



 **realidad  
económica**

Nº 379 AÑO 56

1º de abril al 15 de mayo de 2026

ISSN 0325-1926

Páginas 9 a 46

---

MACROECONOMÍA ARGENTINA

## El capital concentrado en la Argentina. Un análisis a partir de los datos de la Encuesta de Grandes Empresas del INDEC (1993-2023)

---

Esteban Ezequiel Maito\*

\* Magíster en Economía Política de la Facultad Latinoamericana de Ciencias Sociales (FLACSO-Argentina) y licenciado en Sociología de la Universidad de Buenos Aires (UBA). Investigador independiente, Tucumán 1966 (C1050AAN), CABA, Argentina, eemaito@gmail.com.

RECEPCIÓN DEL ARTÍCULO: marzo de 2025

ACEPTACIÓN: febrero de 2026



## Resumen

En el artículo se analiza el desenvolvimiento de los mayores capitales productivos del país a partir de la Encuesta de Grandes Empresas del INDEC desde 1993 hasta 2023. Se realizan diversos análisis de largo plazo para una serie de variables como la producción, la productividad laboral, el empleo, los costos de producción y la distribución funcional. Adicionalmente, se incluyen nuevos indicadores relativos a la evolución de la masa de ganancias y la inversión de estos capitales, incluyendo las descomposiciones de estas variables que permiten introducir elementos novedosos para el análisis.

**Palabras clave:** Grandes empresas – Costos de producción – Inversión – Reticencia inversora  
**Clasificación JEL:** D21 - D23 – D33 – E22 – F23

## Abstract

**Concentrated capital in Argentina: An analysis based on data from INDEC's Survey of Large Enterprises (1993–2023)**

This article analyzes the development of the country's largest productive capitals based on the Survey of Large Enterprises (ENGE) conducted by INDEC from 1993 to 2023. Various long-term analyses are performed for a series of variables such as production, labor productivity, employment, production costs, and functional distribution. Additionally, new indicators are included regarding the evolution of the mass of profits and the investment of these capitals; the decomposition of these variables introduces novel elements to the analysis of the period.

**Keywords:** Large enterprises – Production costs – Investment – Investment reluctance  
**JEL Classification:** D21 – D23 – D33 – E22 – F23

## Introducción

**E**n el presente artículo se realiza un análisis del agregado de capitales productivos de mayores ventas de la economía durante los últimos tres decenios. En función de ello, se utiliza la Encuesta de Grandes Empresas (ENGE) del INDEC como una aproximación, introduciendo en el análisis nuevas dimensiones en relación con las abordadas en otros trabajos sobre la temática.<sup>1</sup>

En el contexto argentino de los últimos años se han desarrollado una variedad de análisis en torno a aquellos capitales productivos de mayor magnitud (Gaggero y Schorr, 2016; Manzanelli, 2016), normalmente conceptualizados como “cúpula empresaria”, ya sea utilizando las doscientas empresas de mayores ventas o la propia ENGE como principal insumo. Muchos de estos análisis se enfocan una lectura sobre los cambios en el interior de este grupo de capitales, en función del origen del capital o su forma organizativa (García-Zanotti, 2022; Santarcángelo, 2012; Schorr y Wainer, 2020).

El proceso de reproducción capitalista se desarrolla concretamente a partir de la existencia de capitales particulares que, dadas las relaciones de producción vigentes, definen los alcances y sustentos de dicha reproducción en cuanto reproducción social. La ENGE sintetiza el proceso de valorización de un conjunto de capitales que concentran una parte relevante del capital social de sus respectivos sectores y de la economía argentina.

Dada la relevancia de estos capitales, que será además reevaluada en la siguiente sección, surge entonces una serie de interrogantes adicionales en torno a la evolución de una serie de variables durante los tres decenios que abarca el presente trabajo, incluyendo algunas no abordadas hasta la fecha.

---

<sup>1</sup> Las fuentes utilizadas por la ENGE son los balances de las firmas.

En función de lo anteriormente desarrollado, el presente trabajo se divide en cuatro secciones. En la primera sección se analiza el peso en la economía de los capitales incluidos en la ENGE, realizando una serie de análisis adicionales a los comúnmente realizados en la literatura. En la segunda sección se abordan variables relativas a la producción, el empleo, la productividad, la distribución y los costos de producción de los capitales que conformaron la ENGE en el período 1993-2023. En una tercera sección se considera la evolución de las ganancias y la rentabilidad del conjunto de empresas comprendidas, al mismo tiempo que en la cuarta y última sección se considera la evolución de la inversión realizada por los capitales incluidos en la ENGE y en relación con el gasto de inversión total del país.

## 1. La ENGE en el contexto de la economía argentina

Comúnmente la presentación formal de la ENGE, y buena parte de las investigaciones respectivas, muestra el peso relativo de la producción de las quinientas empresas involucradas en términos del valor agregado total de la economía (normalmente en torno al 20% del mismo, con un nivel más cercano al 15% en los noventa y superior al 20% luego de la crisis de 2001-2002). Sin embargo, y más allá de que la ENGE excluye a empresas del sector agropecuario y financiero, tiende a subestimarse el peso de las quinientas empresas en el movimiento de la economía, dado que el valor agregado total de esta incluye sectores de escasos eslabonamientos (Molina *et al.*, 2021) como la administración pública, que por definición no produce mercancías, o el comercio y otros sectores que suponen una cantidad mayoritaria de unidades pequeñas y de cuentapropistas, pero con un peso agregado considerable.

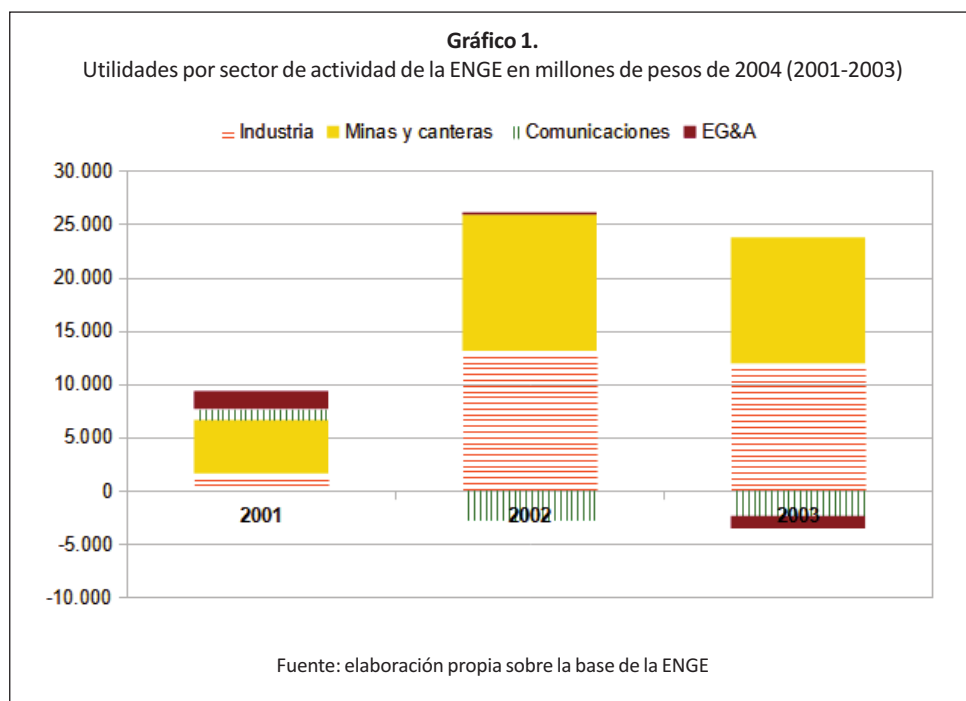
En tal sentido, las empresas incluidas en la ENGE representan un porcentaje relevante de la producción total en sus respectivos sectores de actividad o ramas de producción, como se observa en el caso de la minería (84,3%), de la industria en general (51,7%, incluyendo 83,0% en combustibles y químicos, 66,3% en alimentos, bebidas y tabaco o 46,5% en maquinarias, equipos y vehículos), de servicios públicos (104,4%), de transporte y almacenamientos (19,1%), servicios de información y comunicaciones (60,9%).<sup>2</sup> En definitiva, el peso de los capitales

---

<sup>2</sup> Datos referidos al año 2022.

incluidos en la ENGE, y su incidencia en la economía, es claramente mayor al convencionalmente establecido, en particular entre las actividades de mayores eslabonamientos.

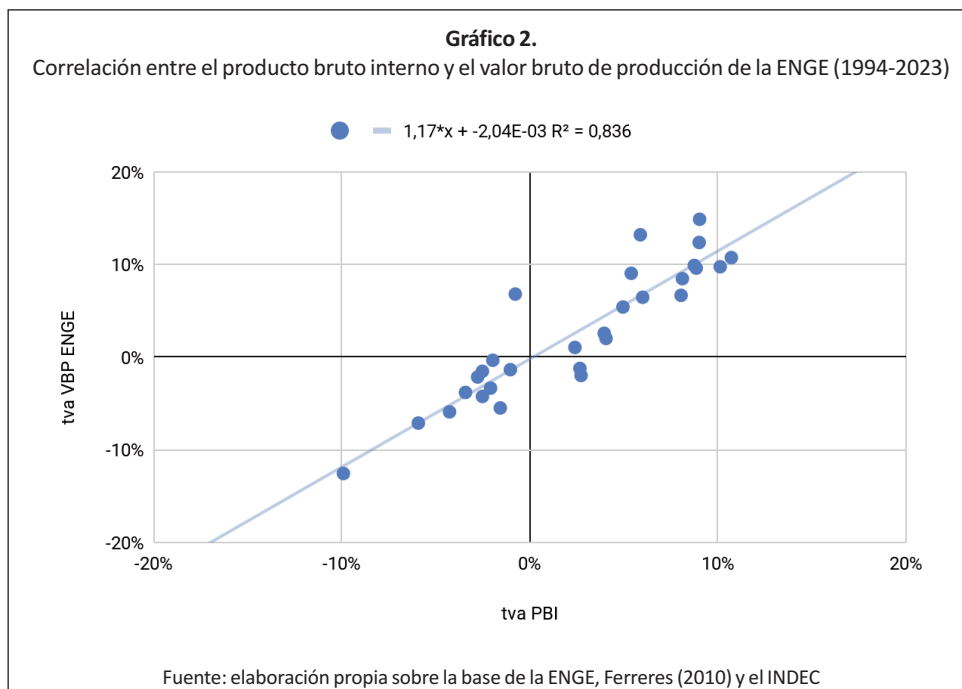
El mayor dinamismo observado en el período posterior a 2002 debe considerarse siempre como expresión de ciertas dinámicas diferenciales en el interior del agregado de empresas. La gran devaluación real de la moneda en 2002 amplió notablemente la masa de ganancias en pesos de las empresas manufactureras, mineras e hidrocarburíferas. En contraposición, sectores como los de servicios públicos y el comercio redujeron su participación relativa (Basualdo, 2009: 12). La regulación de tarifas y su menor precio relativo (Cont, Navajas y Porto, 2019) afectaron la rentabilidad sectorial de los servicios, al tiempo que coadyuvaron a la recuperación de la rentabilidad industrial y general, dado que su producción ingresa generalmente como consumo intermedio en buena parte de los sectores económicos.

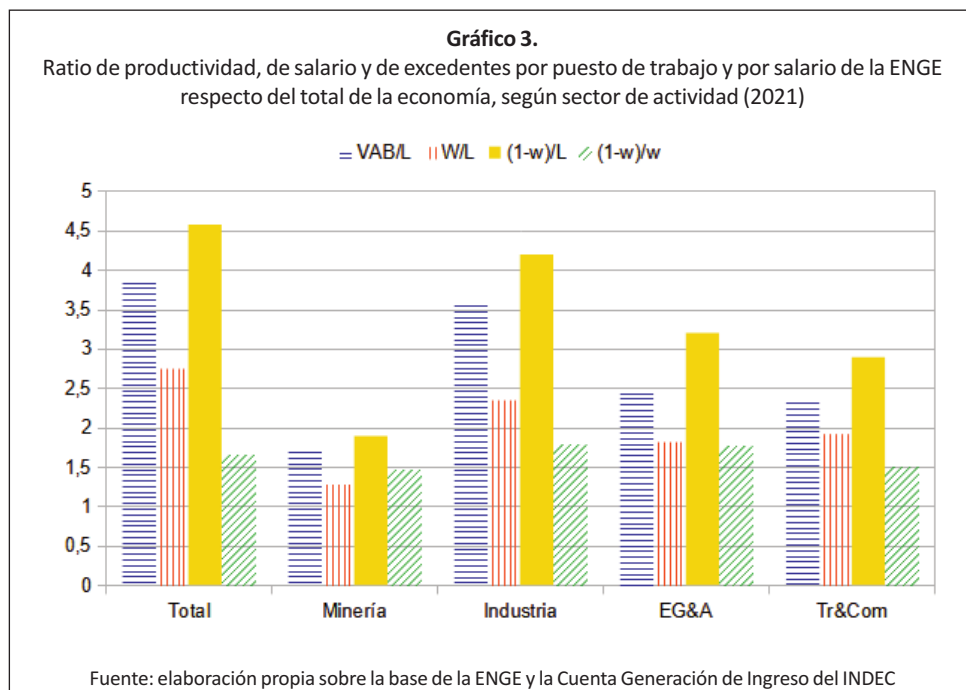


El sector manufacturero es el de mayor predominio en el interior de la ENGE, representando aproximadamente la mitad de su facturación, por lo que las coyunturas industriales en cuanto a crecimiento y precios relativos afectan particularmente el desenvolvimiento de la ENGE en relación con el resto de la economía. En tal sentido, los cambios en los precios y rentabilidades relativas, producto de la resolución de la crisis 2001-2002, supusieron un crecimiento del peso de las empresas de la ENGE en el total de la economía en función del incremento pronunciado de sus ganancias (Manzanelli, 2019).

El cambio del piso estructural de participación del valor agregado de la ENGE en la economía producido en 2002 se explica mayormente por la expansión de su excedente bruto de explotación.

El análisis de esta muestra de empresas tiene un importante vínculo con el desenvolvimiento general de la economía. En el gráfico 2 se puede observar la





elevada correlación ( $R^2 = 0,836$ ) existente entre la producción del total de la economía y la de la ENGE, cuyas tasas anuales acumulativas de crecimiento registraron un 1,9% y 3,0% respectivamente.<sup>3</sup>

Los capitales que integran la ENGE presentan mayores niveles de productividad y salariales que el resto de la economía, en virtud de los elevados montos invertidos y sus capacidades productivas implícitas. Por ejemplo, considerando el 2021, la productividad de las empresas industriales de la ENGE era 262% superior al promedio de la industria manufacturera, al mismo tiempo que los salarios eran 135% mayores.

<sup>3</sup> El gráfico excluye el 2002, año en el que el PBI se contrajo un 11,1% y la producción de la ENGE se expandió un 20,8%, dado su carácter de outlier (valor atípico). Su inclusión arroja un  $R^2$  de 0.300 para todo el período. Estos elementos subrayan el significado particular de dicho año, en el que el abrupto cambio en los precios relativos se expresó también en una mayor participación estructural de las empresas de la ENGE en términos del total de la economía.

Por otra parte, el diferencial es mayor en el caso de la productividad que en el de los salarios, razón por la cual los capitales más concentrados obtendrían también mayores beneficios por puesto de trabajo ( $1-w/L$ ) que el resto. En términos generales, la productividad agregada de la economía sería un 20% menor a la vigente si se excluyen los quinientos capitales relevados por la ENGE.

En definitiva, y a pesar de la subestimación de su peso, los capitales que conforman la ENGE tienen una participación central en los principales sectores de la economía (aquellos de mayor productividad y que generan mayores eslabonamientos productivos), cumplen un rol fundamental en la evolución del PBI argentino y actúan con una productividad muy por encima de la media de la economía y de los respectivos sectores de actividad. Además, concentran una parte importante de las exportaciones e importaciones del país (64,2% y 39,4% respectivamente, tomando el quinquenio 2018-2022) y del superávit comercial operativo.

Si consideramos el balance comercial de la ENGE, este se ubicó en los 13.341 millones de dólares anuales durante 1993-2023, al mismo tiempo que el superávit comercial del país alcanzó un promedio anual de 2.885 millones.<sup>4</sup> De lo anteriormente señalado se desprende que la capacidad exportadora de las firmas de la ENGE implica un aporte sustancial de divisas a la economía.

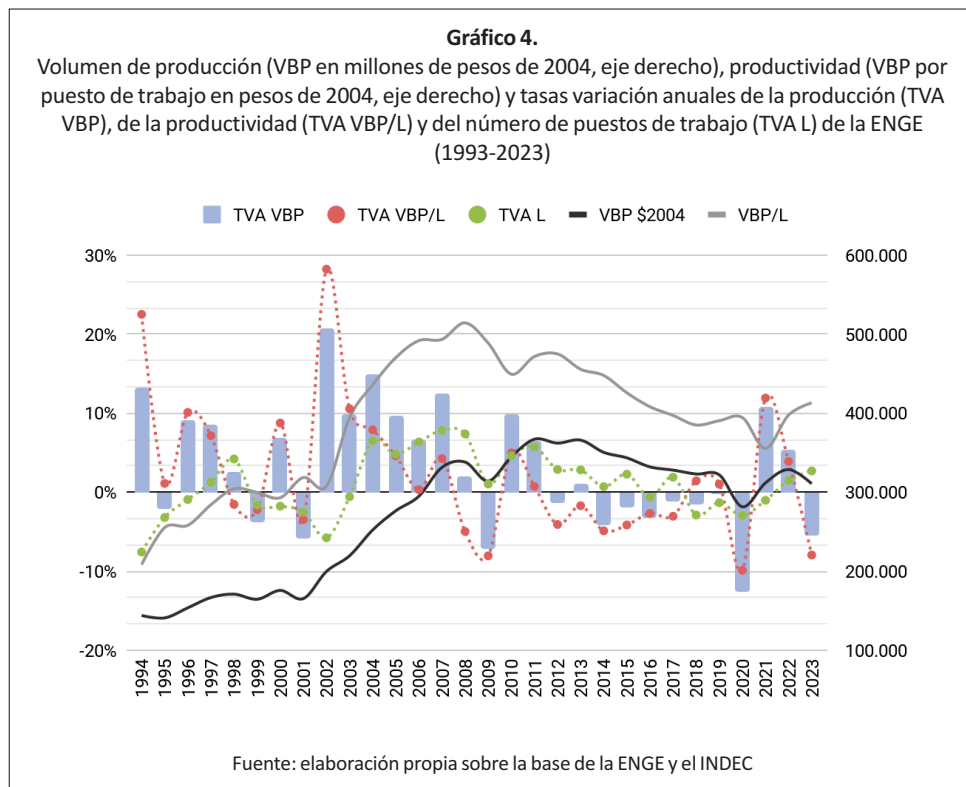
## 2. Evolución de la producción, la distribución y los costos de producción

Durante el período 1993-2023 el volumen de producción del panel se ha incrementado de forma clara, aunque con varios años de retracción. Entre su valor mínimo en 1993 y su punto máximo en 2011, el valor bruto de producción se incrementó un 188,7% a precios constantes.<sup>5</sup> La productividad del trabajo, por su

---

<sup>4</sup> Por falta de información de la ENGE no se han computado los años 2004 a 2011 en los datos de superávit comercial tanto para las firmas de la muestra como para la economía nacional. En el caso de las empresas de la ENGE, se obtuvieron series de exportaciones e importaciones tomando dichas series en pesos, tal como son informadas por INDEC, y multiplicándolas por el tipo de cambio nominal promedio de cada

<sup>5</sup> Para la estimación a precios constantes de la producción se elaboró un índice particular de precios implícitos que pondera el aporte de los grandes sectores al valor bruto de producción de la ENGE a partir de los deflatores de los valores brutos de producción específicos de dichas actividades informados por el INDEC..



parte, había alcanzado su punto máximo en 2007, con un incremento del 146,8% en relación a su nivel de 1993.<sup>6</sup>

Los niveles de producción ingresaron en un sendero descendente con posterioridad al 2013, luego de dos años de relativo estancamiento. Para 2023, el volumen de producción era 15,4% inferior al de 2011, al mismo tiempo que la productividad era un 20% menor al punto máximo de 2007.

<sup>6</sup> Debe considerarse, a la hora de evaluar la productividad laboral a lo largo del tiempo, que la medida no capta cambios en la composición interna de la cúpula ni de precios sectoriales, razón por la cual debe considerarse dicho indicador como una aproximación.

Los puestos de trabajo mostraron una contracción importante durante el período de la convertibilidad, con la excepción del bienio 1997-1998, y hasta el 2003. Desde 2004 comenzó un período de crecimiento de los puestos hasta 2017, con una reducción marginal en 2016. En los años siguientes la cantidad de puestos de trabajo se redujo en forma persistente desde el punto máximo de 2017, siendo en 2023 un 4,1% menor a dicho registro.

Entre 1993 y 2001 el crecimiento de la producción se fundamentó mayormente en incrementos de la productividad laboral, en que el empleo ejerció una influencia negativa compensada por los avances en la productividad hasta 1997. En los años siguientes, la tendencia en ambas variables se expresó en variaciones anuales negativas.

En el período 2003-2011 tanto la productividad como el empleo mostraron un crecimiento conjunto, con la salvedad más notable de la productividad en 2008 y 2009. En este período la producción se incrementó en forma sostenida, más allá de la caída en el marco de la crisis internacional en 2009.

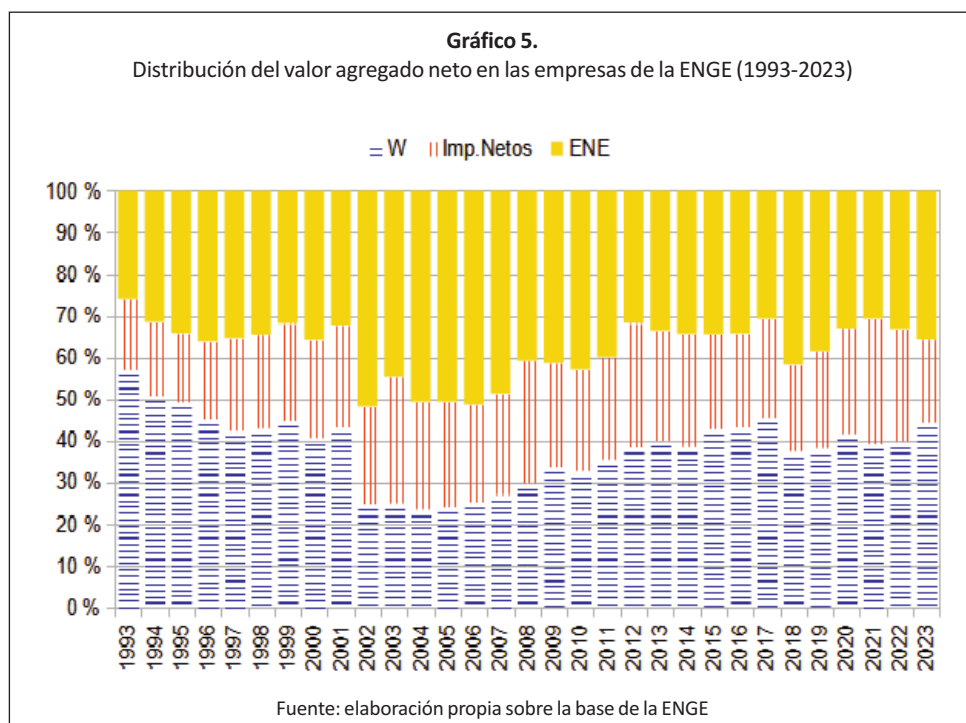
La productividad laboral se redujo entre 2012 y 2017 para mostrar cierta recomposición en los años posteriores, con la salvedad de lo ocurrido en 2020, producto de la pandemia del covid-19.

Los puestos de trabajo, por su parte, continuaron incrementándose en 2012-2017, pero con una clara desaceleración que además no llegó a compensar la caída en la productividad, razón por la cual el volumen de producción de las empresas de la ENGE ha mostrado una reducción en términos agregados. Adicionalmente, como consecuencia de la crisis iniciada en 2018 y la pandemia del covid-19, el empleo se redujo en forma clara durante 2018-2021.

En cuanto a la distribución funcional en el interior de la muestra (gráfico 5), esta se ha destacado por un crecimiento de la participación de los beneficios hasta 2002, una estabilización en niveles elevados en el período 2002-2007, y una paulatina caída en los años siguientes.

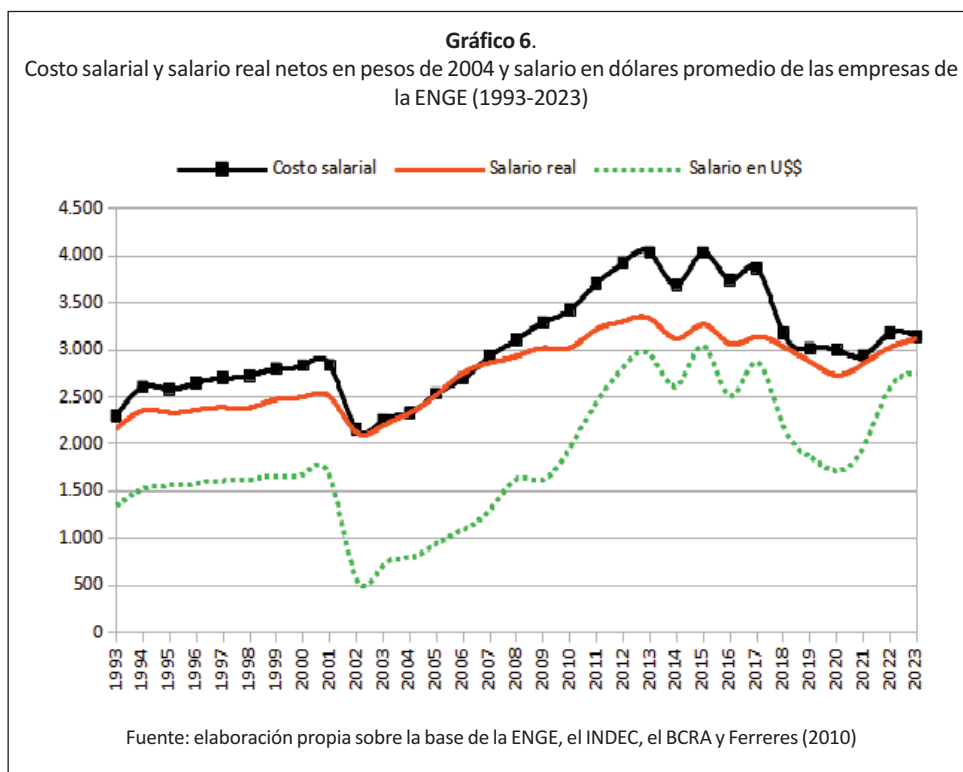
La participación asalariada en el valor agregado neto se redujo en forma marcada entre 1993 y 1997 (del 57,4% al 42,5%) para luego mostrar cierta estabilización hasta el año 2001.

En 2002, como resultado de la crisis, la participación de la masa salarial se redujo en forma notable, descendiendo al 24,9% del valor agregado, no solo por una caída del costo laboral en términos absolutos (-22,4%), sino también por el crecimiento de la productividad laboral y el notable cambio en los precios relativos que favoreció a los sectores más representativos incluidos en la ENGE (con la salvedad de las grandes empresas de servicios públicos y telecomunicaciones), resultando así en un incremento notable en el excedente de explotación en términos relativos a la masa salarial. Esta pasó así de una máxima participación de 57,4% en 1993 a un mínimo de 23,7% en 2004, en que se reduce nada menos que 33,7 puntos porcentuales.



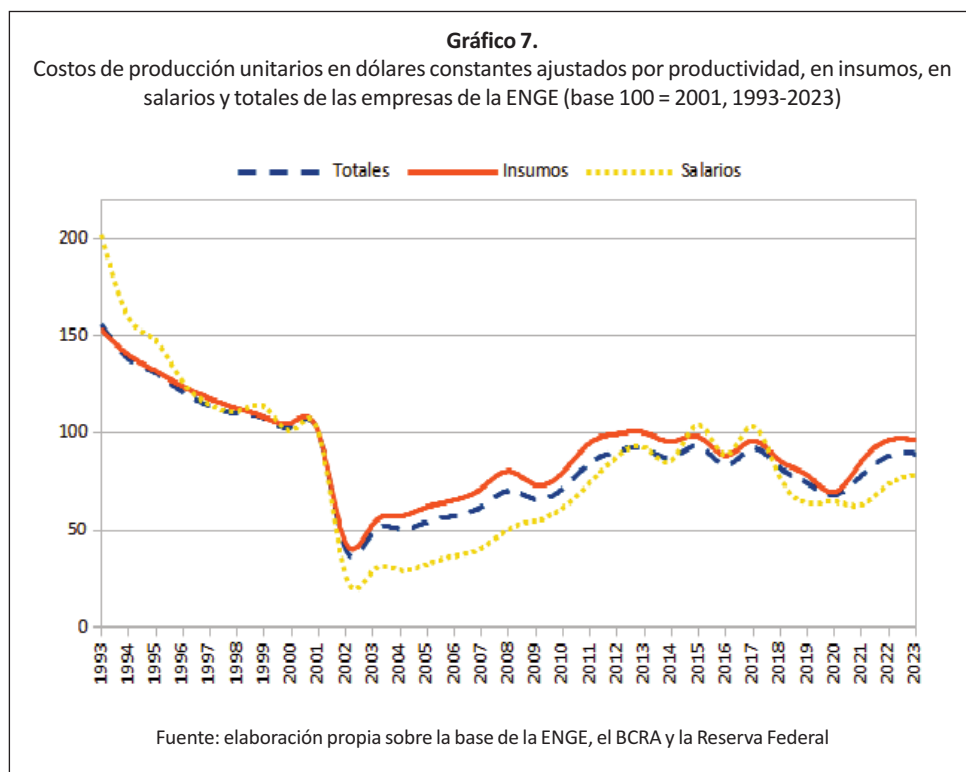
Dados los bajos niveles salariales y la notable mejora en las condiciones de rentabilidad, la demanda de fuerza de trabajo creció en forma destacable desde 2004, con su correlato en los niveles de empleo y salariales en el interior de la ENGE. La relación excedente neto de explotación/salarios, que había alcanzado un pico luego de la crisis 2001-2002, comenzó a descender a un ritmo constante pero lo suficientemente paulatino como para que la propia tasa se mantuviera en niveles superiores a los vigentes en la década del noventa.

Esto, sin embargo, no implicó que el salario promedio también se ubicara en dichos niveles, dado que la expansión de la producción elevó también el nivel salarial absoluto. Este alcanzaría un punto máximo, ya sea deflactado por el índice de precios de la producción o el índice de precios al consumidor, en 2013.



A partir de 2014 los salarios se estancaron, con caídas y subidas hasta 2017, para consolidar una tendencia contractiva abierta desde 2018, año a partir del cual se observa un cambio destacable en la participación relativa de ganancias y salarios que terminó con la tendencia observada desde 2003.

Desde el punto de vista de los capitales, es decir contra la evolución de las ventas propias, el crecimiento salarial fue claramente mayor que considerando el poder adquisitivo desde el punto de vista de los trabajadores, contra la evolución del índice de precios al consumidor, lo que refleja en buena medida la evolución de los precios relativos, con una particular divergencia desde 2008 que parece haberse reducido desde 2018.



Pero sin dudas los mayores cambios se observan si consideramos los salarios en términos de dólares, tanto en lo relacionado a la crisis de 2001-2002, con una caída salarial del 65,5%, como en lo relacionado al sostenido proceso de crecimiento luego del año 2002, y hasta 2013, año en el que el salario en dólares había nada menos que sextuplicado su nivel de 2002, o prácticamente duplicado su nivel vigente durante el período de la convertibilidad.

Los costos de producción unitarios en términos internacionales ajustados por inflación y por productividad se redujeron un 42,7% (37% en el caso del consumo intermedio y 61,3% en el del costo laboral). No obstante, se ha tratado de una reducción atravesada por períodos heterogéneos.

La trayectoria de los costos de producción se encuentra mayormente influenciada por la de los insumos en función del peso relativo de estos en relación con el costo salarial.

Durante buena parte del período de la convertibilidad se produjo una reducción persistente de los costos de producción unitarios que alcanzaron sus menores niveles en 2002 (-74,3% en relación al inicio de la serie en 1993), cuando la desvalorización real de la moneda se tradujo en una caída aún mayor del costo de producción unitario en dólares constantes.<sup>7</sup>

Ello supuso una mayor competitividad de la producción de mercancías exportables. Las exportaciones crecieron de 18.676 millones de pesos en 2001 a 63.012 millones en 2002, es decir 44.336 millones, que representaron nada menos que el 64,2% del incremento de 69.056 millones en la facturación de las empresas de la ENGE. Este incremento, sin embargo, reflejó principalmente un efecto interno de la devaluación real de la moneda antes que una expansión de los volúmenes exportados. Las condiciones propicias para un incremento sostenido de las exportaciones comenzaron a observarse más claramente al año siguiente.

El crecimiento de las exportaciones, tanto en volúmenes como en precios, se tradujo en un ingreso creciente de dólares que, sin embargo, no se expresó en una

---

<sup>7</sup> Los dólares fueron ajustados por la inflación internacional calculada por la Reserva Federal (serie FPCPI-TOTLZGWL).

tendencia a la apreciación real de la moneda sino hasta 2008, año en el que los precios internacionales de las exportaciones mostraron un incremento marcado.

En conjunto con el estancamiento de la productividad, la consolidación de altos niveles inflacionarios y el atraso cambiario establecieron presiones al alza de los costos unitarios en términos internacionales, con las pérdidas de competitividad asociadas.

Dentro de una tendencia de largo plazo de reducción de costos, la evolución observada de estos es particularmente cambiante, en función del pronunciado carácter cíclico y las oscilaciones macroeconómicas, dificultando así la consolidación de una estructura y evolución de costos favorables en términos de previsibilidad y competitividad.

### 3. Evolución de la masa de ganancias y la rentabilidad

El sistema económico se rige por la valorización del capital y la obtención de ganancias. Estas constituyen el fin último de la producción capitalista, razón por la cual su desenvolvimiento en el tiempo es un elemento central de análisis, toda vez que, en función de sus ganancias y rentabilidades, los capitales despliegan su actividad productiva y toman decisiones en términos de inversión y empleo.

Como porcentaje de las ganancias (excedente bruto de explotación) de la economía nacional, la participación de la ENGE pasó de representar niveles del 7,5% durante la década del noventa a niveles en torno al 15% en el presente siglo.

En este apartado se realiza un análisis del excedente de este conjunto de capitales, realizando desagregaciones a partir del *excedente bruto de explotación*, del cual la resta de los montos por *consumo de capital fijo* o *amortizaciones* resulta en el *excedente neto de explotación*.<sup>8</sup>

---

<sup>8</sup> Cabe recordar que el excedente bruto de explotación surge de la resta del consumo intermedio y los costos laborales al valor bruto de producción.

Las *utilidades* informadas por la ENGE surgen, por su parte, de la resta de los *rentas e intereses netos* al excedente neto de explotación.<sup>9</sup> En el presente trabajo se realiza una desagregación adicional de las utilidades, en función de los montos comprometidos en formación neta de capital fijo y cuya sustracción resulta en una magnitud que denominamos *ingreso empresario neto*. Este último, por otra parte, puede desagregarse para fines analíticos entre *fondos para la ampliación del capital circulante* (en el año siguiente) y el *ingreso empresario neto disponible*.

Esta serie de desagregaciones permite captar tendencias y procesos adicionales, considerando la ampliación del capital circulante como un destino adicional de las utilidades que no es considerado en los trabajos sobre la temática, del mismo modo que su reducción se constituye en una fuente adicional al ingreso empresario neto como fondo disponible para demanda de divisas o títulos públicos en la búsqueda de conservar su valor. Estos fondos conformaron en definitiva una masa dineraria acumulada al 2023 (contabilizando desde 1994) equivalente a 332.282 millones de dólares.

La masa de ganancias durante los períodos iniciales de los dos ciclos que cubre esta investigación (1993-1998 y 2002-2007) se expandió en forma clara para luego ingresar en fases de estancamiento y contracción. No obstante, considerando el largo plazo en su conjunto, puede afirmarse que las ganancias se incrementaron desde 1993 hasta 2007, permaneciendo relativamente estancadas en los años siguientes (gráfico 8).

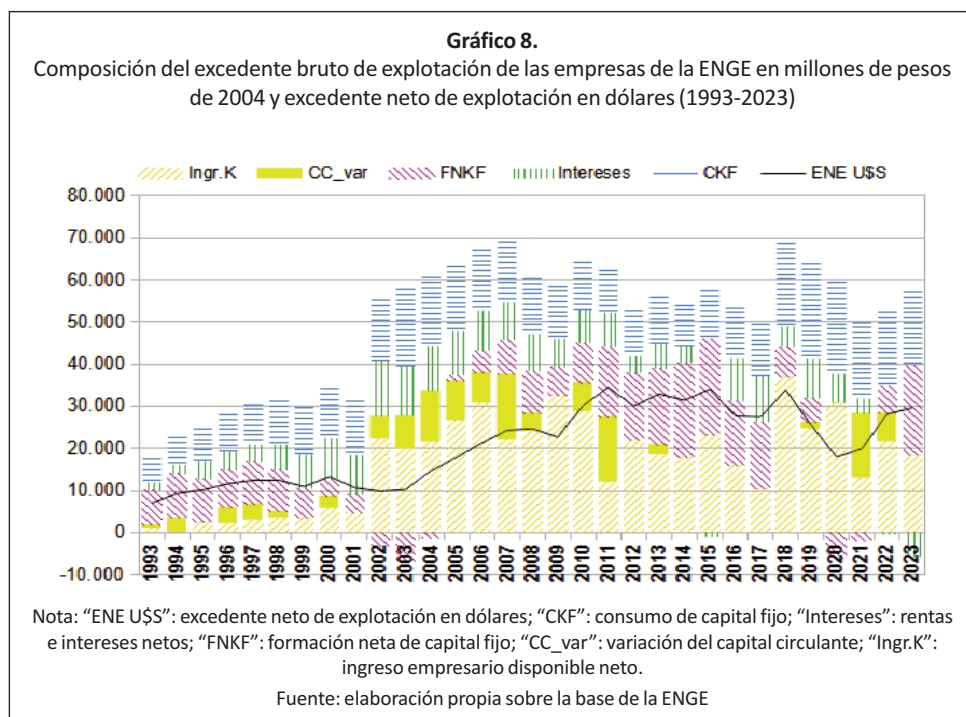
---

<sup>9</sup> En la nueva serie (2012 y años subsiguientes) de la ENGE se realizó un cambio metodológico que excluye de las utilidades aquellas que son distribuidas, mientras que anteriormente eran incluidas (Schorr y Wainer, 2020). La principal consecuencia de dicho cambio metodológico es que reduce el nivel general de utilidades. Por ejemplo, las utilidades de 2012 habían crecido nominalmente 6,2% respecto a 2011 (124.088 vs 116.827 millones de pesos) con la antigua metodología, al tiempo que con el cambio metodológico las utilidades muestran una reducción nominal interanual del 26,9% (87.871 vs 116.827 millones de pesos). Tal cambio incide obviamente en cualquier serie de rentabilidad que considere el monto de utilidades en el numerador. La solución metodológica fue mantener el nivel original de 2012 y luego aplicar las tasas de variación de las utilidades de la nueva serie. En el único año posterior a 2012 en el que existen tasas de variación nominales de ambas metodologías (2013) estas fueron relativamente similares (27,5% con la vieja metodología y 25,7% con la nueva).

Luego del máximo alcanzado en 2007, los capitales más concentrados de la economía desplegaron crecientes esfuerzos inversores aun en un contexto de reducción de ganancias, en función de necesidades competitivas y tecnológicas y de, como se verá en secciones siguientes, aspectos sectoriales.

Tal cuadro de situación aparece claramente modificado desde 2018, cuando en función de la devaluación del tipo de cambio real, el cambio en los precios relativos y los incrementos salariales por debajo de la inflación al consumidor, la masa de ganancias experimentó una importante recomposición en conjunto con una caída de los montos destinados a la formación neta de capital fijo.

Los dos últimos años relevados (2022-2023), por su parte, muestran una recomposición de la formación neta de capital fijo, mientras que en el bienio 2021-2022, con la expansión de los niveles de producción (véase gráfico 4) se requirieron



nuevamente montos de las utilidades para la ampliación de la producción (CC\_var), reflejando un primer impulso expansivo sobre la base de una mayor utilización.

El cuadro que surge al realizar una descomposición detallada del excedente bruto muestra, conforme se desarrolla el ciclo, un incremento paulatino de la formación neta de capital fijo seguida de una contracción que se desarrolla en conjunto con un incremento relativo del consumo de capital fijo, en función de la ampliación sostenida del stock de capital fijo. La falta de desagregación de ambas series dentro de la formación bruta de capital fijo supone por ello, tal como se afirma en otra sección, una sobreestimación de los niveles de inversión en la fase final del ciclo (1999-2002, 2018-2019).

Las rentas y los intereses netos tienden a incrementar su participación relativa en fases descendentes o críticas del ciclo (1999-2001, 2016-2019), en función de obligaciones contraídas e intereses a pagar relativamente fijos ante un excedente neto de menor magnitud.

Las inversiones pasadas y los stocks de bienes de uso resultantes implican montos anuales por consumo de capital fijo en función de la vida útil y las funciones de depreciación de los activos. A su vez, las inversiones pasadas requirieron en mayor o menor medida la financiación mediante créditos, cuya cancelación supone la asignación de ciertos montos del excedente neto de explotación al pago de capital e intereses reflejados en las cuentas financieras y corrientes, respectivamente, del balance de pagos del país.

En los años de expansión de la producción parte del ingreso empresario neto que se va generando es volcado al proceso productivo como nuevo capital circulante. Es decir, la ampliación de la producción expresada en un valor bruto de producción superior tiene como fundamento una ampliación de los montos asignados al consumo intermedio (y la fuerza de trabajo), capital adicional cuya fuente de financiamiento es el ingreso empresario o, de modo más general, las propias utilidades (gráfico 8).<sup>10</sup> Asimismo, se consideró que el capital circulante realiza

---

<sup>10</sup> En otros términos, se observará en el flujo neto de efectivo generado por las actividades operativas, en el interior del estado de flujo de efectivo, una disminución del efectivo disponible en función de su reo-

dos rotaciones anuales (Marx, 2012), razón por la cual las variaciones absolutas en el capital circulante fueron divididas por el número de rotaciones previo a la resta de su ingreso empresario neto.<sup>11</sup>

En períodos de estancamiento o contractivos una parte del capital circulante es retirada de la producción, convirtiéndose en fondos adicionales al ingreso empresario neto disponible con efectos potenciales sobre la demanda de divisas como refugio de valor.<sup>12</sup>

En las fases altas del ciclo el esfuerzo inversor no se traduce en un incremento de las ganancias, sino que incluso estas se contraen en conjunto con una expansión de la inversión y el stock de capital. Dado que el proceso supone una profundización del esfuerzo inversor y el mantenimiento de los pagos de rentas e intereses, la reducción ha sido particularmente marcada en el período 2011-2017. El ingreso empresario neto en 2017 fue nada menos que un 72,2% inferior a su nivel máximo de 2006. Si bien debe considerarse que en los hechos la formación neta de capital fijo no es meramente financiada con los ingresos corrientes sino mediante crédito, la consideración del ingreso empresario así definida es relevante desde un punto de vista analítico.

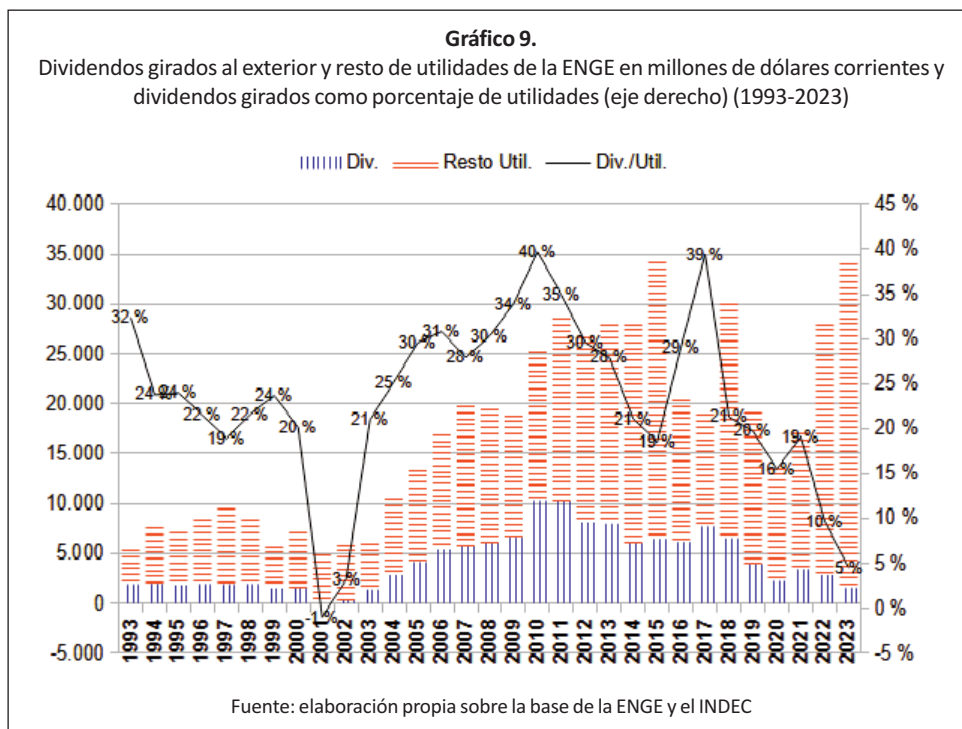
En 2018 se produjo una expansión del excedente neto, y en consecuencia de las utilidades y el ingreso empresario, con una reducción del monto de inversión neta, en función del nuevo escenario crítico y el incremento de precios relativos por la devaluación real de la moneda. Aunque en los años siguientes los beneficios

---

orientación hacia la compra adicional de mercancías implícita en la ampliación de los niveles de producción (aumento de bienes de cambio o aumento de inventarios). Este uso de las utilidades no es considerado por ninguno de los autores que abordan la cuestión de la llamada reticencia inversora.

<sup>11</sup> Al no contarse, para el año inicial 1993, con un cambio de magnitud específico del consumo intermedio y del costo laboral, se consideró que la mitad del ingreso empresario neto se destinó a la ampliación del capital circulante.

<sup>12</sup> Pueden considerarse dos aspectos que diferencian los orígenes funcionales de los fondos disponibles de las firmas. El ingreso empresario neto disponible es plusvalía no convertida en capital productivo, en el sentido marxiano, al tiempo que el capital circulante retirado de la producción es capital productivo funcionalmente devenido en capital dinerario.

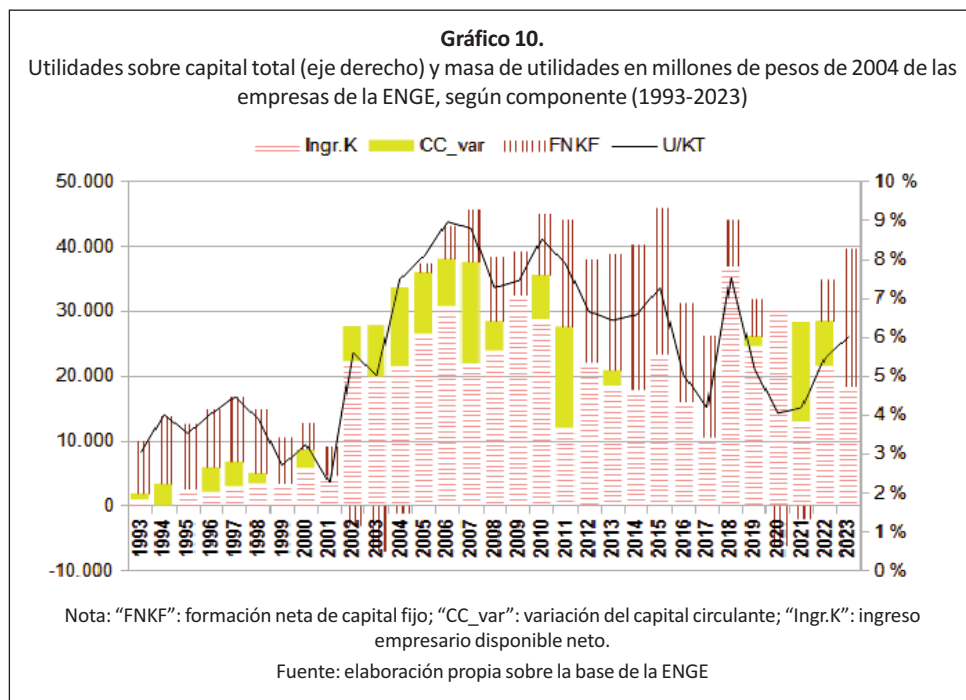


tendieron a reducirse nuevamente, en 2018 el ingreso empresarial neto había alcanzado niveles emparentados con los máximos de 2006-2007.

La masa de ganancias expresada en dinero mundial también mostró un estancamiento y contracción luego de 2011, cuando el excedente neto de explotación fue de un monto equivalente a los 34.405 millones de dólares.

Durante todo el período considerado los dividendos girados al exterior por el sector privado no financiero según la balanza de pagos promediaron los 4248 millones de dólares anuales, representando el 48,9% del ingreso neto disponible o el 23,8% de las utilidades anuales de las firmas de la ENGE.<sup>13</sup> Los dividendos

<sup>13</sup> Estos cálculos no incluyen los montos netos por intereses, cuya sustracción previa al excedente neto de explotación resultan en la masa de utilidades y cuya transformación en dinero mundial aparecerá expre-



girados, si bien incrementaron su peso dentro de las utilidades durante 2003-2010, lejos estuvieron de erigirse en una barrera para la reasignación de utilidades hacia otros usos. Por el contrario, el giro de dividendos a grandes rasgos se encuentra supeditado a la evolución del excedente y las utilidades, mostrando una contracción tanto absoluta como relativa en 2012-2023.

La formación neta de capital fijo, es decir, dejando de lado los montos por amortizaciones, registró un promedio de 5449 millones de dólares anuales, por lo que puede afirmarse en principio que las firmas de la ENGE destinan una mayor proporción de sus utilidades a la inversión que al giro de dividendos al exterior.<sup>14</sup>

sada en la cuenta corriente (ingresos primarios) del balance de pagos. En tal sentido, no corresponde agregar esta suma a los destinos funcionales de las utilidades no reinvertidas.

<sup>14</sup> La formación bruta de capital fijo alcanzó los 13.864 millones de dólares anuales, más que triplicando los dividendos girados.

Estos, por su parte, representaron solo el 25,5% del superávit comercial de la muestra de capitales que conforman la ENGE.

En general los estudios sobre la ENGE se centran en los márgenes de ganancia al no explicitar la encuesta concretamente el capital fijo involucrado. Si bien se trata de un índice que siempre tiene utilidad, deja de lado los procesos de inversión y acumulación que son fundamentales para la valorización del capital y que, como se observó en la sección anterior, determinan concretamente los propios ingresos de las empresas.

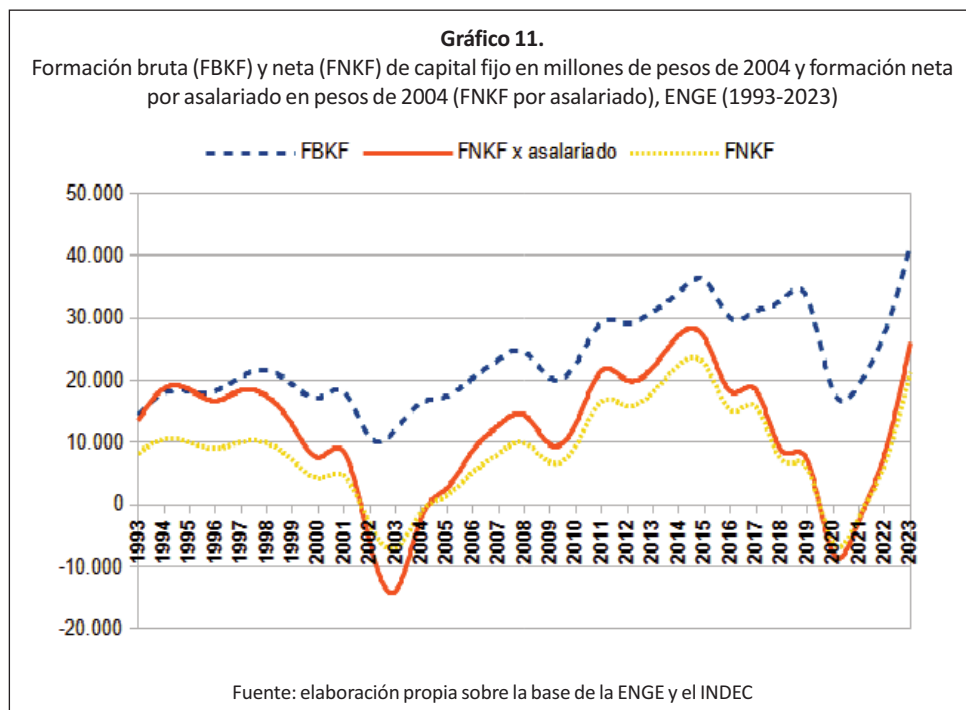
En rigor, el excedente neto en el numerador constituye el indicador de rentabilidad base en la medida que es el residuo que surge de la resta de costos de producción (consumo intermedio, costo laboral y consumo de capital fijo) al valor bruto de producción. En una segunda instancia del análisis cabe considerar que los capitales se encuentran sujetos al cumplimiento del pago de una serie de intereses y rentas (netas de cobros), por lo que las utilidades sobre el capital total ( $U/KT$ ) incluyen los beneficios una vez descontados aquellos pagos. El coeficiente de determinación  $R^2$  entre excedente neto y utilidades alcanza un valor particularmente elevado de 0,926. No obstante, consideramos que el indicador que tiende a emparentarse más con el ciclo de negocios e imprimirle su dinámica es  $U/KT$ .

Si bien no se profundizará en las rentabilidades sectoriales, cabe mencionar que las utilidades sobre costos (consumo intermedio, amortizaciones y masa salarial) entre los distintos sectores mostraron niveles y trayectorias diferentes.

En cierta medida, las diferencias surgen por la omisión del capital fijo de cada sector en las series. Sin embargo, aun considerando dicha cuestión, las diferencias surgen también por particularidades sectoriales como regulaciones de precios y tarifas o la incidencia de precios internacionales.

#### **4. La inversión de los capitales de la ENGE**

En esta sección se analiza, incorporando algunos indicadores novedosos al respecto, la inversión de los capitales de la ENGE, la cual mostró durante el período un claro crecimiento atravesado por las coyunturas cíclicas respectivas.



Cabe destacar adicionalmente la trayectoria diferente de la formación bruta y neta de capital fijo. Considerando la formación bruta, se observa un estancamiento luego de 2015, aunque este esconde comportamientos específicos de sus dos componentes: las amortizaciones (o para el caso, el consumo de capital fijo), que incrementan su participación relativa, y la formación neta, que reduce su incidencia y experimenta una profunda desaceleración, lo que supone también una disminución del ritmo de expansión de la capacidad instalada.

Una vez separadas las amortizaciones de la inversión neta, se observa una desaceleración pronunciada del ritmo de inversión luego de 2015 que, en la coyuntura dada por la pandemia del covid-19, se transformó en un proceso de desinversión neta para 2020 y 2021, con una reducción absoluta en la capacidad productiva. La fuerte caída de la inversión del período 2016-2020 debe vincularse con un escenario negativo para el sector industrial sobre la base de las políticas productivas

y comerciales implementadas por la alianza Cambiemos, así como un período de bajos precios internacionales que desincentivó nuevas inversiones en minería en el país, más allá del obvio efecto producido por la pandemia en 2020. Durante 2022 y 2023 la inversión neta creció en forma destacada.

En este contexto debe considerarse también que la formación neta de capital fijo durante el período 2005-2015 experimentó una expansión sostenida, alcanzando en 2008 niveles similares a los mejores registros de la década del noventa y ubicándose durante 2011-2017 en niveles absolutos marcadamente superiores.

La introducción de mayores controles cambiarios durante el segundo gobierno de Cristina Fernández no parecen haber resultado en una disminución de las inversiones de las empresas de la ENGE, tal como observaron Manzanelli (2019) y Schorr y Wainer (2020). Por el contrario, la inversión neta presentó sus mayores niveles en parte debido a que dichos controles, por ejemplo con las limitaciones a la remisión de utilidades o con la generación de desdoblamientos cambiarios de facto, pueden haber generado un efecto indirecto de promoción de inversiones. Los altos niveles de inversión, si bien algo menores, se mantuvieron durante los primeros dos años del gobierno de Cambiemos en función de la apreciación cambiaria y la afluencia de dólares, pero lejos de los máximos, en virtud de los cambios en la política industrial de dicho gobierno.

A partir de la crisis iniciada en 2018 la inversión de los principales capitales productivos de la economía se derrumbó. Cabe destacar a este respecto que, si se consideraran las series en términos brutos, las inversiones de estos capitales parecerían erróneamente elevadas aún en 2019, en franca contraposición con la situación económica vigente en ese momento. Es también a partir de 2018, cuando la formación neta desciende a niveles particularmente bajos, que las tasas de crecimiento del empleo registran valores negativos. Recién en 2022 y 2023 tanto la formación neta de capital fijo como el empleo mostraron variaciones positivas.

La formación neta de capital fijo por puesto de trabajo a lo largo del período se incrementó, más allá de la notoria influencia de los ciclos económicos.

Dado que la ENGE no informa el stock de capital fijo de las empresas, con el fin de valorar la inversión en términos de su acumulación, se procedió a imputar un nivel de stock inicial al año 1993, al que luego se agregaron las series de formación neta de capital fijo deflactadas por el índice de precios implícitos de la formación bruta de capital fijo del INDEC, obteniéndose así una serie de stock de capital fijo para todo el período 1993-2023.

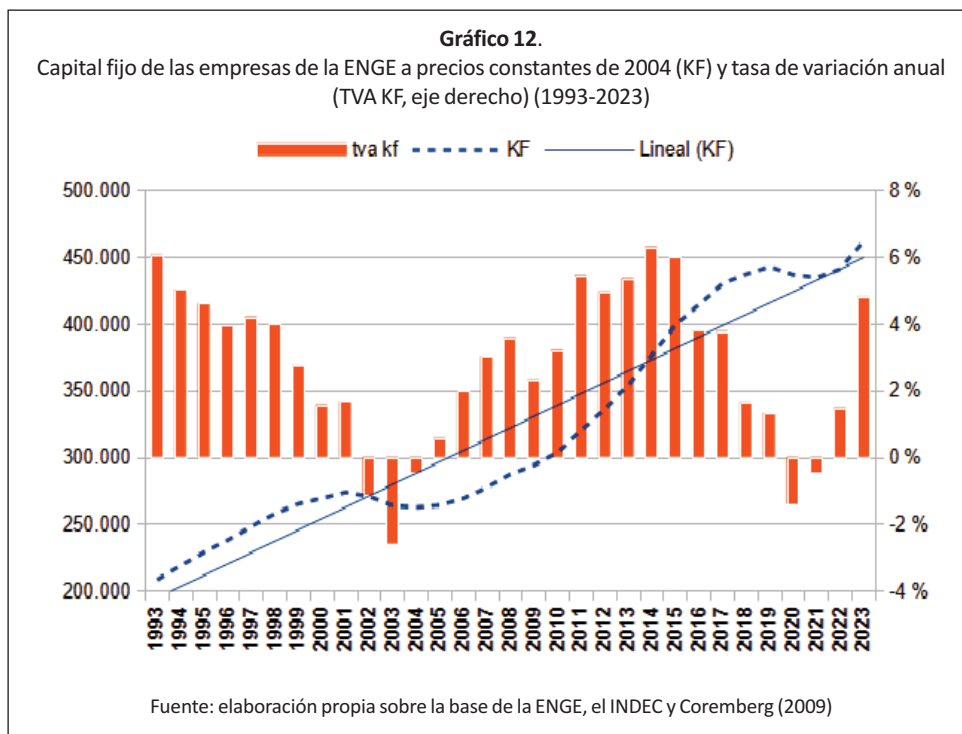
La imputación del nivel inicial para 1993 se realizó obteniendo ratios capital fijo/valor agregado bruto para los sectores de a) minas y canteras, b) industria manufacturera, c) electricidad, gas y agua y d) el agregado de transporte, comercio y comunicaciones sobre la base del trabajo de Coremberg (2009). Se obtuvo un ratio capital fijo/valor agregado bruto para la ENGE de acuerdo con los ratios sectoriales y su participación relativa en el interior de la encuesta en términos de valor agregado bruto. El ratio obtenido fue de 4,0 para el año 1993. De este modo se obtuvo una magnitud inicial para nuestras series, aplicando dicho ratio al valor agregado bruto de la ENGE de 1993 expresado a precios de 2004. En los años sucesivos la serie evolucionó de acuerdo con la formación neta de capital fijo anual respectiva que surge de la resta de las amortizaciones a la formación bruta de capital fijo, ambas variables incluidas en la propia ENGE.<sup>15</sup>

Si bien caen fuera del período cubierto, presumiblemente durante los años iniciales de la década del noventa se experimentó una aceleración en la tasa de acumulación. Con ello en mente, el período aquí considerado se encontró atravesado por dos ciclos de crecimiento y desaceleración de la inversión. El comportamiento de la variación real del capital fijo muestra picos cíclicos en niveles del 6% anual y desaceleraciones de variada intensidad en la fase bajista del mismo, con una tasa de variación anual acumulativa promedio de 2,6% (gráfico 12).

En 1999-2001 se produjo una desaceleración importante de la tasa de crecimiento del stock de capital fijo, que en el período 2002-2004 se convirtió en una abierta

---

<sup>15</sup> A este respecto, cabe aclarar que en la ENGE se incluyen las amortizaciones informadas en los balances contables. El término solo en parte es asimilable al consumo de capital fijo. Este último surge del desgaste del capital fijo en función de su vida útil y su tasa de depreciación. Las amortizaciones en términos contables incluyen ciertos factores adicionales que afectan su magnitud.



contracción del mismo, resultando en una reducción de la capacidad instalada.<sup>16</sup> Entre 2005 y 2011 se produjo un crecimiento de la tasa de acumulación que luego alcanzó niveles similares, e incluso superiores, a los mejores registros de la década del noventa. Desde 2016, y con más claridad desde 2018, la tasa de crecimiento del volumen de capital fijo comenzó a desacelerarse, presentando niveles similares a los años 2000 y 2001. Ya en 2020, en el marco de la pandemia del covid-19, se produjo una reducción del capital fijo en función de la desinversión existente. Recién en 2022 el stock volvió a incrementarse a una tasa moderada del 1,4%, permaneciendo por debajo del nivel de 2019 en términos absolutos, para mostrar un fuerte incremento en 2023, con una tasa interanual de crecimiento del 4,8%.

<sup>16</sup> Tal como en el caso de la productividad laboral, la utilización del término capacidad instalada en este contexto hace abstracción de la heterogeneidad sectorial de la muestra.

Para todo el período (1993-2023) el capital fijo tuvo un crecimiento en volumen del 121,7% entre puntas, al tiempo que su crecimiento fue de 44,3% en dólares constantes ajustados por la inflación estadounidense.

El capital fijo por puesto de trabajo mostró un incremento entre puntas del 65,6%, aunque en el interior del período se observó un comportamiento cíclico del indicador, con un crecimiento particularmente pronunciado durante el período de la convertibilidad explicado, en una primera etapa, por los elevados esfuerzos inversores y, en la fase final de dicho período, por la reducción pronunciada de los puestos de trabajo.

En el siguiente ciclo, dada la amplia demanda de fuerza de trabajo ante condiciones de valorización más propicias, el capital fijo por puesto de trabajo se mantuvo estable y en menores niveles. Luego de 2011, el volumen de medios de producción acumulados por puesto de trabajo comenzó a incrementarse en consonancia con mayores tasas de acumulación y una menor demanda relativa de fuerza de trabajo, alcanzando su nivel máximo en 2023.

Algunos autores han subrayado el bajo nivel de inversión de la cúpula empresaria durante la primera década del siglo (Manzanelli, 2016; Schorr y Wainer, 2020) en comparación con el total de la economía, afirmando que la tasa de inversión de la ENGE era inferior a la del resto de la economía, existiendo una *reticencia inversora* por parte de las empresas que conforman la ENGE.

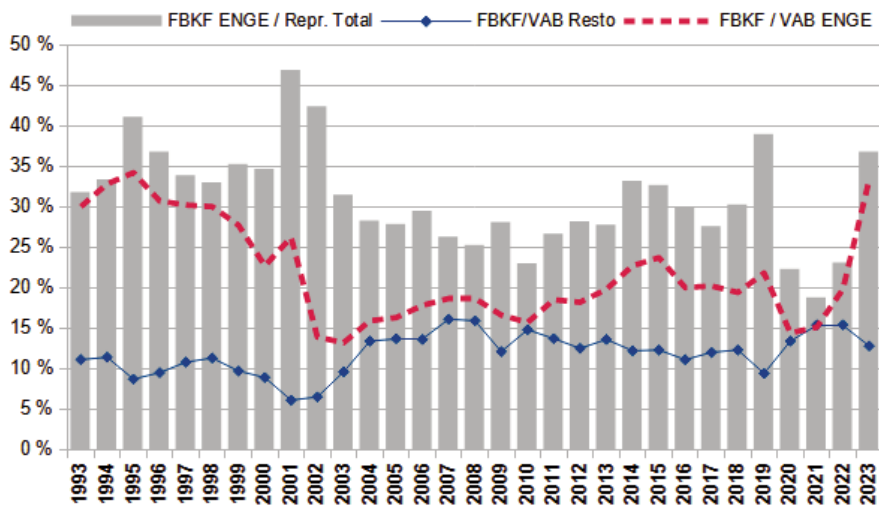
Cabe señalar con relación a lo anteriormente expresado que la tasa de inversión de la cúpula es superior a la tasa de inversión *reproductiva* del país. Cuando se excluye de la formación bruta de capital fijo la inversión en viviendas, la tasa de inversión de la cúpula (21,9% del VAB en promedio de la ENGE para todo el período), que por definición no incluye viviendas, es claramente superior a la tasa de inversión reproductiva del resto de la economía (11,9% del VAB), más cuando consideramos que la cúpula incluye las firmas de mayor tamaño de los sectores productivos que concentran buena parte de la inversión productiva (Maito, 2023).<sup>17</sup>

---

<sup>17</sup> Se les restaron a la formación bruta de capital fijo del INDEC los montos de inversión residencial estimados en Maito (2023).

**Gráfico 13.**

Tasa de inversión sobre el valor agregado bruto de la ENGE (FBKF/VAB ENGE), tasa de inversión reproductiva del resto de la economía (FBKF/VAB Resto) y formación bruta de capital fijo de la ENGE como porcentaje del total de la formación bruta de capital fijo reproductiva de la economía (FBKF / Reproductiva Total) (1993-2023)



Fuente: elaboración propia sobre la base de la ENGE, el INDEC y Maito (2023)

La participación de la ENGE en la inversión reproductiva total del país promedió el 31,1% en todo el período (1993-2023), alcanzando máximos en años particularmente críticos como 2002 o 2019 en función del derrumbe de la inversión reproductiva del resto de la economía y los mayores márgenes relativos para sostener procesos de inversión por parte de las empresas más grandes.

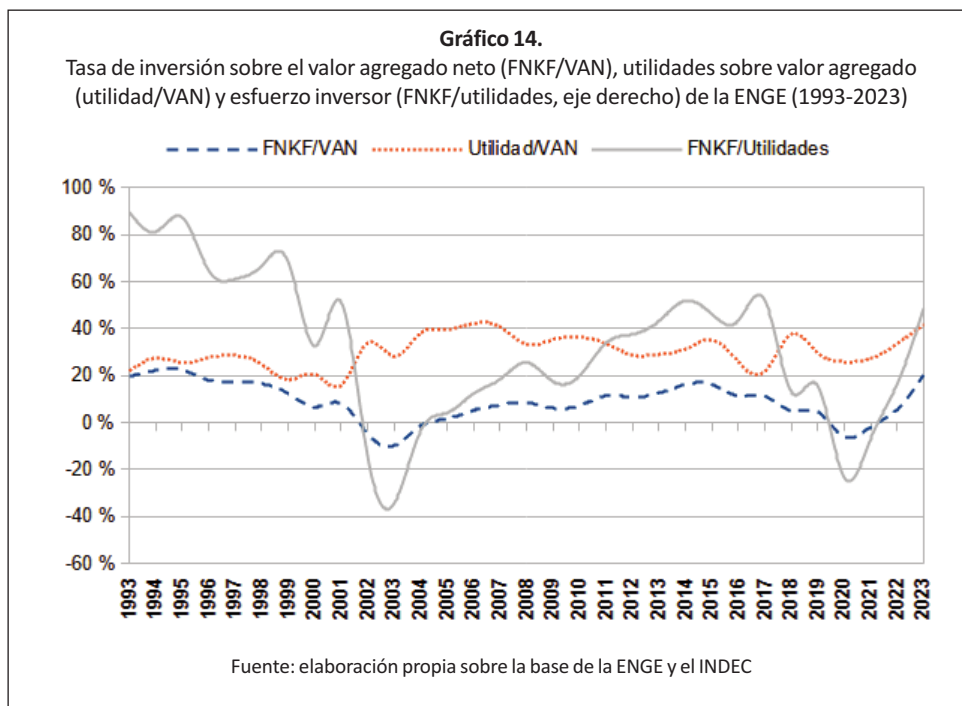
La caracterización de la cúpula como afectada por una reticencia inversora merece, no obstante, un análisis más pormenorizado.<sup>18</sup> En primer lugar, y más allá

<sup>18</sup> Esto naturalmente no niega el atraso productivo relativo de buena parte de estas empresas respecto a aquellas de mayor competitividad global que operan en el mercado mundial, aun en casos de filiales locales de capitales que en el mercado mundial operan con mayores niveles de productividad.

de lo afirmado sobre las tasas de inversión de las firmas de la ENGE y de la economía nacional, los autores suelen definir o establecer la existencia de una reticencia inversora por el diferencial entre los márgenes de ganancias, definidos como las utilidades sobre el valor agregado, y las tasas de inversión, definidas como el cociente entre la formación de capital fijo y el valor agregado. La comparación entre los ratios se justifica en estos trabajos apuntando también a captar el nivel de reinversión de utilidades (Manzanelli, 2016), evidenciándose entonces una reticencia inversora a partir de la brecha establecida por una menor tasa de inversión en relación al margen o, en otros términos, una escasa reinversión de utilidades.

Sin embargo, la tasa de inversión es un indicador imperfecto, dado que incluye en el denominador otros componentes que no constituyen fondos potenciales de inversión, como el caso de la masa salarial. Por ello, entendemos más adecuado considerar el esfuerzo inversor neto, como la relación entre formación neta de capital fijo y utilidades.

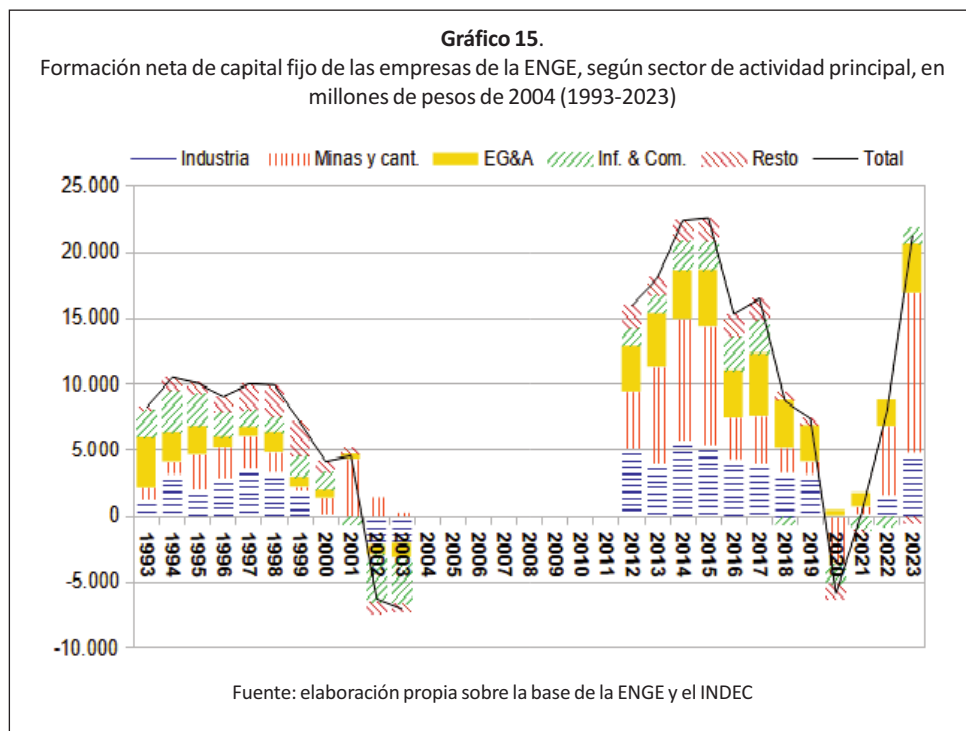
En los hechos, las inversiones en capital fijo se financian mayormente mediante créditos, luego cancelados en sucesivos pagos con fondos cuyo origen serán las propias utilidades. Estas, en última instancia, determinan y posibilitan la formación neta de capital fijo, ya sea de forma directa o, más comúnmente, de forma indirecta, como capacidad de pago eventual de potenciales créditos. En tal contexto, lo lógico es que la tasa de rentabilidad (ya definidas por aquellos autores como utilidades sobre valor agregado) supere la tasa de inversión, en función de que las utilidades se encuentran sujetas a otros usos adicionales (ampliación de la producción, constitución de fondos de reserva u ahorro, etc.). En contraposición, y particularmente en sectores capital intensivos o de elevada composición técnica, la tasa de inversión puede superar por ciertos períodos la tasa de rentabilidad en función de la financiación mediante crédito de las inversiones que superan holgadamente la masa de utilidades anuales sectoriales, más aún en casos de precios sectoriales bajos por caídas en los precios internacionales de commodities hidrocarbúricas y mineras o por regulaciones tarifarias específicas.



El esfuerzo inversor definido como el ratio entre formación neta de capital fijo y las utilidades (gráfico 14) aparece como un indicador más preciso y simple de la llamada reticencia inversora, que no es más que un bajo esfuerzo inversor.

Se observa un descenso del esfuerzo inversor durante todo el período de la convertibilidad, aunque desde niveles particularmente elevados en virtud de sus regímenes tarifarios y de privatizaciones en sectores capital intensivos. En contraposición, durante el período 2005-2017 se observó una recomposición del esfuerzo inversor, pero en torno a niveles menores a los vigentes durante la década del noventa. A partir de la crisis de 2018, el esfuerzo inversor se contrajo en forma marcada para ingresar en una fase de recuperación desde 2022.

Si bien durante los primeros años del ciclo de posconvertibilidad, y aun con una rentabilidad mayor, los niveles de inversión fueron menores al período anterior, dicha dinámica se inscribe también en una característica propia del ciclo



capitalista. Con posterioridad a la crisis y en los inicios de la fase alcista del ciclo, con niveles de rentabilidad mayores, existía una importante capacidad instalada ociosa en conjunto con un ejército industrial de reserva ampliado y un valor de la fuerza de trabajo reducido. En tales circunstancias, la expansión de la producción se fundamentó mayormente sobre el crecimiento del empleo y una mayor utilización de la capacidad instalada antes que en nuevos procesos de inversión, incluso en sectores de servicios.<sup>19</sup> Conforme se desarrolló el ciclo de la posconvertibilidad,

<sup>19</sup> Por ejemplo, la potencia instalada del sistema de generación de energía eléctrica, según CAMMESA, se incrementó a una tasa promedio del 6,6% durante el mismo período 1994-2001, desacelerando dicha tasa al 0,6% en 2002-2007 para incrementarse hasta el 3,7% en 2008-2022. La utilización de la capacidad en el sector había descendido hasta el 38,3% en 2002, desde un 47% en 1993 (cálculos propios). En función de esto, durante el período 2002-2007, en el que prácticamente no se registraron ampliaciones de la potencia instalada, el incremento de la producción se fundamentó en un mayor nivel de utilización de la capacidad de generación.

los niveles de utilización se incrementaron y la inversión neta experimentó un mayor crecimiento (ver los gráficos 11 y 12).

Existe además una incidencia sectorial en la inversión agregada de la muestra, cuestión que Schorr y Wainer (2020) consideran a la hora de subestimar el crecimiento de la inversión agregada en 2012-2015, en función de la incidencia de las inversiones de YPF, pero olvidan tomarla en cuenta para otros años, como aquellos de la convertibilidad. A grandes rasgos, los capitales manufactureros de la ENGE explican la mitad del valor agregado y un cuarto de la inversión, dado que la producción minera, hidrocarburífera, de telecomunicaciones y servicios públicos tienden a operar con mayores niveles de capital por fuerza de trabajo, de forma tal que la incidencia de los mencionados sectores será particularmente fuerte en la tasa de inversión de la ENGE (gráfico 15). Por su parte, dado el peso relevante en el valor agregado y las utilidades del sector manufacturero, su incidencia en los montos no reinvertidos de la muestra será marcada.

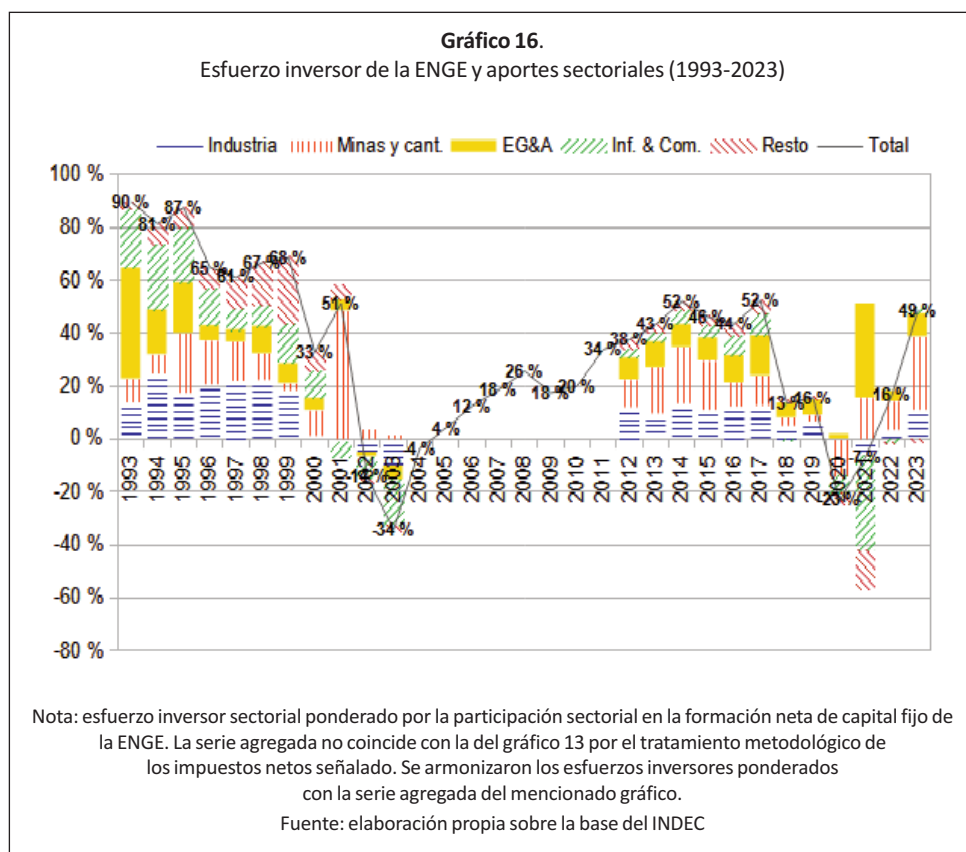
Los volúmenes invertidos por las empresas manufactureras de la ENGE, una vez superada la crisis de 2001-2002, tendieron a ser claramente superiores a los vigentes en la década de la convertibilidad, en conjunto con niveles de inversión similares o inferiores en el caso de los servicios públicos (especialmente en telecomunicaciones), en función del derrumbe de su rentabilidad y las modificaciones de los regímenes tarifarios producto de la resolución de la crisis de 2001-2002 (gráficos 15 y 16).<sup>20</sup>

---

<sup>20</sup> Entre 2001 y 2011 la industria aceitera, según informa la Cámara de la Industria Aceitera de la República Argentina, duplicó su capacidad de producción. Las ampliaciones en la capacidad de producción de acero y aluminio fueron importantes. En 2008/2009, ALUAR incrementó su capacidad instalada en un 50%. De similar magnitud fue el crecimiento de la capacidad instalada en las terminales automotrices (52%) o en otra rama con presencia en la ENGE como la química (43%), de acuerdo con las estadísticas de ampliación de la capacidad instalada industrial que en su momento desarrollaba el Centro de Estudios para la Producción. Existieron, por otra parte, casos particulares de baja o nula inversión como el de refinación de petróleo, pero lejos estuvieron de ser la norma general de las empresas de la ENGE que operan en el sector industrial. El stock de capital de la industria manufacturera se expandió, en definitiva, a una tasa relativamente elevada luego de 2003, alcanzando el 4,2% anual acumulativo entre 2003-2011 (Kejsefman y Maito, 2022: 55).

El bajo esfuerzo inversor o la reticencia inversora de la primera década del siglo no se explica simplemente por el comportamiento inversor de la industria manufacturera, el principal sector de actividad que compone la ENGE, sino también por lo acontecido en sectores de minas y canteras, de servicios y telecomunicaciones.

En este sentido, a la hora de comparar los procesos inversores entre distintos sectores, deben considerarse los mismos en términos netos. Según Manzanelli (2019: 24) en 2002/2003 la tasa de inversión bruta de los capitales no manufactureros de la ENGE duplicó la tasa de los capitales manufactureros. Sin embargo, las particularidades sectoriales en términos de intensidad de capital y amortización



suponen que, aun con tasas de inversión notablemente mayores, los primeros registren una formación neta de capital fijo negativa mayor que el propio sector manufacturero (ver el gráfico 15). En otros términos, no existe correspondencia necesaria entre diferenciales sectoriales de tasas de inversión brutas y de incremento de la capacidad instalada.

Desde 2005 el esfuerzo inversor comenzó a elevarse hasta niveles cercanos a los de la década del noventa durante la segunda década del siglo. Sin embargo, debe destacarse que, en función del notable incremento de la participación de las ganancias respecto a los salarios, durante el período inicial del presente siglo un bajo esfuerzo inversor podía suponer de todas formas una tasa destacable de acumulación o de crecimiento del stock de capital fijo que, como vimos anteriormente (gráfico 12), más que duplicó su volumen en el período considerado.

En cuarto lugar, los trabajos que consideran la existencia de una *reticencia inversora* entienden que la baja propensión inversora amplía la masa de utilidades disponible para su valorización financiera. No obstante, hacen abstracción del hecho de que los procesos de crecimiento de la producción, aun los de inicios de siglo fundamentados en una mayor utilización de la capacidad, requieren montos adicionales destinados a la compra de insumos y fuerza de trabajo, así como a la constitución de otros fondos operativos. Dichos montos en principio deben considerarse financiados por las utilidades. De forma tal que una porción de lo que en principio aparece como una reticencia inversora no es más que la asignación de las utilidades para la ampliación de la producción.

En modo similar, durante períodos de reducción de la producción las utilidades del año anterior no se constituyen en fondos adicionales para la producción, sino que aquella reducción libera capital circulante que eventualmente se constituye en potencial demanda para atesoramiento.

En quinto lugar, corresponde contextualizar algunas características específicas del ciclo económico vivido durante la década del noventa, en el que se registró un fuerte proceso inversor motorizado por una recuperación de la rentabilidad, el proceso de privatizaciones y la reconfiguración global y regional del capital

productivo.<sup>21</sup> El capital fijo de la cúpula mostró una expansión marcada con una participación creciente de medios de producción importados (favorecida por la estabilidad y la apreciación cambiaria) y nuevos capitales establecidos mediante inversión extranjera directa. Se trata entonces de un período con importantes particularidades en esta cuestión y que difícilmente pueda establecerse implícitamente como el período “normal” contra el cual la inversión en el presente siglo sería entonces deficitaria.

Por último, cabe destacar que las tasas de inversión de la industria argentina son bajas en el contexto mundial (Kejsefman y Maito, 2022). Si bien superiores a las observadas en los sectores manufactureros de los países centrales, se encuentran muy por debajo de los países periféricos más dinámicos en términos de su inserción en las cadenas globales de valor (Corea, México, etc.). En términos de esfuerzo inversor, considerando que en los países centrales la participación de los beneficios es normalmente menor, puede inferirse que el esfuerzo inversor es también menor en la industria argentina.

## Conclusiones

En el trabajo se abordó el comportamiento de la producción, el empleo, la productividad, la inversión y las ganancias de los principales capitales productivos que operan en la economía argentina. Estos tienen un peso mayoritario en una serie de sectores de actividad fundamentales de la economía por los niveles de productividad sectoriales y eslabonamientos generados, de forma tal que la

---

<sup>21</sup> El capitalismo argentino vivió durante la década del ochenta su período de menor inversión, con destrucción absoluta de capital y débil inversión privada (Azipiazu y Schorr, 2010: 113-130), en función también de los niveles de rentabilidad vigentes en mínimos históricos (Maito, 2013). Existía por lo tanto para el capital una necesidad de relanzar la acumulación y conforme con esto, realizar un proceso de modernización masivo que permitiera la incorporación de maquinaria importada que permitiera al capital lograr una mayor productividad laboral e incrementar su competitividad. En consecuencia, la participación de la maquinaria y equipos importados en el stock de capital en maquinaria de equipos se incrementó en forma marcada de un 10% a un 50%, estabilizándose en dicho nivel incluso durante el período de la posconvertibilidad (Maito, 2015).

incidencia de los capitales de la ENGE excede el porcentaje normalmente señalado en términos del valor agregado de la economía.

La producción y la productividad agregada de los capitales que conforman la ENGE se encuentran en menores niveles que sus máximos alcanzados en 2011 y 2007 respectivamente. Asimismo, los costos de producción unitarios internacionales experimentaron un descenso sostenido durante la convertibilidad para adicionalmente desplomarse durante 2002, producto de la devaluación. En el decenio siguiente, en contraposición, tendieron a incrementarse de la mano de la apreciación real del tipo de cambio y la recomposición salarial.

Las ganancias de las empresas de la ENGE alcanzaron un máximo en pesos constantes durante el 2007. Las ganancias en dólares alcanzaron su punto máximo en 2011 para luego reducir su magnitud del mismo modo que el giro de dividendos.

La inversión, por su parte, se mantuvo estable durante la década del noventa para luego reducirse durante el quinquenio 1999-2003. En los años siguientes el esfuerzo inversor mostró una recomposición sostenida de forma tal que los volúmenes invertidos superaron los montos observados durante la década del noventa, si bien luego de 2015 la inversión de los capitales de la ENGE ingresó en un sendero decreciente.

## Bibliografía

Azpiazu, D. y Schorr, M. (2010). *Hecho en Argentina. Industria y economía 1976-2007*. Buenos Aires: Siglo XXI.

Basualdo, E. (2009). *Concentración, centralización y extranjerización. Continuidades y cambios en la postconvertibilidad*. CABA: Centro de Investigación y Formación de la República Argentina (CIFRA). Disponible en: <http://www.centrocifra.org.ar/docs/Concentracion%20extranjerizacion.pdf>.

Cont, W., Navajas, F. y Porto, A. (2019). "Política de precios y subsidios de servicios públicos y combustibles 1989-2018". *Anales LV Reunión Anual AAEP*. Buenos Aires:

Asociación Argentina de Economía Política. Disponible en: <https://sedici.unlp.edu.ar/handle/10915/122928>.

Coremberg, A. (2009). *Midiendo las fuentes del crecimiento en una economía inestable: Argentina. Productividad y factores productivos por sector de actividad económica y por tipo de activo*. Buenos Aires: Naciones Unidas/CEPAL. Disponible en: <https://www.cepal.org/es/publicaciones/4869-midiendo-fuentes-crecimiento-economia-inestable-argentina-productividad-factores>.

EUROSTAT (2026). "Non-financial corporations - statistics on financial assets and liabilities. Statistics Explained". *eurostat*. Disponible en: [https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Non-financial\\_corporations\\_-\\_statistics\\_on\\_financial\\_assets\\_and\\_liabilities](https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Non-financial_corporations_-_statistics_on_financial_assets_and_liabilities).

Ferreres, O. (2010). *Dos siglos de economía argentina 1810-2010*. Buenos Aires: Ateneo-Fundación Norte y Sur.

Gaggero, A. y Schorr, M. (2016). "La cúpula empresaria durante los gobiernos kirchneristas". *Realidad Económica*, n° 297, 61-92. Disponible en: [https://www.iade.org.ar/system/files/ediciones/realidad\\_economica\\_297.pdf](https://www.iade.org.ar/system/files/ediciones/realidad_economica_297.pdf).

García-Zanotti, G. (2022). "Continuidades y rupturas de la cúpula empresaria argentina en el periodo 1976-2019". *América Latina en la Historia Económica*, vol. 29, n° 2, 1-21. Disponible en: <https://www.scielo.org.mx/pdf/alhe/v29n2/2007-3496-alhe-29-2-1290.pdf>.

Kejsefman, I. y Maito, E. (2022). *Tendencias de la inversión en la industria manufacturera argentina en el largo plazo: resultados a partir de la estimación de ampliación de la capacidad instalada (2002-2020)*. Argentina: Ministerio de Desarrollo Productivo de la Nación. Disponible en: [https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/2021/09/dt\\_11\\_-\\_tendencias\\_de\\_la\\_inversion\\_en\\_la\\_industria\\_argentina.pdf](https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/2021/09/dt_11_-_tendencias_de_la_inversion_en_la_industria_argentina.pdf).

Maito, E. (2013). "La Argentina y la tendencia descendente de la tasa de ganancia 1910-2011". *Realidad Económica*, n° 275, 127-152. Disponible en: [https://www.iade.org.ar/system/files/ediciones/realidad\\_economica\\_275.pdf](https://www.iade.org.ar/system/files/ediciones/realidad_economica_275.pdf).

\_\_\_\_ (2015). *La acumulación de capital en Argentina 1910-2011*. Tesis de maestría en Economía Política con mención en Economía Argentina. FLACSO Argentina.

\_\_\_\_ (2023). *La composición sectorial de la inversión en Argentina*. Argentina: Ministerio de Economía Argentina. Disponible en: [https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/2021/09/composicion\\_de\\_la\\_inversion\\_en\\_argentina\\_vf.pdf](https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/2021/09/composicion_de_la_inversion_en_argentina_vf.pdf).

Manzanelli, P. (2016). "Grandes empresas y estrategias de inversión en Argentina". *Desarrollo Económico*, vol. 56, n° 218, 33-58. Disponible en: [https://publicacioneseconomia.flacso.org.ar/images/pdf/16\\_Ws7SNpS.pdf](https://publicacioneseconomia.flacso.org.ar/images/pdf/16_Ws7SNpS.pdf).

\_\_\_\_ (2019). "¿En el mundo del revés? La cúpula empresaria y la inversión en la Argentina 2002-2017". *Realidad Económica*, n° 321, 9-34. Disponible en: [https://publicacioneseconomia.flacso.org.ar/images/pdf/12\\_H4NZS53.pdf](https://publicacioneseconomia.flacso.org.ar/images/pdf/12_H4NZS53.pdf).

Marx, K. (2012). *El capital*. México: FCE.

Molina, M., Fernández Massi, M., Guaita, N. y Bertin, P. (2021). *La estructura productiva nacional: un análisis de los encadenamientos y multiplicadores sobre la base de la matriz insumo-producto de 2015*. Argentina: Ministerio de Desarrollo Productivo de la Nación. Disponible en: [https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/2021/09/dt\\_8\\_-\\_la\\_estructura\\_productiva\\_nacional.pdf](https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/2021/09/dt_8_-_la_estructura_productiva_nacional.pdf).

Santarcángelo, J. (2012). "Concentración, rentabilidad y extranjerización en Argentina. Una mirada desde la cúpula empresaria". *Ensayos de Economía*, n° 40, 39-59. Disponible en: <https://revistas.unal.edu.co/index.php/ede/article/view/30898/39434>.

Schorr, M. y Wainer, A. (2020). "Financiarización y dinámica inversora de las grandes empresas en Argentina durante el ciclo de gobiernos kirchneristas". *Realidad Económica*, n° 332, 39-72. Disponible en: <https://ojs.iade.org.ar/index.php/re/article/view/103>.

46  
\_\_\_\_ Schorr, M., Basualdo, E. y Manzanelli, P. (2012). "Régimen económico y cúpula empresaria en la postconvertibilidad". *Realidad Económica*, n° 265, 60-90. Disponible en: <https://publicacioneseconomia.flacso.org.ar/images/pdf/1.111.pdf>.

Wainer, A. y Schorr, M. (2014). "Concentración y extranjerización del capital en la Argentina reciente". *Latin American Research Review*, vol. 49, n° 3, 103-125.