

Aportes al estudio de la formación de capital en la Argentina actual (2002-2012)*

Pablo Manzanelli**

Resumen

El objetivo de este trabajo es el de examinar el proceso de formación de capital durante la posconvertibilidad (2002-2012), procurando identificar a los agentes económicos que tendieron a inducir la caída en la tasa de inversión que se registra desde 2008 en la economía argentina. En tal sentido, se parte del supuesto de que las grandes corporaciones que operan en el ámbito interno estarían -por su reticencia a canalizar sus utilidades a la inversión- restringiendo la ampliación potencial de las capacidades productivas domésticas y, con ello, provocando efectos perniciosos sobre la evolución de diversas variables de indudable importancia económica para el país (inversión, producto bruto, empleo, precios, fuga de divisas, balance de pagos, etc.). Palabras clave: Capital, Capacidad de inversión, Desarrollo económico, Mercados imperfectos.

Abstract

The target of this work is to examine the process of capital formation during the period known as posconvertibilidad (2002-2012), by attempting to identify economic agents who tended to induce a fall in the investment rate recorded since 2008 in Argentina's economy. In this regard, it is assumed that large corporations that operate locally would be restricting -due to their reluctance to channel their surplus profit into re-investment- the potential expansion of domestic productive capacities and, by doing so, causing harmful effects on the evolution of diverse variables of undoubted economic importance to the country (investment, gross product, employment, prices, foreign currency drain, balance of payments, etc.).

Keywords: Capital, Investment capacity, Economic development, Imperfect markets.

Recibido: 17/03/2015

Aceptado: 27/06/2015

Versión final: 19/07/2015

- * Este trabajo se realizó en el marco del Proyecto PICT 2013-1775 "Las características actuales de la restricción externa en la economía argentina. Viejos problemas, nuevos dilemas" bajo el patrocinio de la Agencia Nacional de Promoción Científica y Tecnológica. La redacción se concluyó a principios de junio de 2014. Se agradecen los comentarios de Enrique Arceo y Martín Schorr a una versión preliminar y más amplia de este trabajo. Por supuesto, se los exime de cualquier responsabilidad en cuanto a los errores y las omisiones que pudieran existir.
- ** Investigador del Área de Economía y Tecnología de la FLACSO. Magíster en Economía Política. Docente de la UBA y FLACSO. pmanzanelli@flacso.org.ar.

JEL Classification: E22, O11, L12, L13.

Résumé:

Le but de cette étude est d'examiner le processus de la formation de capital au cours de la posconvertibilidad (2002-2012), en essayant d'identifier les opérateurs qui avaient tendance à induire une baisse du taux d'investissement enregistrée depuis 2008 dans l'économie en Argentine. À cet égard, il est supposé que les grandes entreprises opérant au niveau national seraient -pour leur réticence à canaliser leurs profits à l'expansion de la capacité de production nationale -potentiel d'investissement de restriction et de provoquer ainsi des effets délétères sur l'évolution des différentes variables d'importance économique incontestable pour le pays (investissement, le produit brut, l'emploi, les prix, la fuite des capitaux, la balance des paiements, etc.).

Mots clés: Capital, Capacité d'investissement, Développement économique, Marchés imparfaits.

Introducción

A partir de 2002 la economía argentina transitó una fase de acelerado crecimiento económico impulsado, entre otros factores, por una elevada tasa de inversión. La expansión de los mercados, las bajas tasas de interés reales y la elevada tasa de beneficios constituyeron un atractivo contexto operativo para las decisiones de inversión durante buena parte de la posconvertibilidad¹. Sin embargo, en el marco de la implosión de la crisis mundial en 2008 y de la irrupción de ciertos cambios macroeconómicos de importancia, la formación de capital empezó a desacelerarse y, consiguientemente, la actividad económica. Es en este cuadro de situación general en el que se inscribe esta investigación, que pretende avanzar en el estudio de la formación de capital durante el período 2002-2012, procurando identificar a los agentes económicos que tendieron a inducir la caída en la tasa de inversión que se registra desde 2008 en la economía argentina.

En tal sentido, se parte del supuesto de que las grandes corporaciones que operan en el ámbito interno estarían, por su reticencia a canalizar sus excedentes a la inversión, restringiendo la ampliación potencial de las capacidades productivas domésticas y, con ellas, provocando efectos perniciosos sobre la evolución de diversas variables de indudable importancia económica para el país (inversión, producto bruto, empleo, precios, fuga de divisas, balance de pagos, etc.).

La búsqueda de respuestas respecto a esta problemática lleva implícita la indagación de distintas, aunque complementarias, dimensiones analíticas que se irán articulando en torno al estudio de la formación de capital.

1 Se trata del período que se abre con la megadevaluación de la moneda en 2002, que dio por finalizado el régimen de convertibilidad (caja de conversión fija anclada en la paridad de un peso argentino un dólar) que rigió en la década de 1990.

Con tal finalidad, en primer lugar se analizarán las características macroeconómicas de la economía argentina en el marco de la posconvertibilidad, distinguiendo las etapas que se evidenciaron en este período. Posteriormente, se abordará el desempeño de la formación de capital, abordando la dinámica de sus distintos componentes. Finalmente, se indagará en las influencias disímiles de las grandes corporaciones y del “resto de la economía” en el comportamiento general de la inversión y las ganancias.

1. Aspectos macroeconómicos y modelos de acumulación de capital

La lógica de acumulación en la Argentina experimentó cambios profundos en los inicios del siglo XXI. El largo proceso de “desindustrialización” que experimentó la economía argentina a partir de 1976 estuvo asociado a la hegemonía de la “valorización financiera” como eje ordenador de las relaciones económicas. En el marco del consenso de Washington y las ideas hegemónicas del neoliberalismo, las grandes empresas buscaron maximizar sus ganancias a partir de los diferenciales implícitos entre las tasas de interés interna e internacionales (la primera fue sistemáticamente más elevada que las segundas durante el período 1976-2001). El endeudamiento externo, la valorización interna y la fuga de capitales constituyeron las variables que jerarquizaron el modo de acumulación en esta etapa de la historia argentina, desviando a los propietarios del capital del ámbito productivo al financiero².

La conversión fija del peso argentino a la relación 1 a 1 con el dólar estadounidense en la década de 1990 constituyó la “fase superior” de este modelo económico. Pero no sólo por el anclaje en un tipo de cambio altamente apreciado, sino -y principalmente- porque allí se implementaron un conjunto vasto de reformas estructurales que acentuaron las tendencias previas. Entre otras, vale resaltar las Leyes de Reforma del Estado, y posteriores privatizaciones, la de Emergencia Económica (junto a la remoción de ciertos subsidios), la eliminación asimétrica de una amplia gama de mecanismos regulatorios, la liberalización del mercado cambiario y los flujos de divisas internacionales, la apertura externa de la economía y la “desregulación” del mercado de trabajo³.

Así, tras un crecimiento considerable -aunque volátil- en los primeros años del régimen de convertibilidad, la economía argentina entró en una larga fase recesiva a fines de 1998 que culminaría en la crisis final del patrón de acumulación con el estallido social en diciembre de 2001. Ello puso de manifiesto, una vez agotadas las capacidades ociosas de la economía tras la crisis hiperinflacionaria de 1989, que el crecimiento de los años noventa se sustentaba en las reformas estructurales, que terminaron demostrando la incapacidad de la “valorización financiera” para encarar un proceso económico que fuera sustentable en el tiempo⁴.

2 Sobre las características de la “valorización financiera” y la fuga de capitales en este período véase Basualdo (2006), Basualdo y Kulfas (2000).

3 Respecto a los rasgos distintivos de la convertibilidad puede consultarse Azpiazu (2005), Basualdo (2003), Damill, Frenkel y Maurizio (2003), Nochteff y Abeles (2000).

4 En varios trabajos se afirma que la expansión de los inicios de la convertibilidad estuvo influenciada por la intensidad de la crisis hiperinflacionaria anterior (entre otros, Frenkel y González Rosada, 1998 y Nochteff, 1999).

Más todavía, en un escenario internacional crítico para las propias características de este modo de acumulación. La restricción en el mercado de capitales que devino de la crisis asiática de 1997 -y la posterior devaluación de, entre otros, Brasil, Rusia e India- constituyó un factor adverso para una economía sumamente deficitaria que estaba supeditada a adquirir empréstitos del exterior (y/o fomentar el ingreso de divisas vía inversiones extranjeras) para mantener el nivel del crédito y la tasa de interés dentro de los rangos compatibles con la expansión del nivel de actividad⁵.

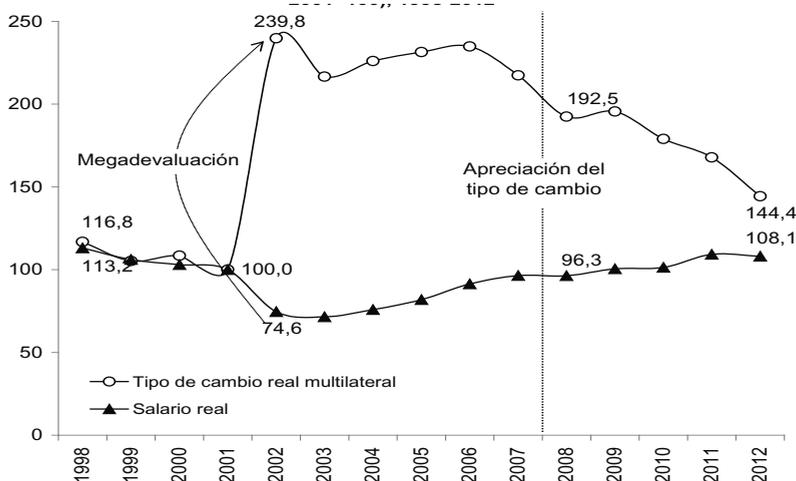
En ese marco, se disolvió la “comunidad de negocios” establecida entre los grupos económicos locales, el capital extranjero y los acreedores externos en torno a las privatizaciones de empresas públicas, la convertibilidad cambiaria y la negociación del Plan Brady que puso en marcha un nuevo ciclo de endeudamiento⁶. El reacomodamiento de las alianzas del bloque en el poder derivó en una pugna entre quienes proponían la dolarización de la economía como solución a la crisis (fracciones extranjeras ligadas a los servicios públicos y los acreedores externos), y quienes impulsaban la devaluación de la moneda doméstica para reactivar la economía en función de sus intereses particulares (los grupos económicos nacionales en asociación con la fracción extranjera industrial)⁷.

De todos modos, a pesar de sus significativas diferencias, ambas opciones provocarían, en caso de implementarse, una profundización aun mayor de la regresividad distributiva y la exclusión social⁸.

Tal es así que la megadevaluación de 2002 provocó una profunda transferencia de ingresos del trabajo al capital al reducir los salarios reales y recomponer la tasa de ganancia. De

-
- 5 La crisis asiática, que comenzó con el colapso del mercado inmobiliario tailandés y se extendió luego a otros países (como Malasia, Taiwán, Corea del Sur, Singapur, etc.), luego se proyectó a Estonia, Rusia, Australia, Nueva Zelanda, Brasil y Argentina.
 - 6 Estos factores garantizaron, no sin tensiones, una alianza entre las fracciones de capital, donde los grupos económicos locales, el capital extranjero y los fondos de inversión formaban parte de los consorcios adjudicatarios de las empresas públicas privatizadas. A su vez el Plan Brady permitió salir del *default* y cumplir los compromisos con los acreedores externos.
 - 7 A juicio de Basualdo (2011: 96): “El proyecto vinculado a los capitales extranjeros tenía como objetivo fundamental la dolarización de la economía, que era concebida como la “fase superior” de la Convertibilidad. La misma, les garantizaba al sector financiero que sus deudas no se acrecentarían y a los capitales extranjeros radicados en el país el mantenimiento del valor en dólares de sus activos, que se podía estimar en alrededor de los 120 mil millones de dólares. El otro proyecto, vinculado a los grupos locales y algunos conglomerados extranjeros, tenía como objetivo fundamental la devaluación y el otorgamiento de subsidios estatales para su producción local que eran, principalmente, bienes exportables. La misma produciría efectos contrarios a la propuesta anterior. Por ejemplo, una devaluación de diez puntos implicaría en términos de dólar, dados los montos de inversión extranjera ya mencionados, que los capitales extranjeros perderían, aproximadamente, el equivalente a lo pagado por Repsol en la compra de YPF (cerca de 13 mil millones de dólares). En el caso de los grupos económicos se produciría una ganancia por un monto similar, teniendo en cuenta que se habían fugado al exterior más de 120 mil millones de dólares”.
 - 8 Sobre la estrategia de las grandes empresas en el marco de la crisis y salida de la convertibilidad se recomienda consultar Basualdo (2002), Cantamutto y Wainer (2013), Gaggero (2008), Kulfas (2001).

Gráfico 1: Evolución del tipo de cambio real multilateral y de salario real (Índice 2001=100), 1998-2012.



Nota: el salario real surge de deflactar el ingreso promedio de la ocupación principal de los asalariados registrados y no registrados y de los cuentapropistas por el índice de precios al consumidor. A partir de 2007 se utilizó el IPC-9 provincias elaborado por CIFRA. Lo propio cabe para la estimación del tipo de cambio real multilateral.

Fuente: elaboración propia en base a CEI, EUROSTAT, BCRA, IPC-INDEC e IPC-9 provincias, EPH, MTEySS .

acuerdo a los datos aportados por el Gráfico N° 1, el tipo de cambio real multilateral trepó 139,8% y el salario real cayó 25,4% en el crítico año 2002.

Pero ese no fue el único efecto que provocó la depreciación de la tasa de cambio sino que también indujo un cambio profundo en la fisonomía económica del país y, con ello, en las características que adoptó la lógica de acumulación⁹.

La elevación del tipo de cambio real durante la primera etapa de la denominada posconvertibilidad (2002-2007) encareció las importaciones y favoreció la competitividad externa de los sectores productores de bienes transables, cuya rentabilidad se había incrementado en virtud de la reducción de los costos salariales. Todo ello, en un escenario marcado por la expansión de la demanda y los precios internacionales de los productos del agro, sólo parcialmente compensados por la aplicación de retenciones a las exportaciones. Asimismo, el establecimiento de una tasa de interés real baja o negativa y el congelamiento tarifario en los servicios públicos, terminaron de configurar la nueva estructura de precios relativos de

9 Sobre el particular véase Azpiazu y Schorr (2010), Basualdo (2011), CENDA (2010), Kosacoff (2008).

la economía, rentabilizando a la esfera productiva en detrimento de las otras actividades. En especial, aquellas actividades productivas en las que se habían replegado los grupos económicos locales y donde algunas corporaciones transnacionales tenían afincados sus intereses (sector agropecuario, agroindustria, siderurgia, construcción, terminales automotrices, química, minería metalífera e hidrocarburos, entre otras)¹⁰.

Aun considerando que en el nivel de crecimiento incide el punto de partida (la hecatombe neoliberal en 2001-2002), cabe apuntar que la economía argentina creció el 8,8% anual acumulativo en el período 2002-2007, traccionado por los sectores productores de bienes (10,2% anual) y, en especial, de la industria manufacturera (10,3% anual). Se trata de un cambio considerable respecto al nivel y el perfil del crecimiento de la década de 1990, en la cual el producto bruto interno se expandió al 1,4% anual acumulativo, impulsado por el sector servicios (2,1% anual) y donde la industria manufacturera registró una contracción del 0,7% (Gráfico N° 2).

Por consiguiente, la maxidevaluación de 2002 y la mutación en la estructura de precios relativos desplazaron el eje de acumulación a los sectores productores de bienes transables, revirtiendo, a su vez, el largo proceso de “desindustrialización” que había experimentado la estructura productiva del país entre 1976 y 2001. Se trata de un acelerado ritmo de expansión de la industria manufacturera que encontró escollos estructurales para redefinir su matriz productiva y su inserción en el mercado internacional¹¹.

Sin embargo, factores exógenos y endógenos indujeron cambios significativos a partir de 2008. En el plano externo, la irrupción de la crisis mundial, con epicentro en los Estados Unidos y posteriormente en Europa (además de la desaceleración de la economía china y el estancamiento brasileiro), impactó en la economía argentina por doble vía: la caída en la demanda externa de algunos productos de exportación (junto a la mayor presión importadora) y la acentuación de los giros de utilidades al exterior por parte del capital extranjero¹².

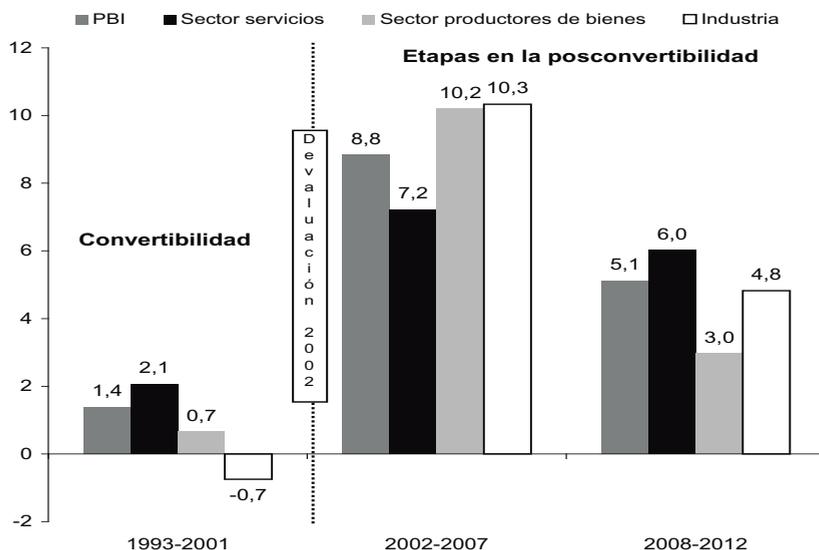
Por su parte, en el ámbito doméstico, la aceleración del incremento de los precios internos conllevó la apreciación real del tipo de cambio, variable que había jerarquizado el régimen económico durante la primera etapa de la posconvertibilidad. Son varias las causas que concurren en explicar el fenómeno inflacionario desatado a mediados de 2007, pero existen dos factores que asumieron particular importancia. El primero guarda relación con la “infla-

10 Según datos elaborados en el Área de Economía y Tecnología de la FLACSO, las dos terceras partes de las ventas de las 200 empresas de mayor tamaño del país fueron explicadas por los sectores mencionados. Al respecto, puede consultarse Azpiazu, Manzanelli y Schorr (2011) y Schorr, Manzanelli y Bausaldo (2012).

11 En tal sentido, el crecimiento fabril durante la posconvertibilidad puede calificarse como un proceso de reindustrialización acotada en términos cualitativos, dado que no se observan cambios significativos en la estructura industrial y el perfil de especialización e inserción internacional. Respecto al desempeño estructural de la industria manufacturera en la posconvertibilidad véase Fernández Bugna y Porta (2011) y Schorr (2013).

12 Un exhaustivo análisis de la crisis mundial y su impacto en la periferia puede consultarse en Arceo (2011). Los impactos de la misma en la economía argentina en Abeles (2009) y Porta y Sanches (2012).

Gráfico 2. Tasa anual acumulativa del Producto Bruto Interno según sectores de actividad (porcentaje), 1993-2001, 2002-2007 y 2008-2012.



Fuente: elaboración propia en base a INDEC.

ción importada”, es decir, con el aumento de alrededor del 50% en las cotizaciones internacionales de los alimentos y la energía en el período 2007-2012¹³. Y el segundo se asocia con la intensificación de la puja distributiva entre el capital y el trabajo, en la que la formación oligopólica de precios ejerció una influencia considerable (Manzanelli y Schorr, 2013).

Se trata de un escenario sumamente distinto al de la primera etapa de la posconvertibilidad¹⁴. Prácticamente se agotó el grado de ociosidad de la capacidad instalada resultante de la crisis del régimen convertible y los salarios reales y los niveles de empleo evidenciaron una importante recuperación tras la crítica situación a la que se había arribado en 2002. La crisis internacional, la apreciación cambiaria, las limitadas iniciativas estatales para apuntalar el proceso de sustitución de importaciones (en un escenario internacional que tiende a

13 Según datos del Banco Mundial, el precio internacional de los alimentos aumentó el 52% entre 2007 y 2012, mientras que el de la energía trepó el 43,8% en el mismo período. De acuerdo con CENDA (2010), el notable incremento de los precios internacionales de los *commodities* implicó un aumento directo de los precios de los alimentos y las materias primas, que resultó amplificado por el “dólar alto” y la imposibilidad de incrementar las retenciones a los principales productos exportados por la Argentina. Estas subas luego se transmitieron a los precios de la industria “mercado-internista” a través de las variaciones de los costos y, en parte, de los salarios (que se elevaron para compensar el aumento de los bienes de consumo).

14 Si bien es aun escasa la literatura al respecto, se recomienda consultar Basualdo, Barrera y Manzanelli (2013), Bein (2013) y Amico (2013).

consolidar las ventajas comparativas) y la creciente fuga de capitales al exterior, alteraron el comportamiento macro y mesoeconómico. Por un lado, se desaceleró el ritmo de expansión del producto bruto interno (5,1% anual entre 2008 y 2012), parcialmente compensado por la política fiscal expansiva, pero acentuado por diversas sequías que afectaron al agro pampeano. Además, cambió el perfil del crecimiento, es decir, los servicios (6,0%) crecieron por encima de los sectores productivos (3,0%) y, en menor medida, que la industria manufacturera (4,8%). Y, por el otro, reapareció un problema endémico en la historia económica argentina: la "restricción externa"¹⁵. Los pagos por intereses y cancelación de deuda, la creciente fuga de capitales al exterior, los giros por parte del capital extranjero en concepto de remisión de utilidades y la demanda de divisas para adquirir las importaciones industriales y energéticas que hagan posible los niveles de crecimiento de la actividad y el consumo presionaron el balance de pagos, tornándolo deficitario en algunos años de la segunda etapa de la posconvertibilidad.

En ese marco, y considerando las estrategias de desendeudamiento y las dificultades para acceder al mercado internacional de capitales, la política económica que desplegó el Gobierno procuró avanzar por caminos alternativos a las pretensiones devaluatorias del poder económico¹⁶. Tras el conflicto agrario en 2008, se reestatizó el sistema jubilatorio (que permitió financiar políticas de largo plazo como la asignación universal por hijo); se reformó la carta orgánica del Banco Central -que permitió establecer la obligación para que las entidades financieras destinen una parte de sus depósitos a la inversión productiva-; se acentuó la regulación del mercado de seguros y de capitales; se expropió el 51% del paquete accionario de YPF y se implementó un nuevo marco regulatorio en el sector de hidrocarburos; se llevó a cabo una activa política de reinversión de utilidades a través de: negociaciones con firmas extranjeras para que reinviertan las ganancias en el ámbito local y una estrategia estatal orientada a condicionar proyectos de inversión en las empresas en cuyo paquete accionario tiene participación el Estado¹⁷.

15 Entre los trabajos actuales que abordan la problemática de la restricción externa vale citar a Abeles, Lavarello y Montagu (2012) y Amico, Fiorito y Zelada (2012).

16 El reclamo sobre el nivel del tipo de cambio recorrió, de punta a punta, el abanico del gran empresariado local a partir del conflicto agrario en 2008. Al respecto, el principal accionista del Grupo Techint, Paolo Rocca, cruzó a la segunda administración *kirchnerista* por el atraso cambiario y los problemas de competitividad que rigen en la economía argentina desde 2008: "es necesario actuar sobre el tipo de cambio" (iProfesional, 19/11/2010), "a partir de 2008 el Gobierno perdió el rumbo. No se sabe para dónde va... la competitividad comenzó a caer" (Página 12, 06/09/2012). Su par de Arcor, Luis Pagani, subió la apuesta y planteó que "es muy difícil ser competitivo hoy en la Argentina" (Clarín, 04/08/2013).

17 Al respecto, en una nota de David Cufre, publicada el 28 de abril de 2012 en el Diario Página 12, se plantea que: "El Gobierno finalizó ayer una trabajosa ronda de negociaciones con algunas de las empresas más poderosas que operan en el país. En ese lote se cuentan Siderar, del Grupo Techint, Telecom, Petrobras, Banco Macro, BBVA Banco Francés, Grupo Financiero Galicia, Aluar, TGS, Metrovías, Juan Minetti y Central Puerto, entre otras. Las negociaciones se dieron puertas adentro de esas firmas, en las reuniones de directorio donde cada una de ellas tomó decisiones estratégicas sobre su futuro. La participación del Estado se explica por las acciones que tiene la Anses en las compañías, heredadas de las AFJP. El Gobierno hizo valer el peso de esos papeles, pero sobre todo su fortaleza política actual para inducir a esas grandes firmas a no distribuir

Estas reformas significativas -que fueron implementadas con otras coyunturales (un control de cambios, regulación del comercio exterior, etc.)- tuvieron como denominador común, aun con objetivos y resultados disímiles, una activa intervención estatal orientada a canalizar el excedente generado en el medio doméstico y redireccionarlo hacia proyectos de inversión. Así se procuraba atender la pérdida de competitividad a través de vías alternativas a las que emanan -por sus efectos recesivos sobre el salario real- de una devaluación de la moneda local.

Sin embargo, las presiones cambiarias persistieron a través de la fuga de capitales por vías no convencionales (manipulación de los precios de transferencia, compra de divisas en el mercado ilegal, el denominado contado con liquidación¹⁸, etc.). Y también a través de la retención de las exportaciones y el adelanto de las importaciones en un escenario de implementación de una política de devaluaciones graduales insuficiente, dada la aceleración del proceso inflacionario, para revertir la apreciación del tipo de cambio real. En estas circunstancias, los exportadores paralizaron sus ventas al exterior y los importadores adelantaron sus compras (en ambos casos, endeudándose en el sistema financiero local) en busca de maximizar ganancias futuras, dadas las expectativas creadas en torno a la modificación gradual del tipo de cambio (Basualdo, Barrera y Manzanelli, 2014).

Todo ello provocó -junto a la reducción del excedente comercial, al incremento de los compromisos de la deuda externa, la creciente cuenta deficitaria de turismo y al giro de utilidades de las filiales extranjeras- una aguda contracción de las reservas acumuladas por el Banco Central y, en enero de 2014, una fuerte devaluación de la moneda local y el alza en las tasas de interés.

Este es el marco en el que se inscribe el estudio sobre el desempeño de la inversión en la Argentina reciente, y la búsqueda de identificar los agentes económicos que tendieron a desacelerar la formación bruta de capital a partir de 2008. Se trata de una temática sumamente relevante, dado que los niveles de competitividad externa, y las posibilidades de mitigar los estrangulamientos externos, no dependen únicamente del nivel cambiario sino también de los incrementos en los ritmos de la productividad, en los que la inversión reproductiva constituye un factor central. Esta situación refleja, entonces, la necesidad de avanzar en la elaboración de un diagnóstico sobre el comportamiento de la formación de capital en los últimos años.

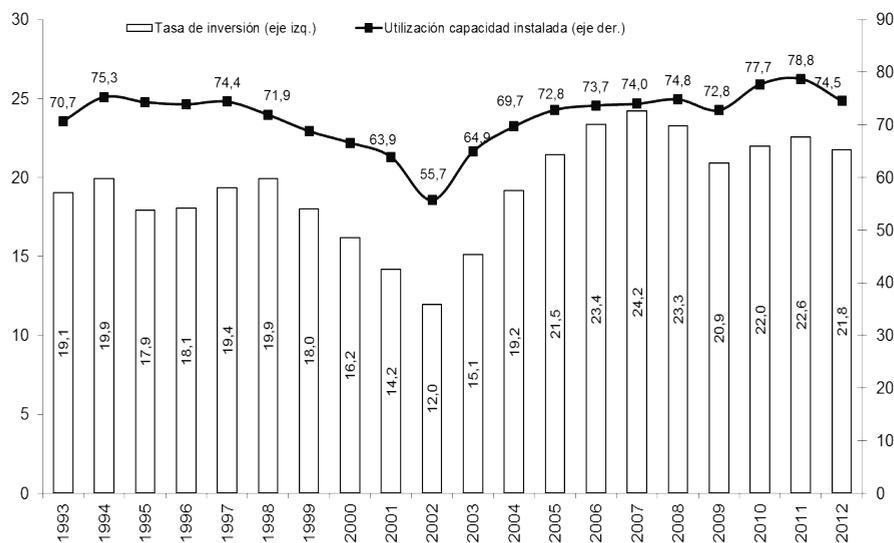
dividendos entre sus accionistas, sino separar la mayor parte de las ganancias para futuras inversiones. En total, las empresas dejaron de repartir utilidades por 9016 millones de pesos, que utilizarán para ampliar su capacidad productiva. Sólo girarán a los accionistas 294 millones."

18 Se trata de bonos que, comprados en pesos en el mercado local, se liquidan en el exterior en dólares.

2. Desempeño inversor: crecimiento y desaceleración¹⁹

Cuando en 2005 la tasa de inversión bruta superó el mayor registro de la convertibilidad (21,5% *versus* 19,9% de 1998), se constató que la economía argentina había salido en forma sustentable de la traumática crisis del neoliberalismo, en donde la tasa de inversión había caído al 12,0% (un nivel que no llegó a reponer el desgaste del capital que se insumió en el proceso productivo²⁰). Es decir, que la reactivación económica y expansión de la demanda interna se sustentaban, ya en 2005, en la ampliación -y mayor uso- de la capacidad productiva. De hecho, en el bienio 2006-2007 se verificaron picos máximos de inversión (23,4% y 24,2%, respectivamente), con una utilización que alcanzaba alrededor de las tres cuartas partes de la capacidad instalada.

Gráfico 3. Tasa de inversión nacional (como porcentaje del PBI en precios corrientes) y grado de utilización de la capacidad instalada en la industria (porcentaje), 1993-2012.



Fuente: elaboración propia en base a INDEC, CEP y Amico, Fiorito y Hang (2011).

A partir de allí el desafío se situaba -en un escenario local e internacional más complejo- en aumentar aun más los niveles de inversión de modo de garantizar altas tasas de crecimiento, diversificando esos proyectos a otras actividades que permitan aumentar la productivi-

19 Cabe apuntar que para los distintos cálculos que se llevaron a cabo en este trabajo se utilizó la serie del Producto Bruto Interno Año Base 1993 del INDEC.

20 La inversión neta fue negativa en 2002 (-3,0%), de acuerdo a una estimación propia a partir de la serie de stock de capital fijo y las series de inversión del INDEC.

dad y el empleo y sustituir importaciones en base, principalmente, al ahorro interno²¹. Sin embargo -aun con niveles no desdeñables- el ritmo de inversión comenzó a desacelerarse a partir de 2008, con menores tasas y un mayor aprovechamiento del potencial de las plantas y equipos instalados²².

La tasa de inversión cayó del 23,3% al 21,8% entre 2008 y 2012, en tanto que la utilización promedio su ubicó en el 75,7% de la capacidad instalada en la industria manufacturera. Es interesante remarcar que en los años de mayor crecimiento económico de este quinquenio, los poseedores de capital respondieron con un mayor aprovechamiento de las capacidades productivas existentes en lugar de aumentar en mayor proporción el esfuerzo inversor²³.

El descenso de la tasa de inversión estuvo asociado a una menor canalización de los recursos al ámbito de la construcción (la caída de la inversión en ese segmento fue del 14,5% al 12,9% del producto bruto entre 2008 y 2012), dado que la inversión en equipo durable se mantuvo -con la excepción de 2009- prácticamente estable durante la segunda etapa de la posconvertibilidad en valores cercanos al 9%.

Así, podría afirmarse que la inversión en maquinaria fue convergente a los cambios en la demanda final, tanto por las caídas en 2009 y -en menor medida- en 2012 como por la recomposición en los períodos de crecimiento. En cambio, las inversiones en edificios, que habían ejercido una influencia significativa en el crecimiento de la inversión en los inicios de la posconvertibilidad, experimentaron a partir de 2008 un franco y sistemático descenso más allá de las alteraciones en el comportamiento de la economía.

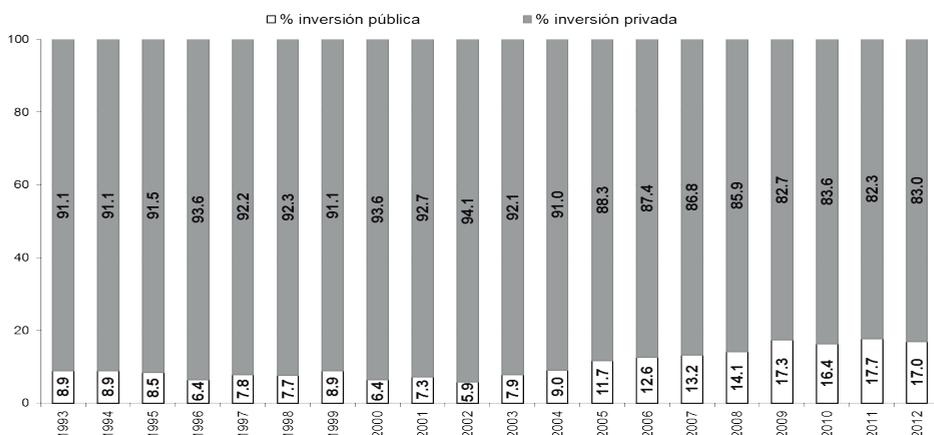
En estos resultados agregados subyacen, también, una serie de heterogeneidades asociadas al hecho de que determinados agentes económicos han pasado a asumir un papel muy activo en el proceso de desaceleración en la formación de capital. Al respecto, vale señalar que el menor ritmo de la acumulación y la caída en los niveles de inversión durante la segunda etapa de la posconvertibilidad estuvo estrechamente vinculado al desempeño inversor del capital privado, que fue parcialmente compensado por el papel del Estado, en un escenario con crecientes utilidades de las capacidades productivas existentes.

21 Diversos estudios sostuvieron que la principal fuente de financiamiento de la inversión fue el ahorro interno. Al respecto, puede consultarse Coremberg *et.al.* (2007)

22 Entre los principales estudios actuales que advierten acerca de la desaceleración en la formación bruta de capital, cabe citar CEPAL (2011), Ferreres (2011), IERAL (2013).

23 Tal es así que en 2010 y 2011 la economía argentina creció, respectivamente, al 9,2% y 8,9% mientras que la tasa de inversión apenas alcanzó el 22,0% y 22,6% y el grado de utilización de la capacidad instalada trepó a sus máximos históricos: 77,7% y 78,8%.

Gráfico 4. Distribución de la inversión bruta interna fija en precios corrientes según origen público o privado de la inversión (porcentaje), 1993-2012.



Fuente: elaboración propia en base a INDEC, CEPAL (2011) y IERAL (2013).

A tal punto esto es así que la inversión privada experimentó un sistemático y significativo descenso en su gravitación en la inversión bruta nacional. Tal como queda de manifiesto en el Gráfico N° 4, la inversión privada, que explicaba el 88,6% del volumen de la inversión total en la primera etapa de la posconvertibilidad, pasó a representar el 83,3% de la misma en el período 2008-2012.

La contracara de ello fue el comportamiento de las erogaciones públicas que aumentaron su gravitación del 11,4% al 16,7% de la inversión nacional en estos respectivos horizontes temporales. La inversión pública se constituyó, en este contexto, en el motor de la formación bruta de capital durante los gobiernos *kirchneristas*, contrastando con lo ocurrido en la década de 1990, donde la participación estatal se estancó, con un leve descenso, en torno al 8,5% de la masa de inversión total del país.

En estas circunstancias, resulta pertinente plantear el interrogante acerca de cuáles fueron los factores -al menos los principales- que estarían actuando en esta etapa para inducir a una postergación de los proyectos de inversión de los actores privados y, consiguientemente, a una caída en la tasa de formación de capital en la Argentina, después del buen desempeño de la inversión en el primer lustro de la posconvertibilidad.

Desde el punto de vista de la teoría económica son varios los caminos que pueden ser transitados en pos de evaluar el comportamiento de la formación de capital. A simple título ilustrativo, la visión ortodoxa postula que las decisiones de inversión dependen -tasa de

interés mediante- del nivel de ahorro²⁴. La perspectiva keynesiana afirma, en cambio, que la demanda de inversión es la que impulsa -a través del multiplicador- la producción, en tanto que el ahorro “no es más que simple residuo” y se acomoda al nuevo nivel del producto (Keynes, 2001: 69). Así, Keynes planteaba que los determinantes de la inversión surgen de la relación entre la tasa de interés y la eficiencia marginal del capital, en las cuales la “preferencia por la liquidez”, la cantidad de dinero y las expectativas de los agentes respecto al rendimiento del capital fijo juegan un rol central.

Ciertamente, las decisiones de inversión se encuentran asociadas a un conjunto vasto de factores. El escenario macroeconómico, la expansión de la demanda, la productividad media, el costo laboral, el nivel de la tasa de interés real de los depósitos y el costo de acceso al crédito, la infraestructura, el acceso a insumos estratégicos, los subsidios públicos y la presión impositiva, tienden a ejercer, entre otros, influencias parciales en las decisiones empresariales respecto a ampliar (o no) las capacidades productivas. No obstante ello, la tasa de ganancia constituye el condicionante estructural más relevante de la acumulación y reproducción ampliada del capital.

Al respecto, la corriente kaleckiana afirma que las decisiones de inversión dependen de la disponibilidad de flujos de dinero propio de las empresas, del incremento de las ganancias por unidad de tiempo, y del aumento neto del capital fijo por unidad de tiempo (Kalecki, 1995: 160). En tal sentido, el aumento de las ganancias debería traer aparejado aumentos de la inversión a menos que el incremento del *stock* de capital sea mayor que el de las ganancias, debido a que, en este caso, se reducirían los rendimientos sobre el capital fijo. En efecto, la tasa de ganancia sobre el capital invertido es el indicador que refleja el principal límite estructural sobre las decisiones de inversión.

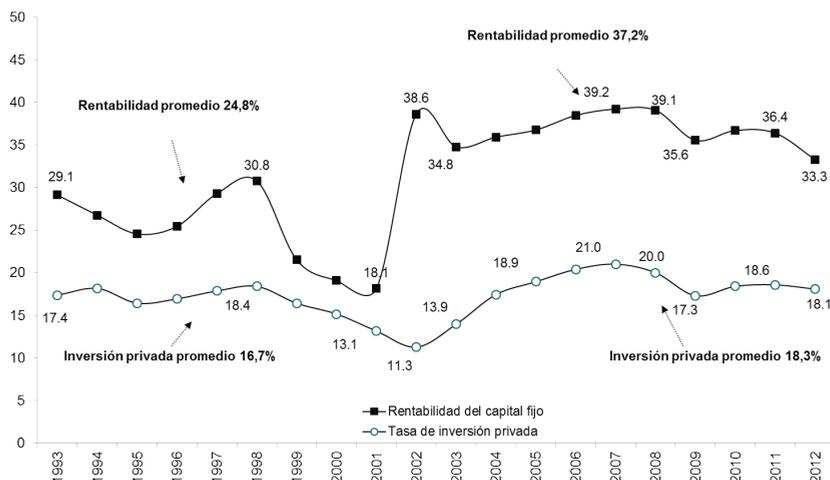
Conforme a lo expuesto, en los primeros años de la posconvertibilidad la significativa recomposición de la tasa de ganancia en el ámbito productivo -en un escenario signado por la expansión de la actividad económica y la vigencia de tasas de interés reales bajas o negativas- actuó como vía inductora de una mayor formulación y maduración de los proyectos de inversión en el sector productivo.

Ahora bien, resulta más enmarañado el proceso que se abre durante el quinquenio 2008-2012. En forma contemporánea a la crisis mundial, la demanda agregada tuvo importantes fluctuaciones, y la inversión caídas significativas en los años recesivos. Sin embargo, los períodos de auge de la economía y expansión de la demanda interna no fueron contemporáneos a un incremento de la tasa de inversión privada. El menor ritmo en las erogaciones de capital se encuentra asociado a los vaivenes de la tasa de ganancia, que mostró una leve tendencia a la baja. Pero con la particularidad de que el rendimiento sobre el capital fijo se

24 La concepción marginalista del ahorro sostiene que la tasa de interés es la retribución que se paga para compensar el “sufrimiento de la abstinencia”, es decir, el ahorro se desprende de una parte de los recursos que el agente opta por no consumir, y ese renunciamiento al consumo sólo podría ocurrir si a cambio se le ofrece un interés.

mantuvo aun en niveles elevados en términos históricos como para inducir una reacción instantánea y homogénea de los poseedores de capital. En este caso, parecería que el nivel de inversión podría ser mayor a los registros actuales, máxime si se considera que la inversión pública ha jugado un rol central para apuntalar la tasa de inversión, en un escenario donde la inversión privada ha mostrado una pobre *performance*²⁵.

Gráfico 5. Evolución de la rentabilidad sobre el capital fijo* y la tasa de inversión privada (porcentaje), 1993-2012.



*La rentabilidad sobre el capital fijo es la resultante de multiplicar la participación de los beneficios en el producto neto por la relación producto-capital (ver metodología en Manzanelli, 2010).

Fuente: elaboración propia en base al INDEC, CEPAL (2011), MTEySS, CIFRA, IERAL (2013).

Las evidencias empíricas que constan en el Gráfico N° 5 permiten corroborar -al menos como hipótesis- la influencia que ejercieron los movimientos de la tasa de ganancia²⁶ sobre la inversión privada.

25 Otras visiones domésticas ubicaron, a tono con sus preferencias teóricas, al "clima de negocios" o la "inseguridad jurídica" y a la aceleración del proceso inflacionario como los elementos explicativos de mayor jerarquía que estarían restringiendo las decisiones de inversión en este período. Al respecto, puede consultarse Albrieu y Fanelli (2010), Ferreres (2011), IERAL (2013).

26 Se trata de la multiplicación entre la participación de los beneficios en el producto neto interno y la relación producto neto y el stock de capital fijo (sin viviendas). La participación de los beneficios en el producto neto surge de restarle a una unidad la relación entre el costo laboral y la productividad del trabajo, cuyo resultado es multiplicado por la relación entre los precios relativos del producto neto y de los precios mayoristas. Por su parte, el ratio entre el producto neto y el stock de capital fijo excluye, en ésta última variable, a la construcción residencial. Esta metodología constituye una adaptación de las descriptas en Glyn et. al. (1991), y no difiere conceptualmente de las empleadas en Duménil y Lévy (2007), Brenner (2003) y Arceo (2011).

Al respecto, lo primero que cabe señalar es que el aumento de la inversión durante la posconvertibilidad respecto al decenio de 1990 fue contemporánea a un “salto de nivel” de la tasa de ganancia, que propició una considerable ampliación de la brecha entre los beneficios y la inversión bruta interna fija del sector privado.

Tal es así que durante el período 1993-2001 el índice de rentabilidad sobre el capital fijo (*proxy* de la tasa de ganancia) alcanzó el 24,8%, mientras que entre 2002 y 2012 ascendió, en promedio, al 37,2%. Este aumento de la tasa de ganancia conllevó un incremento -aunque menor proporcionalmente- en la formación de capital privado, cuyo ascenso fue del 16,7% al 18,3% del producto bruto en esos respectivos horizontes temporales.

La caída del costo laboral fue decisiva -efecto del proceso devaluatorio mediante- para recuperar el nivel de la tasa de ganancia tras su derrape durante la crisis de la convertibilidad. Así, el índice de rentabilidad sobre el capital fijo, que había caído del 30,8% al 18,1% entre 1998 y 2001, trepó rápidamente hasta alcanzar niveles extraordinarios en 2002 (38,6%). Posteriormente, a pesar de la recuperación del salario, la tasa de ganancia experimentó una tendencia ascendente en el lustro 2003-2007²⁷, precisamente, cuando se aceleraron los proyectos de inversión con una considerable canalización de los recursos privados a la ampliación de la capacidad productiva: la tasa de inversión privada ascendió del 11,3% al 21,0% del producto bruto entre 2003 y 2007. Todo ello, en el marco de una franca recuperación de la actividad económica, donde los niveles de crecimiento anual de la demanda agregada fluctuaron en torno al 10-11% anual.

En el marco del segundo gobierno *kirchnerista*, la tasa de beneficios descendió ligeramente, ubicándose en torno a los 33-36% sobre el capital fijo. Si bien en 2012 alcanzó el menor nivel de la posconvertibilidad (33,3%), se trata, de cualquier modo, de un margen y un volumen de ganancias considerablemente elevado en perspectiva histórica. Tal es así que, en 2012, el índice de rentabilidad sobre el capital fijo superó en 34,1% al vigente en el período 1993-2001, y en 8,2% al de 1998 (el pico máximo de rentabilidad de la década de 1990). Sin embargo, esa ligera caída de la rentabilidad parece haber influido en el estancamiento relativo de las inversiones: la inversión bruta privada cayó del 20,0% al 18,1% del producto bruto entre 2008 y 2012, en el marco de los vaivenes que experimentó la demanda agregada^{28/29}.

27 Es decir, que a pesar de reducirse levemente la participación de los beneficios en el producto neto, el dinamismo del capital fijo por unidad producida provocó que el nivel extraordinario de la tasa de ganancia asuma un considerable sendero de crecimiento en la primera etapa de la posconvertibilidad (Manzanelli, 2012).

28 En el marco de los impactos de la crisis mundial y un escenario interno marcado por la puja distributiva y las tendencias a la apreciación real del tipo de cambio, la demanda agregada registró comportamientos volátiles: desaceleración en 2008 (7,6%), contracción en 2009 (-1,6%), elevado crecimiento en 2010 y 2011 (11,7% y 10,0%, respectivamente), y un estancamiento relativo en 2012 (1,0%). Si bien estos movimientos afectaron el rumbo de la tasa de inversión durante el quinquenio 2008-2012 -menores niveles de inversión durante los años de contracción y estancamiento de la demanda y mayores en los de crecimiento-, es interesante remarcar que en el bienio 2010-2011, los aumentos de la demanda no impulsaron incrementos proporcionales en las erogaciones de capital de los agentes privados.

29 Es posible que la regulación estricta de las importaciones, en este caso de bienes de capital, hayan tenido

3. El rol de las grandes empresas y el “resto” de la economía

Hasta aquí, en lo esencial, se ha descrito el comportamiento macroeconómico de la inversión, a partir del cual se ha concluido que en el marco de la denominada posconvertibilidad la tasa de formación de capital experimentó un franco ascenso durante el quinquenio 2003-2007, recomponiendo con creces el achicamiento de la capacidad productiva resultante de los cuatro años recesivos que marcaron la implosión del régimen convertible. Ello ocurrió en un escenario caracterizado por la elevación de la tasa de ganancia a niveles extraordinarios y la consiguiente recuperación de la actividad económica.

Una vez agotados los niveles de ociosidad de la capacidad instalada, con niveles salariales que habían recuperado el terreno perdido tras la megadevaluación en 2002, el ritmo de la inversión comenzó a desacelerarse durante el segundo gobierno *kirchnerista*. En el marco de los impactos de la crisis mundial y sus derivaciones en el comportamiento de la demanda, la leve caída de la rentabilidad sobre el capital fijo actuó como vía inductora de los menores ritmos en la acumulación de capital. Con la particularidad que la postergación de los proyectos de inversión hubiera sido aún mayor si el rol estatal no hubiera actuado en forma anticíclica, volcando elevados volúmenes de recursos a la ampliación de la infraestructura y vivienda en este período.

Aun en ese escenario, los márgenes de ganancia se mantuvieron en niveles elevados y la economía argentina transitó la crisis mundial sin recesiones profundas como para generar una reacción homogénea y simultánea de los poseedores de capital.

Por lo tanto, si bien se han alcanzado hallazgos de relevancia, el interrogante acerca del menor crecimiento de la inversión privada no se ha -ni mucho menos- respondido, razón por la cual resulta necesario estilizar el estudio de la formación de capital estableciendo un análisis comparativo entre los rasgos generales de la trayectoria de la inversión nacional y las que se desprenden de evaluar el comportamiento de las fracciones del capital que ejercen el predominio económico en el país, en este caso, las 500 firmas de mayor tamaño.

Al respecto, se trata de avanzar en el análisis de un fenómeno peculiar: la tasa de inversión de las grandes empresas, que son las que se apropian las mayores ganancias, denota un ritmo de crecimiento inferior que la del conjunto de la economía durante la posconvertibilidad³⁰.

Esta baja propensión inversora de las grandes compañías adquiere una trascendencia para nada desdeñable en la actualidad atento el elevado grado de concentración que reviste la estructura económica argentina³¹. Una forma de aproximarse al peso que adquieren las

como “efecto no deseado” una caída de la inversión, pero las tendencias de este fenómeno son previas a la etapa de implementación más rígida de esta política (a partir de fines de 2011).

30 Indagaciones preliminares sobre esta problemática pueden consultarse en Azpiazu y Manzanelli (2011) y Manzanelli (2011).

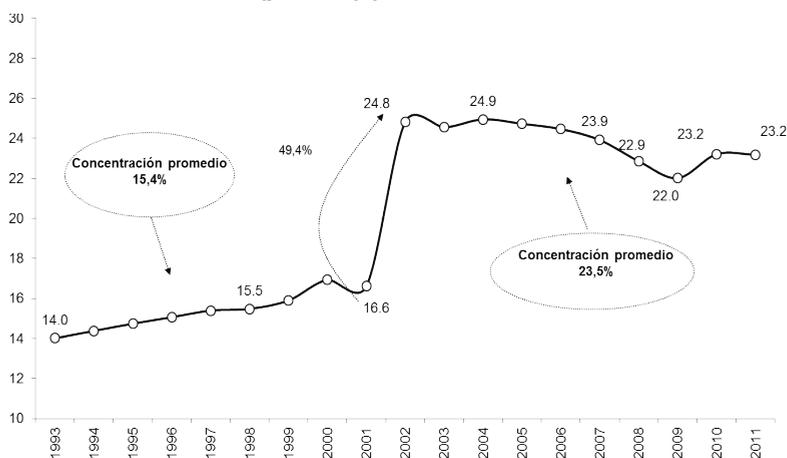
31 Sobre el particular puede consultarse Azpiazu, Manzanelli y Schorr (2011).

grandes empresas en la generación de riquezas es a través de lo que Sylos Labini (1966) define como “concentración económica en general” o “concentración económica global”, es decir, la que mide la participación de las grandes empresas en el valor agregado bruto nacional.

Los datos aportados por el Gráfico N° 6 permiten corroborar que en la posconvertibilidad se ha asistido a un importante “salto” de nivel en materia de “concentración económica global”: la participación de las 500 firmas más grandes en el valor agregado nacional pasó de un promedio del 15,4% bajo la vigencia del régimen de caja de conversión fija (datos correspondientes al período 1993-2001), a una gravitación media del 23,5% en la etapa 2002-2011. Es decir, un incremento del 52% en el grado de concentración económica en esos respectivos horizontes temporales (y 65,4% entre 1993 y 2011).

En cuanto a la dinámica, cabe señalar que, tras el intenso proceso de concentración y centralización del capital durante el decenio de 1990, la gravitación de las grandes corporaciones en el valor agregado experimentó un abrupto incremento en 2002 (donde el grado de concentración general trepó 49,4%, hasta alcanzar el 24,8% del valor agregado nacional)³², para luego estabilizarse en un estadio muy superior al de la convertibilidad durante el período 2003-2007 (en torno al 24-25%). Es a partir de 2008 cuando el peso de las 500 empresas de mayor tamaño en la economía argentina experimentó un leve descenso, ubicándose en el 22-23% del valor agregado, un nivel elevado en términos históricos.

Gráfico 6. Participación de las 500 empresas más grandes en el valor agregado bruto nacional (porcentaje), 1993-2011.



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

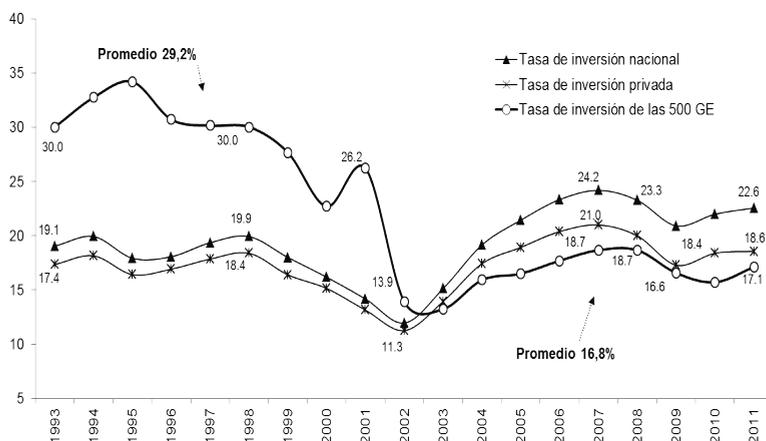
32 Al respecto, resulta sumamente pertinente la siguiente observación de Kalecki (1995: 18): “el grado de monopolio tiende a elevarse durante la depresión de la actividad económica general”.

Al respecto, resulta irrefutable que, en primer lugar, la incidencia relativa de las 500 empresas más grandes del país es significativa y, en segundo término, que la misma se ha situado en un estadio superior tras el profundo reacomodamiento que trajo aparejada la salida del régimen de convertibilidad, con un elevado aumento en el crítico año 2002, para luego morigerarse y estabilizarse en un estadio inferior al de dicho año, pero muy por encima del predominante durante la vigencia de la convertibilidad.

En este escenario, el primer interrogante a examinar, y que cobra particular interés en el marco de la alta "concentración económica global", consiste en contrastar el comportamiento de la inversión nacional y privada respecto a la trayectoria de la acumulación bruta de capital en las grandes empresas. Es decir ¿las grandes corporaciones, que aumentaron su grado de importancia en la economía argentina, se embarcaron proporcionalmente en crecientes inversiones productivas durante la posconvertibilidad?

Como se desprende del Gráfico N° 7, la dinámica que asume la inversión en las grandes empresas denota conductas diferentes a la que se registran en el agregado nacional. Si bien, la tasa de inversión de las mayores firmas experimentó una pendiente negativa en la convertibilidad y positiva en la posconvertibilidad, los niveles que alcanzó en cada período se comportaron en un sentido diferente al del conjunto nacional. La tasa inversión bruta en el selecto panel de las grandes empresas descendió del 29,2% en el período 1993-2001 al 16,8% en la posconvertibilidad (2002-2011), situación que contrasta con la dinámica nacional, según la cual, como se vio, la tasa de inversión total ascendió del 18,1% al 21,6% y la privada del 16,7% al 18,4%, respectivamente.

Gráfico 7. Tasa de inversión bruta en las 500 empresas más grandes del país*, en el total del país y en el total del ámbito privado en precios corrientes (porcentaje), 1993-2011.



*Debido a la falta de información disponible, se estimó la inversión bruta de los años 2010 y 2011 de las grandes firmas en función de las variaciones en las compras de bienes de

uso del panel de firmas que cotizan en la Bolsa de Valores. Ver metodología en Manzanelli (2014).

Fuente: elaboración propia en base a tabulados especiales de la Encuesta Nacional a Grandes Empresas, INDEC, Económica y CNV.

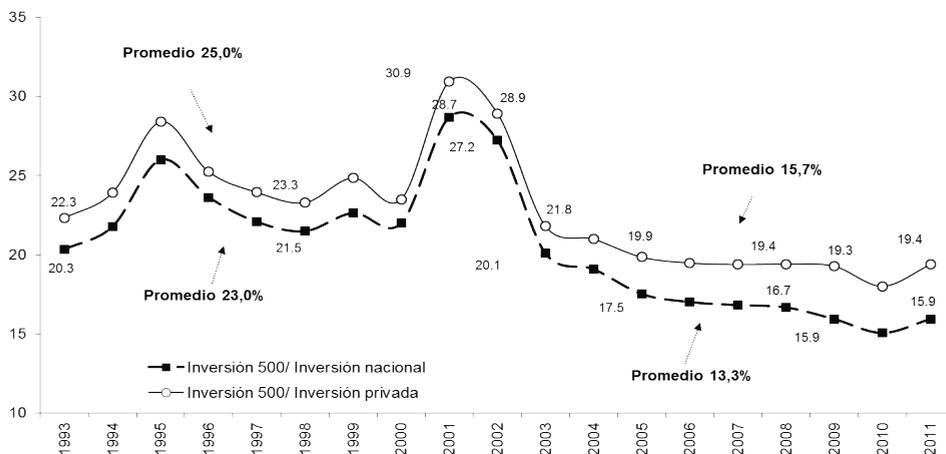
Estas dualidades en el comportamiento inversor también se ven reflejadas de considerar las variaciones de la tasa de inversión bruta en el período de crecimiento (2003-2007) y desaceleración (2008-2011) del régimen de la posconvertibilidad. Mientras que en las 500 firmas más grandes la tasa de inversión creció el 41,4% entre 2003 y 2007, en el ámbito privado y en el conjunto de la economía nacional lo hicieron en un nivel más elevado (50,6% y 59,9%, respectivamente). Por su parte, en el marco de la desaceleración en la formación bruta de capital, los descensos de la tasa de inversión fueron mayores en las grandes firmas que en los citados agregados nacionales: caída del 8,3% en las 500 empresas de mayor tamaño, 7,1% en el total de los agentes privados y 3,1% en el nivel nacional entre 2008 y 2011.

En efecto, la tasa de inversión nacional -e, incluso y en menor medida, la correspondiente al conjunto del capital privado- es considerablemente más elevada que la de las compañías que ejercen el predominio económico en el país durante el escenario macroeconómico de la posconvertibilidad. Es decir, que las 500 firmas de mayor tamaño que, en consonancia con la creciente oligopolización de la estructura productiva, explican porciones crecientes del valor agregado, no hacen lo propio en materia de inversión, limitando la expansión potencial de la economía argentina.

Esto se ve reflejado, como es obvio, en una reducción sistemática del peso relativo de la inversión bruta de esta elite empresaria en la inversión bruta nacional y privada durante la posconvertibilidad: en la década de 1990 la gravitación promedio de la inversión de las grandes firmas en la inversión total era del 23,0% y en la inversión privada del 25,0%, guarismo que se redujo en cerca de 10 puntos porcentuales durante el período 2002-2011, alcanzando, respectivamente, el nivel promedio del 13,3% y 15,7% (Gráfico N° 8). Ello, a su vez, en el marco de un intenso descenso de tal participación durante el régimen posconvertible, en el que la presencia de la inversión de las 500 cayó del 27,2% al 15,9% de la inversión nacional entre 2002 y 2011, y del 28,9% al 19,4% en cuanto a la inversión bruta privada.

Resulta interesante remarcar también que las decisiones de inversión de las grandes compañías fueron influyentes para consolidar un escenario de desaceleración de la formación de capital a partir de 2008. A tal punto que la gravitación de las 500 mayores firmas en la inversión bruta nacional descendió del 17,6% al 15,9% entre los períodos 2003-2007 y 2008-2012. Lo propio cabe, aunque en menor medida, respecto a la inversión privada. Allí el peso de la cúpula empresaria cayó del 20,0% al 19,0% en esos horizontes temporales.

Gráfico 8. Participación de las 500 empresas más grandes del país* en la inversión bruta interna fija del total del país y del total del ámbito privado en precios corrientes (porcentaje), 1993-2011.



*La inversión bruta de los años 2010 y 2011 fueron estimadas (ver fundamentación metodológica en Manzanelli, 2014)

Fuente: elaboración propia en base a tabulados especiales de la Encuesta Nacional a Grandes Empresas, INDEC, Economía y CNV.

Es indudable, por lo tanto, que la cúpula empresaria no es la que estaría impulsando el crecimiento relativo de la inversión en la Argentina durante la posconvertibilidad. Aun cuando su aporte a la inversión sea relevante, no son estos actores -neurálgicos y decisivos en materia del crecimiento económico- los que estarían promoviendo la formación bruta de capital y, por ende, el desarrollo potencial (y de largo plazo) de la economía. Como contrapartida, se infiere que el “resto de la economía” -compuesto por un amplio y heterogéneo universo de empresas pequeñas, medianas y grandes (cuyo tamaño no alcance el nivel necesario para formar parte de las 500 firmas más grandes)- y, principalmente, el activo papel desempeñado por la inversión pública, son los actores que estarían impulsando la ampliación de las capacidades productivas en el proceso económico instaurado tras la implosión de la convertibilidad. Las evidencias indican también que la actuación del Estado compensó parcialmente la escasa vocación inversora de las corporaciones en el marco de la segunda administración *kirchnerista*.

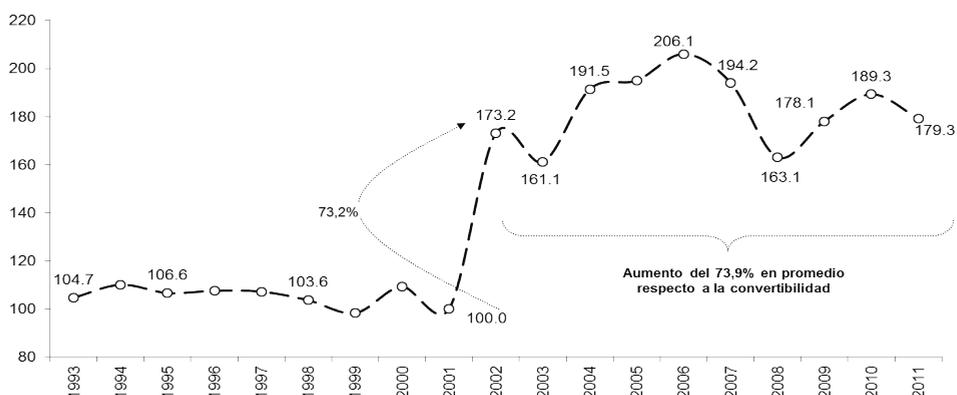
Se trata de un comportamiento peculiar, puesto que las 500 empresas de mayor tamaño incrementaron su peso en la economía y se apropiaron crecientemente del excedente económico³³.

33 A juicio de Sylos Labini (1966: 68): “Es correcto afirmar que los beneficios, superiores al mínimo, que reciben

En circunstancias donde el producto bruto interno se expandió a un ritmo acelerado y donde la masa de ganancias totales apropiadas por los poseedores de capital más que se duplicó.

Las evidencias disponibles en el Gráfico N° 9 son elocuentes como para afirmar que el aumento de la concentración económica durante la posconvertibilidad conllevó un incremento notable de la porción de los beneficios que se apropiaron las 500 empresas de mayor tamaño. A tal punto tal gravitación aumentó 73,9% en promedio entre los períodos 1993-2001 y 2002-2011.

Gráfico 9. Evolución del peso de las 500 empresas más grandes del país* en los beneficios brutos del conjunto de la economía nacional en precios corrientes (índice 2001=100), 1993-2011.



*Surge del cociente entre las utilidades (incluye amortizaciones) de las 500 firmas de mayor tamaño y los beneficios brutos del país (calculado a partir de la diferencia entre el valor agregado bruto y la masa salarial total -incluye asalariados registrados y no registrados y cuentrapropismo)

Fuente: elaboración propia en base a la Encuesta Nacional a Grandes Empresas, DNCN, EPH, MTEySS y CIFRA.

La capacidad diferencial para establecer el nivel de precios experimentó una marcada intensidad en el marco de la megadevaluación de la moneda en 2002, donde al “salto” de nivel de la concentración económica se adicionó un aumento del 73,2% en la apropiación de las ganancias por parte de las grandes empresas. En tal sentido, a la cuantiosa transfe-

las empresas mayores tienen un carácter diferencial. Ahora bien, tales beneficios pueden admitirse también en el caso de la competencia. Pero hay una diferencia sustancial entre los dos tipos de beneficio: los de competencia son debidos a “disensiones” y son transitorios; los oligopolistas son debidos, en cambio, a características estructurales y son permanentes”.

cia de ingresos del trabajo al capital que aconteció en esta fase³⁴, se agregó otro sustancial movimiento de excedentes en el plano inter-capitalista.

Es en el período 2003-2007 donde los beneficios apropiados por la *elite* empresaria crecieron a ritmos superiores a los registros nacionales. En la segunda etapa de la posconvertibilidad se asiste a un leve descenso, con vaivenes, de esa gravitación: tras una caída relativa de su más que elevada participación en el excedente en 2008, las 500 firmas más grandes retomaron la senda de apropiación de los beneficios por encima del “resto de la economía” en 2009 y 2010, para luego descender nuevamente en 2011.

De todos modos, la apropiación relativa de los beneficios por parte de la cúpula empresaria respecto al agregado nacional descendió apenas 7,0% entre los períodos 2003-2007 y 2008-2012. Se trata de una caída relativa inferior a la que emana de considerar la incidencia en la inversión total (cuyo descenso alcanzó el 10,0%).

El destino del excedente parece haberse orientado mayormente al exterior a través de distintos mecanismos, tales como la fuga de capitales, la remisión de utilidades y dividendos al exterior por parte del capital extranjero, la fijación de precios de transferencia en transacciones intracorporativas a través de, por ejemplo, sobrefacturación de importaciones, subfacturación de exportaciones, cancelación de autopréstamos, etc.

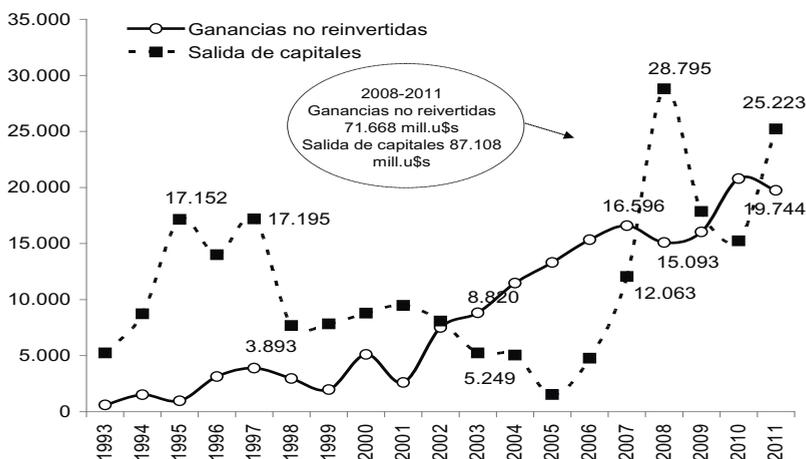
Al respecto, las evidencias que constan en el Gráfico N° 10 permiten afirmar que en el período 2008-2011 las ganancias no reinvertidas por las 500 firmas de mayor tamaño contabilizaron 71.668 millones de dólares y que la salida de capitales al exterior (calculada como la adición entre la formación de activos en el exterior del sector privado no financiero y las remesas al exterior por parte del capital extranjero) alcanzaron 87.108 millones (Gráfico N° 10).

La salida de capitales fue particularmente acentuada durante el conflicto agrario de 2008, cuando la formación de activos en el exterior alcanzó a 23.098 millones de dólares, mientras que los giros de las transnacionales treparon a 5.698 millones. Un total de 28.795 millones de dólares girados al exterior por estas vías. El otro pico se ubicó en el marco de las elecciones presidenciales de 2011. Allí la fuga fue de 21.504 millones y las utilidades remitidas al exterior de 5.115 millones de dólares. Es decir, 25.223 millones de dólares salieron del país en 2011. Siempre en un escenario marcado por los impactos de la crítica economía mundial³⁵.

34 Entre 2001 y 2002 el costo medio laboral se redujo el 43,7%. A raíz de ello, y de lo sucedido en el resto de la economía, se elevó notablemente la participación de los beneficios en el producto neto (Manzanelli, 2012). Véase también Lindenboim, Kennedy y Graña (2011).

35 Cabe apuntar que los controles en el mercado cambiario y las negociaciones con el capital extranjero para que reinviertan utilidades implementados a partir de 2012 provocó una sustancial merma de la formación de activos en el exterior (apenas 3.404 millones) y en una mayor reinversión de las utilidades del capital extranjero. A punto tal que las utilidades y dividendos giradas al exterior alcanzaron los 401 millones de dólares. No obstante ello, las grandes corporaciones utilizaron otros mecanismos de fuga, como la tradicional manipulación de los precios de transferencia, la compra de divisas en el mercado ilegal, el contado con liquidación, etc.

Gráfico 10. Evolución de las ganancias no reinvertidas* de las 500 empresas de mayor tamaño del país y de la salida de capitales al exterior del conjunto de la economía (millones de dólares corrientes), 1993-2011.**



*Surge de sustraerle las inversiones netas a las ganancias netas.

**Se trata de la sumatoria de la formación de activos en el exterior del sector privado no financiero y las utilidades y dividendos remitidos al exterior

Fuente: elaboración propia en base a la Encuesta Nacional a Grandes Empresas, el BCRA y el INDEC.

En efecto, a partir de 2008 se inicia un período de aceleración de la fuga de capitales y de los giros de utilidades y dividendos al exterior (salida de capitales), afectando el balance de pagos de la economía argentina y contribuyendo sustancialmente a conformar un escenario de *cuasi* "restricción externa" (escasez de divisas) en los años recientes. La escasez de divisas no es producto, exclusivamente, de este fenómeno, sino también de las crecientes compras del exterior de insumos y bienes finales para hacer compatibles las tasas de crecimiento en un escenario en el que no parece haberse vislumbrado un proceso virtuoso de sustitución de importaciones. A ello hay que agregarle los no desdeñables compromisos externos de capitalización e intereses de la deuda externa.

4. Reflexiones finales

El objetivo general que recorrió esta investigación radicaba en aportar elementos de juicio en torno a la tendencia descendente que asumió la formación bruta de capital a partir de 2008. Se trata de un escenario macroeconómico en el que se registraron menores tasas de crecimiento y cambios en su composición sectorial que afectó esencialmente a los sectores transables de la economía.

Ello tuvo causas exógenas vinculadas a los efectos de la crisis mundial y causas endógenas asociadas a la intensificación de la puja distributiva y la consiguiente aceleración del proceso inflacionario. En ese marco, se tendió a apreciar el tipo de cambio real -variable que jerarquizaba el régimen económico desde 2002- y empezaron a caer las altas tasas de inversión que habían alcanzado un pico máximo histórico en 2007 (24,2%). La desaceleración en la formación de capital fue contemporánea a un leve descenso en la rentabilidad del capital fijo, que se mantuvo, de todos modos, en niveles elevados (en torno a los 33-36%) como para inducir comportamientos adversos en lo concerniente a las decisiones de inversión.

Con una alta utilización de las capacidades productivas existentes, bajas o negativas tasas de interés reales, una demanda interna con una expansión considerable (salvo en 2009 y 2012, cuando impactó la recesión internacional y el cuasi estancamiento de la economía brasilera) y la prevalencia de altas tasas de ganancia, resulta una peculiaridad el descenso de la inversión a partir de 2008. En ese escenario, surge la inquietud que atravesó este trabajo: quiénes están provocando la caída de la tasa de inversión en la economía argentina.

Al respecto, los hallazgos de esta investigación permiten afirmar que la caída de la tasa de inversión refiere exclusivamente al papel desempeñado por los agentes económicos del ámbito privado, dado que la inversión pública incrementó significativamente su peso en el volumen de inversión total. Las erogaciones públicas se constituyeron, entonces, en el motor de la formación bruta de capital durante el quinquenio 2008-2012, compensando parcialmente la escasa vocación inversora que experimentó el capital privado en este período.

También cabe apuntar que el descenso de la gravitación del amplio y heterogéneo universo de empresas privadas en la inversión total obedece, en parte, a la reticencia de las 500 empresas de mayor tamaño a canalizar sus abultados excedentes a la ampliación de las capacidades productivas domésticas. De allí que haya descendido la incidencia de la inversión de este selecto grupo de grandes firmas en el total de la inversión del país y, también, en la inversión privada. De hecho en todos los años de la posconvertibilidad la tasa de inversión de la elite empresaria fue inferior a esos respectivos agregados nacionales.

Se trata de un período en el que las grandes compañías que operan en la economía argentina redujeron levemente su peso en el producto bruto interno y en la apropiación general de los beneficios. No obstante, su relevancia en ambas variables sigue siendo sumamente elevada en términos históricos. A tal punto que tanto su peso en el conjunto de la economía como en el volumen de ganancias es similar al de 2002, cuando tras la megadevaluación aprovecharon su capacidad oligopólica para incrementar los precios por encima del "resto de la economía" y apropiarse de una doble transferencia de ingresos: del trabajo al capital y de las firmas de menores dimensiones a las grandes³⁶.

Esta situación generó una plétora de capital en el universo de grandes empresas que, en lo esencial, no fue consumido productivamente sino que probablemente hayan tenido como

36 Sobre el particular consúltese Manzanelli y Schorr (2013) y Manzanelli (2011).

destino principal la fuga de capitales al exterior. A tal punto que las ganancias no reinvertidas por esta cúpula empresaria contabilizaron 71.688 millones de dólares, mientras que la salida de capitales al exterior alcanzaron a 87.108 millones entre 2008 y 2011.

No sólo este comportamiento de las grandes firmas incidió negativamente en el crecimiento de la inversión, el empleo y el producto potencial sino que, de confirmarse la hipótesis acerca del destino de tal excedente no reinvertido en el plano doméstico (la fuga de divisas al exterior), afectó también el resultado de la balanza de pagos, contribuyendo a la irrupción de la “restricción externa” (escasez de divisas) en la economía argentina.

Queda entonces el interrogante abierto acerca las causas de la “reticencia inversora” de las grandes empresas, así como el examen pormenorizado del destino de su excedente. Lo que queda demostrado en este trabajo es que las empresas de mayor tamaño -neurálgicas y decisivas en el comportamiento de las principales variables macroeconómicas- no fueron los agentes económicos que impulsaron el crecimiento relativo de la formación de capital en el marco de la posconvertibilidad y que incluso su desempeño inversor indujo a una caída en la tasa de inversión local a partir de la implosión de la crisis mundial.

Referencias bibliográficas

- Abeles, M. (2009). “El impacto de la crisis internacional en la economía argentina”, *Revista de Trabajo*, N° 7, Buenos Aires.
- Abeles, M., Lavarello, P. & Montagu H. (2012). “Heterogeneidad estructural y restricción externa en la economía argentina”, Proyecto Desarrollo Inclusivo, CEPAL, Oficina en Buenos Aires.
- Albrieu, R. & Fanelli, J. M. (2010). “Subdesarrollo financiero y restricciones a la inversión”, en Albrieu, R., Arza V., Fanelli J. M., López A. & Vázquez C. *Overcoming barriers to investment and financing in Argentina*, Mimeo, CEDES-CENIT, Buenos Aires.
- Amico, F. (2013). “Crecimiento, distribución y restricción externa en Argentina”, *Revista Circus*, N° 5, Buenos Aires.
- Amico, F., Fiorito A. & Zelada, A. (2012). “Expansión económica y sector externo en la Argentina de los años 2000. balance y desafíos hacia el futuro”, CEFID-AR, Documento de Trabajo N° 45, Buenos Aires.
- Arceo, E. (2011). *El largo camino a la crisis. Centro, periferia y transformaciones de la economía mundial*, Cara o Ceca, Buenos Aires.
- Azpiazu, D. (2005). *Las privatizadas. Ayer, hoy y mañana*, Capital Intelectual, Buenos Aires.
- Azpiazu, D. (2011). *La concentración en la industria argentina a principios del siglo XXI*, Cara o Ceca, Buenos Aires.
- Azpiazu, D. & Manzanelli, P. (2011). “Reinversión de utilidades y formación de capital en un grupo selecto de grandes firmas”, *Realidad Económica*, N° 257, Buenos Aires.

- Azpiazu, D., Manzanelli, P. & Schorr, M. (2011). *Concentración y extranjerización. La Argentina en la posconvertibilidad*, Capital Intelectual, Buenos Aires.
- Azpiazu, D. & Schorr, M. (2010). *Hecho en Argentina. Industria y economía, 1976-2007*, Siglo Veintiuno Editores, Buenos Aires.
- Basualdo, E. M. (2002). "La crisis actual en Argentina. entre la dolarización, la devaluación y la redistribución del ingreso". *Revista Chiapas*, N° 13, México DF.
- Basualdo, E. M. (2003). "Las reformas estructurales y el Plan de Convertibilidad durante la década del noventa. El auge y la crisis de la valorización financiera". *Realidad Económica*. N° 200, 42-83.
- Basualdo, E. M. (2006). *Estudios de Historia Económica. Desde mediados del siglo XX a la actualidad*, FLACSO-Siglo XXI Editores, Buenos Aires.
- Basualdo, E. M. (2011). *Sistema político y modelo de acumulación. tres ensayos sobre la Argentina actual*, Cara o Ceca, Buenos Aires.
- Basualdo, E. M. & Kulfas, M. (2000). "Fuga de capitales y endeudamiento externo en la Argentina", *Realidad Económica*, N° 173, Buenos Aires.
- Basualdo, E. M., Barrera M. & Manzanelli, P. (2013). "Informe de coyuntura N° 12", CI-FRA, Buenos Aires.
- Basualdo, E. M., Barrera M. & Manzanelli, P. (2014). "Informe de coyuntura N° 15", CI-FRA, Buenos Aires.
- Bein, M. (2013). "2014... Testeando escenarios", Estudios Bein & Asociados, Buenos Aires.
- Brenner, R. (2003). *La expansión económica y la burbuja bursátil. Estados Unidos y la economía mundial*, Akal, Madrid.
- Cantamutto, F & Wainer, A. (2013). *Economía política de la Convertibilidad. Disputas de intereses y cambio de régimen*, Capital Intelectual, 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.
- CEPAL (2011). "Perfil reciente de la inversión y el crecimiento y desafíos futuros de inversión de la economía argentina", disponible en. <http://www.cepal.org/argentina/noticias/paginas/0/25650/Infoagencia2010.pdf> , consultado el 20 de enero de 2012.
- Coremberg, A., Goldszier P., Heymann D. & Ramos A. (2007). "Patrones de la inversión y el ahorro en la Argentina, Serie Macroeconomía del Desarrollo, N° 63, CEPAL, Santiago de Chile.
- Damill, M., Frenkel R. & Maurizio R. (2003). "Políticas macroeconómicas y vulnerabilidad social. La Argentina en los años noventa", CEPAL, Serie Financiamiento del desarrollo, N° 135, Buenos Aires.
- Duménil, G. & Lévy D. (2007). *Crisis y salida de la crisis. Orden y desorden neoliberales*, Fondo de Cultura Económica, México.

- Fernández Bugna, C. & Porta, F. (2011). "La industria manufacturera. trayectoria reciente y cambios estructurales", en PNUD. *La Argentina del largo plazo. crecimiento, fluctuaciones y cambio estructural*, Buenos Aires.
- Ferreres, O. (2011). "¿Es suficiente la Inversión para crecer a tasas chinas?", Fundación Norte y Sur, N° 74, Buenos Aires.
- Frenkel, R. & González Rosada, M. (1998). "Apertura, productividad y empleo. Argentina en los años 90", Documentos de Economía N° 9, Universidad de Palermo-CEDES, Buenos Aires.
- Gaggero, A. (2008). "Los grupos económicos nacionales. Repliegue y reestructuración durante las etapas de auge, crisis y salida del régimen de convertibilidad en Argentina (1991-2003)", Tesis de Maestría, UNTREF/INDEC, Buenos Aires.
- Glyn, A., Hughes A., Lipietz, A. & Singh, A. (1991). "The Rise and Fall of the Golden Age", en Marglin S. y Schorr J.. *The Golden Age of Capitalism. Reinterpreting the Postwar Experience*, Clarendon Press, Oxford.
- IERAL (2013). "La inversión se encuentra estancada desde 2008", Informe de coyuntura del IERAL N° 792, Fundación Mediterránea, Buenos Aires.
- Kalecki, M. (1995). *Ensayos escogidos sobre dinámica de la economía capitalista*, Fondo de Cultura Económica, México.
- Kosacoff, B. (edit.) (2008). *Crisis y recuperación y nuevos dilemas. La economía argentina 2002-2007*, CEPAL, Oficina en Buenos Aires.
- 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.
- Lindenboim, J., Kennedy, D. & Graña, J. (2011). "Distribución funcional y demanda agregada en Argentina. Sesenta años en perspectiva internacional", CEPED, Documento de Trabajo N° 16, Buenos Aires.
- Nochteff, H. (1999). "La política económica en la Argentina de los noventa. Una mirada de conjunto", *Época Revista de Economía Política*, N° 1, Buenos Aires.
- Nochteff, H. & Abeles, M. (2000). "Economic shocks without vision. Neoliberalism in the transition of socio-economic systems. Lessons from the argentine case", Institut für Iberoamerika-Kunde, Alemania.
- Manzanelli, P. (2010). "Evolución y dinámica de la tasa general de ganancia en la Argentina reciente", *Realidad Económica*, N° 256, Buenos Aires.
- Manzanelli, P. (2011). "Peculiaridades en el comportamiento de la formación de capital en las grandes empresas durante la posconvertibilidad", *Apuntes para el Cambio. Revista Digital de Economía Política*, N° 1, Buenos Aires.
- Manzanelli, P. (2012). "La tasa de ganancia durante la posconvertibilidad. Un balance preliminar", *Apuntes para el Cambio. Revista Digital de Economía Política*, N° 3, Buenos Aires.

- Manzanelli, P. & Schorr, M. (2013). "Oligopolio e inflación. Aproximación al proceso de formación de precios en la industria argentina en la posconvertibilidad", *Realidad Económica*, N° 273, Buenos Aires.
- Porta, F. & Sanches, P. (2012). "La economía argentina frente a la crisis internacional. reacciones de corto plazo y desafíos de largo plazo", Buenos Aires, mimeo.
- Possas, M. (1985). *Estructuras de mercado em oligopolio*, Hucitec, San Pablo.
- Schorr, M. (coord.) (2013). *Argentina en la posconvertibilidad. ¿desarrollo o crecimiento industrial? Estudios de economía política*, Miño y Dávila, Buenos Aires.
- Schorr, M., Manzanelli, P. & Basualdo, E. M. (2012). "Elite empresaria y régimen económico en la Argentina. Las grandes firmas en la posconvertibilidad", Área de Economía y Tecnología de la FLACSO, Documento de Trabajo N° 22, Buenos Aires.
- Sylos Labini, P. (1966). *Oligopolio y progreso técnico*, Ediciones Oikos-Tau, Barcelona.