



Universidad
Nacional de
General
Sarmiento

I JORNADAS DE ECONOMÍA POLÍTICA

6 y 7 de diciembre de 2007 - Campus UNGS

Restricciones al crecimiento de grandes empresas, en base al comportamiento 2000-06

Francisco J. Cantamutto

INSTITUTO DE INDUSTRIA
UNIVERSIDAD NACIONAL DE GENERAL SARMIENTO

jornadaecopol@ungs.edu.ar / www.ungs.edu.ar/ecopol

(54 11) 4469-7552 o 4469-7500 int. 7160

Restricciones al crecimiento de grandes empresas, en base al comportamiento 2000-06

Francisco J. Cantamutto¹

La caracterización de un modelo de acumulación debe partir de las trayectorias de crecimiento que admite. En este sentido, es necesario para cada período histórico determinar las fuentes que sostienen el potencial de expansión económica. Un factor central es, en este sentido, el ritmo y la profundidad con que se amplía la capacidad productiva. En el marco de la actual fase de crecimiento, inusitadamente prolongada, el estudio del proceso de inversión adquiere relevancia tanto a nivel teórico como de política económica.

La inversión corriente impulsa la actividad económica al menos en dos sentidos: en primer lugar, eleva la demanda agregada actual, y en segunda instancia, incrementa la capacidad productiva, permitiendo futuros incrementos de oferta. Esta doble vía de afección sobre la actividad permite, a partir del análisis de esta variable, considerar dos aspectos centrales de la teoría económica: el crecimiento y las fluctuaciones².

Este trabajo, que presenta los primeros avances de esta investigación, se estructura en 4 partes. En la primera se presenta una discusión general sobre diversas explicaciones de la inversión corporativa. En la segunda, se proponen algunas perspectivas que identifiquen el carácter cíclico de la inversión en Argentina. En la tercera, se describen los principales rasgos de período abierto luego de la devaluación de 2002. Por último, se analiza el comportamiento de un grupo de grandes empresas industriales, que, bajo condiciones de generalizada recuperación, no participa del aumento en el gasto en inversión.

Parte I. La inversión desde la empresa

Dado que las empresas son responsables de una parte sustancial de la inversión, resulta relevante caracterizar el proceso de decisión a ese nivel. Al determinar el modo de acumulación de capital, modifica de esta forma tanto a la propia unidad productiva como al sistema económico en el que se aquella inserta. Por ello, no sólo tendrá efectos sobre la

¹ Lic. en Economía, Departamento de Economía, Universidad Nacional del Sur, Bahía Blanca. Te.: 0291-4595138. Mail: franciscocantamutto@yahoo.com.ar Agradezco los oportunos comentarios de Rodrigo Pérez Artica y Gustavo Burachik. Todo posible error u omisión corre por mi cuenta.

² Por supuesto, existen otros determinantes de ambos fenómenos; nos centramos en el análisis de la inversión porque consideramos que su importancia relativa excede –aunque no anula– la relevancia de otros factores.

actividad agregada, sino también sobre la propia firma. Siendo que, además, no existe pleno consenso alrededor de *una* teoría de la inversión, utilizamos esta discusión para clarificar ciertos supuestos respecto del funcionamiento de la firma –y de la economía en general. En adelante, tomaremos por inversión a la ampliación de la capacidad productiva, utilizando otros términos para otros usos. Siguiendo a Coad (2007), podemos postular la existencia de 3 grandes perspectivas teóricas respecto de la inversión a nivel empresa: la neoclásica, la de mercados de capital imperfectos, y la evolutiva³.

Enfoque neoclásico

“La empresa maximiza el flujo de beneficios descontando en un horizonte de tiempo infinito, en ausencia de costos de ajuste, o demoras, efectos de generaciones [de capital], y el capital se deprecia a tasa geométrica” (Chirinko, 1993, pg. 1878)⁴. Como resultado, la empresa llega instantáneamente al nivel óptimo de capital. Esto requiere de una serie de supuestos poco realistas: mercados perfectamente competitivos, independencia de las distintas decisiones de optimización, tecnologías de producción que cumplan las condiciones de INADA, que el capital sea homogéneo, satisfacción de la condición de arbitraje del mercado, y una alta elasticidad de sustitución entre capital y trabajo.

Estos supuestos han recibido múltiples críticas. Partiendo de algunas de ellas, se han planteado alternativas teóricas que cubren falencias particulares del modelo neoclásico, sin alejarse demasiado del esquema general, y que continúan teniendo un pobre resultado empírico (Idem, pg. 1879-83). Una de las variantes más utilizada es la conocida Q de Tobin, que comparte falencias teóricas generales del modelo neoclásico (Idem, pg. 1888; Coad, op cit, pg. 3). En el ámbito académico también es popular el uso de la ecuación de Euler, sujeta a las mismas críticas teóricas y limitaciones empíricas (Ibidem).

Un artículo central para este enfoque, que reúne gran parte de los supuestos enunciados, es el clásico Modigliani-Miller (1958), que muestra que el valor de la firma es independiente de sus decisiones sobre las fuentes de financiamiento. En base a esta

³ Esta enumeración no es exhaustiva; trabajamos con las corrientes más comúnmente utilizadas en los estudios teóricos y empíricos.

⁴ Todas las citas extraídas de textos en inglés han sido traducidas por el autor del presente trabajo para una mejor exposición.

conclusión primaria, se ha desarrollado una vasta bibliografía que discute esta cuestión de finanzas corporativas. Es la base del enfoque siguiente.

Enfoque de mercados imperfectos

En un contexto de mercados completos, las decisiones de inversión de las empresas deberían ser independientes de la disponibilidad de fondos propios, a la Modigliani-Miller. Sin embargo, la presencia de problemas de información, mercados incompletos e incertidumbre, generaría costos diferenciales según la fuente de financiamiento, influyendo así sobre la inversión de la firma⁵. En particular, el costo de los fondos internos no sería igual al de los externos, por lo que la decisión de invertir sería sensible a la liquidez propia.

La teoría de mercados imperfectos se basa en la incapacidad de las empresas para predecir el futuro –por lo que prefieren basar sus decisiones en datos actuales en lugar de índices especulativos de mercado- y su reticencia a depender de la financiación externa (Coad, op cit, pg. 5). En este contexto, algunas firmas pueden desaprovechar oportunidades rentables por no tener buen acceso a mercados de crédito. El diferencial de costo, que generaría decisiones de inversión sub-óptimas, se presentaría como una “jerarquía de financiamiento”: i) utilizar fondos propios, o en su defecto retención de utilidades, acumulación de activos financieros líquidos; ii) endeudarse en el mercado o a través de un intermediario bancario; iii) emitir acciones (Elosegui et al, 2006).

En esta línea, las fallas de mercado financiero pueden ser una fuente de ineficiencia y una restricción al crecimiento (Fanelli et al, 2002, pg. 28). La existencia de restricciones al financiamiento se relaciona, entonces, con la disponibilidad de servicios financieros y sus características en términos de profundidad, diversidad y accesibilidad. (Elosegui, op cit). El corolario obvio de este desarrollo es, luego, la recomendación por la profundización financiera como medio para incrementar las posibilidades de crecimiento. La misma se inserta fuertemente en el contexto del debate surgido a raíz de los procesos de liberalización financiera implementados en la periferia desde los '70, y especialmente durante los '90: ¿cuál es la secuencia: liberalización financiera-crecimiento, o viceversa? En este sentido, el

⁵ Se discuten generalmente 3 decisiones respecto de la estructura óptima de financiamiento de la firma: las fuentes internas versus las externas; a través de deuda o de emisión de capital; la maduración de la deuda (Schmukler y Vesperoni, 2000).

argumento de profundización y ampliación financiera como condición para el crecimiento sostenido fue (y es) típicamente defendido por los organismos internacionales de crédito⁶.

Sin embargo, no parece haber ninguna justificación lógicamente sólida, y la discusión se pretende dirimir en términos empíricos. En todo caso, no aparece tampoco evidencia empírica conclusiva que avale la abundante literatura de la restricción financiera⁷.

En términos generales, se suele encontrar que las empresas más grandes –y en particular las empresas transnacionales (ET)- aparecen más apalancadas y con mejor maduración de deuda, por lo que se asume que poseen mejor acceso a financiamiento⁸. Esto les permitiría desperdiciar menos oportunidades rentables, maximizando de esta manera la tasa de crecimiento de sus activos.

En países periféricos (que por definición tienen un sistema financiero precario), las empresas recurren –cuando la opción está disponible- al financiamiento en moneda extranjera, como forma de mejorar la estructura de maduración⁹. En estos casos, la proporción en moneda extranjera suele superar el 60-70% del total. Sin embargo, se genera así un *trade off* entre coordinar la duración de activos y pasivos, y minimizar la exposición al riesgo cambiario propio de estos países (Fanelli, 2002; Fanelli et al, 2002). Por lo tanto, incluso las empresas de la periferia con mejor acceso a financiamiento externo se encontrarían en un contexto de significativa restricción financiera. Obligadas a cubrirse de otros riesgos (el de devaluación y el de default soberano), desaprovechan oportunidades de inversión, en una estrategia de “wait and see” evidenciada por la acumulación de liquidez.

En todo caso, la integración con los mercados financieros mundiales no produce efectos en un solo sentido de causalidad. Particularmente, la liberalización no modificaría las condiciones de acceso a fondos *previas* de las empresas (Schmukler y Vesperoni, 2000). En este sentido, Fanelli et al (op cit, pg. 3) indican “que, aún con reformas financieras favorables al mercado y un mayor nivel de desarrollo financiero, las restricciones financieras que enfrentan las empresas argentinas permanecieron fuertes durante los ’90 y la segmentación de mercado fue importante”. Es decir, que la disponibilidad de fondos no

⁶ También instituciones ligadas a aquellos. Se puede consultar, por ejemplo, Rajan y Zingales, 1996.

⁷ Ver, por ejemplo, Chirinko, 1993, pg. 1903; Coad, 2007, pg. 5. También Salama, 2007.

⁸ Ver, por ejemplo, Elosegui et al, 2006; Schmukler y Vesperoni, 2000.

⁹ Ver, por ejemplo, Arza y Español, 2005; Bedoya et al, 2007a; Elosegui, op cit; Fanelli, 2002; Schmukler y Vesperoni, op cit. Especialmente, ver Damill y Fanelli (1988).

alteraría otros determinantes del acceso al crédito, especialmente en relación a características propias de la empresa (oportunidades de crecimiento, tamaño, etc.).

Debe remarcarse, por último, que este enfoque se apoya fuertemente en explicaciones de carácter etéreo o incompleto, como ‘información asimétrica’ o ‘imperfecciones de mercado’ y variantes. A su vez, mantiene los lineamientos centrales del enfoque neoclásico, situándose en una especie de búsqueda de “segundo mejor” que lleve a las mejores condiciones posibles. Se mantienen los supuestos de conducta y ambiente para las empresas, por lo que no resulta llamativo que las recomendaciones de política a las que conducen se asemejen a las de aquel enfoque.

En todo caso, la discusión resulta incompleta planteada en estos términos. A pesar de que el acceso a fondos (sea generación propia o de terceros) necesariamente condiciona las posibilidades de las firmas de invertir, no puede dejar de percibirse que el debate no queda saldado sin considerar las posibilidades de inversión (reales o potenciales) que las empresas efectivamente enfrentan. Así, más allá del modo en que las operaciones son financiadas, debe estudiarse el contexto que permite la aplicación efectiva de tales fondos. El análisis debe discutir, entonces, la propia existencia de oportunidades de inversión para las empresas. En éste ámbito, las firmas están sujetas a presiones competitivas contradictorias: por un lado, deben invertir para preservar y/o ampliar su participación en los beneficios en los sectores en que actúan, por el otro, la propia competencia condiciona o limita la amplitud y características de dicha inversión.

Algunos de estos puntos son retomados en el siguiente enfoque.

Enfoque evolutivo

La teoría evolutiva supone que son las empresas más “robustas” las que dominan la expansión de la actividad, determinando el ritmo de inversión¹⁰. Las empresas deciden en base a su performance financiera actual; toda la información proveniente de la Q de Tobin o similares, sería un derivado de esta relación fundamental (Coad, op cit, pg. 7). Este

¹⁰ La ambigüedad del factor ‘robustez’ no responde a consideraciones del autor. En términos generales, incluiríamos tamaño de la firma, tasa de crecimiento (de las ventas, de los activos), rentabilidad actual, dinamismo de la rama de actividad, posición relativa dentro de la rama, entre otros.

enfoque reúne, en diversa medida y con cierto eclecticismo, elementos de las aproximaciones teóricas de Keynes, Minsky y Schumpeter.

En lugar de pretender perfecta previsibilidad del futuro y un horizonte de tiempo infinito para la toma de decisiones, la teoría evolutiva se apoya más sobre la trayectoria pasada, la racionalidad acotada y la plasticidad relativa de la empresa para invertir (activos específicos, capacidad de reacción de la producción, etc.). En vez de suponer que optimizan un tamaño pre-determinado, asume que las firmas se disputan entre sí oportunidades de crecimiento, “existen para crecer” (Idem, pg. 8): estarían *siempre* enfrentando una restricción financiera, porque *siempre* preferirían ser algo más grandes que hoy.

Lo que la teoría neoclásica detecta como un problema, la sensibilidad liquidez-inversión, para la teoría evolutiva es señal de normal funcionamiento. “El control corporativo ejercido por los acreedores o la posibilidad de sortear situaciones de iliquidez temporaria -dos evidentes beneficios derivados de la existencia de bancos- no requieren que el endeudamiento observado sea alto, sino más bien que las empresas cuenten con un nivel mínimo, actual y potencial, de crédito bancario. En síntesis, las bondades de la intermediación bancaria no son en teoría inconsistentes con las bondades del autofinanciamiento empresario” (Bebczuk y Garegnani, 2006, pg 4).

Este enfoque permite incorporar teorías de finanzas corporativas conductistas (estilo Magris). Se puede incluir así el núcleo de la decisión de gerenciamiento: el *trade off* entre crecimiento y seguridad. Si la firma sólo escoge aquellos proyectos de inversión con beneficios esperados muy altos, puede ser capaz de elevar el crecimiento y la seguridad al mismo tiempo. Pero, al empujar la acumulación de capital al punto que maximiza el crecimiento, comenzará a aceptar proyectos con una rentabilidad esperada menor y/o con mayor riesgo. Por otra parte, si la empresa minimiza su vulnerabilidad a posibles crisis de autonomía aceptando sólo los proyectos más seguros, dejará pasar oportunidades de crecimiento (Crotty y Goldstein, 1992, pg. 10).

La inversión estaría afectada, según este enfoque, por tres grupos de variables: (a) variables que reflejan actitudes subjetivas de los gerentes (optimismo respecto del mercado, confianza en las predicciones, etc.); (b) variables que describen el estado financiero de la empresa (liquidez, deuda, etc.); (c) el margen de ganancia determinado en el sector real de la economía (Crotty y Goldstein, op cit, pg. 25).

Se incorporan así otras restricciones al crecimiento de la firma y de la economía. La escasez de fuentes de financiamiento es una de ellas –variables incluidas en (b)- pero no necesariamente la principal. Por ejemplo, en el caso de un ambiente de incertidumbre, las expectativas van a estar sujetas a inestabilidad cíclica endógena, y, como resultado, la inversión va a ser cíclicamente inestable también, aún con disponibilidad de fondos.

En general, trabajos que se encuadran en esta perspectiva teórica tienden a enfatizar aspectos idiosincráticos del empresariado –variables incluidas en (a)¹¹. Así, también aparecen cuestiones relativas a los conflictos de intereses entre accionistas y acreedores, funciones de aversión al riesgo de los gerentes, racionalidad acotada, o descripciones conductistas de las empresas en general (por ejemplo, la actitud rentista, poco innovadora, insisten los neoschumpeterianos). No obstante, hacer que el crecimiento a nivel agregado dependa casi exclusivamente sobre una caracterización psicológica o psico-sociológica del empresario, resulta una explicación poco rigurosa o, al menos, fragmentaria¹².

El margen de ganancia y la inversión

La discusión de las variables incluidas en (c) puede incorporar elementos de juicio interesantes. Así, deberíamos caracterizar aspectos centrales de la determinación de los márgenes de ganancia para avanzar en la comprensión de los determinantes de la acumulación de capital. Consideraciones respecto del agregado económico –sea el contexto mundial, el sistema doméstico o la rama de actividad- serán primordiales en esta línea¹³. No debe entenderse por esto que aspectos considerados por los enfoques precedentes resultan necesariamente irrelevantes o erróneos, puesto que caeríamos en una posición igualmente sesgada: el problema del crecimiento de la empresa tiene que estudiarse necesariamente combinando herramientas micro y financieras con un análisis histórico.

La discusión acerca de los determinantes del margen de ganancia en la economía es un tópico cruzado por múltiples áreas de la disciplina. Un gran número de estudios

¹¹ “En gran medida, la inversión en las empresas tiene un importante componente idiosincrático: siempre hay una considerable discreción en las decisiones de inversión y crecimiento” (Coad, op cit, pg. 12).

¹² En este sentido encontramos insatisfactorias explicaciones de los ciclos de crecimiento para América Latina en base a la inexistencia de un “sistema nacional de innovación” (Moreira Amado et al, 2006). Asimismo, las caracterizaciones para Argentina hechas por Nochteff (1996) o Kosacoff y Ramos (2006).

¹³ “No hay razón necesaria por la cual la firma individual deba ser la unidad básica de análisis” (Chirinko, op cit, pg. 1899).

referidos a la inversión, cercanos al enfoque evolutivo, no hace de los beneficios económicos un tema específico, señalándolos como una “buena” señal para la firma –que de ese modo puede obtener financiación interna y externa con mayor facilidad- y se aboca al análisis empírico bajo esa perspectiva.

Los modelos teóricos estándar provienen del análisis parcial de mercado, estilo Marshall, y basan su explicación en la identificación de la situación de competencia del mismo. Así, se caracteriza a través de las elasticidades (ingreso y precio) de demanda la capacidad de apropiación de las rentas. A pesar de echar cierta luz sobre el asunto, este tipo de análisis (de fuerte raíz en enfoques cercanos al neoclásico) da por supuestos algunas cuestiones centrales. Una de ellas es el beneficio o renta “normal”: ¿qué determina esa “normalidad”? La respuesta básica es “las características del mercado”, que señalan, entre otras cosas, la importancia de la rama de actividad donde la firma se sitúe. Observando hacia dentro del mercado, las condiciones de normalidad tienen que ver con la eficiencia productiva de las unidades que lo componen. La descripción típica de la operatoria de mercado indica que cualquier aumento de la productividad generará un beneficio supra-normal para la firma que la aplique primero, hasta el momento en que la innovación se difunda. La presión por lograr mayores beneficios, dan cuenta de gran parte de la dinámica de competencia, ya no perfecta sino forzada.

Sin pretender ahondar en la cuestión, queda clara la importancia de la caracterización de la competencia para determinar el margen de ganancia. Como el ajuste a la presión competitiva puede generar fluctuaciones a nivel agregado, se agrega otra fuente de variación a la inversión –además de las relativas a expectativas, información, etc. Dado que consideramos este punto como fundamental para analizar el problema para Argentina, avanzamos en la próxima sección el comportamiento cíclico de la inversión en el país.

Parte II. Carácter cíclico de la inversión en Argentina

El estudio de los ciclos económicos en Argentina no puede dejar de considerar la dinámica del “pare y siga”, propia del período de industrialización por sustitución de importaciones (ISI). Según los autores clásicos en el tema (Braun, Diamond), el crecimiento de la economía doméstica estaría restringido por la disponibilidad de divisas. Así, cuando se

entra en una fase ascendente del ciclo, las importaciones crecen más que proporcionalmente (debido a las necesidades de insumos, bienes intermedios y de capital, pero también de consumo durable), presionando a través de la balanza comercial sobre las reservas. Dado que las exportaciones no responden significativamente a las variaciones del mercado interno, tarde o temprano es necesario elevar el tipo de cambio, para recuperar el equilibrio externo. Las diferencias de productividad entre el sector exportador y el mercadointernista serían tan marcadas, que se hace necesario que el ajuste del balance de pagos opere principalmente a través del ajuste del nivel de actividad, y no por precios.

La reacción de la inversión en este clima no es el foco de atención de estos autores. Asumen que la inflación –generada por el ajuste cambiario- provoca distorsiones en los márgenes e impide el desarrollo de un mercado de capitales o del mercado crediticio, dificultando el acceso a fondos invertibles y deteriorando las ventajas que surgen de la mayor eficiencia. Basualdo (2006) revisa este punto, indicando que, al inicio de la fase ascendente, la existencia de capacidad ociosa permitiría el aumento de la rentabilidad (vía caída del costo medio), aún otorgando concesiones salariales. Esto no se cumpliría para el sector agropecuario, que opera a pleno empleo, y cuyas exportaciones son bienes de la canasta básica –por lo que tendría límites a los ajustes por precios.

El autor nota que no es sólo la restricción de las divisas lo que provoca el cambio de fase: “asumiendo que la producción creció más que la inversión a medida que se sucedieron la expansión de la producción y disminución de la capacidad ociosa, las condiciones iniciales se modificaron ante una desaceleración en el aumento de la tasa de rentabilidad, ya que los salarios siguieron aumentando por la presión de las organizaciones sindicales y de la clase trabajadora en general, superando los incrementos en la productividad” (pg. 102). La desaceleración del margen de rentabilidad “hizo que las empresas industriales se vieran impulsadas a aumentar sus precios y/o su nivel de producción para mantener la misma tasa de ganancias, lo cual agravó el deterioro del sector externo, al generar un aumento de las importaciones en un contexto inflacionario originado en la pugna distributiva” (Ibidem).

La aplicación de políticas de estabilización, asociadas al mencionado ajuste del tipo de cambio, tendrían por objetivo, entonces, recomponer la situación del sector externo pero también la tasa de ganancia. Esto provocaría una redistribución de ingresos contraria a los asalariados, aunque está lejos de estar demostrado que por ello conlleve a una expansión de la

actividad inversora¹⁴. La presión social y política ejercida por la clase trabajadora y el empresariado mercadointernista llevarían al cambio hacia la fase ascendente¹⁵.

A partir de mediados de los '60, la ampliación de la capacidad productiva fruto de la inversión extranjera diluyó la presión por los recursos externos. En el mismo sentido operó la creciente disponibilidad de crédito externo, debido a la integración financiera al mundo de Argentina. Sin embargo, aunque ambos fenómenos permitieron “suavizar” el ciclo hasta los '70, significaron un problema cada vez más complejo en los años que siguieron, debido al peso relativo de las remisiones de utilidades y el pago de deuda sobre el PBI o las exportaciones. Asimismo, elevó la conflictividad social que supone el creciente control de la actividad por capitales foráneos (extranjerización de la estructura productiva). La novedad de las reformas financieras llevadas adelante durante el último proceso militar, es que a través de la deuda es posible extender la fase declinante del ciclo sin recurrir a la devaluación, con la mayor parte de los sectores productivos en crisis (Sourrouille et al, 1985).

Otro autor que estudió la dinámica del ciclo, pero específicamente desde la perspectiva del comportamiento de la inversión, es Vitelli (1990). La evidencia empírica indica la existencia periódica de “saltos” de inversión: ajustes de nivel que se mantienen hasta el próximo ajuste. Los determinantes de estos saltos serían, básicamente la conformación y credibilidad de una “constelación” de precios relativos determinada, la disponibilidad de fondos captables y el comportamiento inversor del Estado.

Para la fase ascendente, se combina la acción del mercado y la del Estado, que orienta la estructura de los precios relativos de modo no aleatorio. El aumento del tipo de cambio está acompañado por la liberación (o congelación) selectiva de precios: el salario y las tarifas de los servicios públicos debe crecer menos que el tipo de cambio, el precio de los bienes exportables y los industriales. Hay 2 grupos de actores que se apropian de recursos en fases diferentes: los poseedores de activos en moneda extranjera captan de manera inmediata una mayor masa de recursos financieros mayor, expresada en pesos (renta financiera); los que sólo pueden captarlos luego, a partir del aumento de sus precios

¹⁴ La captación de ahorro (fondos invertibles) ha sido un argumento típico para las medidas de estabilización –que requieren de una caída del consumo. La respuesta de la inversión a este “incentivo” no sería clara: ver el debate en la revista Desarrollo Económico n° 67 a 73.

¹⁵ Por un análisis más profundo de las alianzas políticas que dirimen el ciclo, ver O'Donnell, 1977.

relativos y la caída en el peso del salario real en sus costos (renta productiva). Las firmas productoras materializan su mayor rentabilidad sólo con la realización de sus productos, lo que ocurre en el mercado de bienes durante el congelamiento. Mantener esta “constelación” de precios eleva, entonces, los ingresos de los sectores exportadores, y en menor medida los de la industria.

La posibilidad de utilizar para inversión rentas financieras dependen de un tenue equilibrio entre tasas de interés locales, internacionales y la tasa de inflación. El comportamiento del grupo que accede a estos recursos es central para definir si lo que se abre es una fase especulativa o un aumento de la inversión¹⁶. La conducta de ambos grupos está condicionada por:

- las rentas monetarias logradas y los flujos de capital extranjero (que elevan la oferta local de divisas, relajando la restricción externa);

- la acción del Estado, tanto a través de su capacidad de imponer y sostener en el tiempo ciertos precios relativos, como de la inversión pública (cambiando la composición del gasto gracias a la caída del salario real), que dinamiza la privada por su efecto multiplicador y funciona como demostración de credibilidad de la estrategia;

- el efecto diferencial de la caída de los salarios reales sobre distintos grupos de firmas, en relación a sus estructuras de costos y de sus mercados;

- el efecto monetario producto del aumento de la inflación y la entrada o no de recursos externos.

El logro rápido de esta congelación selectiva es indispensable para la estabilidad de precios y, fundamentalmente, para consolidar la nueva distribución del ingreso gestada durante la aceleración o en sus tramos finales. El “salto” de la inversión se da durante la fase de aceleración de precios, de acuerdo con la velocidad que los distintos grupos captan recursos invertibles (rentas financiera y productiva) y la credibilidad de la estrategia a nivel agregado.

A medida que los distintos sectores recomponen su posición relativa, se produce una ruptura no caótica. Cuando el salario aumenta por encima del precio de los bienes exportables, se produce el punto de giro, puesto que agrega una presión por demanda a la

¹⁶ Los grupos que captan las diferentes rentas no son excluyentes entre sí: algunos actores pueden pertenecer a ambos a la vez.

rígida oferta, reforzando la penuria de recursos externos. Instalada la ruptura de la estabilidad, empieza a aparecer la necesidad de aplicar un nuevo programa de ajuste. La aceleración de precios refleja el intento de absorber recursos por parte de los sectores productivos, y la forma de concretar esa movilización es a través de la caída del salario real. La duración de esta aceleración depende de que el gobierno impulse los ajustes de precios de un modo gradual o en forma de shock, y de las respuestas sociales. El grado de consenso respecto de los nuevos precios relativos condiciona la capacidad de estructurar una nueva estabilidad. Pero como el sesgo ha sido muy claramente perjudicial para los trabajadores, la represión ha sido un ingrediente muchas veces utilizado en reemplazo del consenso.

Parte III. Características de la etapa post-devaluación

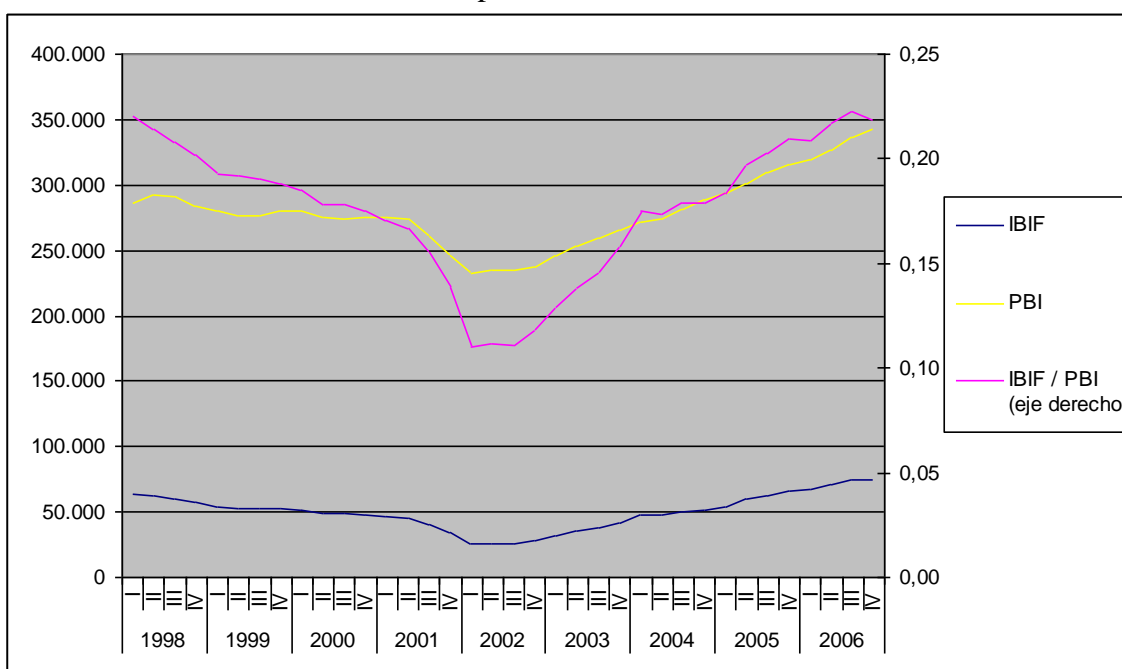
Trataremos de vincular la discusión teórica previa al proceso abierto con la maxi-devaluación de 2002. Los aspectos allí señalados como relevantes servirán de base para enfocar el análisis empírico. En esta sección, haremos una presentación de los principales rasgos macroeconómicos, que son determinantes y efecto –de acuerdo con la parte II- de la inversión corporativa. De ésta última cuestión, nos ocupamos en la sección IV.

El sistema de la Convertibilidad contenía la inflación mediante el tipo de cambio nominal fijo por ley, aunque permitía la apreciación del tipo de cambio real. A partir de la devaluación, se desata un proceso de inflación cambiaria: los bienes transables ajustan sus precios automáticamente, y el resto de los bienes lo hace de acuerdo con la incidencia de los primeros en la estructura de costos y con las elasticidades de demanda que posea el mercado en que actúan. La protección que exista en cada uno de ellos será importante en este sentido, cuestión relevante para las producciones sustitutivas de importaciones, que cuentan con el efecto del nuevo tipo de cambio como una “barrera” contra la competencia.

En síntesis, la devaluación provocó un cambio de precios relativos que produjo una mejora entre los distintos bienes de acuerdo a su grado de transabilidad, propiciando un aumento de la rentabilidad de los sectores productores de bienes exportables y de los sustitutivos de importaciones, ya que sus costos no aumentaron a la velocidad de sus precios (tarifas y salarios cayeron en términos relativos). Estos sectores son los que lideran el proceso de recuperación.

¿Cómo reacciona la inversión agregada a estos cambios? El gráfico 1 muestra una elevada elasticidad respecto del producto. Luego de tocar fondo en el primer trimestre de 2002, representando un tercio de su valor en el último pico (III-98), vuelve a ese nivel en el tercer trimestre de 2005: es decir, la inversión tarda 7 años en volver a su último valor máximo (el PBI reproduce este movimiento, adelantado un trimestre). La mayor intensidad del proceso inversor se da en 2003 (observando variaciones interanuales y trimestrales), perdiendo ímpetu desde allí, a pesar de continuar creciendo.

Gráfico 1: PBI e IBIF en millones de pesos de 1993



Elaboración propia en base a datos del INDEC.

Para 2003, la voluntad del gobierno de mantener la estructura de precios generada por la devaluación era evidente. Dio, además, muestras de interés en impulsar la inversión a través de su gasto de capital: la inversión pública muestra mayor variabilidad que la inversión agregada: cae con mayor rapidez, pero lidera la recuperación¹⁷. Alcanza en 2004 su último nivel máximo (1998), mientras que la privada no logra alcanzar su último pico hasta 2006. Ambas pierden intensidad desde 2004, por lo que la proporción pública se estabiliza en niveles mayores a los de la Convertibilidad.

¹⁷ En el informe “Tres años de gestión” (2006) se analiza la inversión pública de casi \$60.000 millones, cuya ejecución va desde Mayo de 2003 hasta Diciembre de 2008. Desglosa los rubros en que la misma se aplicó.

Durante la década previa, los casos más dinámicos de inversión se dieron en las ramas protegidas o con ventajas comparativas. Desde la devaluación, la mayor parte de los proyectos privados de formación de capital parece haberse dirigido hacia éste último sector, y aquellos cuyos productos se comercializan internacionalmente. No puede dejar de resaltarse que, del total de la inversión, aproximadamente el 40% se utiliza para la compra de material durable, mientras el resto se explica por crecimiento de la construcción. A su vez, dentro del rubro ‘material durable’, las compras de maquinaria y equipo descienden de 28% a 25% del total. Es decir, a pesar de la reacción de la inversión, ésta no se encontraría impulsada fundamentalmente por renovación del aparato productivo.

Por otra parte, según un informe del Ministerio de planificación de la Nación (2005), un proceso de fusiones y adquisiciones (F&A) cobra dinamismo en forma simultánea a la recuperación económica, tal como ocurriera a principios de los '90. En cuanto a las empresas que lo protagonizan, el citado informe indica que “inmediatamente luego de la crisis argentina, los capitales extranjeros mostraron una mayor reacción a la hora de adquirir empresas en poder de locales como así también empresas extranjeras que se retiraban de la plaza local, en respuesta al cambio de precios de los activos. Conjuntamente, muchas empresas nacionales que habían tomado deuda en moneda extranjera en los años anteriores a la crisis se vieron impedidas de hacer frente a sus obligaciones lo que las llevó a desprenderse de sus operaciones locales”¹⁸.

Es decir, no se puede computar como creación de capacidad instalada al total de la inversión. No es arriesgado suponer que, luego del ajuste del tipo de cambio, la recuperación de la actividad se dio de la mano de la disminución de la capacidad instalada ociosa, sin necesidad de ampliar la capacidad productiva. Así, el incremento del beneficio resultante de la licuación de costos (salariales, tarifas) podría sostenerse o incluso elevarse, al caer los costos medios con la mayor producción –aún otorgando leves aumentos salariales¹⁹. Para fines de 2004, la utilización de la capacidad instalada se estabiliza mientras el nivel de actividad aumenta, por lo que el gobierno estima que es en este

¹⁸ Desay et al (2004) encuentran, en su estudio empírico, que el origen de capital (doméstico, extranjero) marcaría la diferencia en el aprovechamiento de las oportunidades de inversión que se abren para empresas productoras de bienes transables luego de una devaluación.

¹⁹ Basualdo et al (2002) ofrecen una dimensión cuantitativa de la licuación de costos para grandes empresas, resultante de la devaluación. A esto suman el efecto de la licuación de deuda a través de la pesificación, que supone una caída de la carga total por el financiamiento.

momento que comienzan a madurar inversiones que signifiquen una ampliación de la capacidad productiva²⁰. La sustentabilidad de la presente fase de crecimiento, dadas estas características, es un tópico de debate actual²¹.

Parte IV. Participación de grandes empresas en el proceso

Teniendo por marco la situación descrita en la sección anterior, trataremos de identificar comportamientos particulares de grandes empresas en relación a su participación en la ampliación de capacidad productiva. Tomamos el conjunto de empresas no financieras que cotizan en Bolsa, para analizar sus conductas y desempeños a partir de los datos que las propias firmas ofrecen. Estas firmas son, en principio, las que tienen acceso a un mayor número de fuentes externas de financiamiento, morigerando esta restricción.

Para discutir el proceso inversor, tomamos como año base 2003, puesto que, al medrar la inflación, las distorsiones provocadas sobre las valuaciones contables son menores (las propias empresas afirman esto en sus memorias). Asimismo, dado que la recuperación inicial de la actividad parece haberse impulsado a través del uso de capacidad instalada, el proceso genuinamente inversor se ubicaría aproximadamente a partir de este año. Utilizamos como medida de inversión la variación en el stock de activos no corrientes, puesto que allí es donde se contabiliza la ampliación de la capacidad productiva (bienes de uso), además de ser una variable comúnmente utilizada a este propósito en la literatura.

Tabla 1: Inversión en la muestra

| | | | |
|--------------------|---|--------------------|------------------|
| Agregado | Activos no corrientes | 2003 | \$51.145.559.633 |
| | | 2006 | \$60.158.409.350 |
| | Variación | | 18% |
| Empresas | Variación promedio de los activos no corrientes | | 0,6% |
| | Que invierten | Cantidad | 28 |
| | | Variación promedio | 28% |
| | Que no invierten | Cantidad | 30 |
| Variación promedio | | -25% | |

Fuente: elaboración propia en base a datos de Bolsar.com

²⁰ Ver Ministerio de planificación (2005). La UIA (2007) coincide con este punto de vista.

²¹ Ver Damill (2006), Amico (2006).

La tabla 1 clarifica el comportamiento inversor de la muestra. Si a nivel agregado encontramos que los activos no corrientes aumentan un 18% de su valor en cuatro años, también vemos que las firmas incluidas difieren enormemente en su conducta: prácticamente la mitad de la muestra invierte y la otra mitad desinvierte (un cuarto de su valor inicial)²². Es decir, aún tomando una muestra de empresas relativamente grandes, con acceso a más fuentes de financiación, en un contexto de relativa reactivación de la inversión, el comportamiento es sumamente heterogéneo.

Trataremos de indagar esta heterogeneidad de conductas. En lugar de intentar caracterizar al conjunto inversor, procederemos aquí de otra manera: ¿hay empresas que reúnan las características para estar en aquel grupo, y que, sin embargo, no inviertan? De ser afirmativa la respuesta, nos encontraríamos con un grupo de empresas que desafiarían las hipótesis comúnmente utilizadas, según lo discutido en la sección I. Esto confirmaría la necesidad de ampliar el análisis de los determinantes de la inversión corporativa.

En una aproximación inicial, entonces, utilizaremos dos indicadores que la literatura reseñada en la primera sección sostiene como señales respecto de la capacidad de acceder a fondos de las empresas: la liquidez y la rentabilidad. Como medida de liquidez se utilizará el cociente de los activos corrientes a los pasivos corrientes, y se exigirá que sea en promedio mayor a la unidad. La rentabilidad se calcula en base al resultado final (que incluye tanto la normal operatoria de la empresa como los resultados financieros y extraordinarios), y se exige que sea positivo. Se constató, además, que estos índices fueran resultados normales de cada empresa –no sesgados por una observación aislada.

De esta aproximación surge que, de las 30 firmas que no invierten en este período, 14 tienen ganancias y liquidez positiva. En una rápida interpretación, esto nos diría que la inversión no sería sensible al buen desempeño actual, contradiciendo a los postulados evolutivos, o que no es posible probar la existencia de una restricción financiera (porque no se puede aceptar la hipótesis de sensibilidad a fondos propios), contradiciendo a los postulados de los enfoques de mercados imperfectos. Sin embargo, como hemos insistido,

²² Se utilizaron aquí los datos provenientes de las mismas empresas, como se explicó. Sin embargo, deflactado por el IPIM del mismo período, el aumento de los activos no corrientes no es tal, y tenemos en realidad una pérdida de valor cercana al 11%. A los efectos de este estudio, mantenemos los datos que las empresas disponen como “poco distorsionados” por los cambios de precios, aunque bajo la presente objeción.

creemos que es necesario profundizar más en esta discusión. Revisaremos, por lo tanto, algunos rasgos de las empresas señaladas en este subconjunto.

Tabla 2: Empresas con acceso a fondos, que no invierten

| Empresa | Rama (CIU) | Activos Totales a 2003 | Variación ventas 2003-2006 | Resultado final a Activos |
|---------------------------------------|---------------------------------------|------------------------|----------------------------|---------------------------|
| Molinos Juan Semino | Alimentos y bebidas | \$ 65.508.608 | -10,0% | 0,03 |
| INTA Industria Textil Argentina | Textiles | \$ 73.060.234 | -20,5% | 0,02 |
| Papel Prensa | Papel y subproductos | \$ 386.563.172 | 7,4% | 0,02 |
| Cerámica San Lorenzo. | Elaboración de minerales no metálicos | \$ 250.618.409 | 69,6% | 0,07 |
| Compañía Introdutora de Buenos Aires. | Elaboración de minerales no metálicos | \$ 62.446.966 | 43,7% | 0,03 |
| Juan Minetti. | Elaboración de minerales no metálicos | \$ 1.467.584.146 | 89,9% | 0,04 |
| Electromac | Maquinaria y aparatos eléctricos | \$ 19.874.412 | 258,8% | 0,02 |
| Domec. | Maquinaria y equipo | \$ 27.304.435 | 186,5% | 0,04 |
| Longvie | Maquinaria y equipo | \$ 63.634.294 | 169,0% | 0,02 |
| Arte Grafico Editorial Argentino | Edición e impresión | \$ 910.640.801 | 83,3% | 0,11 |
| Ediar | Edición e impresión | \$ 1.968.368 | 56,2% | 0,04 |
| Grafex | Edición e impresión | \$ 15.863.179 | 470,6% | 0,03 |
| Morgan | Edición e impresión | \$ 3.708.298 | 80,8% | 0,02 |
| Tecpetrol | Petróleo y gas | \$ 1.613.693.407 | 88,9% | 0,05 |

Fuente: elaboración propia en base a datos de Bolsar.com

El primer caso a separar es el de Tecpetrol, una de las empresas del grupo Techint. Esta empresa no deja de invertir en nuevas instalaciones y maquinaria, así como el desarrollo de nuevos pozos exploratorios. Su aparición en este listado responde a un problema contable: debido a estrategias propias de una ET, la propiedad de varias de las

controladas pasa de mano entre distintas firmas del grupo controlante. En particular, durante 2005, se realiza una compleja operación que altera las relaciones de dependencia entre las filiales, dejando de consolidarse varias de ellas en el balance de Tecpetrol. Si bien se dejará de lado a esta empresa en este estudio, es importante marcar que este error sólo aparece en el análisis detallado: de lo contrario se hubiera dejado de lado un proceso inversor de una empresa líder. Este tipo de error puede tener un peso relevante en estudios que utilizan gran cantidad de datos sin particularizar.

Entre las 13 firmas restantes, hay una importante heterogeneidad en lo que hace a tamaños: los activos totales de la mayor (Minetti) son más de 700 veces los de la menor (Ediar). Esta relación se mantiene aún controlando la rama de actividad: Arte Gráfico Editorial Argentino (AGEA) es más de 450 veces más grande que Ediar. Esta heterogeneidad se refleja también (no linealmente) en la cantidad de firmas relacionadas que cada empresa: mientras AGEA tiene 13, Morgan no tiene ninguna. Esto es significativo en relación a la capacidad de movilizar recursos entre las partes de un mismo grupo (que bien pueden estar en diferentes países), sea como créditos, aportes de capital, garantías, etc.

Respecto al tipo de producto, 7 elaboran bienes de consumo (Domec y Longvie durables; Cía. Introdutora y las 4 editoriales, no durables), 5 bienes intermedios (insumos industriales) y otra, bienes de capital (Electromac). En este sentido, todas responden a la reactivación de la demanda interna, pero con diferente sensibilidad: mientras el primer subgrupo depende de modo directo del consumo interno (y muestran un elevado crecimiento de las ventas en el período), las otras dependen de la demanda derivada de la reactivación de empresas asociadas a aquel subgrupo. Así, de las restantes, dos (Minetti y San Lorenzo) se pliegan al importante incremento de la construcción, tres dependen directamente de la actividad del mercado de bienes de consumo (Papel Prensa abastece íntegramente a AGEA, INTA produce en base a la demanda de indumentaria y Semino en base a la de panificados), otra de la actividad industrial en general (Electromac).

Sin embargo, no todas tienen igual dependencia: Semino, San Lorenzo, Morgan y Ediar exportan entre el 10 y 33% de sus ventas. Excepto San Lorenzo, que prioriza el abastecimiento del mercado interno, el resto aprovechó el mayor tipo de cambio para incrementar sus ventas al exterior. La importancia de la capacidad de arbitrar entre mercados es resaltada en las memorias de todas las empresas analizadas, a pesar de que no

todas puedan lograrla. Más aún cuando se empieza a vislumbrar la desaceleración de la demanda –a partir de 2007-, y las empresas buscan aprovechar la competitividad ganada. En esta línea, se puede remarcar que Papel Prensa reduce sus exportaciones porque sus controlantes le demandan la producción a nivel interno, no por problemas de eficiencia.

El conjunto de estas empresas, entonces, depende mayormente del consumo doméstico, de un modo más o menos directo. Esto les genera la dificultad de tener que considerar al salario como un costo a disminuir, pero también un factor de sostén de la demanda. Esta situación, con todas las complejidades de la comparación, se asemeja en cierta medida al pasaje de la etapa histórica de ISI fácil a la ISI difícil (años '50).

En cuanto a la disponibilidad de capacidad ociosa, las editoriales, Electromac, Domec, Longvie y Minetti se encuentran en 2003 con un bajo o muy bajo nivel de utilización. Esto les permite reactivar la producción sin ningún esfuerzo de inversión productiva: se trata de empresas cuya demanda venía en creciente depresión desde 1998. Las otras empresas tenían una demanda constante (Cía. Introdutora, INTA) o arbitraban vendiendo al exterior (Semino, San Lorenzo, Papel Prensa).

A pesar de que el aumento de la actividad les permite prorratear en mayor cantidad los costos fijos, la presión de aumento de los costos afectaron a todas las empresas. Así, no todas lograron compensar los aumentos en los precios internacionales de los commodities que caracterizó todo el período. En particular, la energía y la mano de obra tuvieron aumentos paulatinos, esperables y no caóticos. Claramente, la inflación producida por la devaluación genera un *timing* de ajuste diferente entre los distintos productos, siendo el salario el más rezagado: a pesar de las declaraciones de las empresas en sus memorias, fueron otros los costos que provocaron mayor presión, de acuerdo con sus propios balances.

Al respecto, las empresas de la submuestra tuvieron en general un aumento de los márgenes de ganancia en 2002-03, ya que son todas productoras de bienes transables, sean sustitutos de importaciones o exportables. Las empresas ligadas a la construcción tuvieron complicaciones para sostener esta ganancia hasta 2006, debido a la desaceleración de su demanda: San Lorenzo (que tiene capacidad exportable) puede sostenerla mediante la diferenciación de su producto (opción muy limitada para Minetti). Las ramas tradicionales (textiles y alimentos) muestran caídas del margen desde aquella fecha: aunque Semino logra mantener ganancias a través de la exportación, INTA no puede competir con las

importaciones (brasileras y asiáticas) y llega a tener pérdidas operativas. La demanda a Papel Prensa se frena (el volumen de circulación de diarios se incrementa en 2003 y se estanca a ese nivel), haciéndole caer a ésta también su margen.

El resto de las empresas muestra márgenes de ganancia crecientes entre 2003 y 2006. En el caso de las editoriales, se ubican en torno a un margen bruto del 24-30% (AGEA llega al 44%), mientras que las productoras de artefactos domésticos ubican su retorno neto alrededor del 6-9% de las ventas. La trayectoria creciente de rentabilidad y la disponibilidad de fondos propios serían señales atractivas para el acceso a fuentes externas, por lo que la falta de inversión no pareciera provenir de la restricción financiera.

La explicación inversa (cae el margen y por eso no son atractivas, a pesar de tener liquidez y ganancias) podría aplicarse a tres empresas (Semino, INTA y Papel Prensa), que además muestran un muy bajo dinamismo de ventas: mientras para las ramas tradicionales éstas se contraen un 10-20%, la fabricante de papel sólo las aumenta en un 7% (no compensa la inflación del período). El resto de las empresas muestran un alto dinamismo de ventas, con casos extremos como Grafex (+471%), Electromac (+259%) y las productoras de artefactos domésticos (+170-187%).

Una explicación podría pasar por observar si las empresas están dedicando los fondos que obtienen a otros usos: desendeudamiento, dividendos, acumulación de activos líquidos. Esto podría dar cuenta tanto de la percepción de dificultades de financiamiento futuro, como de la inexistencia de oportunidades aprovechables.

Respecto de la deuda, es útil ver la trayectoria previa. La mayor parte de las empresas se financió principalmente a través de bancos, siendo común también la emisión de obligaciones negociables y préstamos entre sociedades vinculadas. Algunas empresas no han participado activamente de la toma de deuda de ningún tipo: Cía. Introdutora, Domec, Ediar y Grafex. Estas empresas aplican una política de bajo endeudamiento, que les genera ganancias financieras. Esto las lleva a aplicar los sobrantes de liquidez a la distribución de dividendos o la acumulación de inversiones financieras: evidentemente, a pesar de contar con los fondos, no encuentran aplicación productiva más rentable.

Las firmas ligadas a la construcción tomaron deuda con entidades en el exterior, al igual que Longvie y AGEA, siendo menos favorecidas por la pesificación (que benefició a

otras empresas de la submuestra). La toma de deuda en moneda extranjera es práctica usual de la mayoría, mostrando muy importantes descalces (grandes déficit en relación a los activos totales) Minetti, AGEA y Grafex. Ninguna de ellas exporta. No obstante, Minetti, al igual que otras empresas que tienen déficit en moneda extranjera (Papel Prensa y Cerámica San Lorenzo), adeudan mayormente con sociedades vinculadas, lo que les permite renegociar con mucha laxitud. Es decir, que a pesar de ser un problema para la rentabilidad global del grupo, no significa una traba para el normal funcionamiento de las empresas.

Otras empresas, en cambio, debieron renegociar su deuda. AGEA y Semino lo hacen con éxito. Grafex nunca deja de pagar en término. Distinta es la situación de Electromac y Morgan, que tienen trabadas inhibiciones generales sobre todos sus bienes registrables, lo que les genera conflictos al normal funcionamiento. Esto podría ser una traba importante a la inversión, y explicaría la inclusión de ambas en la submuestra.

San Lorenzo, Cía. Introdutora, Papel Prensa, Ediar y AGEA pagan dividendos en el período. Salvo la primera, todas esas realizan importantes inversiones transitorias. Domec e INTA también utilizan fondos de este último modo. Todas ellas estarían dando señales de que no encuentran mejores inversiones que realizar.

Algunos comentarios generales

Creemos que es necesario profundizar la discusión en torno a la inversión, ya que se trata de un problema actual en la agenda política. Este estudio es apenas un comienzo en el análisis empírico, pero se procura desde allí dar cuenta de ciertas debilidades a nivel teórico de la explicación del comportamiento inversor a nivel firma.

A modo de ejemplo, de las empresas de la submuestra, AGEA amplió su capacidad de impresión antes de la devaluación, y dedica recursos a adquirir competidores de su diario principal (Clarín), desplazado en el interior. Esto habla de un proceso de competencia que se expresa reduciendo el número de participantes. En una situación de presión competitiva similar se hallan Domec y Longvie, todas en mercados ya maduros. Éstas últimas requieren de inversiones en otras industrias para incrementar la propia (de acuerdo con sus propias memorias), dado que sus productos tienen un significativo componente importado. San Lorenzo, que también participa de un mercado maduro y bajo

fuerte presión competitiva, amplió su capacidad en 2002. Minetti, por su parte, se encuentra concentrando su actividad en torno a la producción de cemento Pórtland, desprendiéndose de activos no relacionados, bajo la perspectiva de negocios global de la ET que la adquirió recientemente. El resto de las editoriales tienen una importante variabilidad en sus ventas.

El contexto económico del período bajo estudio mantuvo una continuidad y previsibilidad importantes, especialmente en cuanto a los precios relativos. El Estado ha dado diversas muestras de su interés en impulsar la inversión. Aún así, un porcentaje importante de empresas con acceso a fondos de terceros y generación propia no invierte. No es claro que esto se deba a políticas de desendeudamiento, aunque algunas de ellas estén trabajando en esa línea. Es decir, captan fondos que no utilizan para ampliar la capacidad productiva. Esta problemática no es novedosa²³.

Si bien no es posible afirmar su representatividad, dado que se trabajó aquí con algunas de las principales empresas del país, la significatividad de la muestra se complementa por el perfil privilegiado de acceso a fuentes de financiamiento de la misma. Aunque el subgrupo pueda parecer cuantitativamente menor, representa un cuarto del total de empresas industriales de la muestra total. Esto nos lleva a insistir sobre la necesidad de profundizar el estudio sobre los determinantes de la inversión. La posibilidad de que las principales empresas del país no lograsen detectar oportunidades de crecimiento, o aún encontrándolas no pudieran aprovecharlas por dificultades que exceden su ‘salud’ financiera, tiene derivaciones teóricas y prácticas muy relevantes. Implica, por ejemplo, una objeción seria al argumento de profundización financiera.

En el marco de las actuales demandas por mayor crédito al sector industrial, la discusión de los determinantes de la inversión podrían ofrecer mejores argumentos para justificar o no esta apropiación del producto agregado. Se trata, en definitiva, de definir un modelo de acumulación.

Bibliografía

²³ Remitimos al mencionado debate de la Revista Desarrollo Económico, surgido a raíz de un libro de Ferrer. Cuenta, entre otros, con la interesante intervención del reciente ex ministro de economía Lavagna.

- Amico, F. (2006); “Sobre las diferencias básicas entre el actual modelo de dólar alto y la convertibilidad”. Buenos Aires. Disponible en www.geocities.com/aportexxi/amico1.doc
- Arza, V. y Español, P. (2005); “Speculative and Entrepreneurial Behaviour: a Study of Micro-Economic Sustainability in Argentina During the 1990s”. SPRU Working paper n° 135.
- Basualdo E. (2006); Estudios de Historia Económica Argentina. Desde Medios del Siglo XX a la Actualidad. Flacso/Siglo Veintiuno Editores, Buenos Aires
- Basualdo, E., Lozano, C. y Schorr, M. (2002); “Las transferencias de recursos a la cúpula económica durante la presidencia Duhalde. El nuevo plan social del gobierno”, en Revista Realidad Económica n° 186. Buenos Aires.
- Bebczuk, R. (2000); “Corporate Saving and Financing Decisions in Latin America”. Presentado en las Quintas Jornadas de Economía Monetaria e Internacional, La Plata, 11 y 12 de mayo de 2000.
- Bebczuk, R. y Garegnani, L. (2006); “Autofinanciamiento empresario y crecimiento económico”. Documentos de trabajo BCRA, Buenos Aires.
- Bedoya, A., Fernández, R., González, C., Pernice, S. y Streb, J. (2007a); “Corporate bonds, asset-backed securities and deferred checks in Argentina”. Documento de trabajo n° 347, Universidad del CEMA, Buenos Aires.
- Bedoya, A., González, C., Pernice, S., Streb, J., Czerwonko A. y Díaz Santillán, L. (2007b); “Database of corporate bonds from Argentina”. Documento de trabajo n° 344, Universidad del CEMA, Buenos Aires.
- Braun O. (1973); “Desarrollo del capital monopolista en la Argentina”. En Braun O. (compilador): **El Capitalismo Argentino en Crisis**. Siglo XXI editores, Buenos Aires.
- Carrera, J. y Lanteri, L. (2007); “Shocks macroeconómicos y vulnerabilidad financiera”. Documentos de trabajo BCRA, Buenos Aires.
- Chirinko, R. (1993); “Business Fixed Investment Spending: Modeling Strategies, Empirical Results, and Policy Implications”. Journal of Economic Literature, Vol. 31, n° 4, pp. 1875-1911.
- Coad, A. (2007); “Neoclassical vs Evolutionary theories of financial constraints: critique and prospectus”. Univ. Paris 1 – CNRS, Francia.

- Crotty, J. y Goldstein, J. (1992); “The Investment Decision of the Post Keynesian Firm: A Suggested Microfoundation for Minsky’s Investment Instability Thesis”. Levy Economics Institute Working Paper n° 79.
- Damill, M. (2006); “Ahorro, inversión y superávits sectoriales: el escenario posterior a la crisis de 2001-2002”. Nuevos Documentos CEDES n° 24, Buenos Aires.
- Damill, M. y Fanelli, J. (1988); “Decisiones de cartera y transferencias de riqueza en un período de inestabilidad macroeconómica”. CEDES/12, Buenos Aires.
- Desai, M., Foley, C. y Forbes, K. (2004); “Financial constraints and growth: multinational and local firm responses to currency crises”. NBER Working Paper 10545.
- Elosegui, P., Sotes Paladino, J., Español, P. y Panigo, D. (2006); “Metodologías alternativas para el análisis de las restricciones al financiamiento en Argentina”. Documentos de trabajo del BCRA, Buenos Aires.
- Fanelli, J. (2002); “Una mirada estratégica al problema de reconstruir la intermediación financiera en la Argentina”. Documentos CEDES, Buenos Aires.
- Fanelli, J., Bebczuk, R., Pradelli, J. (2002); “Determinants and Consequences of Financial Constraints Facing Firms in Argentina”. BID Research Network Working paper R-453, Washington.
- Frenkel, R. y Rapetti, M. (2007); “Política Cambiaria y Monetaria después del Colapso de la Convertibilidad”. Ensayos económicos n° 46, BCRA; Buenos Aires.
- Kosacoff, B. y Ramos, A. (2006); “Comportamientos microeconómicos en entornos de alta incertidumbre: la industria argentina”. Documento de proyecto – CEPAL, Chile.
- Ministerio de planificación federal, inversión pública y servicios, Poder Ejecutivo Nacional.
 - “Tres años de gestión. 2003 – 25 de Mayo – 2006” (2006)
 - “El año 2004, la consolidación del despegue inversor” (2005)
- Moreira Amado, A., da Cunha Resende, M. y Jayme Jr., F. (2006); “Economic growth cycles in Latin America and developing countries”. CEDEPLAR/FACE/UFMG, Belo Horizonte, Brazil.
- Nochteff, H. (1996); “La experiencia argentina: ¿desarrollo o sucesión de burbujas?”. Revista de la Cepal N° 59
- O’Donnell G. (1977); “Estado y alianzas en la Argentina, 1956-1976”. Desarrollo Económico N° 64

- Rajan, R. y Zingales, L. (1996); “Financial dependence and growth”. NBER working paper 5758, Cambridge.
- Revista Desarrollo Económico, n° del 67 al 73, años 1977-78. Buenos Aires.
- Salama, P. (2007); “La apertura revisitada: Crítica teórica y empírica del libre comercio”. En: Curso virtual “La Economía mundial y el imperialismo”, Programa Latinoamericano de Educación a Distancia, Centro Cultural de la Cooperación, Buenos Aires.
- Schmukler, S. y Vesperoni, E. (2000); “Does Integration with Global Markets Affect Firms’ Financing Choices? Evidence from Emerging Economies”. The World Bank, Washington.
- Sourrouille J. Kosacoff B. y Lucángeli J. (1985); **Transnacionalización y Política Económica en la Argentina**. CEAL/Centro de Economía Transnacional, Buenos Aires
- Unión Industrial Argentina(2007); “Productividad y salarios en la industria”, Buenos Aires.
- Vitelli, G. (1990); **Las Lógicas de la Economía Argentina. Inflación y Crecimiento**. Pendergast Editores, Buenos Aires.
- www.bolsar.com