



realidad
económica

Nº 332 · AÑO 49

15 de mayo al 30 de junio de 2020

ISSN 0325-1926

Páginas 39 a 72

SERVICIOS FINANCIEROS

Financiarización y dinámica inversora de las grandes empresas en la Argentina durante el ciclo de gobiernos kirchneristas

Martín Schorr* y Andrés Wainer**

* Investigador del Consejo Nacional de Investigaciones Científicas y Técnicas (CONICET) y del Instituto de Altos Estudios Sociales (IDAES), dependiente de la Universidad Nacional de San Martín (UNSAM). Docente en cursos de grado y posgrado en la Universidad de Buenos Aires (UBA), la UNSAM, y la Universidad Nacional de Quilmes (UNQ), Av. Presidente Roque Sáenz Peña 832, C1035AAQ, Ciudad Autónoma de Buenos Aires, Argentina. schorr.mar@gmail.com

** Doctor en Ciencias Sociales de la Facultad Latinoamericana de Ciencias Sociales (FLACSO). Magíster en Economía Política (FLACSO). Licenciado en Sociología de la Universidad de Buenos Aires (UBA). Investigador del Consejo Nacional de Investigaciones Científicas y Técnicas (CONICET) y del Área de Economía y Tecnología de FLACSO, Tucumán 1966, C1050AAN, Ciudad Autónoma de Buenos Aires, Argentina. andres.wainer@gmail.com

RECEPCIÓN DEL ARTÍCULO: noviembre de 2019

ACEPTACIÓN: febrero de 2020



Resumen

En la actual fase de globalización se evidencia un proceso de financiarización del capital productivo. El objetivo del presente artículo es analizar si este proceso tuvo lugar en la Argentina bajo el ciclo de gobiernos del kirchnerismo (2003-2015). Para ello realiza un análisis descriptivo de variables como el grado de concentración económica y el destino del excedente de las grandes firmas. La unidad de análisis son las grandes empresas no financieras de la economía argentina.

Se concluye que, si bien no operó el tradicional mecanismo de “valorización financiera”, se manifestó una financiarización de las grandes firmas argentinas a partir de la relativa disociación observada entre la tasa de rentabilidad y la de inversión. Esta perspectiva analítica cobra relevancia ante el regreso de planteos de cuño neodesarrollista tras un nuevo fracaso del neoliberalismo en el país

Palabras clave: Financiarización – Grandes empresas – Argentina – Kirchnerismo – Retención inversora - Fuga de capitales

Clasificación JEL: G32,F23, F24, F65, H32

Abstract

Financialisation and investment dynamics of large companies in Argentina during the period of Kirchner governments

In the current phase of globalization, a financialisation process of productive capital becomes evident. The purpose of this article is to analyse whether this process occurred during the period of the Kirchner government in Argentina. (2003-2015). Therefore a descriptive analysis of variables such as the degree of economic concentration and the destination of the surplus of large firms is implemented. The unit of analysis are large non-financial companies of the Argentine economy.

It is concluded that, even though the traditional mechanism of a “financial evaluation” wasn’t operating, financialisation of the large Argentine firms manifested through the relative dissociation observed between the rate of return and the investment rate. This analytical perspective is relevant to the return of “neo-developmental” issues after a new failure of neoliberalism in the country.

Keywords: Financialisation – Large companies – Argentina – Kirchnerism – Aversion to investment – Leakage of capital

Introducción

El objetivo de este trabajo es el de comprender el comportamiento de las grandes empresas no financieras durante los ciclos kirchneristas (2003-2015) y, específicamente, establecer si la interrupción de la “valorización financiera” tras la salida de la convertibilidad (Basualdo, 2011, 2017) implicó un cambio sustantivo en el proceso de financiarización del gran capital en la Argentina. Para ello es fundamental analizar el grado de concentración y centralización, el carácter que presentan las grandes empresas y el destino que le dan al excedente, así como el papel desempeñado por las principales políticas públicas.

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 (que sí están incluidas en el panel). Para ello se recurre a dos grandes bases de datos que brindan información referida a distintas variables estructurales y de desempeño de las firmas que integran dicha cúpula. La primera es la que elabora en forma periódica el Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC), que 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 heterogéneas¹.

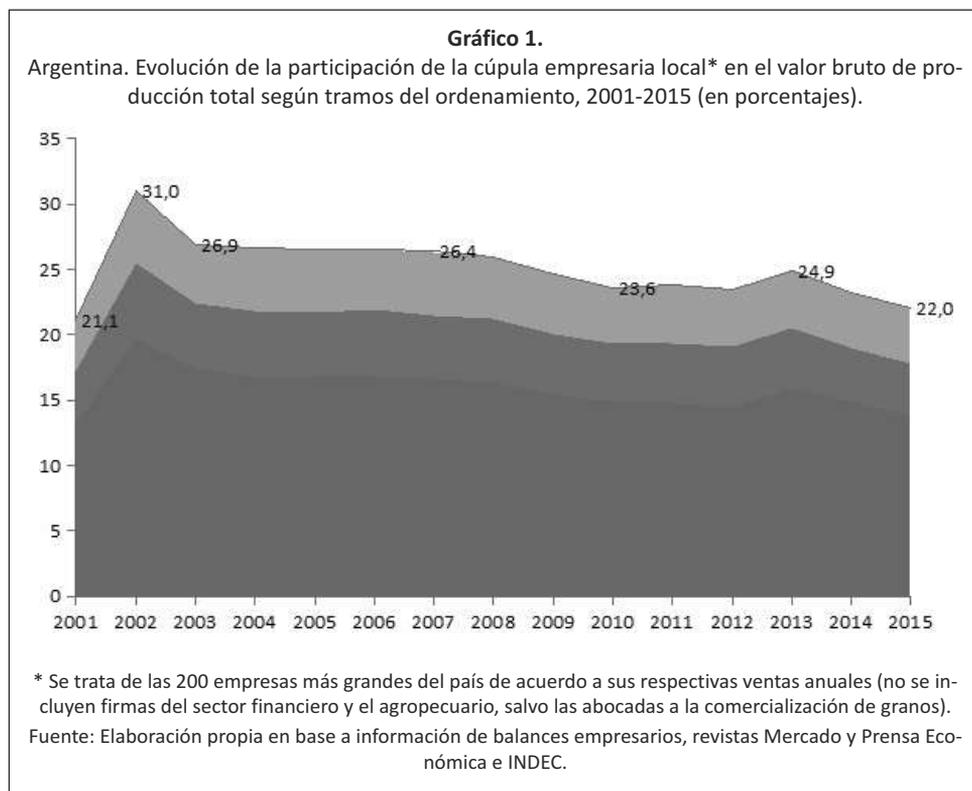
¹ La información de los balances empresarios es complementada con información provista por la prensa especializada (revistas Mercado y Prensa Económica), informes de la Comisión Nacional del Valores y el sistema Nosis. En Schorr (2005) se enumeran los rasgos más destacados de cada una de las bases aludidas, así como sus similitudes y complementariedades; también se presenta un listado de posibles indicadores que se podrían elaborar y de las líneas interpretativas que se desprenderían de los mismos.

El artículo se estructura de la siguiente manera. Luego de esta introducción se analiza la trayectoria que siguió la inversión de las grandes firmas teniendo en cuenta la evolución de su rentabilidad. En el siguiente apartado se presenta el peso que tiene el capital extranjero dentro de la elite empresaria argentina y la relación entre remisión y reinversión de utilidades de tales firmas. Luego se analiza el papel que ha desempeñado la fuga de capitales en el proceso de financiarización de las grandes empresas en la Argentina. A continuación, se analizan las particularidades que presenta la trayectoria seguida por la inversión de la cúpula empresaria durante el último gobierno kirchnerista (2011-2015). En el anteúltimo apartado se presentan indicadores adicionales sobre la financiarización de las grandes firmas, lo que involucra sus estrategias de elusión impositiva a través de sociedades *off-shore*. Finalmente, cierran el trabajo unas reflexiones sobre el proceso de financiarización de las grandes empresas argentinas tras la interrupción de la “valorización financiera” en 2001 y hasta el final del ciclo del kirchnerismo.

La trayectoria inversora de las grandes firmas

Como se señaló, una de las causas más señaladas de la relativa disociación que se observa entre la tasa de rentabilidad y la de inversión 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. Asimismo, se destaca la madurez tecno-productiva de los capitales concentrados, así como el control oligopólico que suelen detentar y ejercer en numerosos mercados, lo cual les permite mantener posicionamientos competitivos con tasas de inversión relativamente bajas.

Desde mediados de los años setenta, 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). Este proceso se aceleró durante la década de 1990 gracias a la aplicación 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).



Lo ocurrido tras el abandono de la convertibilidad en 2002 queda reflejado en el **gráfico 1**, en el cual se muestra 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 tota². Desde este encu-

² 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 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).

dre 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%).

Si bien entre los años analizados 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 extranjeros³. 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.

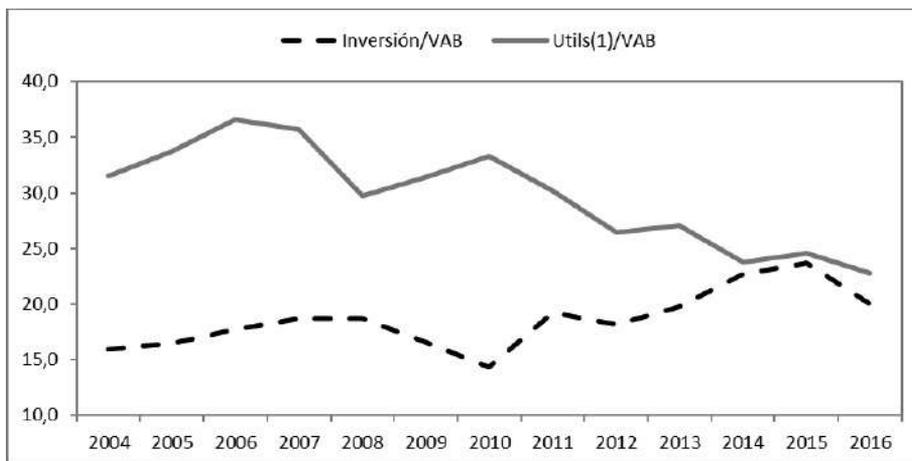
Debe recordarse que la crisis de la convertibilidad implicó cuatro años seguidos (1999-2002) con caída en el nivel de actividad, con lo cual la economía argentina se encontraba con una amplia capacidad ociosa en la mayoría de los sectores productivos. En dicho escenario, el *shock* devaluatorio de 2002 produjo una contracción 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.

En el **gráfico 2** se presenta, por un lado, la evolución de la relación entre la inversión y el Valor Agregado Bruto (VAB) de las 500 empresas no financieras con mayor nivel de facturación de la Argentina y, por otro lado, el cociente entre las uti-

³ Por ejemplo, cuando se revisa el ranking de 2015 se corrobora que: dentro de la cúpula, el conglomerado YPF 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; Cherñajovsky: Newsan y Electronic System).

Gráfico 2.

Argentina. 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, 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.

Fuente: Elaboración propia en base a información del INDEC.

tidades y el VAB⁴. Como surge de los datos del gráfico, en ese escenario de recomposición de los beneficios, la tasa de inversión de las firmas líderes se incrementó hasta la irrupción de la crisis internacional en 2008 (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

⁴ En la nueva serie (2012-2016) de la Encuesta Nacional a Grandes Empresas (ENGE) que realiza el INDEC no se considera dentro de las utilidades la parte de las mismas que son distribuidas, en tanto la serie anterior sí las incluía. Se trata de una modificación metodológica que hace descender el nivel general de utilidades y que no resulta adecuada si lo que se quiere mostrar es el nivel de rentabilidad de las firmas (ya que las rentas distribuidas forman parte de las ganancias). Es por ello que para el período 2013-2016 se optó por incorporar las rentas netas distribuidas por las sociedades, tal como se hacía en la serie 2004-2013.

la formación bruta de capital llegó a significar cerca del 24% del valor agregado del total la cúpula.

Al menos hasta 2011, la trayectoria de la tasa de inversión de las grandes empresas parece reflejar retrasadamente los movimientos en la tasa de rentabilidad. Lo ocurrido a partir de 2012 parecería contradecir la tendencia previa en tanto aumentó la tasa de inversión cuando se redujo la rentabilidad. Sin embargo, este período se analizará más adelante ya que reviste características particulares que deben ser tenidas en cuenta antes de sacar conclusiones apresuradas. A excepción de este último período, los coeficientes de inversión se ubicaron de modo sistemático en niveles más reducidos que los márgenes de beneficios: la brecha entre ambas variables, particularmente intensa hasta comienzos del decenio de 2010, sugiere que, con las lógicas discrepancias entre sectores de actividad, la debilidad inversora fue un fenómeno bastante difundido al interior de la elite empresarial 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 en el período de mayor crecimiento de la economía argentina⁵. Al respecto, la acotada capacidad para absorber esos fondos que caracteriza al poco desarrollado sistema financiero local⁶, sumada a la recurrente inestabilidad macroeconómica, favorecieron a una de las principales formas que asume la financiarización en la economía argentina: la salida de divisas por múltiples vías. 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 la de la fuga de capitales locales al exterior.

⁵ El producto interno bruto creció un 5,6% anual entre 2004 y 2011, y registró un solo año contractivo (2009), mientras que entre 2011 y 2016 el mismo se contrajo a una tasa anual acumulativa del 0,1%.

⁶ 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.

La salida de capitales al exterior y el papel de las grandes empresas

En el transcurso del decenio de 1990 se dio un fuerte proceso de extranjerización de la elite empresaria, impulsado tanto por el proceso de privatizaciones de empresas públicas en los primeros años de la década (Azpiazu, 2003) como por la compra-venta entre firmas privadas durante el segundo lustro (Gaggero, 2013; Kulfas, 2001; Wainer, 2010). 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 sus accionistas. Con este enfoque analítico quedaron delimitadas cuatro categorías: las empresas extranjeras, las privadas nacionales, las estatales y las asociaciones entre capitales de distinto origen (**cuadro 1**).

Un análisis entre puntas de la información presentada permite concluir que, a pesar de los importantes cambios de política económica que se sucedieron tras el colapso de la convertibilidad, el nivel de extranjerización de la elite empresaria do-

Cuadro 1.
Argentina. Distribución de las empresas y las ventas de la cúpula empresaria 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	17,8
Total	200	200	200	100,0	100	100

* 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.

méstica 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 noventa, antes de las privatizaciones⁷. 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.

Pese a lo ocurrido a partir de 2007, el capital extranjero mantuvo un ostensible predominio, en particular en los sectores que definen la especialización productiva y la inserción del país en la división internacional del trabajo (Gaggero y Schorr, 2017). La consolidación estructural de las empresas transnacionales durante el primer gobierno kirchnerista (2003-2007) es explicada por una conjunción de fac-

⁷ 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).

tores, entre los que sobresalen la desnacionalización de algunas grandes firmas, la inserción de estas compañías en las actividades más favorecidas en diferentes momentos por el funcionamiento de la economía doméstica y, vinculado a esto último, una mejor *performance* de las empresas extranjeras respecto de las nacionales.

De acuerdo a las evidencias disponibles (Gaggero et al., 2014), el mejor desempeño de las firmas extranjeras respecto de las nacionales se debió tanto a una cuestión de tamaño (las empresas extranjeras suelen tener un tamaño medio superior a las nacionales), como a las diferencias en los respectivos coeficientes de productividad (valor agregado por ocupado). Esta brecha se debe no solo ni principalmente a discrepancias de productividad dentro de un mismo sector o rama de actividad, sino que responde fundamentalmente a la disímil distribución sectorial de las firmas: 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 existentes son mucho menos acentuadas que en el caso de las respectivas productividades del trabajo. En efecto, el coeficiente entre la productividad y el salario medio de las firmas extranjeras para el período 2003-2009 fue más del doble (2,3 veces) que el de sus pares nacionales⁸. 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.

⁸ De acuerdo a la información provista por tabulados especiales de la ENGE-INDEC, mientras que la relación productividad/salario medio del conjunto de las 500 empresas más grandes (no financieras) fue de 100, para las firmas extranjeras dicha proporción fue de 124,2 en tanto para las nacionales fue de 54,1 (81,0 para las asociaciones de capital). Para ampliar sobre el tema ver Gaggero et al. (2014).

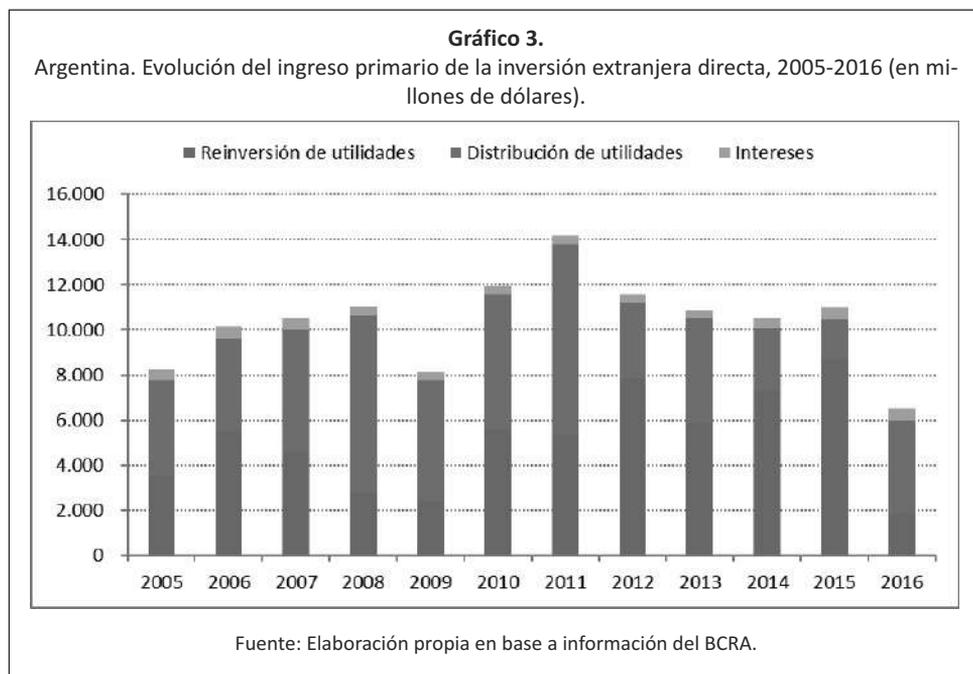
Los niveles de productividad más altos, la mayor tasa de explotación y la apropiación diferencial de plusvalor que de ello se deriva, asociados a una superior capacidad financiera, les permitieron a las empresas extranjeras mantener su predominio económico destinando a la inversión productiva una parte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

En el **gráfico 3** puede observarse qué sucedió con los beneficios obtenidos por las firmas extranjeras que no estuvieron destinados a sostener la actividad productiva: fueron remitidos al exterior o se utilizaron para pagar intereses de la deuda externa contraída por estas firmas (en muchos casos con sus propias casas matrices o con firmas pertenecientes al mismo *holding*)⁹. En dicho gráfico puede observarse incluso cómo la distribución de utilidades y dividendos superó proporcionalmente a la parte del plusvalor reinvertida en casi todos los años del período 2005-2011¹⁰. Todo ello 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 honorarios¹¹.

⁹ 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).

¹⁰ 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.

¹¹ 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).



De los datos presentados se desprende que la diferencia entre las utilidades y dividendos distribuidos y 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 para sostener sus actividades.

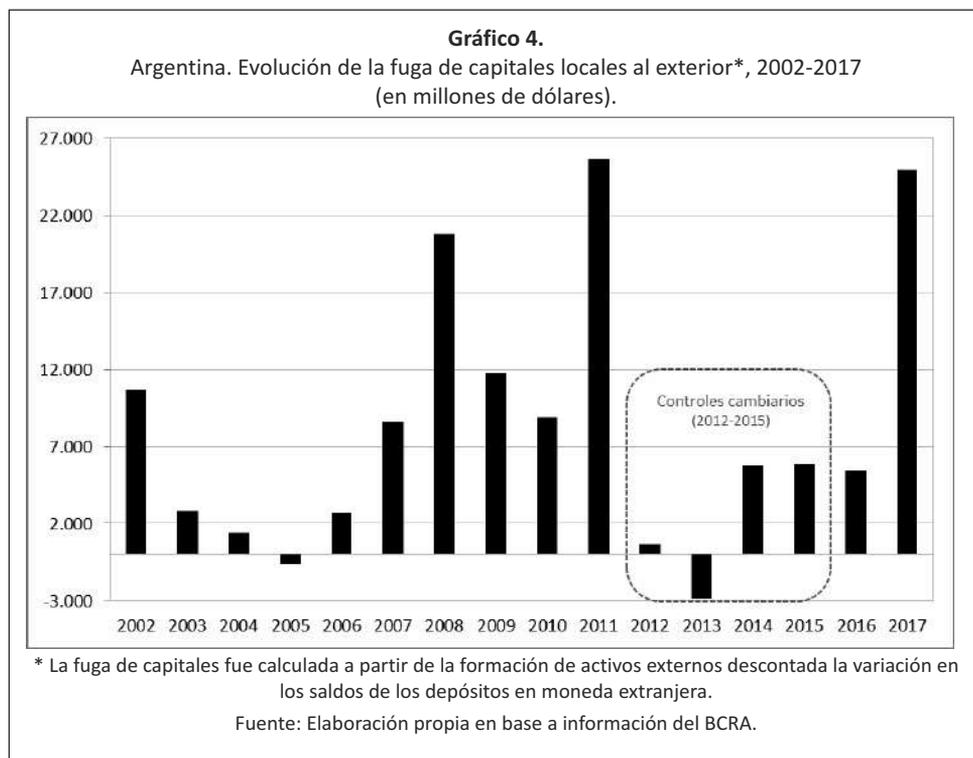
Asimismo, a partir de 2012, en buena medida a raíz de los controles cambiarios que se establecieron para hacer frente al cuadro de restricción externa, se aprecia un declive en la remesa de beneficios y un aumento en la reinversión. Si bien más adelante se retomaran estas cuestiones, cabe aquí señalar 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 ya que una parte de esa inversión puede haber tenido destinos diversos como, por caso, la adquisición de títulos en la plaza local para vender en el exterior en moneda extranjera (el llamado “contado con liqui”), el mercado paralelo de divisas

o la realización de otras inversiones financieras en la plaza doméstica (con un fuerte peso de los bonos de la deuda pública). A esto debe agregársele, como se verá, una menor remisión en el sector petrolero a raíz de la reestatización parcial de YPF¹².

Sin embargo, el despliegue de lógicas de acumulación basadas en una considerable financiarización (y dolarización) de los excedentes no es exclusivo 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 4** 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.

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 (2003-2015), 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”.

¹² 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 entre 2002 y 2011, 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%) (Schorr y Wainer, 2015).



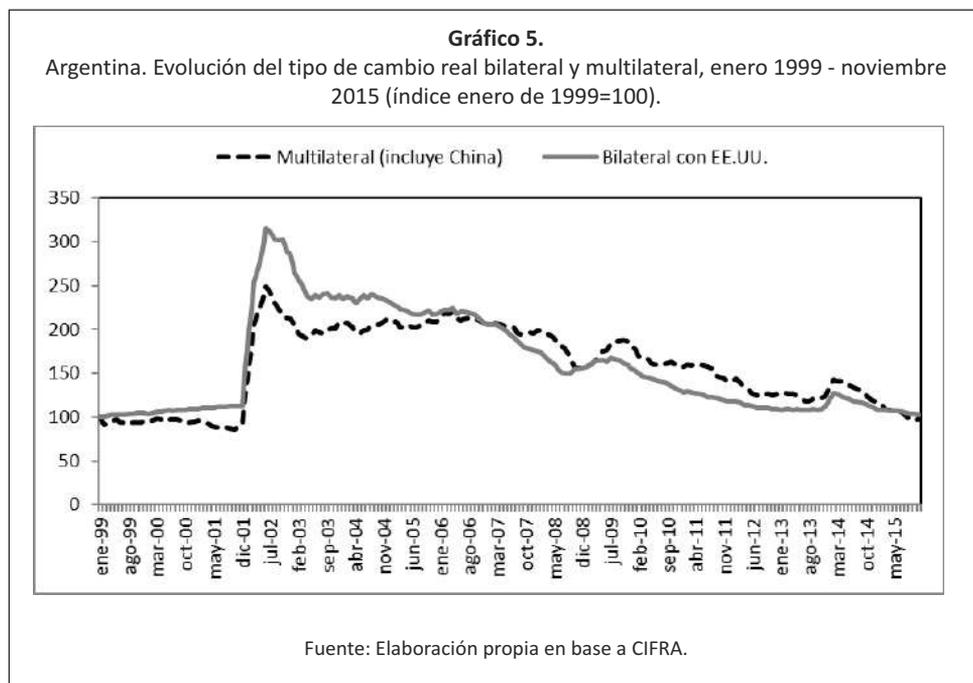
Si bien la desconfianza en la moneda nacional y la opción por el ahorro en moneda extranjera se volvió un fenómeno difundido en el mundo empresarial y en amplias capas de los sectores medios y altos de la Argentina, los propietarios de los grupos económicos tuvieron un rol destacado en la formación de activos externos. La información al respecto es escasa y fragmentaria, pero puede afirmarse 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 (Schorr y Wainer, 2014). 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 empresarios 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 Urquía¹³.

A raíz de las evidencias presentadas 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 excedente allende las fronteras nacionales, sobre todo hasta 2011.

En países dependientes como la Argentina, además del tamaño del mercado interno y el grado de concentración del mismo, en la tasa de inversión resulta determinante el nivel del tipo de cambio. Por un lado, los movimientos en el mismo afectan los principales precios relativos de la economía. Un tipo de cambio real “alto” –como el vigente entre 2002 y 2007 (**gráfico 5**)– incrementa la rentabilidad de los sectores transables pero también incrementa los costos de importar tecnología, elemento fundamental dado el escaso desarrollo local del sector productor de medios de producción. Pero, por otro lado, una apreciación cambiaria –como la que registró la Argentina entre 2007 y 2015–, además de reducir la tasa de rentabilidad (**gráfico 2**), genera tensiones sobre la sustentabilidad de la balanza de pagos, lo cual siembra incertidumbre sobre la evolución de los activos en moneda local e impulsa la formación de activos externos. Todo ello contribuye a que las inversiones de largo aliento se posterguen o directamente no se lleven a cabo.

¹³ Como se señala más adelante, 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 off-shore a través de las cuales se canaliza buena parte de los recursos fugados del país (O'Donnell y Lukin, 2017). Como se visualiza en el gráfico 4, 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 volvió a crecer a punto tal que en 2017 comprometió cerca de 25.000 millones de dólares, y aumentó aún más aceleradamente durante el transcurso de 2018 (Rua, 2018). Esto se dio en el contexto de un crecimiento aceleradísimo del endeudamiento externo y de un esquema económico en el que los negocios financieros ocuparon un lugar protagónico (Basualdo, 2017; Cantamutto, Costantino y Schorr, 2018 y Rua y Zeolla, 2018).



Como sostiene Astarita (2011), a diferencia del enfoque clásico de Thirwall (1979) –donde el tipo de cambio real es neutro en el largo plazo y la tasa de crecimiento depende exclusivamente de la relación entre el crecimiento de las exportaciones y la elasticidad ingreso de las importaciones–, en la Argentina el tipo de cambio ejerce una influencia dominante, ya que expresa las condiciones de inserción de la economía subdesarrollada en la economía mundial. En la economía argentina el consumo de los sectores de más altos ingresos tiene una gran incidencia en el mercado interno. Teniendo en cuenta que el consumo capitalista de bienes importados depende del tipo de cambio real, en períodos de tipo de cambio relativamente bajo el mismo influye sobre la balanza comercial, y más en general sobre la cuenta corriente (por ejemplo, mediante salidas por viajes de turismo). Tanto el peso del consumo suntuario capitalista como el del ahorro en activos financieros –mayormente dolarizados– actúan en detrimento de la inversión productiva, debilitan el desarrollo tecnológico y aumentan las distorsiones del crecimiento.

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. Para poder evaluar si, como aparenta, las grandes firmas del medio local relegaron la “reticencia” a favor de una renovada “vocación inversora”, en el capítulo que sigue se analiza la naturaleza de los factores que pudieron haber incidido en dicha transformación.

La dinámica inversora del gran capital en las postrimerías del kirchnerismo

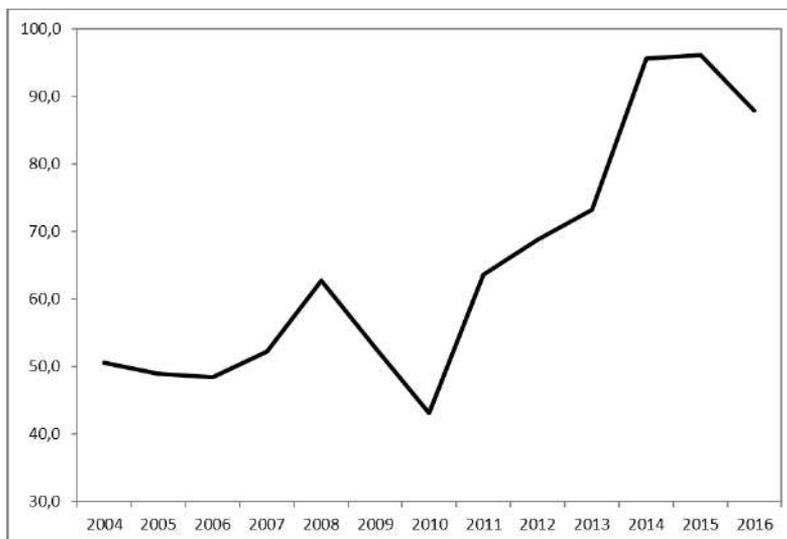
El hecho de que el incremento de la rentabilidad no haya sido acompañado en una medida similar por la formación de capital no resulta extraño si se considera el comportamiento que ha tenido en las últimas décadas el gran capital en la Argentina, así como las tendencias que se han venido manifestando 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 2**). Ello determinó que entre esos años aumentara significativamente la relación entre la inversión bruta y las utilidades obtenidas para el conjunto de las 500 firmas de mayores dimensiones del país (**gráfico 6**). 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 del período bajo estudio.

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 (que desde distintos sectores tildaron como “cepo cambia-

Gráfico 6.

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



* 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.

Fuente: Elaboración propia en base a información del INDEC.

rio”). 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)¹⁴. La relajación parcial de estos controles en 2014 explica el incremento de la fuga de capitales en dicho año y en 2015, aunque se mantuvo en niveles relati-

¹⁴ A fines de octubre de 2011 se implementó una autorización especial ante la Administración Federal de Ingresos Públicos (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 BCRA. A mediados de dicho año, directamente se eliminó la opción ahorro del formulario de AFIP, y quedó totalmente inhabilitada la compra de dólares para este fin en el mercado oficial. Al respecto, ver Rúa y Zeolla (2018).

vamente bajos comparados con la situación previa a la implementación de los mismos (**gráfico 4**)¹⁵. La situación daría un brusco giro luego de la eliminación de estos controles tras la asunción de un nuevo gobierno de distinto signo político, en diciembre de 2015¹⁶.

Si bien durante el período con restricciones cambiarias siguieron existiendo canales informales para fugar capitales (dólar *blue*, “dólar bolsa”, “contado con liqui”), los controles favorecieron parcialmente el incremento de algunas inversiones, aunque muchas de ellas desvinculadas de las actividades principales de las firmas. En la mayor parte de los casos dichas inversiones mantuvieron una lógica financiera, a la espera de que se reabriesen los canales tradicionales de fuga¹⁷.

Ante las restricciones en el sector externo, el Gobierno también encaró 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 (BCRA) a las entidades financieras para poder distribuir utilidades; una nueva Ley de Mercado de Capitales, aprobada a fines de 2012; y la sanción de la Ley 26.893,

¹⁵ La primera flexibilización del “cepo cambiario” tuvo lugar tras la devaluación de la moneda en enero de 2014, al establecerse límites de compra de moneda extranjera de acuerdo al nivel de ingresos –con un tope de 2.000 dólares mensuales– y abonando un impuesto adicional de 20%, que luego podía ser computado como percepción del impuesto a las ganancias. Esta flexibilización implicó la salida de 3.248 millones de dólares durante 2014 y 6.495 millones de dólares entre enero y noviembre de 2015 (Rua y Zeolla, 2018).

¹⁶ Como se puede apreciar en el gráfico 4, la fuga de capitales volvió a dispararse en 2017. Cabe señalar que en 2016 la fuga no fue mayor porque el gobierno de Macri implementó un “blanqueo” de capitales que, gracias a importantes exenciones impositivas, generó un ingreso parcial y transitorio de una porción de los capitales blanqueados (unos 7.000 millones de dólares). Aquellos que optaran por la menor carga tributaria ofrecida en el blanqueo debían repatriar el dinero y dejarlo depositado por un mínimo de seis meses.

¹⁷ 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.

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)¹⁸. Todo ello coincide con una reversión en la relación entre remisión y reinversión de utilidades, ya que esta última superó ampliamente a la primera entre 2012 y 2015 tras varios años en los que había ocurrido exactamente lo contrario (**gráfico 3**).

Pero estos cambios en el comportamiento inversor de las grandes empresas durante el último gobierno kirchnerista (2011-2015) no se explican solo 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 (Barrera y Serrani, 2018).

La recuperación del control estatal de YPF implicó una redefinición en la estrategia empresarial, 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 et al., 2015).

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

¹⁸ 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.

conclusiones del estudio de Manzanelli (2019). Allí se destaca que si no se considerase a las compañías hidrocarburíferas, la tasa de inversión del conjunto del panel se hubiese mantenido prácticamente inalterada entre 2012 y 2015. En ese mismo trabajo se estima 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 2015¹⁹.

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 miras a ampliar las capacidades productivas domésticas. Este fenómeno 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 derivadas de los recursos naturales, la dependencia tecnológica, los altos grados de oligopolización señalados, la relativa estrechez del mercado interno y la histórica fragilidad del sector externo, que ha derivado en recurrentes crisis del balance de pagos.

La financiarización de las grandes firmas de 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 salidas de recursos al exterior. 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

¹⁹ 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 (Manzanelli, 2019).

Cuadro 2.

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
Endeudamiento del activo (pasivo/activo)	56,9	57,1	57	59,5	57,5
Endeudamiento patrimonial (deuda/capital propio)	132,1	133	132,8	146,9	135,2
Apalancamiento (activo/patrimonio neto)	232,1	233	232,8	246,9	235,2
Autofinanciación (ahorro neto/inversión)	64,8	62,1	57	69,8	55,2
Pasivo total/Activos financieros	133,4	133,2	136,6	138,6	133,6

Fuente: Elaboración propia en base a información del INDEC.

información disponible en la Argentina para evaluar estas cuestiones es sumamente escasa, con los datos que brinda la ENGE del INDEC se puede acceder a una visión panorámica del conjunto de la elite empresaria local para el período 2012-2016 (**cuadro 2**).

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 algo menos del 44% 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, es decir, 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 con alta liquidez. 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 accionistas. Cabe señalar que los activos líquidos poseen una rotación acelerada en la cartera, demandan financiamiento en forma permanente y, por lo tanto, compiten por el mismo con la inversión productiva.

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 (contratos a futuro), fondos de inversión, depósitos a plazo, etc. 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 excedente²⁰.

Las trayectorias mencionadas no impidieron que la tenencia de dinero legal y los depósitos se mantuvieran en niveles relativamente elevados, promediando el 15% de los activos financieros totales. Con la información que publica la ENGE-INDEC resulta imposible discernir qué porcentaje corresponde a tenencia de dinero y cuál a depósitos, ni tampoco saber dónde están radicados estos últimos. Lo que es claro es que en ambos casos se trata de activos altamente líquidos.

²⁰ Este accionar se ha profundizado luego de la eliminación de los controles cambiarios a fines de 2015 debido a la aceleradísima colocación de deuda que ha propiciado el gobierno de Cambiemos.

Lo llamativo es que, por fuera de las habituales necesidades operativas de *cash flow*, este tipo de inversiones suele tener bajos o nulos rendimientos²¹. Más allá de que muchos de los instrumentos antes mencionados se encuentran dolarizados, como se señaló, 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 –especialmente 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 representaban entre el 61% y el 65% del total entre 2012 y 2016. Si bien una proporción importante de estos 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 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 in-

²¹ 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 instrumentos.

versora” 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 tenía por finalidad distintos tipos de actividades de acarreo (*carry trade*). Sin embargo, durante 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 eran inferiores a 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 internacionales 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 evitar limitaciones regulatorias. Justamente, una de las maneras más utilizadas para pagar menos impuestos y/o evitar regulaciones –tanto por parte de empresas trasnacionales como locales– es a través de la triangulación con firmas propias radicadas en los llamados “paraísos fiscales” (Rua, 2014; Zucman, 2015).

La información sobre este tipo de transacciones suele ser muy escasa dado el secretismo con el que operan estos “paraísos” y la limitada accesibilidad que existe en la Argentina a los estados contables de las grandes firmas. Solo a título ilustrativo, se pueden mencionar 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, y 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 dólares (Cassini, García Zanotti y Schorr, 2018).

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 Argentina²². Si se toman los países considerados como “paraísos fiscales” con un criterio inclusivo²³, los mismos representaron entre el 24% y el 28% de la posición pasiva bruta de la inversión extranjera directa (IED) en la Argentina entre 2005 y 2016. Si bien no toda dicha IED puede ser atribuida a inversiones realizadas por firmas argentinas o radicadas en el país a través de filiales en los mencionados países (*off-shore*), es posible inferir que una proporción importante corresponde a ello. Como ha quedado en evidencia a partir de la filtración de documentos conocidos como *Panama Papers*, entre los titulares de las firmas *off-shore* administradas por el estudio Mossack Fonseca figuran varios de los más encumbrados empresarios argentinos (O’Donnell y Lukin, 2017).

Si se considera solo la IED proveniente de Bermudas, Islas Caimán, Luxemburgo y Uruguay –todas economías de reducido tamaño y con escasas empresas reales

²² 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.

²³ 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, Lichtenstein, 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 incluía entre los veinte “paraísos” más importantes del mundo a: Suiza, EE.UU., Islas Caimán, Hong Kong, Singapur, Luxemburgo, Alemania, Taiwán, Emiratos Árabes Unidos, Guesmey (R.U.), Líbano, Panamá, Japón, Países Bajos, Tailandia, Islas Vírgenes Británicas, Bahrein, Jersey, Bahamas y Malta. En 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 cuantitativa para la Argentina y, por otra parte, 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 *off-shore*, 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, Lichtenstein, Luxemburgo, Países Bajos, Panamá, Singapur, Suiza y Uruguay.

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 para 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 la mayor 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”²⁴.

En cualquier caso, ya sea que se trate de mecanismos de elusión fiscal, valorización financiera o aplicada 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

A pesar de los sustantivos cambios en la política económica que acontecieron luego de la crisis de la convertibilidad a comienzos de los años 2000, durante el ciclo de gobiernos kirchneristas las grandes empresas argentinas continuaron siendo determinantes y prosiguieron su proceso de financiarización aunque por otras vías. Ello se expresó, entre otras cuestiones, en la “reticencia inversora” que mostró el conjunto de grandes firmas en la Argentina en la etapa de mayor crecimiento de los años analizados. 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).

²⁴ 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).

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. En cambio, es posible inferir que buena parte de los créditos recibidos y otorgados, así como de la fuga de capitales y de la remisión de utilidades tuvo como finalidad realizar triangulaciones con filiales de empresas argentinas (nacionales y transnacionales) radicadas en países con baja o casi nula carga tributaria y altos niveles de opacidad financiera (“paraísos fiscales”)²⁵.

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 –aunque no en orden de importancia–, 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.

²⁵ En Cassini, García Zanotti y Schorr (2019) se presenta una caracterización de las formas que asumió la financiarización de las grandes empresas al cabo del gobierno de la Alianza Cambiemos.

De estos resultados no debería concluirse que, siguiendo la tesis predominante sobre la financiarización, se trata de un dominio o explotación del capital productivo por parte del capital financiero. Como se ha visto, el capital productivo ha adoptado en sí mismo una lógica financiarizada. 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 tanto a estrategias de evasión o elusión impositiva –algo compartido con otros países, incluso desarrollados– como a las características propias de una economía dependiente como la argentina, la cual se encuentra sujeta a cíclicas crisis en su balance de pagos. Es por ello que en países como la Argentina la financiarización adopta como forma predominante la dolarización de los activos.

Se trata de cuestiones que asumen una relevancia ostensible, máxime ante el regreso de planteos neodesarrollistas tras la debacle económica resultante del tercer ensayo neoliberal en la Argentina: el gobierno de Mauricio Macri. A partir del recambio presidencial de diciembre de 2019 se ha recuperado en buena medida la impronta del período kirchnerista. En ese marco, conocer la lógica de acumulación priorizada por el poder económico, como sus consecuencias más relevantes, constituye un tema clave para pensar los desafíos que enfrenta la economía nacional, así como los caminos para su eventual superación.

Bibliografía

- Araújo, E., Bruno, M., y Pimentel, D. (2012). Financialization against Industrialization: a regulationist approach of the Brazilian Paradox. *Revue de La Régulation*, (11). Recuperado de: <https://doi.org/10.4000/regulation.9604>.
- Arceo, E. (2003). *Argentina en la periferia próspera. Renta internacional, dominación oligárquica y modo de acumulación*. Buenos Aires: UNQui/FLACSO/IDEP.
- Arceo, E. (2011). *El largo camino a la crisis. Centro, periferia y transformaciones en la economía mundial*. Buenos Aires: Cara o Ceca.
- Arelovich, S. (2011). *Situación de las empresas del complejo oleaginoso de la Argentina. Análisis económico de los balances*. Manuscrito no publicado.

- Astarita, R. (2011). *Economía política de la dependencia y el subdesarrollo*. Buenos Aires: Universidad Nacional de Quilmes.
- Azpiazu, D. (2003). *Las privatizaciones en la Argentina. Diagnóstico y propuestas para una mayor equidad social*. Buenos Aires: Miño y Dávila.
- Azpiazu, D., Basualdo, E., y Khavisse, M. (2004). *El nuevo poder económico en la Argentina de los años ochenta. Edición definitiva*. Buenos Aires: Siglo XXI Editores.
- Barrera, M., y Serrani, E. (2018). Energía y restricción externa en la Argentina reciente. ***Realidad Económica***, 315.
- Basualdo, E. [coord.] (2017). *Endeudar y fugar. Un análisis de la historia económica argentina, de Martínez de Hoz a Macri*. Buenos Aires: Siglo XXI Editores.
- Basualdo, E. (2011). *Sistema político y modelo de acumulación*. Buenos Aires: Cara o Ceca.
- Cantamutto, F, Costantino, A., y Schorr, M. (2018). *El carácter social del gobierno de Cambiemos en la Argentina. Un enfoque desde la economía política*. Manuscrito no publicado.
- Cantamutto, F, Schorr, M., y Wainer, A. (2016). El sector externo de la economía argentina durante los gobiernos del kirchnerismo (2003-2015). ***Realidad Económica***, 304, 41-73.
- Carrera, J. (2018). El papel de la financiarización en la dinámica de los precios de los productos básicos. En M. Abeles, E. Pérez Caldentey, y S. Valdecantos (Eds.), *Estudios sobre financiarización en América Latina* (p. 363). Santiago de Chile: CEPAL.
- Cassini, L., y García Zanotti, G. (2018). Financiarización del régimen de acumulación en Brasil: la evolución de la cúpula empresaria. En M. Schorr y A. Wainer (Eds.), *La financiarización del capital: estrategias de acumulación de las grandes empresas en Argentina, Brasil, Francia y Estados Unidos* (pp. 79-118). Buenos Aires: Futuro Anterior.
- 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, Argentina.
- Cassini, L., García Zanotti, G., y Schorr, M (2019). El poder económico durante el gobierno de Cambiemos: desempeños empresarios y lógicas de acumulación en una

etapa de reposicionamiento de las distintas fracciones del capital concentrado. En P. Belloni y F. Cantamutto (Comps.), *La economía política de Cambiemos. Ensayos sobre un nuevo ciclo neoliberal en la Argentina*. Buenos Aires: Batalla de Ideas.

Cibils, A., y Allami, C. (2013). Financialisation vs. Development Finance: the Case of the Post-Crisis Argentine Banking System. *Revue de La Régulation*, (13). Recuperado de: <https://doi.org/10.4000/regulation.10136>..

Doyran, M. A., y Erdođan, E. (2015). Are Foreign Banks Better Performers Than Domestic Counterparts? Examining the Financialization Hypothesis in Mexico. *Latin American Business Review*, 16(4), 327-370.

Feijó, C., Lamônica, M. T., y Bastos, J. C. A. (2016). Why does the investment rate not increase? Capital accumulation and stabilization policy in the 1990s and 2000s in Brazil. *Journal of Post Keynesian Economics*, 39(4), 539-561.

Gaggero, A. (2013). La retirada de los grupos económicos argentinos durante la crisis y salida del régimen de convertibilidad. *Desarrollo Económico*, 52(206), 229-254.

Gaggero, A. (2015). *Los efectos de la internacionalización y la extranjerización de los grandes grupos empresarios argentinos. Los casos de Techint, Eurnekián y Fortabat*. Buenos Aires: CEFID-AR, Documento de Trabajo 74.

Gaggero, A., y Schorr, M. (2017). Las grandes empresas nacionales de la Argentina bajo los gobiernos del kirchnerismo. *H-industri@ Revista de historia de la industria, los servicios y las empresas en América Latina*, 11(21), 54-75.

Gaggero, A., Schorr, M., y Wainer, A. (2014). *Restricción eterna. El poder económico durante el kirchnerismo*. Buenos Aires: Futuro Anterior.

Gronдона, V. (2014). *Fuga de capitales. La manipulación de los precios de transferencia*. Buenos Aires: CEFID-AR, Documento de Trabajo 58.

Kaltenbrunner, A. (2010). International Financialization and Depreciation: The Brazilian Real in the International Financial Crisis. *Competition & Change*, 14(3-4), 296-323.

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*. Buenos Aires: CEPAL, Serie Estudios y Perspectivas N° 2.

- Magdoff, H., y Sweezy, P. (2009). *Stagnation and the Financial Explosion*. New York: Monthly Review Press.
- Manzanelli, P. (2019) ¿En el mundo del revés? La cúpula empresaria y la inversión en Argentina 2002-2016. *Realidad Económica*, 321.
- Marx, C. (1997a). *El Capital. Tomo III*. México: Siglo XXI Editores.
- Marx, C. (1997b). *El Capital. Tomo II*. México: Siglo XXI Editores.
- Mendoza Hernández, A. (2010). Financiarización y ganancias de corporaciones en México. *Ola Financiera*, 3(5), 165-197.
- O'Donnell, S., y Lukin, T. (2017). *Argenpapers. Los secretos de la Argentina offshore en los Panama Papers*. Buenos Aires: Sudamericana.
- Ortiz, R., y Schorr, M. (2006). La economía política del gobierno de Alfonsín: creciente subordinación al poder económico durante la 'década perdida'. En A. Pucciarelli. (Coord.), *Los años de Alfonsín. ¿El poder de la democracia o la democracia del poder?* Buenos Aires: Siglo XXI Editores.
- Pérez Ártica, R. (2013). *Acumulación de liquidez y exceso de ahorro en firmas de países desarrollados*. (Tesis de Doctorado en Economía de la Universidad Nacional del Sur).
- Prates, D., y Paulani, L. (2007). The Financial Globalization of Brazil under Lula. *Monthly Review*, 58(09), 32-38. Recuperado de: <https://monthlyreview.org/2007/02/01/the-financial-globalization-of-brazil-under-lula/>.
- Reis, N. (2017). A farewell to urban/rural bias: peripheral finance capitalism in Mexico. *The Journal of Peasant Studies*, 0(0), 1-27.
- Rua, M., y Zeolla, N. (2018). Desregulación cambiaria, fuga de capitales y deuda: la experiencia argentina reciente. *Problemas del Desarrollo Económico*, 49(194), 5-30.
- Rua, M. (2018). *Fuga de capitales en el primer semestre de 2018*. Buenos Aires: Centro de Economía Política Argentina (CEPA). Recuperado de: <http://centrocepa.com.ar/informes/73-fuga-de-capitales-en-el-primer-semestre-de-2018>.
- Rua, M. (2014). *Los "facilitadores" y sus modos de acción*. Buenos Aires: CEFID-AR, Documento de Trabajo 60.

- Schorr, M. (2004). *Industria y nación. Poder económico, neoliberalismo y alternativas de reindustrialización en la Argentina contemporánea*. Buenos Aires: Edhasa.
- 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 de FLACSO-Sede Académica Buenos Aires).
- Schorr, M., y Wainer, A. (2014). *Restricción externa en la Argentina: una mirada estructural de la posconvertibilidad*. Buenos Aires: Instituto de Altos Estudios Sociales de la UNSAM.
- Schorr, M., y Wainer, A. (2015). Algunos determinantes de la restricción externa en la Argentina. *Márgenes. Revista de economía política*, 1(1), 33-54.
- Schorr, M., y Wainer, A. (2017). La economía argentina bajo el kirchnerismo: de la holgura a la restricción externa. En A. Pucciarelli, y A. Castellani (Comps.), *Los años del kirchnerismo. La disputa hegemónica tras la crisis del orden liberal*. Buenos Aires: Siglo XXI Editores.
- Thirlwall, A. P. (1979). The balance of payments constrained growth as an explanation of international growth rate differences. *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, 32(128), 45-53.
- Torija Zane, E., y Gottschalk, R. (2018). Patrones financieros y de inversión en América Latina desde la perspectiva del comportamiento empresarial. En M. Abeles, E. Pérez Caldentey y S. Valdecantos (Edits.), *Estudios sobre financiarización en América Latina*. Santiago de Chile: CEPAL.
- 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 de FLACSO-Sede Académica Buenos Aires).
- Wainer, A., y Belloni, P. (2018). ¿Lo que el viento se llevó? La restricción externa en el kirchnerismo. En M. Schorr (Coord.) *Entre la década ganada y la década perdida. La Argentina kirchnerista. Ensayos de economía política*. Buenos Aires: Batalla de Ideas.
- Zaiat, A. (2012). *Economía a contramano. Cómo entender la economía política*. Buenos Aires: Planeta.
- Zucman, G. (2015). *The Hidden Wealth of Nations*. Chicago: University of Chicago Press.