convertibilidad;

8. Sobre la evolución económica local en estos años, véase, por ejemplo, CENDA (2010), Kulfas (2016), Manzanelli y Basualdo (2016) y Mercatante (2015).

9. En relación con esta etapa, se sugiere consultar Damill y Frenkel (2015), Moncaut y Vázquez (2017), Porta, Santarcángelo y Schteingart (2017) y Wainer y Belloni (2018).

- la integración de muchas firmas de la cúpula a unidades empresarias complejas de tipo *holding* que suelen contar con un amplio abanico de opciones en materia tecno-productiva, comercial y financiera, sobre todo durante las fases recesivas o “de meseta” del ciclo económico (situación que se ve potenciada en el caso de las controladas por capitales extranjeros por su relación con las respectivas casas matrices y/o con otras filiales);
- la mayor capacidad que suelen tener y usufructuar varias empresas líderes para captar excedentes de modo diferencial; por caso, a partir de la fijación oligopólica de precios o mediante la imposición de condiciones discriminatorias a sus proveedores o clientes;
- el hecho de que un número importante de las empresas que integran la elite del poder económico local resultó favorecido por distintos “ámbitos privilegiados de acumulación” (Castellani, 2009) que se generaron o se recrearon en la etapa analizada. Entre otros se resalta la promoción de inversiones establecida con la Ley 25.924 y normas complementarias, que tuvo entre sus principales beneficiarios a un número reducido de grandes firmas de las ramas más importantes del entramado industrial (aluminio y acero, procesamiento de soja y otras agroindustrias, derivados del petróleo y segmento terminal del sector automotor). También sobresale el mantenimiento del esquema preferencial para la industria automotriz y la prórroga de los plazos de vigencia de los variados beneficios para la promoción en la provincia de Tierra del Fuego (en este último caso hay que agregar que, particularmente entre 2009 y 2013, el “ciclo de negocios” de las empresas ensambladoras de productos electrónicos de consumo radicadas en la isla fue estimulado por vías adicionales: impulso al crédito personal para consumo, nuevas franquicias impositivas, plan “conectar igualdad”, restricciones a las importaciones, etc.). Por último, se encuentra una amplia gama de subvenciones estatales a diferentes actividades vinculadas a capitales oligopólicos (por ejemplo, los subsidios de tasa de interés en el Programa de

Financiamiento Productivo del Bicentenario y a las compañías prestatarias de servicios públicos, o los contratos de obra pública), así como el mantenimiento o la ampliación de privilegios para las grandes firmas petroleras y mineras;

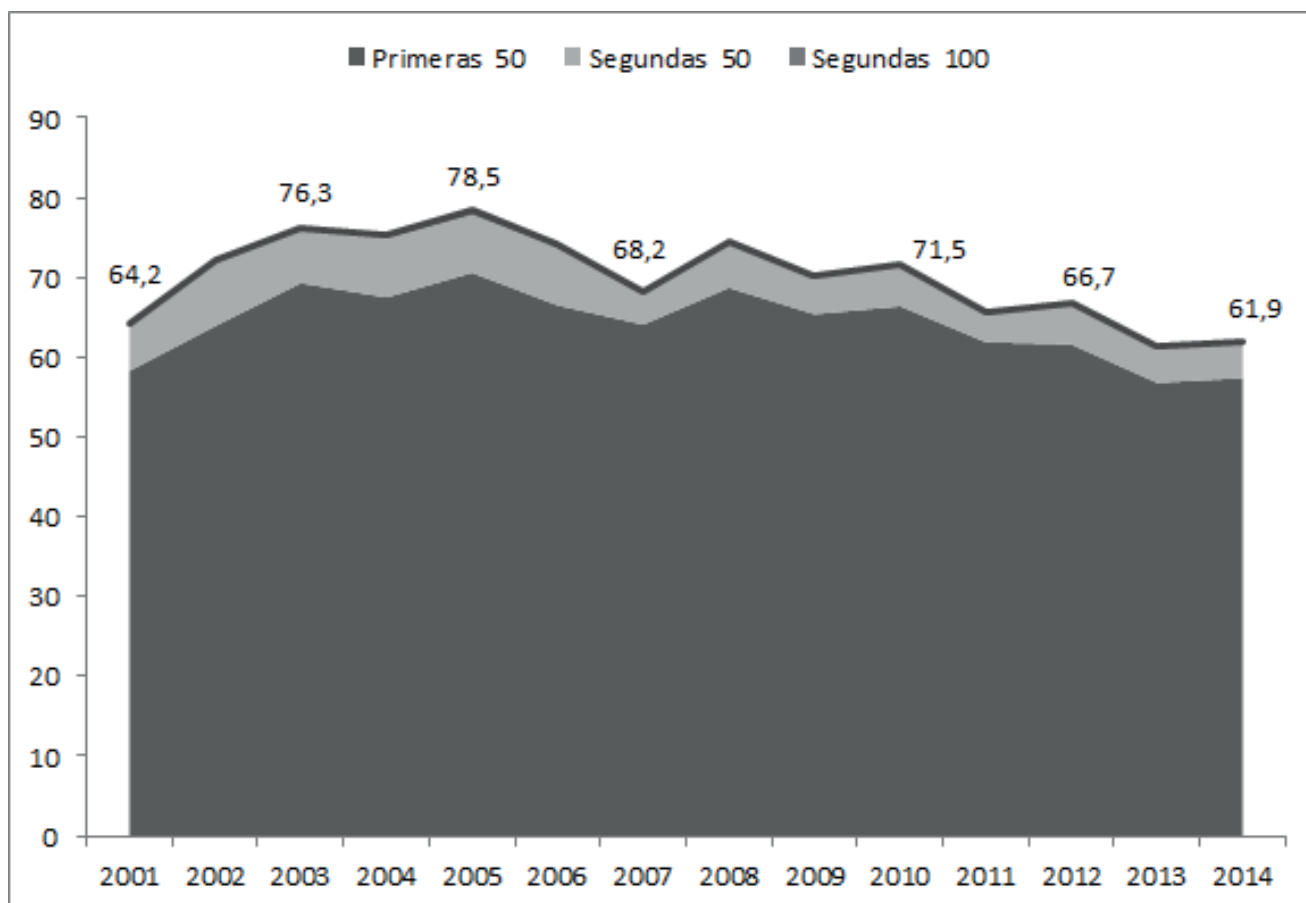
- la inserción de muchas empresas de la cúpula en los sectores productivos más beneficiados por la evolución de los precios relativos (tales los casos, en distintos momentos, del petróleo y la minería metálica, varios *commodities* procedentes del agro y las industrias alimenticia, metálica básica y química, la armadura automotriz y la electrónica de consumo), así como en la construcción a gran escala y varios rubros terciarios concentrados que se favorecieron por el “efecto riqueza” asociado al crecimiento económico que se verificó durante varios años (telefonía móvil, televisión por cable, medicina privada, hipermercados, venta de electrodomésticos, etc.); y
- la importante propensión exportadora de muchas de las grandes compañías en el marco de un “dólar alto” hasta 2007/08, elevados precios internacionales de los principales productos de exportación e incremento de la demanda externa hasta 2012 (con la excepción de 2009, año de mayor impacto de la crisis internacional)¹⁰.

Este último punto fue uno de los más importantes, dado que las diferencias en la capacidad exportadora de las empresas de mayor envergadura respecto al resto de la economía son notables. En referencia a este fenómeno, los datos que ofrece el Gráfico 2 muestran que hacia el final del ciclo kirchnerista la elite empresaria dio cuenta de casi el 62% de las exportaciones totales de la Argentina, luego de alcanzar su punto máximo de participación en 2005 (78,5%). Se trata de un elevado nivel de concentración económica de las ventas externas, máxime si se considera que prácticamente la totalidad de

10. Sobre los elementos apuntados, consúltese Azpiazu (2008), González y Manzanelli (2012), Lavarello y Sarabia (2017), Manzanelli y Schorr (2013), Porta, Fernández Bugna y Moldovan (2009), Porta, Santarcángelo y Schteingart (2014) y Schorr y Porcelli (2014).

esa participación es explicada por las “primeras 50” firmas exportadoras. A su vez, todo ello cobra especial relevancia de considerar la centralidad que asumió el resultado comercial en la suerte del conjunto del balance de pagos del país en la etapa analizada (Cantamutto, Schorr y Wainer, 2016).

Gráfico 2. Argentina. Evolución de la participación de la cúpula empresaria local* en las exportaciones totales según tramos del ordenamiento, 2001-2014 (en porcentajes)**



* Se trata de las 200 empresas más grandes del país de acuerdo a sus respectivas ventas anuales (no se incluyen firmas del sector financiero y el agropecuario, salvo las abocadas a la comercialización de granos).

** Las empresas del panel se ordenaron en función de sus respectivas exportaciones anuales.
Fuente: elaboración propia en base a información de balances empresarios, revistas Mercado y Prensa Económica, INDEC y NOSIS.

Ese grupo selecto de grandes compañías exportadoras está integrado, en lo sustantivo, por las principales comercializadoras y/o procesadoras de granos, en particular de soja (Aceitera General Deheza, Cargill,

Bunge, Louis Dreyfus, Nidera, Vicentín, Asociación de Cooperativas Argentinas, Noble, ADM, etc.), las terminales automotrices (Toyota, Volkswagen, Ford, Fiat Auto, General Motors, Renault, Mercedes Benz, Peugeot-Citroen, Honda), algunas firmas líderes de distintos segmentos de la industria alimenticia (Molinos Río de la Plata, Molfino, Arcor, Sancor, Peñaflor, Mastellone Hermanos, Nestlé), varias petroleras (Pan American Energy, YPF, Shell, Esso/Axion Energy, Petrobras, Tecpetrol), un par de mineras (Minera Alumbrera, Cerro Vanguardia), tres compañías del oligopolio siderúrgico y una del monopolio del aluminio (Siderar, Siderca y Acindar en el primer caso, Aluar en el segundo) y empresas con operatoria en distintos rubros de la producción químico-petroquímica (Dow, PBB Polisur, Unilever, Mega, Monsanto, Bayer, Procter & Gamble).

Esta elevada concentración de la especialización exportadora del país en torno de pocas grandes compañías y actividades es lo que permite explicar lo sucedido a partir de 2010. Luego de un período inicial de fuerte incremento en el peso de la elite empresaria, en rigor de las “primeras 50”, en las exportaciones agregadas (2001-2005) y de un comportamiento fluctuante desde entonces hasta 2010, en el transcurso del último cuatrienio estudiado se observa una caída de casi diez puntos porcentuales en la incidencia de las grandes firmas en las ventas externas de la Argentina. En la explicación de este declive exportador concurren factores de índole externa, como una menor demanda mundial por efecto de la crisis internacional en general, y la situación económica imperante en Brasil y China en particular, a lo que se sumó la caída en el precio de los *commodities* a partir de 2012¹¹. Y también de naturaleza interna: una reducción de los saldos exportables de combustibles y energía a raíz de una contracción de la producción hidrocarburífera local en un contexto de aumento de la demanda interna (Barrera y Serrani, 2018), así como cierta “reticencia” a liquidar exportaciones por

11. Al respecto, debe enfatizarse que, a excepción de los vehículos automotores, el grueso de las exportaciones de las grandes empresas corresponde a *commodities* (oleaginosas, cereales, aceites, petróleo, minerales, biocombustibles, derivados del acero y el aluminio, etc.).

parte de diversos sectores empresarios altamente concentrados ante el rezago cambiario y las expectativas de devaluación.

La dependencia estructural que presenta la economía nacional respecto de los grandes proveedores de divisas por la vía exportadora se vuelve más explícita al analizar la evolución de la balanza comercial de la Argentina y compararla con la de los diferentes estamentos de la elite empresaria (Cuadro 1).

Cuadro 1. Argentina. Evolución del saldo comercial total y del correspondiente a la cúpula empresaria local* y al “resto de la economía”, 2001-2014 (en millones de dólares)

	Total país I	Las 200 II	Primeras 50	Segundas 50	Segundas 100	Resto de la economía I-II
2001	6.223	10.712	7.880	2.141	691	-4.488
2002	16.661	14.915	12.024	1.678	1.213	1.746
2003	16.088	17.810	15.675	1.094	1.041	-1.722
2004	12.130	16.546	14.232	1.588	726	-4.416
2005	11.700	18.983	16.935	1.588	459	-7.283
2006	12.393	20.754	17.317	3.372	66	-8.362
2007	11.273	22.296	21.123	3.081	-1.909	-11.023
2008	12.556	33.779	27.714	5.019	1.047	-21.223
2009	16.886	27.111	22.500	2.991	1.619	-10.225
2010	11.395	31.667	29.458	811	1.398	-20.273
2011	10.013	31.956	32.290	1.003	-1.337	-21.943
2012	12.419	32.164	27.055	4.044	1.064	-19.745
2013	8.003	23.200	20.562	4.199	-1.561	-15.197
2014	6.687	24.799	21.725	1.965	1.110	-18.112

* Se trata de las 200 empresas más grandes del país de acuerdo a sus respectivas ventas anuales (no se incluyen firmas del sector financiero y el agropecuario, salvo las abocadas a la comercialización de granos).

Fuente: elaboración propia en base a información de balances empresarios, revistas Mercado y Prensa Económica, INDEC y NOSIS.

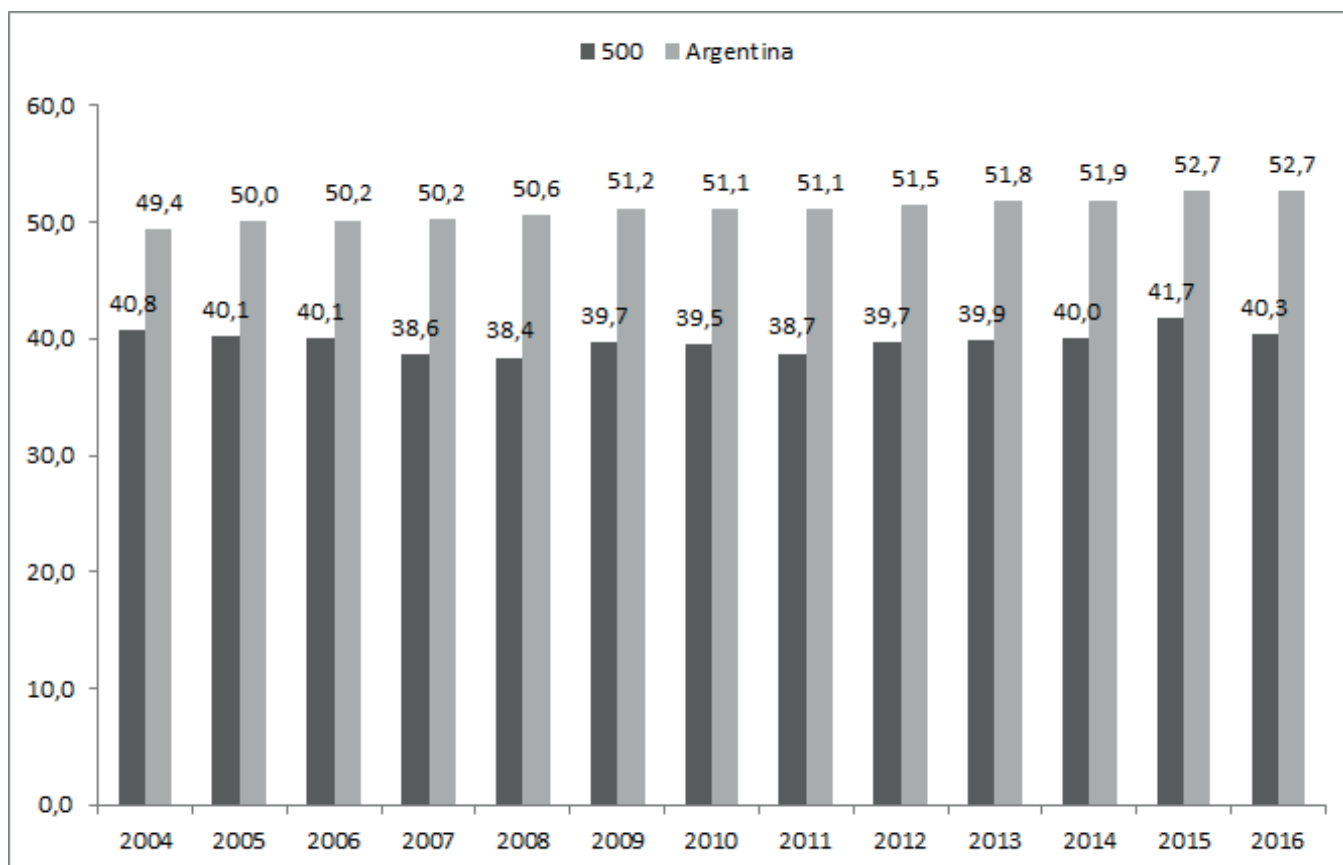
Desde este recorte analítico resulta que bajo los gobiernos del kirchnerismo la cúpula registró saldos comerciales fuertemente superavitarios, mientras que el “resto de la economía” operó con desbalances pronunciados. Por ejemplo, en 2014 el panel de las 200 compañías líderes tuvo en

términos agregados un saldo positivo que orilló los 25.000 millones de dólares, siendo que el déficit del “resto de la economía” superó los 18.000 millones de dólares.

En sintonía con los desarrollos previos, las evidencias presentadas son indicativas de la existencia de discrepancias incluso dentro de la propia elite empresarial, en especial del lugar determinante que en el exitoso desempeño comercial externo le corresponde al *núcleo duro* conformado por las cincuenta firmas con mayores exportaciones: en 2014 el excedente comercial de este subconjunto de corporaciones líderes representó cerca del 90% del superávit del conjunto de la cúpula. Entre otros factores, la vigencia de un elevado tipo de cambio real hasta 2007/08 y la presencia de un escenario mundial favorable (por demanda y precios) indujeron a que ese selecto grupo de capitales oligopólicos se fortaleciera, en muchos casos, como sólidas plataformas exportadoras y, como tales, con una dinámica de acumulación muy poco anclada en el mercado interno (y, por ende, escasamente alineada con una estrategia de redistribución del ingreso).

Finalmente, dada su relación con algunas de las temáticas aludidas, vale consignar que las grandes empresas muestran, en términos agregados, un nivel de integración del proceso productivo bastante inferior al promedio de la economía nacional. Ello se puede observar al comparar la relación entre el valor agregado bruto y el valor bruto de producción de las 500 corporaciones más grandes y del total del país. Como surge del Gráfico 3, mientras que este cociente se mantuvo relativamente estable para las firmas líderes, en el conjunto de la economía exhibió una tendencia creciente.

Gráfico 3. Argentina. Evolución de la relación entre el valor agregado bruto y el valor bruto de producción de las 500 empresas de mayores dimensiones y del total del país, 2004-2015 (en porcentajes)



Fuente: elaboración propia en base a información del INDEC.

El hecho de que las empresas de la cúpula ostenten un nivel de integración más reducido que el total de la economía sugiere varias cuestiones relativas a las lógicas de acumulación privilegiadas por estos capitales. Por un lado, la importante terciarización de distintos tipos de actividades. Por otro, el focalizarse en sectores con menor valor agregado como, a modo de ejemplo, la comercialización mayorista y minorista, diversos rubros de ensamblaje y distintas instancias asociadas al procesamiento de recursos naturales. Por último, un mayor grado de internacionalización de la producción (regional o mundial). Sobre este aspecto, cabe destacar que además de concentrar una proporción considerable de las exportaciones, las grandes compañías suelen ser fuertes importadoras de productos finales y, sobre todo, de muchos de los insumos y los bienes de capital utilizados en la producción¹².

12. De los análisis que constan en Schorr (2013) se concluye que bajo el ciclo kirchnerista se promovió en los hechos una suerte de “sustitución inversa” en la medida en que se habilitó el ingreso al país de bienes importados que terminaron desplazando a produccio-

En definitiva, más allá de los vaivenes que experimentó la *concentración económica global*, puede concluirse que bajo las administraciones gubernamentales del kirchnerismo se asistió a la consolidación estructural de la cúpula empresaria. El poder económico de estos capitales no sólo se vincula con que acaparan una proporción considerable de la producción generada en el país, sino también con la ostensible centralidad que detentan a partir de su influencia determinante sobre variables claves para la macroeconomía, en especial por el control que ejercen sobre las exportaciones y su mayor nivel de internacionalización.

Ahora bien, la consolidación estructural de la elite empresaria en la etapa estudiada estuvo asociada a ciertas particularidades en la trayectoria de las diferentes fracciones del capital que conviven en su interior, así como en las estrategias de acumulación privilegiadas. De allí que en la próxima sección nos abocamos a analizar ambas cuestiones.

II. La trayectoria de las distintas fracciones del gran capital y las estrategias de acumulación desplegadas en el ámbito de la economía real

II.1. Dos etapas en la evolución de los distintos tipos de empresa

En el transcurso del decenio de 1990 el proceso de concentración y centralización del capital en la Argentina estuvo signado tanto por las privatizaciones como por la extranjerización del poder económico. No casualmente, el principal destino de la inversión extranjera directa (IED) a comienzos de esa década fue para la compra de empresas públicas. Si bien las principales firmas estatales fueron adquiridas por asociaciones

nes nacionales existentes y, en no pocos casos, con importantes (y probados) grados de competitividad externa. Una parte importante de esa “sustitución inversa” se deriva de las modalidades inversoras de las grandes empresas y grupos económicos. Asimismo, una práctica bastante difundida entre las corporaciones líderes fue la externalización de sus áreas de ingeniería local, reemplazándolas por la incorporación de tecnología importada y casi sin desarrollo nacional alguno. Esto disminuyó los de por sí escasos vínculos de estas firmas con el entramado local de proveedores y subcontratistas, a la vez que agudizó la problemática de la dependencia tecnológica.

entre capitales locales y foráneos (Azpiazu, 2003), la mayor parte de ellas terminó en manos extranjeras tras la “retirada” que protagonizaron varios grupos locales con la venta de muchas de sus participaciones accionarias (Gaggero, 2013). Esta avanzada del capital transnacional no estuvo limitada a las ex empresas estatales, ya que hacia mediados de la década tuvo lugar un proceso intenso de compra-venta entre firmas privadas, en el cual en la mayor parte de los casos el comprador fue un capital foráneo y el vendedor un actor nacional (Kulfas, 2001; Wainer, 2010).

En este sentido, la notable oleada de IED que recibió el país en los años 1990 tuvo características distintas a la ocurrida bajo la etapa “desarrollista” (1958-1973). En el período neoliberal la IED no estuvo orientada a promover la sustitución de importaciones mediante el “llenado” de ciertos casilleros de la matriz insumo-producto, sino que lo que predominó fue el cambio de manos y la desnacionalización de segmentos enteros de distintos sectores de actividad (finanzas, comercio, servicios e industria) tras una acelerada apertura de la economía. En otros términos, mientras que el proceso de extranjerización fomentado por el “desarrollismo” contribuyó, aunque con dificultades de diverso tipo, a una transformación de la estructura productiva y facilitó la concentración y la acumulación del capital (Rougier y Odisio, 2017), en la etapa neoliberal la extranjerización devino principalmente en centralización del capital, sin incorporar de modo significativo nuevas capacidades productivas en el plano doméstico.

El fin de la convertibilidad no sólo dio lugar a cambios importantes en la orientación de la política económica y la intervención estatal sino también, como se aludió, a una mayor valoración en las esferas gubernamentales del rol del Estado y el empresariado nacional. A contramano de lo ocurrido en la década de 1990, el esquema macroeconómico pasó a depender por unos años de un tipo de cambio real competitivo, un instrumento que, a través de una brusca reducción inicial de los salarios, aseguraba una mejora en la competitividad para la producción local. Como parte de este giro, aunque sin pretender exhaustividad, vale señalar adicionalmente el paulatino incremento de las actividades regulatorias y productivas del Estado, que se cristalizó en políticas como la fijación de algunos precios clave para la eco-

nomía (por caso, las tarifas de servicios públicos). En el plano discursivo también operó un giro: luego de una década en la que las políticas públicas apuntaron a atraer al capital extranjero, a partir del gobierno provisional de Duhalde se manifestó la necesidad de reconstruir una burguesía nacional asociada al Estado como forma de recuperar un “proyecto nacional” en la Argentina, idea que fue retomada de modo recurrente en distintos momentos de las administraciones kirchneristas¹³.

En ese contexto, vale la pena indagar cuál fue el desempeño del capital local más concentrado entre 2001 y 2015. Para ello se procedió a clasificar a las compañías que integran el panel de las 200 más grandes del país en función del origen de los accionistas. De este enfoque analítico quedaron delimitadas cuatro categorías: las empresas extranjeras, las privadas nacionales, las estatales y las asociaciones entre capitales de distinto origen.

Cuadro 2. Argentina. Distribución de las empresas y las ventas de la cúpula empresarial local* según el tipo de accionista predominante de las firmas, 2001, 2007 y 2015 (en valores absolutos y porcentajes)

	Cantidad de empresas			% de las ventas de la cúpula		
	2001	2007	2015	2001	2007	2015
Estatal	1	6	3	1,6	2,1	3,2
Privada nacional	59	53	63	25,3	22,8	27,6
Extranjera	93	116	114	55,2	64,1	51,4
Asociación	47	25	20	17,9	11,0	17,8
Total	200	200	200	100,0	100,0	100,0

* Se trata de las 200 empresas más grandes del país de acuerdo a sus respectivas ventas anuales (no se incluyen firmas del sector financiero y el agropecuario, salvo las abocadas a la comercialización de granos).

Fuente: elaboración propia en base a información de balances empresarios y revistas Mercado y Prensa Económica.

13. Esta estrategia resultó contradictoria con el hecho de que en la práctica los gobiernos del kirchnerismo reforzaron muchos espacios privilegiados de acumulación vinculados con actores extranjeros, a la vez que preservaron ciertos instrumentos normativos heredados de la fase neoliberal. A modo de ejemplo se destacan las variadas prebendas estatales a la mega-minería, el régimen de tratamiento especial para la industria automotriz y el marco regulatorio que “ordena” la operatoria del capital extranjero con asiento en el país (Ley 21.382 y normas complementarias, así como la gran mayoría de los Tratados Bilaterales de Inversión suscriptos en el decenio de 1990 –Giacchi, 2017–).

Un análisis entre puntas de la información presentada permite concluir que, a pesar de las transformaciones reseñadas, el nivel de extranjerización de la elite empresaria doméstica no mostró una retracción significativa. La cantidad de empresas privadas nacionales se mantuvo prácticamente estable (pasó de 59 a 63), al tiempo que su participación en las ventas globales se incrementó ligeramente (2,3 puntos porcentuales). Por su parte, las corporaciones extranjeras aumentaron considerablemente su presencia en lo que refiere a la cantidad de empresas (de 93 a 114), aunque su gravitación en la facturación total declinó algo menos de 4 puntos porcentuales. A su vez, se resalta el aumento en la presencia estatal (tanto en el número de firmas como en su incidencia en las ventas), pese a lo cual su ponderación resulta insignificante si se la compara con los registros prevalecientes a comienzos de los años 1990 antes de las privatizaciones¹⁴. Y también la evolución de las asociaciones, inscripta en una relativa estabilidad en su peso en la facturación global y un declive pronunciado en la cantidad de empresas que aportan al panel de las líderes de la economía argentina.

En esa evolución agregada se reconocen dos subperíodos con lógicas bien disímiles. El primero se extiende entre 2001 y 2007 y abarca los años de mayor crecimiento y mejoras en las variables socio-económicas del país. Entre los principales aspectos a remarcar sobresale el retroceso de las empresas privadas nacionales en la cantidad de firmas (de 59 a 53), así como en su participación en las ventas de la cúpula (del 25,3% al 22,8%), desempeño que resulta llamativo si se considera que tuvo lugar en el contexto de gobiernos que se mostraban críticos con el rol del capital extranjero y proclives a la “argentinización” del gran empresariado. La contracara de estos comportamientos pasa por la fenomenal expansión de las transnacionales: en 2007 había dentro de la cúpula 116 empresas foráneas que de conjunto concentraban casi las dos terceras partes de la facturación agregada.

En la explicación de esta profundización del proceso de extranjerización del poder económico local confluyen básicamente dos factores. Por

14. Previo al inicio del programa privatizador las empresas estatales concentraban alrededor de la tercera parte de la facturación total de la elite empresaria (Ortiz y Schorr, 2006).

un lado, la importante expansión de muchos sectores de actividad con presencia destacada del capital foráneo como el automotor, el químico-petroquímico, la minería metalífera, la producción hidrocarburífera, la industria del neumático, la celulósico-papelera y diversas ramas alimenticias. En muchos de estos rubros el capital extranjero había aumentado de modo considerable su presencia durante la década de 1990, en general a través de la adquisición de firmas nacionales. Algunas de esas actividades, como la automotriz y varias agroindustriales, serían protagonistas centrales de la notable recuperación manufacturera acaecida en los primeros años del kirchnerismo, lo cual acarreó una expansión absoluta y relativa de las firmas extranjeras que lideraban tales producciones.

Por otro lado, durante este subperíodo la extranjerización también se afianzó debido a que algunas grandes empresas y grupos nacionales fueron vendidos al capital foráneo, especialmente de origen brasileño. Si bien este proceso no tuvo la intensidad de los años 1990, sí alcanzó a algunos actores emblemáticos, como los casos de Pecom Energía y Loma Negra¹⁵. Estos ejemplos son los más relevantes pero no fueron los únicos, ya que entre la salida de la convertibilidad y 2007 varios oligopolios líderes controlados por capitales nacionales (o con una participación accionaria relevante de los mismos) pasaron a manos extranjeras. Es el caso, entre otros, de Cervecería Quilmes, Acindar, Peñaflor, Alpargatas, Molfino y varios frigoríficos¹⁶.

15. Con distintas razones sociales, Pecom Energía fue durante décadas una de las principales empresas energéticas nacionales, “nave insignia” del grupo Pérez Companc y protagonista de una gran expansión a instancias de las privatizaciones (Barrera, 2014). En el año 2003 fue vendida a Petrobras, con participación mayoritaria del Estado brasileño. Dos años después, con una delicada situación financiera, el principal grupo cementero del país, Loma Negra (familia Fortabat), culminó en manos de la brasileña Camargo Correa. Un análisis de las dos experiencias se puede encontrar en Gaggero (2013 y 2015).

16. En 2001-2007 se verificó una caída pronunciada en la cantidad de asociaciones dentro de la elite empresaria (pasaron de 47 firmas a 25). Este deterioro implicó una retracción cercana a los 7 puntos porcentuales en la contribución de esta tipología a las ventas totales y se deriva principalmente del retroceso de las compañías privatizadas. No sólo porque entre los años aludidos varias prestatarias de servicios públicos cayeron por debajo del puesto 200 del *ranking*, sino también por la menor incidencia en la facturación agregada

El segundo subperíodo es contemporáneo con los dos mandatos presidenciales de Cristina Fernández de Kirchner. Como se desprende del Cuadro 2, entre 2007 y 2015 se revirtió en parte el proceso de extranjerización, no obstante lo cual al final de la serie el predominio transnacional en la cúspide del poder económico de la Argentina seguía siendo pronunciado: bajo la órbita extranjera quedaban involucradas 114 empresas, las que aglutinaban más de la mitad de los ingresos por ventas de toda la cúpula¹⁷. En esa reversión parcial asumieron un papel importante dos procesos.

Por una parte, entre esos años la empresa de mayores dimensiones del país, la petrolera YPF, deja de estar controlada por la española Repsol y, por los criterios metodológicos utilizados, pasa a ser clasificada como asociación: primero a instancias de la adquisición de una cuota-parte accionaria por parte del grupo nacional Petersen y luego, a mediados de 2012, con motivo de la decisión estatal de expropiar la mayoría del capital social de la compañía y del *holding* de firmas asociadas (muchas de las cuales forman parte del panel de empresas líderes: Evangelista, Gas Argentino, Compañía de Hidrocarburo No Convencional, Refinería del Norte, Profertil y Mega)¹⁸.

Por otra parte, tuvo lugar un avance de las empresas privadas nacionales, tanto en lo que respecta al número de firmas dentro del *ranking* como a su ponderación en la facturación agregada (en 2015 eran 63 que

de aquellas que se mantuvieron en el panel por efecto de la alteración en el *set* de precios y rentabilidades relativas que trajo aparejado el cambio de régimen económico tras la crisis y el abandono de la convertibilidad.

17. La centralidad estructural del capital extranjero en la economía argentina también se expresa en que controla más de las dos terceras partes de las exportaciones globales de la cúpula empresaria y a que es, por lejos, el segmento empresario que genera los mayores superávits de comercio exterior (Gaggero y Schorr, 2016).

18. El cambio en la estructura de control de YPF es lo que explica, en buena medida, la mayor significación de las asociaciones en las ventas agregadas entre 2007 y 2015. Téngase presente que en el último de los años señalados YPF por sí sola dio cuenta de casi el 7% de la facturación total de la elite empresaria y del 2% de todo el valor bruto de producción nacional.

congregaban el 27,6% de las ventas totales). Una parte sustancial de la mayor injerencia del capital nacional en la elite empresaria se vincula con la expansión de firmas pertenecientes a grupos económicos con una sólida presencia en la cúpula estructurada fundamentalmente a partir de las ventajas comparativas existentes, así como a otros que hasta entonces no habían integrado el panel o no tenían una presencia destacada en él. En este último caso, se trata de organizaciones con eje en actividades mayormente no transables y reguladas por el Estado, como los servicios públicos, la obra pública y un puñado de sectores favorecidos con regímenes promocionales específicos (Gaggero y Schorr, 2017; Rabino- vich, 2017 y 2018)¹⁹.

II.2. Las lógicas de acumulación de los distintos segmentos del poder económico

Una vez establecidos los rasgos más salientes del perfil evolutivo de las diversas fracciones del capital concentrado interno, y como suplemento de ese abordaje, vale la pena encarar un nuevo ejercicio analítico tendiente a determinar cuál es la gravitación de las distintas tipologías en las diferentes actividades. Y, de manera adicional, sobre qué bases sectoriales tienden a estructurar sus respectivos procesos de acumulación en el país los segmentos empresarios no financieros que coexisten dentro de la cúspide del poder económico. En los Cuadros 3 a 5 se presenta la información correspondiente al año 2015 para las empresas extranjeras, las privadas nacionales y las asociaciones.

19. En la declinación en el peso relativo del capital transnacional entre 2007 y 2015 confluyeron otros factores de menor enjundia a los señalados, entre los que sobresalen: a) cierta retracción en la ponderación de algunos sectores económicos con importante presencia extranjera (fenómeno resultante, a su vez, de la confluencia de factores tanto internos – menores ritmos de crecimiento o caídas en los niveles de actividad–, como externos –declive en los montos exportados ante el deterioro en los términos de intercambio–); y b) el hecho de que los activos de Esso, una empresa “histórica” y encumbrada del *ranking* de grandes firmas de la Argentina, pasaron a manos de un *joint venture* entre el grupo local Bridas y la corporación China CNOOC (de allí en adelante la nueva compañía fue rebautizada como Axion Energy y pasó a ser clasificada como asociación). Sobre estos elementos se remite a Schorr (2018).

Cuadro 3. Argentina. Cantidad de empresas extranjeras en la cúpula empresaria local*, peso de las mismas en las distintas actividades económicas y distribución sectorial de las ventas de las empresas extranjeras, 2015 (en valores absolutos y porcentajes)

Actividad principal	Empresas	Peso en las ventas de la actividad	Distribución sectorial de las ventas	Principales empresas**
Industria	67	64,0	58,2	Shell, Volkswagen, Cargill, Toyota, Ford, Louis Dreyfus, Bunge, Cervecería Quilmes, Unilever, Peugeot-Citroen, Renault, General Motors, Fiat Auto, PBB Polisur, Acindar, Mercedes Benz, Nestlé, Danone, Oleaginosa Moreno, Embotelladora del Atlántico, Coca Cola, Kraft Foods, Massalin Particulares, Procter & Gamble, Loma Negra
Servicios	17	38,1	15,2	Claro, Movistar, Swiss Medical, Telefónica de Argentina, Direct TV, DLS, Isolux, Lan Airlines, IBM, Prosegur, Omint, Halliburton, Securitas, Baker Hughes, Nextel, Accenture, Ultrapetrol
Comercio	18	59,9	19,0	Carrefour, Jumbo Retail, Wal Mart, Nidera, Supermercado Día, Cencosud, Noble, Makro, ADM, Falabella, Casino, Alfred Toepfer, CHS, Arcos Dorados, Amaggi, Sodimac, Interbaires
Petróleo	7	18,5	5,2	Petrobras, San Antonio, Sinopec, Wintershall, Total Austral, Chevron San Jorge, Wild
Minería	4	100,0	2,1	Oroplata, Minera Argentina Gold, Minera Alumbreira, Cerro Vanguardia
Construcción	1	16,1	0,3	Tecna
Total	114	51,4	100,0	---

* Se trata de las 200 empresas más grandes del país de acuerdo a sus respectivas ventas anuales (no se incluyen firmas del sector financiero y el agropecuario, salvo las abocadas a la comercialización de granos).

** Las empresas se ordenan de modo decreciente en función del monto de sus ventas en 2015.
Fuente: elaboración propia en base a información de balances empresarios y revistas Mercado y Prensa Económica.

En el ámbito industrial el predominio que ejerce el capital extranjero es muy considerable: se trata de 67 empresas foráneas que en el año de referencia explicaron el 64% de las ventas agregadas de la actividad dentro de la cúpula. La inserción del gran capital transnacional en el espacio manufacturero se da en ramas relevantes y/o estratégicas del entramado fabril y que, en muchos casos, exhibieron un dinamismo destacado en distintos tramos del ciclo kirchnerista: automotriz, procesamiento de materias primas agropecuarias (incluyendo varios rubros

Cuadro 4. Argentina. Cantidad de empresas privadas nacionales en la cúpula empresarial local*, peso de las mismas en las distintas actividades económicas y distribución sectorial de las ventas de las empresas privadas nacionales, 2015 (en valores absolutos y porcentajes)

Actividad principal	Empresas	Peso en las ventas de la actividad	Distribución sectorial de las ventas	Principales empresas**
Industria	28	30,8	52,2	<i>Aceitera General Deheza, Asociación de Coops. Argentinas, Arcor, Vicentín, Molinos Río de la Plata, Siderar, Newsan, Mastellone, Sancor, Siderca, Aluar, Mirgor, latec, Electronic System, BGH, Ledesma, Molinos Cañuelas, Roemmers, Agea, Siat</i>
Servicios	18	31,5	23,4	<i>Osde, Galeno, Clisa, Pampa Energía, Unión Personal, Rafael Albanesi, Soc. Italiana de Benef., Casino Buenos Aires, Pecom Servicios de Energía</i>
Comercio	10	33,4	19,7	<i>Coto, Importadora y Exportadora Patagonia, Garbarino, Droguería del Sud, Farmacity, Frávega, Megatone, Maycar, Agric. Federados Arg., Carsa</i>
Petróleo	2	3,1	1,6	<i>Pluspetrol, Tecpetrol</i>
Minería	0	0,0	0,0	---
Construcción	5	83,9	3,1	<i>Techint, Iecsa, Benito Roggio, José Cartellone, Electroingeniería</i>
Total	63	27,6	100,0	---

* Se trata de las 200 empresas más grandes del país de acuerdo a sus respectivas ventas anuales (no se incluyen firmas del sector financiero y el agropecuario, salvo las abocadas a la comercialización de granos).

** Las empresas se ordenan de modo decreciente en función del monto de sus ventas en 2015. Las firmas resaltadas pertenecen a grupos económicos.

Fuente: elaboración propia en base a información de balances empresarios y revistas Mercado y Prensa Económica.

alimenticios), industrias refinadoras, química y petroquímica, electrónica de consumo, algunos nichos de la industria siderúrgica, cemento, celulosa y papel, elaboración de cigarrillos y maquinaria agrícola. En orden de importancia dentro de la industria, el segundo lugar lo ocupan las empresas privadas nacionales (la participación de las asociaciones en la actividad es marginal). En este caso, en 2015 aportaron al panel 28 empresas que pertenecen en su mayoría a grupos económicos locales y dieron cuenta de casi el 31% de la facturación sectorial. En esta fracción, la inserción fabril se vincula con distintos renglones agroindustriales y, en menor medida, con la fabricación de algunos insumos intermedios

de uso difundido (principalmente acero y aluminio), medicamentos y productos electrónicos²⁰.

En el campo de los servicios se concluye que las tres tipologías tienen una participación relativamente similar en la facturación agregada de la actividad (en torno de un tercio cada una). La inserción del capital extranjero se ordena, en buena medida, en base a firmas abocadas a la prestación del servicio telefónico celular y fijo, la medicina privada y grandes proveedoras de la industria petrolera. En las privadas nacionales hay varias del rubro de la medicina prepaga, pero también de la recolección y el tratamiento de residuos, diferentes segmentos energéticos, juegos de azar y negocios inmobiliarios. Finalmente, las asociaciones son casi todas prestatarias de servicios públicos y una de televisión por cable y actividades conexas.

Dentro del panel de las 200 firmas líderes del país, el comercio es otra de las ramas con un marcado predominio extranjero. En 2015 las empresas foráneas (17 de 31) explicaron cerca del 60% de la facturación sectorial, centralmente a instancias de grandes cadenas de supermercados e importantes *traders* de granos. Las compañías privadas nacionales (10) dieron cuenta de algo más del 33% de las ventas de la actividad, sobre todo a partir de algunos hipermercados y varias firmas de venta de electrodomésticos.

De la información sistematizada en los Cuadros 3 a 5 se desprende adicionalmente que en la producción hidrocarburífera el liderazgo es ejercido por las asociaciones: siempre en 2015, alrededor del 62% de las ventas sectoriales fueron generadas por (4) empresas de esta tipología, donde la influencia de YPF y, en menor grado, de Pan American Energy es determinante. Por su parte, las compañías transnacionales generaron casi el 20% de la facturación de la actividad (la gravitación de las privadas nacionales es ínfima).

20. La mayoría de las compañías locales promovidas por el régimen fueguino funcionan bajo licencias extranjeras (algunas tienen además líneas de productos propias) y pagan regalías por la fabricación. Las grandes marcas internacionales suelen proveer la tecnología y los insumos y controlan que los procesos se realicen de acuerdo a sus protocolos, todo lo cual les confiere un poder decisivo en lo atinente a la apropiación de la renta generada.

Cuadro 5. Argentina. Cantidad de asociaciones en la cúpula empresaria local*, peso de las mismas en las distintas actividades económicas y distribución sectorial de las ventas de las asociaciones, 2015 (en valores absolutos y porcentajes)

Actividad principal	Empresas	Peso en las ventas de la actividad	Distribución sectorial de las ventas	Principales empresas**
Industria	5	5,2	13,5	Axion Energy, Bagley, Refinor, Profertil, Mega
Servicios	8	26,7	30,6	Telecom Argentina, Telecom Personal, Cablevisión, Aeropuertos Argentina 2000, Gas Argentino, Transportadora de Gas del Sur, Edesur, Edenor
Comercio	3	6,8	6,1	Mercado Libre, Droguería Suizo Argentina, Droguería Monroe Americana
Petróleo	4	61,6	49,7	YPF, Pan American Energy, Evangelista, Comp. de Hidrocarburo No Convencional
Minería	0	0,0	0,0	---
Construcción	0	0,0	0,0	---
Total	20	17,8	100,0	---

* Se trata de las 200 empresas más grandes del país de acuerdo a sus respectivas ventas anuales (no se incluyen firmas del sector financiero y el agropecuario, salvo las abocadas a la comercialización de granos).

** Las empresas se ordenan de modo decreciente en función del monto de sus ventas en 2015.

Fuente: elaboración propia en base a información de balances empresarios y revistas Mercado y Prensa Económica.

Finalmente, cabe consignar que en el caso de la minería la totalidad de las ventas procede de cuatro mega-emprendimientos controlados por transnacionales, mientras que en la construcción la mayor ponderación les corresponde a cinco empresas privadas nacionales, todas las cuales forman parte de grupos económicos, que dieron cuenta del 83,9% de la facturación del rubro (el resto lo generó una constructora de origen extranjero).

Como complemento de estos análisis, vale adentrarse brevemente en el estudio de la composición sectorial de las ventas de las distintas tipologías empresarias. Ello, con la finalidad de detectar sobre qué actividades tiende a pivotar la acumulación del capital en el medio doméstico de las diferentes fracciones del poder económico.

En este sentido, los datos aportados por el Cuadro 3 permiten afirmar que en 2015 el grueso de la facturación del capital extranjero que forma parte de la cúpula (58,2%) provino de la industria. Como se mencionó, se trata de ramas con un peso importante en la estructura

manufacturera argentina, muchas de las cuales resultan “críticas” dada su incidencia en materia intra e inter-industrial y/o que en distintos momentos de los gobiernos kirchneristas se expandieron apuntaladas por diversos factores internos y/o externos. La segunda actividad relevante en la operatoria del gran capital foráneo es la comercial (19% de las ventas de la tipología), la tercera es la prestación de servicios (15,2%) y la cuarta la producción petrolera (5,2%).

En lo que atañe a la acumulación del capital de las empresas privadas nacionales, se resalta la importancia que asume la industria: en 2015 esta actividad dio cuenta del 52,2% de las ventas totales de la tipología; como se dijo, principalmente a favor de firmas que se integran a conglomerados empresarios y que usufructúan ventajas comparativas estáticas y/o “institucionales de privilegio” (Cuadro 4). Por su injerencia relativa en la facturación (23,4%), el segundo lugar lo ocupa la prestación de servicios, seguido de la actividad comercial (19,7%). Por otro lado, es interesante reparar en que el gran capital nacional es mayoritario en la construcción; sin embargo, este rubro explica apenas el 3,1% de sus ventas.

Finalmente, las evidencias suministradas por el Cuadro 5 permiten verificar que en las asociaciones alrededor de la mitad de la facturación total fue generada por empresas petroleras (con el señalado liderazgo de YPF y Pan American Energy –en 2015 ocuparon, respectivamente, el puesto 1 y 12 del *ranking* general–), algo menos de un tercio por prestarias de servicios (mayoritariamente compañías emergentes del proceso privatizador de la década de 1990) y cerca de la séptima parte por firmas industriales (refinadoras y productoras de alimentos, insumos petroquímicos y abonos y fertilizantes).

A modo de síntesis de los desarrollos de esta sección, resulta factible afirmar que, pese a las diferentes etapas por las que atravesó la elite empresaria local en tiempos del kirchnerismo, resulta indudable que el predominio extranjero constituye un dato estructural de peso. No sólo por lo que implica en términos de pérdida de “decisión nacional”, por las presiones que acarrea sobre el balance de pagos o por la multiplicidad de condicionamientos que resultan de los marcos regulatorios existentes (sumamente funcionales a la

operatoria y la expansión del capital transnacional). También porque involucra diversos sesgos que atentan contra la diversificación y la complejización de la estructura productiva, puesto que se trata de actores que, en procura de minimizar sus costos absolutos a nivel mundial y/o a partir de la posición dominante que ejercen en el mercado interno en vastos sectores, suelen carecer de interés real para que ello ocurra. De allí que no resulte casual que en la etapa histórica analizada la reforzada centralidad del capital extranjero haya tenido lugar en un escenario de ausencia de cambio estructural en el perfil de especialización y de inserción internacional de la Argentina.

La notable extranjerización de la economía local acaecida en las últimas décadas no hace más que expresar la debilidad manifiesta del capital nacional. Incapaz de competir en igualdad de condiciones, esta fracción del empresariado ha venido resignando porciones importantes de la estructura económica y se ha replegado, con pocas excepciones, hacia el procesamiento de recursos básicos relacionados con la “vieja” (pero sumamente actual) inserción del país en la división mundial del trabajo. A ellos debería agregarse un conjunto de grupos empresarios que experimentaron un crecimiento notable durante el kirchnerismo y que antes ocupaban lugares marginales (o inexistentes) en la dinámica de acumulación agregada y en el interior de los sectores dominantes. Dicha expansión fue posible merced a la activa participación de estos actores en muchas de las “áreas de negocios” que se habilitaron desde el sector público en diferentes frentes: obras de infraestructura, energía, medios de comunicación, juegos de azar, regímenes promocionales específicos, etc.

III. Estrategias de acumulación del poder económico: entre la inversión productiva y la financiarización

Una vez identificadas las bases sectoriales en torno de las cuales se estructura el proceso de acumulación de los diferentes segmentos que forman parte de la cúpula empresaria de la Argentina, y como complemento de los análisis realizados, corresponde ahora focalizarse en el estudio del destino que los grandes

capitales le otorgan al excedente generado en sus actividades. Puntualmente, nos interesa determinar qué proporción de las utilidades es reinvertida con miras a ampliar las capacidades productivas y cuánto se destina a inversiones financieras bajo distintos formatos. En función de la información básica disponible, en esta sección el universo de análisis es el conformado por las 500 compañías no financieras más grandes del país (las que forman parte de la Encuesta Nacional a Grandes Empresas –ENGE– del INDEC).

III.1. La “reticencia inversora” de las grandes firmas

Una de las características centrales de la actual etapa de financiarización de la economía mundial es la relativa disociación que se observa entre la tasa de rentabilidad y la de inversión. Dicho fenómeno tiene varias raíces y ha sido catalogado de diversas maneras: “reticencia inversora”, “preferencia por la liquidez” o “exceso de ahorro”. Una de sus causas más señaladas se asocia con la concentración y la centralización del capital. En tal sentido, se argumenta que las empresas líderes suelen funcionar con capacidad ociosa, de allí que ante un aumento de la demanda –que en general no se da en forma abrupta– pueden incrementar sus niveles de producción y sus beneficios sin necesidad de invertir grandes sumas de recursos. En línea con lo anterior, se destaca la madurez tecno-productiva de los capitales concentrados, así como el control oligopólico que suelen detentar y ejercer en numerosos mercados, de lo cual se desprenden tasas de inversión relativamente bajas para mantener posicionamientos competitivos²¹.

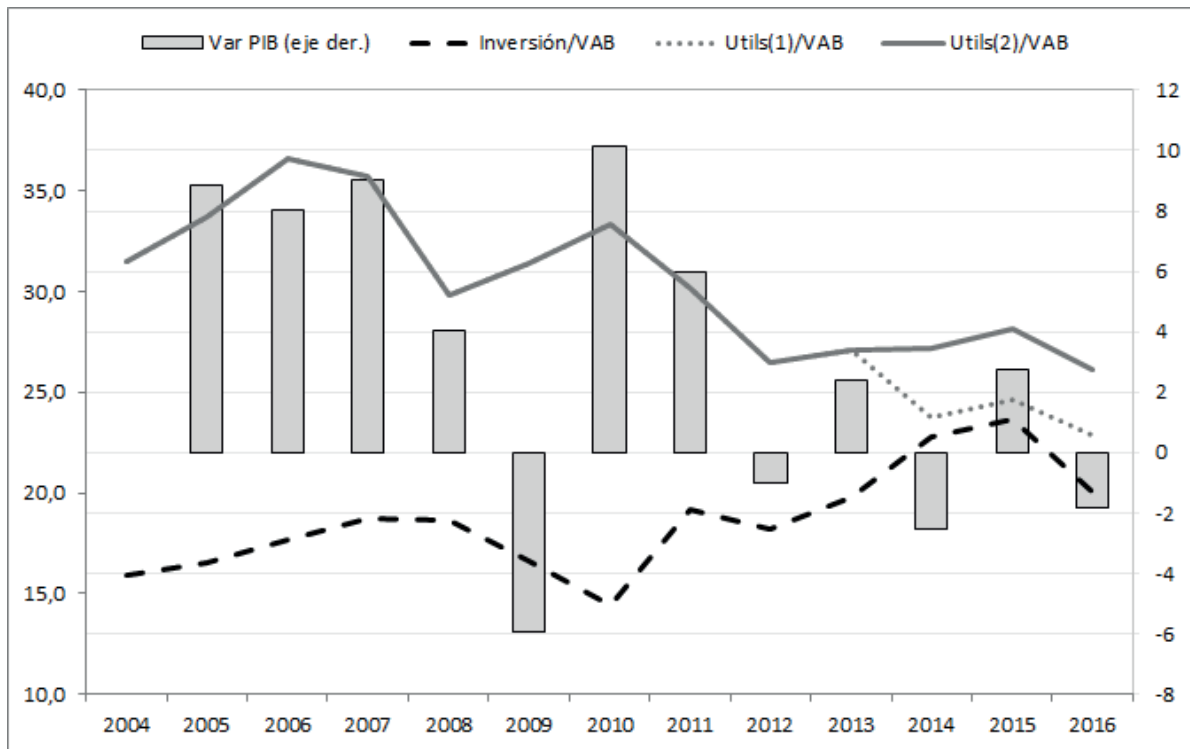
En el caso argentino, la crisis de la convertibilidad implicó cuatro años seguidos con caída en el nivel de actividad, con lo cual la economía se encontraba con una amplia capacidad ociosa en la mayoría de los sectores productivos. En dicho escenario, el *shock* devaluatorio del año 2002 produjo una contrac-

21. La reducida reinversión de utilidades ha sido problematizada desde diferentes aristas por varias investigaciones que analizan la dinámica de la acumulación del capital de las grandes empresas a escala global (Auvray, Dallery y Rigot, 2016; Chesnais, 1999; Krippner, 2005; Pérez Ártica, 2013) y las especificidades del caso argentino (Azpiazu y Manzanelli, 2011; Cassini, 2015; Gaggero, Schorr y Wainer, 2014; Manzanelli, 2016).

ción pronunciada de los salarios reales (superior al 30%). Junto con el congelamiento de las tarifas de servicios públicos y el inicio de una fase expansiva de los términos de intercambio, ese drástico avance del capital sobre el trabajo propició una suba significativa en la rentabilidad de las grandes firmas.

Como surge de los datos que suministra el Gráfico 4, en ese escenario de recomposición de los beneficios, la tasa de inversión de las 500 empresas líderes se incrementó hasta la irrupción de la crisis internacional (pasó de cerca del 16% en 2004 a alrededor del 19% en 2007/08). Posteriormente, tras una caída en 2009 y 2010, el indicador volvió a expandirse en forma casi ininterrumpida hasta 2015, cuando la formación bruta de capital llegó a significar cerca del 24% del valor agregado total de la cúpula.

Gráfico 4. Argentina. Variación del PBI total (eje derecho) y evolución de la tasa de inversión (formación bruta de capital fijo/valor agregado bruto) y la tasa de rentabilidad (utilidades/valor agregado bruto) de las 500 empresas de mayores dimensiones (eje izquierdo), 2004-2016 (en porcentajes)



(1) A partir de 2012 se realizaron cambios metodológicos en la ENGE que implicaron un descenso en el nivel de utilidades al no considerar como parte de las mismas a las rentas distribuidas. Para hacer compatible la nueva serie con los datos del período 2004-2012 se adicionaron las rentas netas distribuidas por las sociedades.

(2) Además del cambio en el cálculo de las utilidades, en la nueva serie también se modificó la forma de calcular los impuestos. Para mejorar la compatibilidad entre las series se presenta una estimación que considera el diferencial de impuestos entre ambas.

Fuente: *elaboración propia en base a información del INDEC.*

En principio, la trayectoria de la inversión de las grandes firmas parece estar en sintonía con la evolución de la economía doméstica, en tanto la formación de capital tendió a aumentar en los años en los que hubo crecimiento. Sin embargo, en línea con el fenómeno de la financiarización a escala global, los mayores volúmenes invertidos por estas corporaciones en general no acompañaron los aumentos que experimentó la tasa de rentabilidad. Más aún, en el período analizado los coeficientes de inversión se ubicaron de modo sistemático en niveles más reducidos que los márgenes de ganancia: la brecha entre ambas variables, particularmente intensa hasta comienzos del decenio de 2010, sugiere que, con las lógicas discrepancias entre sectores de actividad, la “reticencia inversora” fue un fenómeno bastante difundido al interior de la elite empresaria local.

Ello invita a indagar hacia dónde volcó el capital concentrado interno los abultados excedentes que no tuvieron por función ampliar las capacidades productivas o afrontar las amortizaciones por el capital instalado. Al respecto, la acotada capacidad para absorber esos fondos que caracteriza al poco desarrollado sistema financiero local, sumada a la recurrente inestabilidad macroeconómica, favorecen a una de las principales formas que asume la financiarización en la economía argentina: la salida de divisas por múltiples vías²². Por su estrecha vinculación con la operatoria de los principales actores del poder económico (empresas extranjeras y grupos económicos nacionales), cobra especial interés posar la mirada sobre la trayectoria de la remesa de utilidades y dividendos, así como de la fuga de capitales locales al exterior.

22. A ello hay que agregar que en casi toda la etapa estudiada las tasas de interés vigentes en la plaza doméstica fueron negativas en términos reales.

III.1.1. *La remisión de utilidades y la distribución de dividendos*

Como se analizó, pese a lo ocurrido a partir de 2007, el capital extranjero mantuvo un ostensible predominio económico, en particular en los sectores que definen la especialización productiva y la inserción del país en la división internacional del trabajo (Cuadros 2 y 3). La consolidación estructural de las empresas transnacionales durante un tramo importante del ciclo kirchnerista es explicado por una conjunción de factores, entre los que sobresalen la inserción de estas compañías en las actividades más favorecidas en diferentes momentos por el funcionamiento de la economía doméstica, la desnacionalización de algunas grandes firmas y una mejor *performance* de las empresas extranjeras respecto de las nacionales.

De acuerdo a las evidencias disponibles (Gaggero, Schorr y Wainer, 2014), esto último se debió tanto a una cuestión de tamaño (las empresas extranjeras suelen tener un tamaño medio superior que las nacionales), como a las diferencias en los respectivos coeficientes de productividad (valor agregado por ocupado). Esta brecha se debe no sólo a discrepancias de productividad dentro de un mismo sector o rama de actividad, sino que también responde a la disímil distribución sectorial de las firmas: como se vio, las empresas extranjeras tienen una presencia determinante en sectores dinámicos, por lo general capital-intensivos y con altos registros en materia de productividad laboral (producción químico-petroquímica, automotriz, agroindustria, hidrocarburos, minería).

A su vez, al analizar los salarios pagados por uno y otro tipo de compañías líderes se concluye que las brechas salariales existentes son mucho menos acentuadas que en el caso de las respectivas productividades del trabajo. En consecuencia, a pesar de pagar mejores remuneraciones, los propietarios de las empresas extranjeras que se desenvuelven en el medio doméstico se apropian de una porción mayor del excedente o, en otros términos, la tasa de explotación de estos segmentos del poder económico es superior a la que se manifiesta entre sus pares nacionales. De allí que no sea casual que, en promedio, las transnacionales suelen internalizar tasas de ganancia más holgadas.

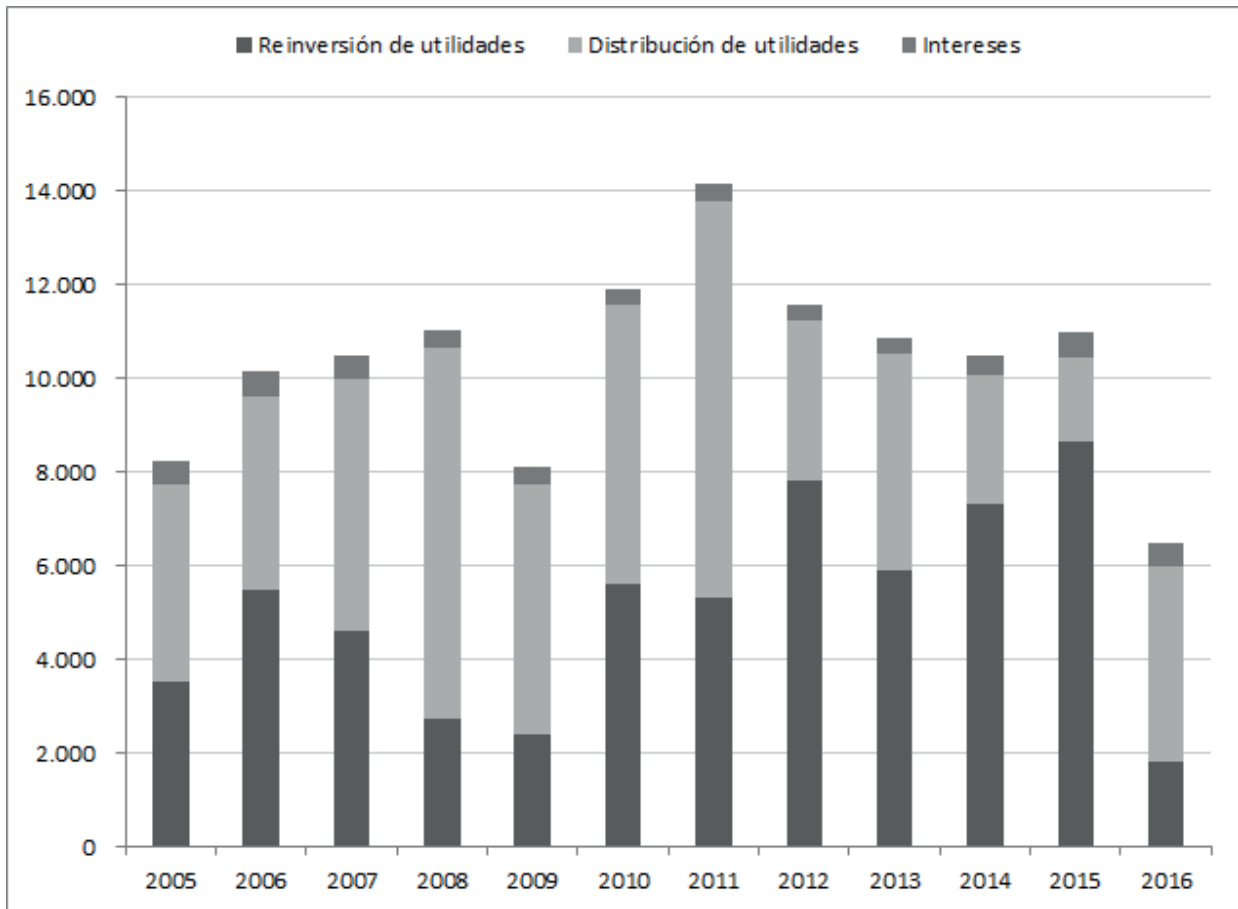
Los niveles de productividad más altos, la mayor tasa de explotación y la apropiación diferencial de plusvalor que de ello se deriva, asociados a una superior capacidad financiera, les permitieron a las empresas extranjeras mantener su predominio económico destinando a la inversión productiva una parte relativamente reducida del excedente generado.

Como resulta de la información volcada en el Gráfico 5, una porción considerable de los beneficios que no se destinaron a sostener la actividad productiva fue remitido al exterior, incluso superando proporcionalmente a la parte reinvertida en casi todos los años del período 2005-2011²³. Esto sin contar las transferencias al exterior que suelen realizar estas corporaciones por otras vías como el establecimiento de precios de transferencia en el manejo del comercio exterior (sobrefacturación de importaciones o subfacturación de exportaciones) y los pagos de regalías y honorarios, a lo cual hay que agregar que una proporción no menor de los intereses pagados corresponde a deudas intra-firma (sea con la respectiva casa matriz o con subsidiarias emplazadas en otros espacios nacionales)²⁴.

23. Como se desarrolla más adelante, a fines de 2011, en el marco de crecientes complicaciones en el sector externo de la economía, el gobierno de Cristina Fernández de Kirchner estableció una serie de restricciones para la compra y la disponibilidad de divisas. Más tarde esas limitaciones se irían relajando, pero recién serían eliminadas por completo bajo el mandato presidencial de Mauricio Macri a fines de 2015 (Rua y Zeolla, 2018). De acuerdo al material estadístico provisto por Wainer y Belloni (2018), en el período 2003-2011 el coeficiente de remisión de utilidades por parte del capital extranjero radicado en el país promedió el 70%; de allí en más declinó en forma pronunciada hasta alcanzar menos del 3% en 2015.

24. Según información del Banco Central, la deuda comercial y financiera de las filiales con sus casas matrices o empresas del mismo grupo pasó de representar el 30,7% del total del *stock* de deuda externa privada en 2002 al 44,2% en 2015 (31.305 millones de dólares). Asimismo, las remesas al exterior en concepto de pago de regalías y honorarios profesionales pasaron de 960 millones de dólares en 2002 a 4.973 millones en 2015, de los cuales una parte significativa corresponde a erogaciones realizadas por capitales extranjeros (Schorr y Wainer, 2017). Sobre la subfacturación de exportaciones y la sobrefacturación de importaciones, véase Arelovich (2011), Cassini, García Zanotti y Schorr (2018) y Grondona (2014). Para una perspectiva más amplia de estas problemáticas se remite a Aguiar de Medeiros y Trebat (2018).

Gráfico 5. Argentina. Evolución del ingreso primario de la inversión extranjera directa, 2005-2016 (en millones de dólares)



Fuente: elaboración propia en base a información del BCRA.

De los datos presentados se desprende adicionalmente que el nivel superior de las utilidades y los dividendos distribuidos respecto a la reinversión alcanzó su máxima expresión tras el estallido de la crisis mundial en 2008: en esa coyuntura las casas matrices afincadas en Estados Unidos y Europa demandaron una mayor cantidad de recursos de sus filiales en el resto del mundo.

Asimismo, a partir de 2012, en buena medida a raíz de los controles cambiarios que se establecieron para hacer frente al cuadro de restricción externa, se aprecia un declive en la remesa de beneficios y un aumento en la reinversión. Si bien más adelante se retoman estas cuestiones, cabe aquí señalar que el hecho de que las corporaciones foráneas no hayan podido remitir utilidades no significa necesariamente que esos flujos se hayan transformado en formación de capital

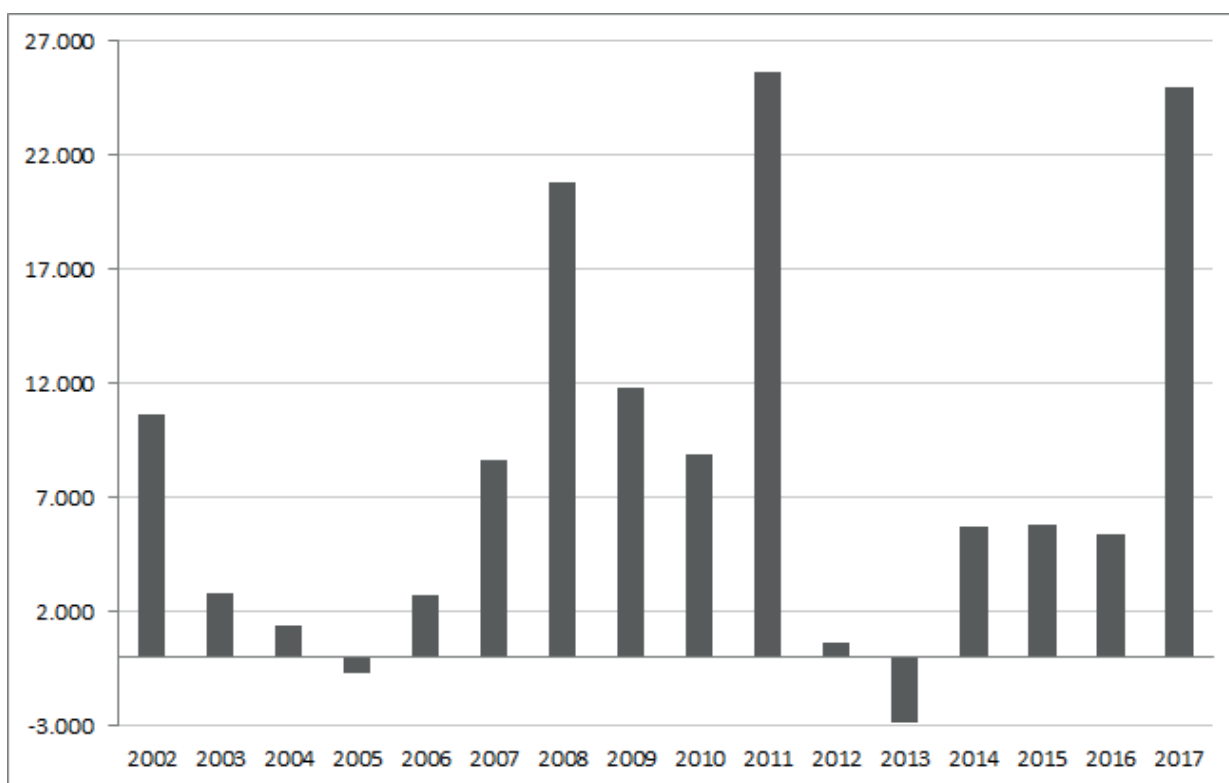
dentro del país. Ello, por cuanto la reinversión de utilidades es calculada de manera residual al considerar la diferencia entre las utilidades devengadas y la distribuidas, por lo cual una parte de esa inversión puede haber tenido destinos diversos como, por caso, la adquisición de títulos nominados en moneda extranjera (el llamado “contado con liqui”), el mercado paralelo de divisas o la realización de inversiones financieras en la plaza doméstica²⁵.

III.1.2. La fuga de capitales locales al exterior

El despliegue de lógicas de acumulación basadas en una considerable financiarización (y dolarización) de los excedentes no es exclusiva de las empresas extranjeras con operatoria en el país. Las grandes firmas y grupos nacionales han sido protagonistas centrales de un problema endémico de la economía argentina desde mediados de la década de 1970: la fuga de capitales locales al exterior. Un repaso por las evidencias provistas por el Gráfico 6 permite concluir que a pesar de las modificaciones acaecidas en la dinámica del régimen de acumulación luego del abandono de la convertibilidad, la formación de activos externos por parte del sector privado siguió siendo muy dinámica, especialmente a partir de 2007.

25. A esto debe agregársele una menor remisión en el sector petrolero a raíz de la reestatización parcial de YPF. En efecto, la renacionalización del 51% de las acciones de YPF en manos de Repsol (mayo de 2012) implicó una mayor reinversión y una menor distribución de dividendos entre los accionistas de la empresa más grande del país. De acuerdo a las estimaciones del Banco Central, el sector petrolero fue el que más utilidades y dividendos remitió bajo el kirchnerismo, pero descendió significativamente con la renacionalización: en 2014 la participación del sector petrolero en la remisión total de utilidades fue del 12% (en 2012 fue del 18% y en años anteriores llegó a significar más del 30%).

Gráfico 6. Argentina. Evolución de la fuga de capitales locales al exterior*, 2002-2017 (en millones de dólares)



* La fuga de capitales fue calculada a partir de la formación de activos externos descontada la variación en los saldos de los depósitos en moneda extranjera.

Fuente: *elaboración propia en base a información del BCRA.*

En relación con esta cuestión, cabe destacar que bajo el esquema convertible la fuga fue realizada mayormente por el gran empresariado y estuvo asociada al despliegue de diferentes estrategias de “valorización financiera” del capital y de elusión o evasión impositiva, así como a la salida al exterior de buena parte de los recursos generados por la venta de muchas empresas y grupos nacionales al capital extranjero. Durante los gobiernos kirchneristas, si bien algunos de estos elementos también estuvieron presentes (como las prácticas elusivas o evasivas y la remesa de recursos generados por la desnacionalización de algunas compañías oligopólicas), lo que parece haber primado es el envío al exterior de las abultadas ganancias corrientes internalizadas por esta fracción del poder económico en el marco del mencionado escenario de “reticencia inversora” por parte del capital concentrado interno.

Si bien la desconfianza en la moneda nacional y la opción por el ahorro en moneda extranjera se volvió un fenómeno difundido en el mundo empresarial y en amplias capas de los sectores medios y altos de la Argentina, los propietarios de los grupos económicos tuvieron un rol destacado en la formación de activos externos. La información al respecto es escasa y fragmentaria, pero permite afirmar que los grandes empresarios locales explican una proporción considerable de la fuga de capitales que se dio en 2008 y 2011, años con niveles récord. En cuanto a este último episodio, con los datos sistematizados por Zaiat (2012) se puede comprobar que en el listado de los principales compradores de divisas para atesoramiento (personas físicas) figuran directivos de varios conglomerados empresariales y grandes compañías que, por diversos motivos, se expandieron fuertemente tras la “salida devaluatoria” de la convertibilidad: Bagó, Frávega, IRSA, Ledesma, Macro, Olmedo, Pampa Holding y Petersen, entre otros. A su vez, cuando la indagación se posa sobre el universo de personas jurídicas se constata la existencia de firmas pertenecientes a *holdings* relevantes como, por caso, Arcor, BGH, Eurnekián, La Nación, Madanes, Roemmers, Techint y Urquía^{26/27}.

En definitiva, de lo analizado en este apartado y el anterior se concluye que, con independencia del origen del capital, las grandes empresas que lideran el proceso económico en la Argentina desplegaron durante el kirchnerismo estrategias de acumulación signadas por una importante “reticencia inversora”, con su correlato en una fuerte remisión del exce-

26. A raíz de las filtraciones de los denominados “*Panama Papers*” fue posible establecer que muchos de estos grupos económicos locales (y varios más) son propietarios de una vasta red de sociedades *offshore* a través de las cuales se canaliza buena parte de los recursos fugados del país (O’Donnell y Lukin, 2017).

27. Como se visualiza en el Gráfico 6, tras el récord de fuga registrado en 2011, la aplicación de los controles cambiarios produjo una declinación significativa en la misma. Con la gestión de Cambiemos, una vez eliminados los controles cambiarios, la fuga vuelve a crecer a punto tal que en 2017 comprometió cerca de 25.000 millones de dólares. Esto se da en el contexto de un crecimiento aceleradísimo del endeudamiento externo y de un esquema económico en el que los negocios financieros ocupan un lugar protagónico (Basualdo, 2017; Cantamutto, Costantino y Schorr, 2018; Rua y Zeolla, 2018).

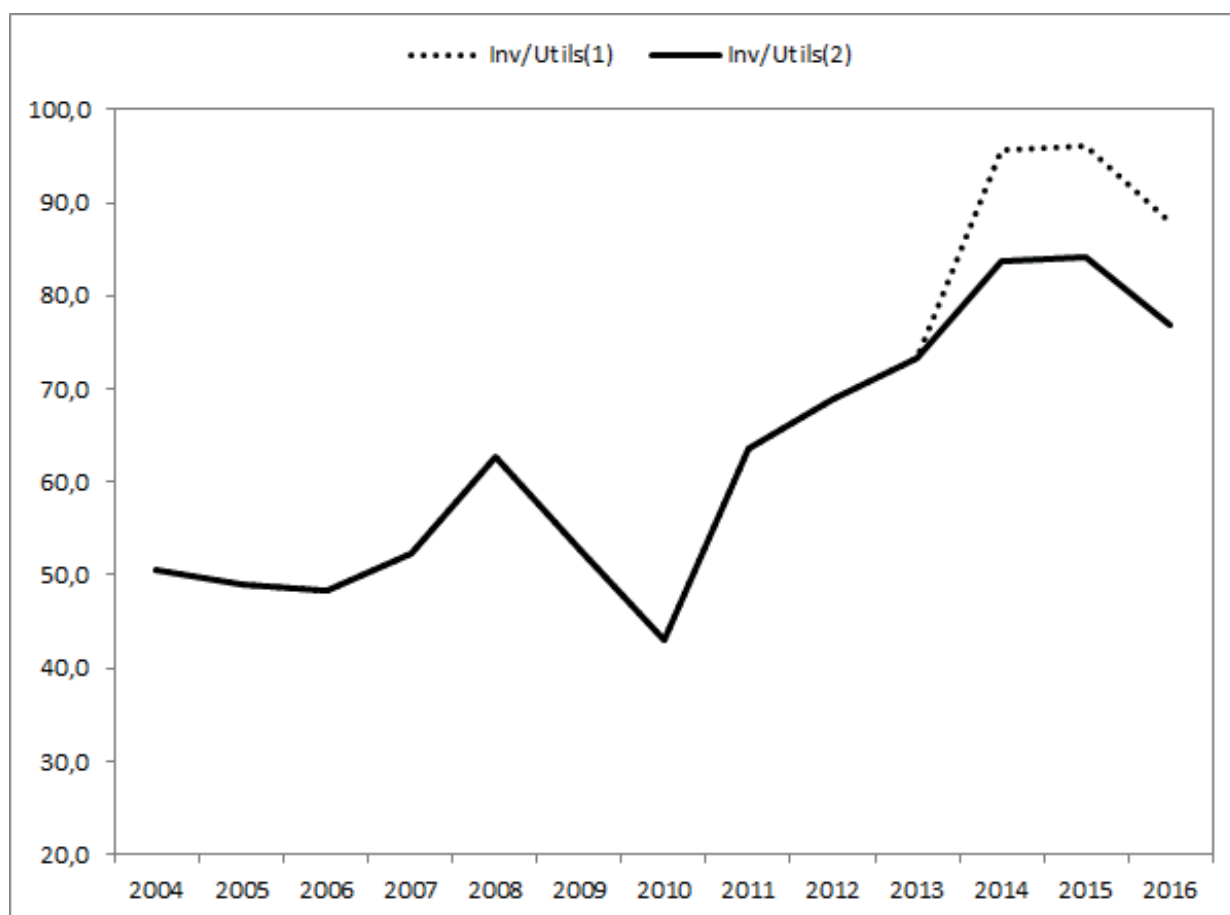
dente allende las fronteras nacionales, sobre todo hasta 2011. Como se planteó, para una economía con un sistema financiero reducido y poco desarrollado, a lo que se suma una persistente inflación y una rica historia en crisis cíclicas que acarrearán la pérdida de valor de la moneda local, el carácter concreto que asume la financiarización pasa centralmente por la dolarización y la fuga de los excedentes.

Ahora bien, las variables consideradas hasta aquí (inversión, rentabilidad, destino de las utilidades de las compañías transnacionales y fuga de capitales locales al exterior) muestran una trayectoria particular entre 2012 y 2015, la cual podría ser interpretada como una reversión de la lógica “financiera” que parece haber dominado el período previo en lo que refiere al destino del plusvalor apropiado. Para poder evaluar si, como aparenta, las grandes firmas del medio local relegaron la “reticencia” a favor de una “vocación inversora”, en lo que sigue se analiza la naturaleza de los factores que pudieron haber incidido en dicha transformación.

III.2. ¿Una vocación inversora de las grandes empresas en el ocaso del kirchnerismo?

El hecho de que el incremento de la rentabilidad no haya sido acompañado en una medida similar por la formación de capital no resulta extraño si se considera el comportamiento que ha tenido en las últimas décadas el gran capital en la Argentina, así como las tendencias que se han venido manifestando a nivel regional (Torija Zane y Gottschalk, 2018) y a escala global (Pérez Ártica, 2013). Lo llamativo es lo que ocurrió entre 2012 y 2015, cuando la considerable brecha entre ambas variables se estrechó de modo marcado (Gráfico 4). Ello determinó que entre esos años aumentara significativamente la relación entre la inversión bruta y las utilidades obtenidas en conjunto por las 500 firmas de mayores dimensiones del país (Gráfico 7). En ese marco, pareciera darse una suerte de paradoja: los oligopolios líderes invirtieron más cuanto menos ganancias tuvieron, en una fase que además coincidió con el momento de menor crecimiento económico bajo el kirchnerismo (0,4% promedio anual en 2012-2015).

Gráfico 7. Argentina. Evolución del peso de la inversión sobre las utilidades en las 500 empresas de mayores dimensiones, 2004-2016 (en porcentajes)



(1) A partir de 2012 se realizaron cambios metodológicos en la ENGE que implicaron un descenso en el nivel de utilidades al no considerar como parte de las mismas a las rentas distribuidas. Para hacer compatible la nueva serie con los datos del período 2004-2012 se adicionaron las rentas netas distribuidas por las sociedades.

(2) Además del cambio en el cálculo de las utilidades, en la nueva serie también se modificó la forma de calcular los impuestos. Para mejorar la compatibilidad entre las series se presenta una estimación que considera el diferencial de impuestos entre ambas.

Fuente: *elaboración propia en base a información del INDEC.*

Para explicar esta peculiaridad es necesario tener en cuenta dos factores. El primero se relaciona con el señalado establecimiento de restricciones cambiarias desde fines de 2011 ante el deterioro de los indicadores del sector externo del país. El segundo remite al “regreso” parcial del Estado a la actividad productiva a instancias de la reestatización de la mayoría accionaria de YPF y sus empresas controladas o vinculadas por lazos societarios.

Sin duda, las medidas de regulación de la venta de divisas para atesoramiento asumen especial importancia a la hora de dar cuenta del fuerte descenso de la salida de divisas por diferentes canales. A finales de 2011 se implementaron diversos controles cambiarios (a los que desde distintos sectores se rotuló como “cepo cambiario”). Por este dispositivo se restringió la adquisición de divisas sin fines específicos, debiendo para ello los interesados solicitar una autorización de la autoridad fiscal (AFIP)²⁸. La relajación parcial de estos controles en 2014 es lo que explica el incremento de la fuga de capitales en dicho año y 2015, aunque se mantuvo en niveles relativamente bajos comparados con la situación previa al “cepo” (Gráfico 6).

Si bien siguieron existiendo carriles informales para fugar capitales durante su vigencia (dólar *blue*, “dólar bolsa”, “contado con liqui”, precios de transferencia en operaciones comerciales), los controles cambiarios favorecieron parcialmente el incremento de algunas inversiones, aunque muchas de ellas desvinculadas de las actividades principales de las firmas (por ejemplo, la compra de inmuebles)²⁹. En la mayor parte de los casos dichas inversiones mantuvieron una lógica financiera, a la espera de que se reabriesen los canales tradicionales de fuga.

Ante las restricciones en el sector externo también se encararon negociaciones con un número amplio de compañías transnacionales para que postergaran la remisión de utilidades, al tiempo que se establecieron algunos cambios normativos que afectaron parcialmente la distribución de dividendos. Entre ellos se encuentra la imposición de nuevos requisitos de solvencia del Banco Central a las entidades financieras para poder

28. A fines de octubre de 2011 se implementó una autorización especial ante la AFIP para todos aquellos individuos que querían adquirir divisas sin una finalidad productiva específica, control que se amplió en febrero de 2012 cuando se implementaron regulaciones para la compra de dólares por parte de empresas para todo tipo de operaciones, las cuales debían contar con el aval del Banco Central. A mediados de dicho año directamente se eliminó la opción ahorro del formulario de AFIP, quedando inhabilitada la compra de dólares para este fin en el mercado oficial (Rua y Zeolla, 2018).

29. En este punto cabe resaltar que los controles cambiarios tenían como finalidad excluyente la de evitar una mayor salida de divisas, pero sin imponer condicionalidades al destino de las utilidades de las grandes empresas.

distribuir utilidades, una nueva ley de mercado de capitales aprobada a fines de 2012 y la sanción de la Ley 26.893 en 2013, que modificó el impuesto a las ganancias e incluyó en el pago de dicho tributo a la distribución de dividendos y utilidades de las empresas, lo mismo que a las transacciones de acciones, bonos y otros valores (antes exentas)³⁰. Todo ello coincide con una reversión en la relación entre remisión y reinversión de utilidades, siendo que esta última superó ampliamente a la primera entre 2012 y 2015 luego de varios años en los que había ocurrido exactamente lo contrario (Gráfico 5).

Pero estos cambios en el comportamiento inversor de las grandes empresas no se explican sólo por las mayores regulaciones cambiarias, sino también por una transformación de envergadura a partir de la reestatización parcial de YPF. La expropiación del 51% del paquete accionario de dicha firma en manos de la española Repsol se produjo luego de un paulatino pero constante deterioro de su capacidad productiva (y del sector hidrocarburífero en su conjunto), que terminó transformando al país en un importador neto de hidrocarburos.

El control estatal de YPF implicó una redefinición en la estrategia empresaria, la cual involucró una reducción muy significativa en la distribución de dividendos y, por el contrario, un incremento considerable en la reinversión de utilidades. Ello fue determinante para detener la caída de la producción de petróleo y gas. En efecto, a pesar de que durante el segundo gobierno de Cristina Fernández de Kirchner se implementaron acciones adicionales para revertir el deterioro de la producción hidrocarburífera como el “Plan Gas” y el establecimiento de precios sostén en un contexto de caída de precios a nivel mundial, la estabilización y posterior recuperación de la producción sectorial (especialmente en gas) se debió fundamentalmente al accionar de YPF, dado que la mayor parte de las petroleras del sector privado siguió reduciendo su producción (Schorr y otros, 2015).

30. Si bien estas regulaciones fueron novedosas, entraban en fricción con normas que se orientaban en un sentido contrario, como la Ley 21.382 de Inversiones Extranjeras y la Ley 21.526 de Entidades Financieras, así como los numerosos Tratados Bilaterales de Inversión vigentes.

Para tener una idea de lo que implicó el nuevo formato de YPF sobre la trayectoria inversora de las 500 empresas más grandes del país, cabe recuperar algunas conclusiones del estudio de Manzanelli (2018). Allí se destaca que si no se considerase a las compañías hidrocarburíferas, la tasa de inversión del conjunto del panel se hubiese mantenido estable entre 2012 y 2015. En ese mismo trabajo se sostiene que, en base a lo consignado en los balances de la petrolera, YPF llegó a representar el 25% del total invertido por la elite empresaria en 2015³¹.

En suma, se puede afirmar el aumento en la reinversión de utilidades registrado en el período 2012-2015 no se debió a una alteración de fondo en el comportamiento de las grandes empresas privadas en la Argentina. Las mismas se encuentran dominadas mayormente por una lógica financiera en tanto se jerarquiza la fuga de capitales y la distribución de dividendos antes que la reinversión de las ganancias con el propósito de ampliar las capacidades productivas domésticas. Este fenómeno está relacionado con la posición marginal que ocupa el país en las denominadas cadenas globales de valor más allá de los sectores que cuentan con ventajas comparativas, los altos grados de oligopolización anteriormente señalados, la relativa estrechez del mercado interno y la histórica fragilidad del sector externo, que ha derivado en crisis recurrentes del balance de pagos.

III.3. La importancia de la financiarización en una economía periférica y dependiente

La importancia de la financiarización de las grandes empresas no financieras en la Argentina no se agota en la fuga de capitales, la remisión de utilidades y dividendos y otros mecanismos de salida de recursos al exterior.

31. En la investigación mencionada se computan las inversiones realizadas por YPF en propiedades, plantas y equipos. A partir de la evolución de esta variable, se identifican dos etapas distintas previas al período 2012-2015. La primera se da entre 2001 y 2007, cuando el peso de YPF sobre la inversión del total de la cúpula pasó del 9,2% al 17,5%; y un segundo momento de retracción en su incidencia (2007-2011), que coincide con el ingreso del grupo Petersen como accionista minoritario en un intento de “argentinización” de la compañía y la adopción de una política que priorizó el reparto de dividendos.

En las estrategias de acumulación desplegadas también suelen jugar un papel relevante los niveles de endeudamiento y las inversiones de carácter estrictamente financiero. Si bien la información disponible para evaluar estas cuestiones es escasa, los datos que brinda la ENGE del INDEC permiten acceder a una visión panorámica del conjunto de la elite empresarial local para el período 2012-2016 (Cuadro 6).

Cuadro 6. Argentina. Evolución de algunos indicadores financieros correspondientes a las 500 empresas de mayores dimensiones, 2012-2016 (en porcentajes)

	2012	2013	2014	2015	2016
Activos financieros/Activo total	42,7	42,8	41,8	42,9	43,0
Endeudamiento del activo (pasivo/activo)	56,9	57,1	57,0	59,5	57,5
Endeudamiento patrimonial (deuda/capital propio)	132,1	133,0	132,8	146,9	135,2
Apalancamiento (activo/patrimonio neto)	232,1	233,0	232,8	246,9	235,2
Autofinanciación (ahorro neto/inversión)	64,8	62,1	57,0	69,8	55,2

Fuente: *elaboración propia en base a información del INDEC.*

De las evidencias correspondientes a la totalidad del panel de las 500 firmas líderes se desprenden las siguientes comprobaciones:

- el peso de los activos financieros es considerable toda vez que en términos agregados representan alrededor del 45% del activo total;
- se trata de grandes empresas con una manifiesta propensión al endeudamiento, lo que se refleja, por ejemplo, en el nivel que asume el “endeudamiento del activo” (en todos los años las acreencias orillaron el 60% del activo), en la elevada relación que se establece entre las deudas y el capital propio, y en la vigencia de un alto coeficiente de apalancamiento; y
- pese a la recurrencia al endeudamiento, en promedio las compañías de la cúpula poseen importantes grados de autofinanciación (entre el 55% y el 70% de la formación bruta de capital se cubre con ahorro propio, sin recurrir a financiamiento de terceros).

En relación con el primer indicador (activos financieros/activo total), es conocida y ha sido ampliamente documentada la preferencia que las grandes corporaciones le conceden a la tenencia de activos líquidos. Se trata de un fenómeno mundial, propio de la fase actual del modo de producción capitalista, en la cual los capitales más concentrados tienden a destinar fondos propios o procedentes del endeudamiento para invertir en activos líquidos. Esto, en la búsqueda de obtener ganancias abultadas en cortos períodos de tiempo y asumiendo bajos niveles de riesgo para viabilizar ingentes y rápidas distribuciones de dividendos entre los accionistas³².

En el caso específico de la Argentina, las firmas líderes suelen invertir en instrumentos financieros como bonos de la deuda pública, letras del Tesoro y del Banco Central, acciones, productos derivados, fondos de inversión, depósitos a plazo, etc.

Sobre estos temas, vale apuntar que entre los años analizados las participaciones de capital y en fondos de inversión explicaron entre el 13% y el 16% del total de activos financieros del conjunto de la elite empresaria. Por su parte, la ponderación de los títulos de deuda se fue incrementando hasta llegar a representar el 9% en 2016. En gran medida, todo ello se asocia con los controles cambiarios aplicados a fines de 2011 y la imposibilidad de adquirir legalmente divisas con fines de atesoramiento: en ese escenario las grandes firmas encontraron en los títulos nominados en moneda extranjera una alternativa de dolarización del excedente³³.

Las trayectorias mencionadas no impidieron que la tenencia de dinero legal y los depósitos se mantuvieran en niveles elevados, promediando el 15% de los activos financieros totales. Con la información que publica la ENGE resulta imposible discernir qué porcentaje le corresponde a tenencia de dinero y cuál a los depósitos, ni tampoco saber dónde están

32. Los activos líquidos poseen una rotación acelerada en la cartera, por lo tanto, demandan financiamiento en forma permanente y compiten por el mismo con la inversión productiva.

33. Este accionar se ha profundizado luego de la eliminación de los controles cambiarios a fines de 2015 en el marco de la aceleradísima colocación de deuda que ha propiciado el gobierno de Cambiemos.

radicados estos últimos. Lo que es claro es que en ambos casos se trata de activos altamente líquidos.

Lo llamativo es que, por fuera de las habituales necesidades operativas de *cash flow*, este tipo de inversiones suele tener bajos o nulos rendimientos³⁴. Más allá de que muchos de los instrumentos antes mencionados se encuentran dolarizados, la compra de divisas para atesoramiento resulta un comportamiento difundido dentro de la elite empresaria de la Argentina y es lo que explica buena parte de la fuga de capitales locales al exterior. Se trata de un reaseguro frente a la posibilidad de desvalorización de la moneda local, proceso que se ha venido profundizando desde mediados del decenio de 1970 hasta el presente.

Ciertamente, una parte de las inversiones aludidas, sobre todo aquellas dolarizadas, no siempre implican la búsqueda de una mayor y más rápida rentabilidad frente a las inversiones productivas, en especial tras el fin de la convertibilidad, sino que representan un “costo” que asumen las compañías líderes para garantizarse cierta previsibilidad y seguridad en un contexto inestable (sea por la recurrente volatilidad macroeconómica del país o por las propias oscilaciones del mercado global). A favor del liderazgo oligopólico que estas firmas suelen ejercer en los mercados en los que operan, es habitual que ese “costo” sea trasladado a los precios de los bienes que elaboran y/o de los servicios que prestan.

Ahora bien, por lejos el mayor activo financiero de las grandes empresas no financieras del medio local corresponde a los préstamos otorgados, que representaron entre el 61% y el 65% del total entre 2012 y 2016. Si bien una proporción de éstos puede corresponder al otorgamiento de créditos a clientes y proveedores, este tipo de préstamos casi nunca explica la totalidad de los mismos.

En este sentido, el notable peso que tienen los préstamos sobre el total de los activos financieros se comprende mejor cuando se analiza lo ocurrido con su reverso, es decir, con los pasivos de las grandes

34. Por supuesto que las divisas depositadas en cuentas bancarias, generalmente en el extranjero, rinden un interés, pero por lo general esos rendimientos son muy inferiores a los que se podrían obtener con otro tipo de herramientas.

compañías. Como se señaló, el endeudamiento de las mismas es significativo. En principio, esto podría estar indicando un alto nivel de endeudamiento para la formación de capital; sin embargo, semejante nivel de endeudamiento no se corresponde con la “reticencia inversora” que caracteriza a este núcleo del *establishment* económico doméstico, máxime si se consideran los relativamente altos grados de autofinanciación que surgen de los balances contables.

En otras etapas históricas (1977-1982 y 1991-2001) buena parte del endeudamiento de las empresas líderes tuvo por finalidad distintos tipos de actividades de acarreo (*carry trade*). Al respecto, en el período analizado (2003-2015) el diferencial de tasas no fue positivo o, al menos, no en una magnitud que justificara la valorización financiera por sobre la inversión productiva, dado que los rendimientos financieros tendieron a ser inferiores que la tasa de ganancia.

Sin embargo, hay un elemento que no solo continuó sino que se profundizó en esos años y que tiene que ver con filiales locales de corporaciones extranjeras y de algunos grupos económicos nacionales que otorgan “préstamos” o toman deuda con firmas relacionadas emplazadas en otros países, lo cual suele ser utilizado para transferir ganancias pagando menores impuestos y/o para eludir limitaciones regulatorias. Justamente, una de las maneras más utilizadas para pagar menos impuestos tanto por parte de empresas transnacionales como locales es mediante la triangulación con firmas propias radicadas en los llamados “paraísos fiscales” (Rúa, 2014; Zucman, 2015).

La información sobre este tipo de transacciones suele ser escasa dado el secretismo con el que operan los “paraísos fiscales” y la limitada accesibilidad que existe en la Argentina a los estados contables de las grandes firmas. Sólo a título ilustrativo se pueden traer a colación los casos de la petrolera YPF, que bajo la gestión de Repsol remitió a los Países Bajos una cifra cercana a los 30 millones de dólares en concepto de pago de intereses a filiales del mismo *holding*, y de las *traders* cerealeras Dreyfus (circa 30 millones al Reino Unido y los Países Bajos) y Cargill (más de 20 millones). Por otro lado, la firma agrícola Cresud –perteneciente al

holding IRSA, con presencia destacada también en la actividad comercial, la bancaria y la turística– creó en 2012 un fondo común de inversión en las Islas Bermudas con activos por más de 500 millones de dólares³⁵.

Si bien no hay datos oficiales sobre el destino de las inversiones directas que salen del país hacia otros destinos, el Banco Central de la República Argentina lleva un registro del *stock* de inversiones extranjeras directas en la Argentina³⁶. Si se toman los países considerados como “paraísos fiscales” con un criterio inclusivo³⁷, los mismos representaron entre el 24% y el 28% de la posición pasiva bruta de IED en la Argentina entre 2005 y

35. Según surge de la investigación de Cassini, García Zanotti y Schorr (2018), Cargill y Dreyfus poseen la particularidad de haber incrementado entre 2003 y 2015 la incidencia de ciertos rubros ligados a activos líquidos. En ambas firmas el peso relativo de los créditos corrientes aumentó en forma considerable. Esta variable incluye en su mayoría a los préstamos otorgados a partes relacionadas, de los cuales se destacan los créditos por ventas y los financieros.

36. La posición pasiva bruta de IED en Argentina relevada por el BCRA desde 2004 incluye tanto las participaciones de capital como los instrumentos de deuda en dólares corrientes.

37. En diciembre de 2017 la Unión Europea elaboró un “listado negro” de “paraísos fiscales” que incluía 17 jurisdicciones: Samoa Americana, Bahrein, Barbados, República de Corea, Emiratos Árabes Unidos, Granada, Guam, Macao, Islas Marshall, Mongolia, Namibia, Palau, Panamá, Santa Lucía, Samoa, Trinidad y Tobago y Túnez. Asimismo, ubicó a otras 47 jurisdicciones en un “listado gris”, entre las cuales se encontraban Bermudas, Islas Caimán, Curazao, Hong Kong, Liechtenstein, Suiza y Uruguay, en tanto la evaluación de otras 9 jurisdicciones fue postergada (la mayoría de ellas terminó siendo incorporada a algunas de las dos listas al año siguiente, entre ellas, Bahamas y las Islas Vírgenes Británicas). Por su parte, el “Financial Secrecy Index” de 2018 elaborado por la organización *Tax Justice Network* incluye entre los 20 “paraísos” más importantes del mundo a: Suiza, EE.UU., Islas Caimán, Hong Kong, Singapur, Luxemburgo, Alemania, Taiwán, Emiratos Árabes Unidos, Guesmey, Líbano, Panamá, Japón, Países Bajos, Tailandia, Islas Vírgenes Británicas, Bahrein, Jersey, Bahamas y Malta. Para la selección de países realizada para este trabajo se tomó como base estos listados pero siguiendo dos criterios restrictivos: por un lado, que la IED proveniente de dichas jurisdicciones tuviera cierta importancia para la Argentina; además, se excluyeron aquellos países que figuran en algunos listados como “paraísos fiscales” pero que tienen importantes posiciones de IED en el país que exceden largamente las actividades *offshore*, como los casos de los Estados Unidos, Alemania, el Reino Unido y Japón. De esta manera, los países considerados “paraísos fiscales” fueron los siguientes: Bahamas, Barbados, Bermudas, Hong Kong, Irlanda, Islas Caimán, Islas Vírgenes Británicas, Liechtenstein, Luxemburgo, Países Bajos, Panamá, Singapur, Suiza y Uruguay.

2016. Es obvio que no toda esa IED puede ser atribuida a inversiones realizadas por firmas argentinas o radicadas en el país a través de filiales en los mencionados países (*offshore*); pero se puede inferir que una proporción importante corresponde a ello. Si se considera sólo la IED proveniente de Bermudas, Islas Caimán, Luxemburgo y Uruguay, todas economías de tamaño reducido y con escasas empresas “reales” propias, ésta representó un promedio del 11% del *stock* de inversiones extranjeras entre 2005 y 2016. Para tener una idea de la importancia de estos cuatro países “chicos” en términos de IED en la Argentina alcanza con señalar que su peso es similar al de Alemania, Francia, Italia y Reino Unido juntos. De esta manera, puede suponerse que buena parte de las inversiones provenientes de ese tipo de países corresponde tanto a firmas argentinas como a empresas transnacionales que operan a través de esos “paraísos fiscales”³⁸.

En cualquier caso, ya sea que se trate de mecanismos de elusión fiscal, valorización financiera o aplicados a la dolarización de ganancias corrientes, se consuma el predominio de la lógica financiera entre las empresas productivas. Teniendo en cuenta los aspectos aquí desarrollados se puede concluir que la financiarización está presente tanto en el comportamiento especulativo que realizan las grandes empresas de la Argentina para incrementar sus ganancias, como en los “costos” que asumen para salvaguardar la plusvalía extraída en una economía sujeta a crisis cíclicas en su balance de pagos.

Reflexiones finales

En este trabajo se estudió el derrotero de los sectores económicamente dominantes de la Argentina durante el ciclo de gobiernos del kirchnerismo. Las evidencias analizadas dieron cuenta de ciertos rasgos de ruptura con el período anterior, dominado por las políticas neoliberales y cono-

38. Como ejemplo, cabe mencionar el caso del grupo económico Techint, el más importante de la Argentina, el cual estableció su casa matriz en Luxemburgo a comienzos de 2011, trasladando las oficinas que tenía en las Islas Caimán y en Curazao (Gaggero, 2015).

cido como de “valorización financiera”, pero está lejos de poder afirmarse que se trató de un vuelco netamente productivista liderado por una renovada burguesía nacional, tal como se lo propusieron, al menos discursivamente, los principales referentes políticos de los gobiernos que asumieron tras el colapso de la convertibilidad a fines de 2001.

Si bien se pueden reconocer diferentes fases en la evolución del grado de *concentración económica global* durante los años bajo análisis, antes de revertirse, se observó una consolidación estructural de la elite empresaria en la economía argentina. Esto es válido no sólo en términos del valor bruto de producción sino también por el control que ejercen estos grandes capitales sobre variables clave, en particular sobre las divisas procedentes del comercio exterior

La consolidación estructural de la cúpula estuvo asociada a las distintas trayectorias que tuvieron las diferentes fracciones del capital que conviven en su interior y a las estrategias de acumulación adoptadas por ellas. Mientras que durante los primeros años posteriores al abandono de la convertibilidad se produjo una acentuación del proceso de extranjerización que se venía manifestando desde mediados de la década de 1990, a partir de 2007 se asistió a una reversión parcial de este fenómeno. Ello se dio en sintonía con, por un lado, una mayor participación de algunas firmas pertenecientes a grupos económicos “viejos” y “nuevos” y, por otro lado, el “retorno del Estado” en calidad de accionista y/o propietario de unas pocas grandes compañías. No obstante esta reversión parcial, el predominio del capital extranjero se mantuvo inalterado, con una incidencia especialmente destacada en aquellos sectores que definen el perfil de especialización productiva y el lugar que ocupa la Argentina en la división internacional del trabajo.

En ese contexto, cabe resaltar que mientras la mayor parte de los grupos económicos “viejos” se replegó, con pocas excepciones, hacia el procesamiento de recursos básicos, en algunos casos potenciando la internacionalización de sus actividades (por la vía exportadora y/o a favor de inversiones en otros espacios nacionales), la expansión de *holdings* “nuevos” no implica la irrupción de un conjunto de “campeones nacionales”

fomentados desde el aparato estatal, a la manera de los *chaebols* coreanos (Amsden e Hikino, 1995). En efecto, estos capitales no planean disputar una porción del mercado mundial en sectores dinámicos y/o intensivos en conocimiento, sino que se vinculan con el aprovechamiento de ciertos espacios de acumulación que operan a resguardo de la competencia externa. Durante el período estudiado, su expansión fue posible porque se dio, en la mayoría de los casos, en el marco de actividades no transables y reguladas por el Estado. Es por ello que más allá de las diferencias que puedan establecerse entre estos capitales y los anteriores, es claro que, vistos en conjunto, su desempeño en la etapa kirchnerista no contribuyó a impulsar una reindustrialización basada en el desarrollo de nuevas capacidades productivas que puedan potenciar las ventajas dinámicas de la economía argentina.

En este sentido, ni el capital extranjero radicado en el país ni los “nuevos” y “viejos” conglomerados nacionales apuntaron a transformar la estructura productiva para generar nuevas actividades que puedan ser competitivas en el mercado mundial más allá de los sectores ya consolidados, en su mayor parte aquellos que cuentan con ventajas comparativas derivadas de los recursos naturales. Ello se corresponde con la “reticencia inversora” que mostró el conjunto de grandes firmas de la Argentina en la etapa de mayor crecimiento durante los ciclos kirchneristas. Este comportamiento se expresó en un nivel inferior de la tasa de inversión respecto del margen de rentabilidad. La contracara de esta “reticencia inversora” ha sido tanto la distribución de dividendos (especialmente entre las firmas transnacionales), como la fuga de capitales (con un papel destacado de los grupos económicos locales). Esta “preferencia por la liquidez” de las grandes empresas no financieras sugiere la vigencia de una lógica de acumulación más ligada a la financiarización que a la expansión productiva.

La financiarización de este segmento del poder económico local también se corrobora al considerar la importancia que tienen los activos financieros, así como el elevado peso del endeudamiento de las firmas. Lo significativo de dicho endeudamiento es que puede deducirse que

el mismo no estuvo destinado exclusivamente a la formación de capital, dado que en paralelo se observó un elevado peso de la autofinanciación.

Si bien una parte del proceso de financiarización de las grandes empresas corresponde a la búsqueda de ganancias más fáciles y seguras, otro aspecto no menos importante es la necesidad de salvaguardar la plusvalía extraída, ya no solo por fuera del circuito productivo, sino también por fuera del sistema financiero local. Ello responde no sólo a estrategias de evasión o elusión impositiva sino fundamentalmente a las características propias de una economía dependiente como la argentina, la cual se encuentra sujeta a cíclicas crisis en su balance de pagos.

La aparente reversión del proceso anteriormente descrito durante los últimos años del kirchnerismo, cuando se produjo un incremento en la tasa de inversión de las grandes compañías en paralelo a un menor nivel de rentabilidad, no invalida el balance aquí trazado. La renovada “vocación inversora” se debió, en primer lugar, a la imposibilidad de dolarizar y sacar del país ganancias a través de los canales legales por la imposición de restricciones a la adquisición de divisas ante la reaparición de serios problemas en el sector externo de la economía y, en segundo lugar, a la reestatización de la mayoría accionaria de YPF, lo que implicó un cambio radical en la estrategia de la compañía más grande del país en lo que refiere a la relación entre inversión y distribución de dividendos.

En definitiva, se puede afirmar que el comportamiento de las grandes empresas privadas en la Argentina se encuentra dominado por una lógica financiera en tanto priorizan la fuga de capitales y la distribución de dividendos por sobre la reinversión de las ganancias. Este fenómeno, además de acompañar las tendencias de la actual fase de financiarización de la economía mundial, está relacionado con la posición marginal que ocupa el país en las cadenas globales de valor (más allá de los sectores que cuentan con ventajas comparativas naturales), los altos grados de oligopolización existentes, la relativa estrechez del mercado interno y la histórica fragilidad de su sector externo.

Bibliografía de referencia

- Aguar de Medeiros, C. y Trebat, N. (2018): “Las finanzas, el comercio y la distribución del ingreso en las cadenas globales de valor: implicancias para las economías en desarrollo y América Latina”, en Abeles, M., Pérez Caldentey, E. y Valdecantos, S. (eds.): *Estudios sobre financierización en América Latina*, CEPAL, Santiago de Chile.
- Amsden, A. e Hikino, T. (1995): “La industrialización tardía en perspectiva histórica”, en *Desarrollo Económico*, N° 137, Buenos Aires.
- Arceo, E. (2011): *El largo camino a la crisis. Centro, periferia y transformaciones en la economía mundial*, Cara o Ceca, Buenos Aires.
- Arelovich, S. (2011): “Situación de las empresas del complejo oleaginoso de la Argentina. Análisis económico de los balances”, Rosario, mimeo.
- Auvray, T., Dallery, T. y Rigot, S. (2016): *L'entreprise liquidée. La finance contre l'investissement*, Michalon, París.
- Azpiazu, D. (2003): *Las privatizaciones en la Argentina. Diagnóstico y propuestas para una mayor equidad social*, Miño y Dávila, Buenos Aires.
- Azpiazu, D. (2008): “¿Aliciente a la formación de capital de emprendedores o promoción de la concentración económica?”, en *Realidad Económica*, N° 238, Buenos Aires.
- Azpiazu, D., Basualdo, E. y Khavisse, M. (2004): *El nuevo poder económico en la Argentina de los años ochenta. Edición definitiva*, Siglo Veintiuno Editores, Buenos Aires.
- Azpiazu, 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.
- Azpiazu, D. y Schorr, M. (2010): *Hecho en Argentina. Industria y economía, 1976-2007*, Siglo Veintiuno Editores, Buenos Aires.
- Barrera, M. (2014): *La entrega de YPF. Análisis del proceso de privatización de la empresa*, Cara o Ceca, Buenos Aires.
- Barrera, M. y Serrani, E. (2018): “Energía y restricción externa en la Argentina reciente”, en *Realidad Económica*, N° 315, Buenos Aires.
- Basualdo, E. [coord.] (2017): *Endeudar y fugar. Un análisis de la historia económica argentina, de Martínez de Hoz a Macri*, Siglo Veintiuno Editores, Buenos Aires.
- Cantamutto, F., Costantino, A. y Schorr, M. (2018): “El carácter social del gobierno de Cambiemos en la Argentina. Un enfoque desde la economía política”, Universidad Nacional de San Martín, Buenos Aires, mimeo.

- Cantamutto, F. y Schorr, M. (2017): “Rumbo claro, límites crecientes”, en *Le monde diplomatique*, N° 215, Buenos Aires.
- Cantamutto, F., Schorr, M. y Wainer, A. (2016): “El sector externo de la economía argentina durante los gobiernos del kirchnerismo (2003-2015)”, en *Realidad Económica*, N° 304, Buenos Aires.
- Cantamutto, F. y Wainer, A. (2013): *Economía política de la convertibilidad. Disputa de intereses y cambio de régimen*, Capital Intelectual, Buenos Aires.
- Cassini, L. (2015): “Reinversión de utilidades y concentración en la industria manufacturera argentina en la posconvertibilidad”, en *Realidad Económica*, N° 292, Buenos Aires.
- Cassini, L., García Zanotti, G. y Schorr, M. (2018): “¿Bendición o maldición de los recursos naturales? Reticencia inversora y lógica financiera en las producciones primarias de la Argentina”, ponencia presentada en la Primera conferencia sobre planificación del desarrollo “Julio H. G. Olivera”, Buenos Aires.
- Castellani, A. (2009): *Estado, empresas y empresarios. La construcción de ámbitos privilegiados de acumulación entre 1966 y 1989*, Prometeo, Buenos Aires.
- CENDA (2010): *La anatomía del nuevo patrón de crecimiento y la encrucijada actual. La economía argentina en el período 2002-2010*, Cara o Ceca, Buenos Aires.
- Chesnais, F. [comp.] (1999): *La mundialización financiera. Génesis, costo y desafíos*, Losada, Buenos Aires.
- Damill, M. y Frenkel, R. (2015): “La economía argentina bajo los Kirchner: una historia en dos lustros”, en Gervasoni, C. y Peruzzotti, E. (eds.): *¿Década ganada? Evaluando el legado del kirchnerismo*, Debate, Buenos Aires.
- Gaggero, A. (2013): “La retirada de los grupos económicos argentinos durante la crisis y salida del régimen de convertibilidad”, en *Desarrollo Económico*, N° 206, Buenos Aires.
- Gaggero, A. (2015): “Los efectos de la internacionalización y la extranjerización de los grandes grupos empresarios argentinos. Los casos de Techint, Eurnekián y Fortabat”, CEFID-AR, Documento de Trabajo N° 74, Buenos Aires.
- Gaggero, A. y Schorr, M. (2016): “La cúpula empresaria durante los gobiernos kirchneristas. Balance y legados”, en *Realidad Económica*, N° 297, Buenos Aires.
- Gaggero, A. y Schorr, M. (2017): “Las grandes empresas nacionales de la Argentina bajo los gobiernos del kirchnerismo”, en *H-industri@ Revista de historia de la industria, los servicios y las empresas en América Latina*, N° 21, Buenos Aires.

- Gaggero, A., Schorr, M. y Wainer, A. (2014): *Restricción eterna. El poder económico durante el kirchnerismo*, Futuro Anterior, Buenos Aires.
- Giacchi, F. (2017): *Los Tratados Bilaterales de Inversión. El caso de Argentina en la convertibilidad y en la etapa posneoliberal (1991-2015)*, Tesis de Maestría en Economía Política, FLACSO, Buenos Aires.
- González, M. y Manzanelli, P. (2012): “La industria en la posconvertibilidad. El caso del complejo automotor”, Área de Economía y Tecnología de la FLACSO, Documento de Trabajo N° 25, Buenos Aires.
- Grondona, V. (2014): “Fuga de capitales. La manipulación de los precios de transferencia”, CEFID-AR, Documento de Trabajo N° 58, Buenos Aires.
- Krippner, G. (2005): “The financialization of the American economy”, en *Socio-Economic Review*, N° 3, Oxford.
- Kulfas, M. (2001): “El impacto del proceso de fusiones y adquisiciones en la Argentina sobre el mapa de grandes empresas. Factores determinantes y transformaciones en el universo de las grandes empresas de capital local”, CEPAL, Serie Estudios y Perspectivas, N° 2, Buenos Aires.
- Kulfas, M. (2016): *Los tres kirchnerismos. Una historia de la economía argentina, 2003-2015*, Siglo Veintiuno Editores, Buenos Aires.
- Lavarello, P. y Sarabia, M. (2017): “La política industrial en la Argentina durante la década de 2000”, en Abeles, M., Cimoli, M. y Lavarello, P. (eds.): *Manufactura y cambio estructural. Aportes para pensar la política industrial en la Argentina*, CEPAL, Santiago de Chile.
- López, E. (2015): *Los años post-neoliberales. De la crisis a la consolidación de un nuevo modo de desarrollo*, Miño y Dávila, Buenos Aires.
- Manzanelli, P. (2016): *Grandes corporaciones y formación de capital en la Argentina, 2002-2012*, Tesis de Doctorado en Ciencias Sociales, Facultad de Ciencias Sociales (UBA), Buenos Aires.
- Manzanelli, P. (2018): “¿En el mundo del revés? La cúpula empresaria y la inversión en Argentina 2002-2016”, Área de Economía y Tecnología de la FLACSO, Buenos Aires, mimeo.
- Manzanelli, P. y 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”, en *Realidad Económica*, N° 304, Buenos Aires.

- Manzanelli, P. y Schorr, M. (2013): “Oligopolio e inflación. Aproximación al proceso de formación de precios en la industria argentina en la posconvertibilidad”, en *Realidad Económica*, N° 273, Buenos Aires.
- Mercatante, E. (2015): *La economía argentina en su laberinto. Lo que dejan doce años de kirchnerismo*, CEIP, Buenos Aires.
- Moncaut, N. y Vázquez, D. (2017): “El sendero de desarrollo chino y sus particularidades: incidencia e implicancias para los países sudamericanos”, en *Realidad Económica*, N° 305, Buenos Aires.
- O’Donnell, S. y Lukin, T. (2017): *Argenpapers. Los secretos de la Argentina offshore en los Panama Papers*, Sudamericana, Buenos Aires.
- Ortiz, R. y Schorr, M. (2006): “La economía política del gobierno de Alfonsín: creciente subordinación al poder económico durante la ‘década perdida’”, en Pucciarelli, A. (coord.): *Los años de Alfonsín. ¿El poder de la democracia o la democracia del poder?*, Siglo Veintiuno Editores, Buenos Aires.
- Pérez Ártica, R. (2013): *Acumulación de liquidez y exceso de ahorro en firmas de países desarrollados*, Tesis de Doctorado en Economía, Universidad Nacional del Sur, Bahía Blanca.
- Piva, A. (2015): *Economía y política en la Argentina kirchnerista*, Batalla de Ideas, Buenos Aires.
- Piva, A. (2017): “La épica de un país ordenado. En torno a la caracterización del gobierno Cambiemos”, en *Intersecciones*, disponible en <http://intersecciones.com.ar/index.php/articulos/37-la-epica-de-un-pais-ordenado-en-torno-a-la-caracterizacion-del-gobierno-cambiemos>.
- Porta, F., Fernández Bugna, C. y Moldovan, P. (2009): “Comercio e inserción internacional”, en Kosacoff, B. y Mercado, R. (edits.): *La Argentina ante la nueva internacionalización de la producción*, CEPAL/PNUD, Buenos Aires.
- Porta, F., Santarcángelo, J. y Schteingart, D. (2014): “Excedente y desarrollo industrial en Argentina: situación y desafíos”, CEFID-AR, Documento de Trabajo N° 59, Buenos Aires.
- Porta, F., Santarcángelo, J. y Schteingart, D. (2017): “Un proyecto político con objetivos económicos. Los límites de la estrategia kirchnerista”, en Pucciarelli, A. y Castellani, A. (comps.): *Los años del kirchnerismo. La disputa hegemónica tras la crisis del orden liberal*, Siglo Veintiuno Editores, Buenos Aires.
- Rabinovich, J. (2017): “Los nuevos grupos y sus viejas prácticas. Entre ámbitos privilegiados de acumulación, especulación y monopolios”, Buenos Aires, mimeo.

- Rabinovich, J. (2018): “Grupos locales y acumulación de capital en el sector de electrónica de consumo en Argentina (2003-2014)”, en *Apuntes del Cenes*, N° 65, Tunja.
- Rúa, M. (2014): “Los *facilitadores* y sus modos de acción”, CEFID-AR, Documento de Trabajo N° 60, Buenos Aires.
- Rua, M. y Zeolla, N. (2018): “Desregulación cambiaria, fuga de capitales y deuda: la experiencia argentina reciente”, en *Problemas del Desarrollo*, N° 194, México.
- Rougier, M. y Odisio, J. (2017): “Argentina será industrial o no cumplirá sus destinos”. *Las ideas sobre el desarrollo nacional (1914-1980)*, Imago Mundi, Buenos Aires.
- Schorr, M. (2004): *Industria y nación. Poder económico, neoliberalismo y alternativas de reindustrialización en la Argentina contemporánea*, Edhasa, Buenos Aires.
- Schorr, M. (2005): *Cambios en la estructura y el funcionamiento de la industria argentina entre 1976 y 2004. Un análisis socio-histórico y de economía política de la evolución de las distintas clases sociales y fracciones de clase durante un período de profundos cambios estructurales*, Tesis de Doctorado en Ciencias Sociales, FLACSO, Buenos Aires.
- Schorr, M. [coord.] (2013): *Argentina en la posconvertibilidad: ¿desarrollo o crecimiento industrial? Estudios de economía política*, Miño y Dávila, Buenos Aires.
- Schorr, M. (2018): “El poder económico de la Argentina bajo los gobiernos del kirchnerismo. Un análisis a partir del panel de grandes empresas”, en Schorr, M. (coord.): *Entre la década ganada y la década perdida. La Argentina kirchnerista. Ensayos de economía política*, Batalla de Ideas, Buenos Aires.
- Schorr, M., Barrera, M., Kennedy, D. y Palermo, H. (2015): “Impacto socio-económico de YPF desde su renacionalización. Desempeño productivo e implicancias sobre los mercados laborales y el entramado de proveedores”, Documento de Proyecto, CEPAL, Buenos Aires.
- Schorr, M. y Porcelli, L. (2014): “La industria electrónica de consumo en Tierra del Fuego. Régimen promocional, perfil de especialización y alternativas de desarrollo sectorial en la posconvertibilidad”, IDAES/UNSAM, Documentos de Investigación Social, N° 26, Buenos Aires.
- Schorr, M. y Wainer, A. (2017): “La economía argentina bajo el kirchnerismo: de la holgura a la restricción externa”, en Pucciarelli, A. y Castellani, A. (comps.): *Los años del kirchnerismo. La disputa hegemónica tras la crisis del orden liberal*, Siglo Veintiuno Editores, Buenos Aires.
- Torija Zane, E. y Gottschalk, R. (2018): “Patrones financieros y de inversión en América Latina desde la perspectiva del comportamiento empresarial”, en Abeles, M., Pérez Cal-

- dentey, E. y Valdecantos, S. (edits.): *Estudios sobre financierización en América Latina*, CEPAL, Santiago de Chile.
- Wainer, A. (2010): *Clase dominante, hegemonía y modos de acumulación. La reconfiguración de las relaciones de fuerza en el interior de la burguesía durante la crisis y salida de la convertibilidad (1998-2003)*, Tesis de Doctorado en Ciencias Sociales, FLACSO, Buenos Aires.
- Wainer, A. (2018): “Economía y política en la Argentina kirchnerista (2003-2015)”, en *Revista Mexicana de Sociología*, N° 2, México.
- Wainer, A. y Belloni, P. (2018): “¿Lo que el viento se llevó? La restricción externa en el kirchnerismo”, en Schorr, M. (coord.): *Entre la década ganada y la década perdida. La Argentina kirchnerista. Ensayos de economía política*, Batalla de Ideas, Buenos Aires.
- Zaiat, A. (2012): *Economía a contramano. Cómo entender la economía política*, Planeta, Buenos Aires.
- Zucman, G. (2015): *The Hidden Wealth of Nations*, University of Chicago Press, Chicago.

