



Munich Personal RePEc Archive

Analysis of INDEC Big Firms Survey. A tentative conceptual framework

Burachik, Gustavo

Universidad Nacional del Sur

July 2008

Online at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/9840/>
MPRA Paper No. 9840, posted 06 Aug 2008 11:12 UTC

Capitales nacional y extranjero

Un análisis de la Encuesta Nacional a Grandes Empresas del INDEC y un intento de conceptualización

*Gustavo M. Burachik**

El trabajo analiza la evolución del peso del capital extranjero en las 500 empresas más grandes del país sobre la base de la Encuesta Nacional a Grandes Empresas que realiza el INDEC. Se contemplan luego las conclusiones de esta investigación a la luz de otros episodios de aumento o disminución del peso del capital extranjero en la cúpula del empresario. Se sugiere, sobre esta base, una conceptualización más general de los ciclos de extranjerización y renacionalización.

* Departamento de Economía, Universidad Nacional del Sur (Argentina). Se agradecen los comentarios de Valentina Viego, Francisco Cantamutto, Nicolás Seitz, Rodrigo Pérez Artica, Isaac Fainstein, Mariana Fernández y Martín Schorr.

Introducción

La Encuesta Nacional a Grandes Empresas (ENGE) realizada por el Indec se basa sobre el seguimiento de las 500 compañías más grandes según valor de producción. El relevamiento recoge datos sobre un gran número de variables económicas de interés desde 1993 hasta, según el caso, 2003, 2004 o 2005. La encuesta se dirige a grandes corporaciones de todos los sectores económicos, excepto el agropecuario, el financiero y el de servicios personales. El objetivo de estas notas es estudiar el proceso de extranjerización de la élite empresarial desde los '90 a la luz de los resultados de la ENGE¹.

El trabajo se divide en cuatro secciones. La primera presenta dos posibles indicadores del grado de extranjerización. La segunda analiza la evolución temporal del fenómeno. La tercera indaga sobre algunas diferencias económicas y financieras entre las grandes firmas de capitales nacional y extranjero. En un cuarto apartado se reúnen las principales conclusiones y se procura situar el análisis empírico realizado aquí en un marco histórico y conceptual más amplio.

En la **tabla Nº 1** del trabajo se

presentan todas las series básicas utilizadas y las abreviaturas que designan las variables. Los subíndices n y e aluden a las dos "categorías" de empresas cuya evolución diferencial se analiza aquí; respectivamente las de capital nacional y las de capital extranjero. El panel completo es designado con T .

1. Concentración y extranjerización; evolución general

La participación del capital de origen extranjero en el capital total de las empresas se refiere a los aportes de capital de no residentes². La ENGE presenta los resultados en dos grandes categorías. Considera como de capital **nacional** las firmas con hasta un 10% de participación de capital extranjero. A su turno, la encuesta agrupa a aquellas cuyo capital cuenta con **participación extranjera** en tres subcategorías; hasta 50%, más de 50% a 98,9% y de 99% a 100%. Esta última subdivisión será ignorada en este trabajo, que considera como "compañías extranjeras" a todas aquellas en que los no residentes ostenten una participación superior al 10 por ciento.

Dos cuestiones deben discutirse

¹ Se adjunta, al final, el listado de las publicaciones de la ENGE empleados en este análisis.

² Sea que se trate de no residentes con participación directa en el capital de las empresas o que participen en sociedades residentes que son a su vez accionistas de las empresas.

Tabla N° 1

Variable	Abreviatura	OC	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	unidades
Valor bruto de producción	vp	n	29,735	30,661	30,341	28,771	27,319	26,199	23,824	21,775	19,984	29,592	36,303	43,564	50,940	millones de \$
		e	44,602	53,455	54,745	62,947	72,065	75,557	73,821	82,311	76,709	136,158	168,462	208,694	250,199	
Valor agregado bruto	va	n	11,719	11,522	11,511	10,737	10,050	9,674	8,562	7,947	7,414	10,642	12,021	14,799	17,265	millones de \$
		e	18,804	22,611	23,668	27,094	31,453	32,962	33,182	36,625	34,262	62,537	74,284	87,989	103,705	
Ganancias de las empresas con resultado positivo	g	n	2,767	3,006	2,792	2,653	2,864	1,969	1,519	1,301	1,209	4,154	3,426	4,539	5,062	millones de \$
		e	4,546	6,331	6,246	7,655	8,540	8,601	7,841	9,400	7,989	22,641	22,714	30,248	36,807	
Pérdidas de las empresas con resultado negativo	p	n	-713	-727	-568	-473	-473	-605	-825	-826	-837	-729	-1,763	-1,912	-2,083	millones de \$
		e	-740	-512	-832	-938	-930	-1,098	-2,281	-2,294	-3,006	-5,722	-5,027	-2,875	-1,797	
Intereses y rentas netas (cobradas menos pagadas)	r	n	-535	-469	-1,018	-661	-161	-830	-993	-1,016	-838	-836	-1,645	-1,951	-2,055	millones de \$
		e	-546	-748	-1,533	-2,023	-2,277	-2,637	-3,711	-4,565	-4,569	-10,008	-9,402	-9,009	-9,561	
Salarios	s	n	5,533	5,412	5,075	4,776	4,488	4,437	4,123	3,844	3,694	3,241	3,817	4,714	5,918	millones de \$
		e	5,122	5,757	6,008	6,354	6,973	7,600	8,021	8,183	7,909	8,565	9,946	11,527	14,239	
Cantidad de empresas	N	n	281	258	248	234	211	206	189	182	175	160	160	162	163	Número de empresas
		e	219	242	252	266	289	294	311	318	325	340	340	338	337	
Activo total	A	n	sd	sd	49,728	44,808	42,544	43,355	41,899	37,121	37,131	55,880	69,031	sd	sd	millones de \$
		e	sd	sd	77,340	86,579	104,008	114,204	123,589	134,664	134,338	210,240	265,619	sd	sd	
Pasivo total	P	n	sd	sd	21,221	21,676	22,422	23,998	22,708	21,280	21,554	35,264	37,000	sd	sd	millones de \$
		e	sd	sd	35,033	40,770	50,930	57,896	63,304	67,731	68,516	144,627	143,893	sd	sd	
Pasivo corriente	Pc	n	sd	sd	12,704	12,372	11,961	13,027	12,995	11,588	11,286	14,639	15,426	sd	sd	millones de \$
		e	sd	sd	23,234	24,877	30,114	32,501	37,251	39,985	41,541	86,284	91,964	sd	sd	
Puestos de trabajo asalariado	Pt	n	366,878	310,619	286,618	263,485	245,309	243,933	221,588	209,789	204,442	182,095	183,278	193,110	209,691	Número de asalariados
		e	243,380	253,379	259,307	277,358	302,272	326,643	339,766	341,609	333,088	324,375	320,254	342,760	351,637	

OC: origen del capital

en esta sección: la pertenencia de una empresa dada al panel de las 500 más grandes y el peso relativo de cada categoría en dicho panel.

a. Pertenencia al panel

Se puede concebir el ordenamiento (decreciente, según su valor de producción) de todas las empresas de la economía en el año t como formado por tres subconjuntos;

- segmento “firme”; formado por compañías cuya posición en el listado es tan encumbrada que su pertenencia al panel de las 500 más grandes en $t+1$ está prácticamente garantizada, independientemente de su tasa de crecimiento $(t+1)/t$. Como el número de corporaciones que integra ese estrato es inferior a 500, el resto del *ranking* va a contener dos subconjuntos más;
- segmento “pequeñas”; reúne a compañías que están en la situación opuesta; son tan pequeñas en t que es casi imposible que alcancen a integrar el panel en $t+1$, independientemente de su tasa de crecimiento $(t+1)/t$;
- segmento “expectante”, firmas ubicadas entre los dos grupos anteriores y cuya pertenencia al panel en $t+1$ depende del valor específico que alcance su par; [tamaño en t ; crecimiento $(t+1)/t$].

Así, para cualquiera de las variables medidas, la variación de todo el panel en un período dado es el resultado de una combinación de dos procesos. Por un lado, la variación experimentada por las firmas “perennes”, presentes tanto en el momento inicial como en el final. Este grupo incluye a todos los miembros del segmento “firme” y a aquellos “expectantes” cuya combinación de tamaño y crecimiento resultó compatible con su pertenencia al panel en el período en cuestión. El otro es la migración de empresas desde y hacia el panel en función de sus realizaciones de tamaño y crecimiento. Desde el punto de vista de la evolución del panel como un todo, esta fuerza no resulta inocua si las firmas involucradas presentan alguna diferencia sistemática (tamaño, crecimiento de la producción, origen del capital, rentabilidad, etc.) respecto de las perennes. Cuando esto sucede, no se trata ya de una mera alteración de los nombres de las empresas incluidas en el panel de las 500 más grandes sino de un cambio en el comportamiento promedio de dicho panel.

La presentación de los resultados de la ENGE a través de paneles homogéneos permite analizar la evolución de las variables entre dos años consecutivos discerniendo el aporte de las empresas perennes (las que están en ambos años) del que se origina en salidas, entradas y reestructuración de compañías del panel.

Hasta 1995 las variaciones originadas en las firmas perennes explicaban en general cerca del 95% de la variación total del valor de producción, valor agregado y puestos de trabajo del panel. Pero la importancia de las entradas y salidas se elevó en 1996/97 hasta explicar entre el 10% y 12% de la variación total. Desafortunadamente, no se han publicado paneles homogéneos para presentar los resultados de los años siguientes.

Así, por ejemplo, no es posible determinar en qué medida la evolución del panel desde la devaluación refleja el comportamiento de las empresas perennes y en qué proporción refleja el reemplazo de firmas "expectantes" pertenecientes a sectores no transables por otras "expectantes" ligadas a la producción transable exportable y/o sustitutiva de importaciones³.

b. Peso relativo de ambas categorías

Lo importante, sin embargo, en esta investigación no es la pertenencia al panel por parte de las grandes empresas en general sino la que ostentan las firmas de capital nacional. Hay dos indica-

dores básicos que permiten evaluar el peso relativo del capital nacional en el panel de las 500 empresas más grandes: el porcentaje de empresas y la participación en el valor agregado.

i. Cantidad de empresas

El primer indicador y el más directo es la cantidad de firmas nacionales como porcentaje del panel (N_n/N_T) que ha disminuido un 42% entre 1993 y 2005 (de 56% a 33%). Esta evolución puede deberse a dos procesos;

- en lo que hace a la pertenencia al panel, ha tenido lugar una salida neta de empresas nacionales; esto es; dentro del conjunto de las expectantes, las extranjeras han tenido sistemáticamente combinaciones más favorables de [tamaño, crecimiento] y
- los cambios de propiedad predominantes (y que tienen lugar tanto en el subconjunto de las firmas y como en el de las expectantes) fueron las adquisiciones de empresas nacionales por extranjeras⁴.

La primera forma de extranjeri-

³ Nótese que, por definición, estos cambios no afectan la pertenencia al panel de las firmas pertenecientes al segmento "firme". Las más grandes compañías no transables difícilmente hayan sido expulsadas del panel después de 2002 mientras que las más grandes empresas transables del panel seguramente lo integraban con anterioridad a la devaluación.

⁴ Otras fuentes posibles que no pueden ser analizados con la ENGE son los cambios de actividad principal (empresas que pasan a adoptar como actividad principal alguna de las que se excluyen en la encuesta), las salidas por cierre y el ingreso de nuevas empresas al panel.

zación será llamada aquí “relativa” y se basa sobre diferencias en las tasas de crecimiento entre categorías. La segunda es “absoluta”, en el sentido de que refleja directamente una contracción del universo existente de grandes empresas nacionales.

ii. Participación en el valor agregado del panel

Otro indicador de extranjerización es la participación de las nacionales en el valor agregado (va_n/va_T). Este índice cayó un 63% entre 1993 y 2005 (mucho más que N_n/N_T) al pasar de 38% a 14%. Su evolución depende a su vez de dos fuerzas.

Primero, si cambia el porcentaje de firmas nacionales es esperable que se altere también su aporte al valor agregado del panel. Segundo, el tamaño medio relativo entre categorías. Esta variable se puede representar por un cociente de los tamaños medios (medido como va/N) de ambas categorías. Los datos muestran que el tamaño medio de las nacionales evolucionó siempre en sintonía con el ciclo; fue ascendente en 1993/97, descendente en 1998/2002 y otra vez ascendente en 2003/05. Pero la evolución del tamaño medio de las extranjeras fue siempre más dinámico; crecieron más que las nacionales en 1993/97 y en 2003/05 y se contra-

jeron menos en los años de recesión. Las nacionales pasaron de ser, en promedio, la mitad de grandes que las extranjeras en 1993 a representar apenas un tercio en 2005. Casi con seguridad esta evolución debe haber resultado de la diferencia en las tasas de crecimiento del valor agregado de ambas categorías⁵.

En suma, el menor crecimiento relativo de las firmas nacionales y su adquisición por grandes compañías de capital extranjero condujeron a una disminución de su presencia en el panel. A su turno, las nacionales que sobrevivieron en el panel también crecieron menos que las extranjeras. Ambas fuerzas llevaron a una disminución de la participación de las nacionales en el valor agregado de la muestra (va_n/va_T).

2. Etapas

Todos los indicadores sugieren que, al menos en lo que hace a este panel de grandes empresas, el año 2002 fue el último en que se experimentó un fuerte avance de la extranjerización. Desde entonces, la participación de las firmas nacionales, sea numérica o de valor agregado (N_n/N_T o va_n/va_T) dejó de disminuir, producido el desenlace de la larga crisis iniciada en 1998, el peso relativo de las dos categorías se estabili-

⁵ No es posible establecer si la entrada y salida de firmas jugó a favor o en contra de esta tendencia.

Cuadro N° 1. Número y valor agregado de las empresas nacionales según tamaño

Escala	Número de empresas (1993=100)		
	1993	1997	2001
valor de producción hasta \$ 150 millones año	100	70	92
valor de producción mayor a \$ 150 millones año	100	102	53
<i>Total empresas nacionales</i>	<i>100</i>	<i>75</i>	<i>83</i>
Escala	Valor agregado (1993=100)		
	1993	1997	2001
valor de producción hasta \$ 150 millones año	100	73	64
valor de producción mayor a \$ 150 millones año	100	99	62
<i>Total empresas nacionales</i>	<i>100</i>	<i>86</i>	<i>63</i>

zó. Se puede inferir de esto que:

- en alguna medida, la desnacionalización de grandes empresas ha sido compensada en 2003/05 por operaciones de renacionalización (lo que explicaría la estabilidad de N_n/N_T) y
- las empresas nacionales han alcanzado tasas de crecimiento de la producción similares a las de las extranjeras (lo que explicaría la estabilidad de va_n/va_T).

En otras palabras; parece haberse verificado una recuperación del crecimiento de la producción por parte de las grandes empresas en un contexto de relativa sequía de nuevas inversiones extranjeras (y algunas desinversiones) y de ace-

leración de los giros al exterior de las ya instaladas⁶.

Por su parte, el período de activo progreso de la extranjerización 1993/2002 puede, a su vez, ser dividido en dos fases según lo sugieren los datos que se presentan en el **cuadro N° 1**⁷.

Se puede reconocer una primera fase, en 1993/97, caracterizada por una acelerada disminución del número y el valor agregado de las firmas nacionales situadas en el estrato de menor tamaño. Pese al contexto de expansión agregada el estrato de las nacionales más grandes, por su parte, permaneció notablemente estático tanto numéricamente como en valor agregado. En una segunda fase, signada por la crisis de la convertibilidad y su eclosión final

⁶ Algo similar ocurrió en otros países de América latina desde el comienzo del presente siglo. En algunos casos la interrupción o reversión de los flujos de inversión extranjera dio lugar, incluso, a una cierta renacionalización de grandes empresas (Cepal, 2006).

⁷ Los datos nominales de 2002 no son comparables con los de los '90; se toma 2001 como año final de la segunda fase del proceso de extranjerización.

(1998/2002), la extranjerización ocurrió en paralelo con la contracción del segmento de las más grandes. No puede saberse, sin embargo, cuánto aportó ese estrato a la disminución del número de firmas nacionales en el panel en este período. Diversos procesos están detrás de esta evolución; la venta de firmas nacionales (que experimentaron un auge precisamente en estos años y que afectó a algunas de gran tamaño) y la fuerte contracción de su producción lo que, por su parte, debe haber significado el descenso de algunas grandes al estrato de menor tamaño⁸.

3. Algunas características del proceso de extranjerización

Hay tres cuestiones interrelacionadas que resultan de interés para caracterizar el proceso de extranjerización; diferencias de rentabilidad, determinantes de las ganancias y grado de endeudamiento. Por otra parte, el análisis del comportamiento de estas variables en el contexto de relativa "paridad de fuerzas" entre

ambas categorías en 2002/5, puede aportar algunas ideas adicionales acerca de los posibles motores del proceso de extranjerización.

a. Diferencias de rentabilidad

El análisis de la ENGE se enfrenta aquí con dos dificultades de medición. Por un lado, el efecto de la inflación en 2002/05. Para eludir el problema, como ya se indicó, conviene limitar el análisis a indicadores basados sobre cocientes de valores nominales. Pueden también construirse ratios de valores medios (una variable nominal dividido por el número de empresas) siempre y cuando se exprese a una de las categorías en función de la otra. Así se hizo más arriba, por ejemplo, para comparar la evolución de los tamaños medios (va/N) de ambas categorías. El segundo obstáculo es la sobreestimación de las utilidades netas en el año 2002. Un cálculo tentativo permite afirmar que el monto real de utilidades netas percibidas por las n en 2002 no alcanzó al 16% del que informa la encuesta⁹.

⁸ Esto explicaría el significativo aumento del número de firmas nacionales en el estrato de menor tamaño en la fase recesiva.

⁹ Esto surge de aplicar la siguiente relación: utilidad neta estimada 2002 = valor agregado 2002 * (utilidad neta/valor agregado) 2001. Este cálculo se basa sobre la previsibilidad de los indicadores de rentabilidad (altamente procíclicos) e implica dar por buena la estimación del valor agregado de 2002. Cualquiera sea el indicador de rentabilidad empleado esta extrapolación sugiere que, para las nacionales, la utilidad neta informada de 2002 por la ENGE equivale aproximadamente a un 16% de la estimada para 2002 por el criterio explicado más arriba. La distorsión parece haber sido mucho menor para las extranjeras; el ratio utilidades reales/utilidades informadas es 0,52/0,54.

Cuadro N° 2. Brecha de rentabilidad = firmas e/firmas n, promedio 1993/97 = 1

	1993/97	2000/1	2003/05
un/N	1	3,1	2,1
un/va	1	2,6	1,5
un/vp	1	2,8	1,7
un/A	(a)1	2,6	(b)1,9

(a) Período 1995/97. (b) Año 2003

La encuesta informa, para cada año, el monto total de utilidades obtenido por las firmas con rentabilidad positiva y el monto total de pérdidas en que incurrieron las compañías con rentabilidad negativa. Surge de allí un dato de utilidad neta anual que depende de la evolución del número de firmas con ganancias o con pérdidas y de las respectivas magnitudes.

El análisis que sigue reposa en varios indicadores de rentabilidad; utilidad neta media (un/N), utilidad neta/valor de producción (un/vp), utilidad neta/ valor agregado (un/va), utilidad neta sobre activo total (un/A) y p/g (pérdidas generadas por las firmas con rentabilidad negativa sobre ganancias generadas por las empresas con rentabilidad positiva). Se busca analizar aquí, en particular, las diferencias de rentabilidad entre categorías para lo cual se realizó, para cada uno de estos indicadores, un cociente entre el índice de rentabilidad de las empresas extranjeras y el de las nacionales.

Previsiblemente, la rentabilidad de las extranjeras es sistemáticamente más elevada que la de las

nacionales; más aún, la diferencia es muy apreciable. Pero además, la diferencia de rentabilidad entre categorías ha evolucionado de un modo inteligible que no depende del indicador utilizado. Para visualizar dicha evolución se ha construido el **cuadro N° 2** que toma como valor de referencia la brecha de rentabilidad que existía en promedio en la llamada fase de extranjerización extensiva 1993/1997.

La ventaja de rentabilidad se amplió sustancialmente en la fase de extranjerización "intensiva" (1997/2001) como consecuencia de un marcado deterioro de la rentabilidad de las nacionales. En 2003/05, por su parte, la brecha se estabilizó en un nivel intermedio respecto de las dos fases previas. Así, la brecha de rentabilidad en favor de las empresas extranjeras es amplia, sistemática y, previsiblemente, contracíclica (en las recesiones las firmas más débiles sufren más).

El único ratio de rentabilidad respecto del cual la diferencia entre categorías no se ha ajustado a este patrón es p/g. Este índice

puede considerarse como un indicador del grado de difusión de los quebrantos entre las firmas de cada categoría, esto es, qué proporción de las firmas de cada categoría está incurriendo en pérdidas y cómo evoluciona su monto medio dividido por la proporción de firmas de la categoría que está obteniendo ganancias y la evolución de sus montos. El conjunto de las extranjeras es ampliamente rentable en todo el período; sólo en 2001 la relación p/g supera el 30%. En 2000 las pérdidas generadas por las nacionales con pérdida equivalían a 2/3 de las ganancias generadas por las nacionales que tenían ganancias; para las extranjeras la relación era 1/4.

A diferencia de los indicadores que figuran en la tabla anterior, la brecha en materia de p/g no se alteró significativamente al pasar la extranjerización de su fase extensiva a su fase intensiva; recién se ensanchó tras la devaluación. Esto último refleja la mayor velocidad relativa con que disminuyó el ratio para las extranjeras en el nuevo escenario. Mientras las nacionales apenas alcanzaron en 2005 niveles de p/g similares a los que tenían en los primeros momentos de la fase de crisis 1998/1999, las extranjeras

lograron reducirlo hasta alcanzar los valores más bajos de toda la serie¹⁰.

El ritmo desigual con que se recuperó el margen de beneficio después de la devaluación oculta importantes diferencias de desempeño entre ambas categorías.

Por un lado, aunque el número de firmas de ambas categorías se ha mantenido estable, el monto de ganancias generadas por firmas extranjeras se ha incrementado en 2003/05 más rápidamente que el obtenido por las nacionales¹¹. La otra razón es la también desigual evolución del monto de pérdidas generado por las corporaciones de ambas categorías. El monto de quebrantos generado por las extranjeras en 2005 equivale a un 1/3 del que registraron en 2003, pese a que el número de firmas extranjeras en la muestra no aumentó y el valor agregado nominal generado por ellas lo hizo en un 40%. Las nacionales, a su turno, experimentaron (en plena fase de recuperación) un incremento del 18% (nominal) en el monto de sus pérdidas.

En suma las extranjeras gozan, en promedio, de una ventaja sistemática de rentabilidad respecto de las nacionales. Esta ventaja ha retrocedido en alguna medida tras

¹⁰ Mientras que en 2005 las extranjeras casi no registraron pérdidas, las nacionales tuvieron un ratio p/g de 0,41.

¹¹ La mejora 2002/3 se debió enteramente al mayor número de firmas con ganancias pero en 2003/4 se nota también un aumento de las ganancias medias. No se han publicado datos que permitan realizar este mismo análisis para 2004/5.

Cuadro N° 3. Utilidades netas por empresa en 1997 y en 2005

Categorías	1997	2005	2005 ipc	2005 ipim	2005c u\$s
Nacionales	100	161	96	66	54
Extranjeras	100	395	235	162	132

Variación entre los meses de diciembre de los años respectivos

la devaluación respecto de los años de extranjerización intensiva pero está lejos de haber retornado a su nivel de 1993/97. Desde 2003, aunque el margen de beneficio se recuperó para ambas categorías, sólo para las extranjeras el nuevo escenario puede describirse como de generalizada revitalización; disminuyó drásticamente el monto de pérdidas y se incrementó el de las ganancias generadas por estas corporaciones. La mejoría promedio que muestran las grandes empresas nacionales es, en cambio, el resultado de un proceso más contradictorio; sus ganancias se han recuperado (aunque no tan rápidamente como las extranjeras) pero sus pérdidas, en lugar de reducirse al compás de la recuperación, aumentaron.

Conviene, por último, presentar algunos datos que permitan al lector poner en perspectiva la recuperación de la rentabilidad que tuvo lugar en los últimos años (**cuadro N° 3**).

Este cuadro permite comparar

las utilidades netas de 1997 (el mejor año del período de la convertibilidad desde el punto de vista de las empresas) con las de 2005. Para ello se depuran las utilidades netas de 2005 de la variación 1997/2005 del índice de precios al consumidor, del índice de precios mayoristas y del tipo de cambio. Sin perder de vista que las utilidades netas informadas por la ENGE son el resultado de restar, para cada categoría, las pérdidas obtenidas por algunas de las firmas de las ganancias obtenidas por otras, se puede señalar que;

- corregida por la inflación, la utilidad neta (promedio) de las firmas nacionales en 2005 fue inferior a la de 1997 y su poder adquisitivo en dólares disminuyó casi a la mitad,
- en contraste, las utilidades netas (promedio) de las extranjeras en 2005 superó largamente el año de mayor rentabilidad de los '90, incluso en dólares¹².

¹² A decir verdad, las extranjeras ya habían alcanzado en 2004 el nivel en dólares de las utilidades netas (medias) percibidas en 1997. En Bezchinsky y otros (2007), sobre datos del balance de pagos, se confirma la rápida recuperación de las ganancias en dólares de las empresas extranjeras.

b. Determinantes de las ganancias

Los datos de la ENGE permiten identificar, al menos de un modo preliminar, los principales determinantes de las diferencias de rentabilidad entre categorías.

Naturalmente, el descenso del cociente de utilidades netas sobre valor agregado de las firmas nacionales $(un/va)_n$ durante la fase recesiva 1997/2001 (casi un 80%) refleja una disminución más acelerada de las ganancias netas que del valor agregado. Dos factores básicos subyacen esta evolución. Primero, la masa salarial se contrajo (18%) más lentamente que el valor agregado (26%). Segundo, en un contexto de ingresos declinantes, el flujo neto de intereses (negativo) más que quintuplicó su magnitud entre 1997 y 2001 (su peso en el valor agregado se elevó de 2% a 11%).

Es notable el contraste con la evolución de la razón utilidades netas/valor agregado de las corporaciones extranjeras $(un/va)_e$. Para empezar, la caída del margen fue la mitad que para las nacionales. Luego, las empresas extranjeras consiguieron trasladar a la masa salarial la recesión que estaban experimentando en sus ingresos. Y, por último, el flujo neto de intereses (negativo) "apenas" se duplicó en 1997/2001.

Ciertamente, la cuestión laboral es uno de los principales puntos de diferenciación entre las firmas de las dos categorías. En

1997/2001, mientras experimentaban una disminución de su producción media [por ejemplo, $(va/N)_n$ cayó 11%] las firmas nacionales mantuvieron constante su dotación media de ocupados. Las extranjeras, en cambio, mantuvieron estables ambas variables durante la recesión.

A decir verdad, las nacionales muestran una dotación media de ocupados más alta que las extranjeras. Ambas categorías de empresas contrajeron sus planteles hasta mediados de los '90 pero la evolución posterior fue divergente; las nacionales mantuvieron una dotación media notablemente estable durante toda la crisis mientras que las extranjeras iniciaron en 1999 un proceso contractivo que duraría hasta 2003 y que terminaría implicando un recorte del 15% entre estos dos años.

Como resultado de lo anterior, en 2001 el peso de los salarios en el valor agregado de las nacionales más que duplicaba el que tenían las extranjeras. Esta diferencia no se modificó con la licuación salarial de 2002 ya que ambas categorías recortaron entonces su ratio de salarios sobre valor agregado en una proporción casi idéntica del 40%. En los años de recuperación cubiertos por la ENGE (2003/05) el comportamiento de ambas categorías volvió a divergir en el mismo sentido; mientras que las extranjeras lograron mantener el peso de los salarios en el

mismo nivel en que lo situó la devaluación, el de las nacionales tendió a aumentar.

El otro factor influyente del deterioro del margen de beneficio durante la fase recesiva, los pagos netos de intereses, representó desde la devaluación una carga de magnitud decreciente para ambas categorías. Con todo, la asimetría también emerge aquí ya que esta mejora ha sido mucho más marcada para las extranjeras que para las nacionales.

El modo desigual en que evolucionaron el tamaño medio (medido como va/N) y la dotación media de puestos de trabajo asalariados por empresa, comentado más arriba, expresa las diferencias de productividad laboral entre ambas categorías. Durante los '90, el valor agregado por asalariado de las extranjeras fue de unas 2,5 veces el de las nacionales. Pero esta brecha se ensanchó rápidamente con el agravamiento de la crisis. A decir verdad, la productividad media de las nacionales se mantuvo estacionaria durante toda la década pasada mientras las extranjeras la incrementaron en un 33% entre 1993 y 2001. Tras la devaluación, el plus de productividad laboral de las extranjeras se incrementó para luego estabilizarse en torno de 3,5 veces la de las nacionales.

Podría decirse que el cociente de utilidades netas sobre salarios, como *proxy* de la noción marxista de tasa de plusvalía, ofrece una

ilustración de la diferencia entre capital extranjero y local que condensa gran parte de lo comentado más arriba. Este indicador parece ser procíclico independientemente del origen del capital de las empresas. Pero la contracción de la tasa de plusvalía experimentada por las nacionales durante la recesión (-80% entre 1997 y 2001) no puede compararse con la mucho más leve caída que afectó a las extranjeras en esos mismos años. Los factores subyacentes a la abrupta declinación de la tasa de plusvalía entre las firmas nacionales son, como ya se comentó, una disminución de las utilidades netas no adecuadamente acompañada por una contracción del capital variable invertido (salarios pagados) y/o de aumentos compensatorios de la productividad laboral.

Ciertamente, desde un punto de vista teórico (en el largo plazo), las diferencias de productividad laboral asumen un rol explicativo clave de las diferencias de rentabilidad, salarios e inversión (aunque también interviene aquí la asimetría en las condiciones de acceso al crédito). Los datos de la ENGE ofrecen una confirmación de esta correlación pero sólo en un nivel muy general; en todos los años para los que existen datos las extranjeras han sido (en promedio) más productivas y rentables, han pagado salarios más elevados y han invertido más. Sin embargo, las brechas de rentabilidad, salarios e inversión han ten-

dido a oscilar en una banda¹³ situada siempre en un nivel inferior que la brecha de productividad.

Más aún, sólo la brecha de rentabilidad ha acompañado (a grandes trazos) la ampliación de la brecha de productividad observada en los últimos años de la serie. Las demás “ventajas” de las extranjeras respecto de las nacionales se rezagaron. Así, por ejemplo, en 1993 las extranjeras obtenían por cada trabajador 2,4 veces el valor agregado que obtenían las nacionales y pagaban salarios 40% más elevados, pero el plus salarial fue el mismo en 2005 pese a que la ventaja de productividad se elevó un 50%¹⁴.

c. Endeudamiento y liquidez

Las grandes empresas que operan en el país fueron partícipes de un ciclo de crecimiento apalancado que recorrió varias etapas. La primera, desde principios de los '90 hasta aproximadamente 1997, consistió precisamente en la realización de inversiones financiadas con crédito bancario, emisión de obligaciones negociables en el país y en el exterior, etc. El rasgo central de esta primera etapa era la disponibilidad de financiamiento y la consiguiente facilidad con que las empresas renovaban sus pasivos en lugar de sacrificar liquidez

para cancelarlos. En la segunda fase, que se inició en 1997/8, las grandes compañías de capital nacional debieron afrontar la digestión de las elevadas deudas contraídas en la fase anterior en un contexto caracterizado por una creciente iliquidez, disminución de la demanda y aumento de la competencia del capital y las mercancías extranjeras. En respuesta a ello muchas empresas suspendieron inversiones y/o disminuyeron la producción (por falta de capital de trabajo). Con todo, resulta notorio que muchas firmas quedaron en una situación aún más crítica, lo que por su lado derivó en cesaciones parciales o totales de los pagos de deuda, aumento de la venta de activos a capitalistas extranjeros o renegociaciones que derivaban en el ingreso de los acreedores externos al capital de los deudores. Ambos procesos explican la aguda contracción del peso de las grandes empresas de capital doméstico en el panel de las 500 en lo que aquí se denominó fase “intensiva” de la extranjerización.

En el semestre que siguió al bloqueo de las cuentas a la vista y a plazo en los bancos locales (decidido a finales de 2001) y a la devaluación del peso (producida a principios del 2002) la segunda fase alcanzó su cénit; muchas

¹³ La mayoría de las observaciones se sitúan por encima de 20% y por debajo de 80% en favor de las extranjeras.

¹⁴ La correlación entre brecha de productividad laboral y brecha de tasa de inversión es aún más débil, aunque faltan los datos de 2004/05 para tener un panorama más completo. Ver el inciso siguiente.

empresas interrumpieron parcial o totalmente los pagos de sus deudas. Sin embargo, al mismo tiempo, la pesificación de los pasivos con el sistema financiero doméstico (al tipo de cambio previo a la devaluación) y las primeras renegociaciones de deudas privadas con el exterior pueden ser reconocidos como elementos de una tercera fase. Esta nueva instancia se caracteriza por una recuperación de la capacidad de pago de los deudores y por la realización masiva de renegociaciones con los acreedores cuyo objetivo es el de restablecer la armonía entre dicha capacidad y los montos y condiciones de pago de las deudas.

¿Qué información proporciona la ENGE para evaluar el modo desigual en que el capital extranjero y el local han recorrido este proceso? En el inciso anterior se mostró que la punción de utilidades derivada del costo financiero fue muy superior para las corporaciones de capital local que para las extranjeras. Esto refleja, por un lado, la asimetría entre categorías en términos del costo unitario del crédito y, por el otro, las diferencias en términos del grado de endeudamiento. La ENGE permite abordar esta última cuestión¹⁵.

En primer lugar, la evolución de la **solvencia** (P/A ; pasivo

total/activo total) ha sido realmente muy similar; ambas categorías han tendido a incrementar la porción de activos financiada con deuda a lo largo de todo el período para el que se dispone de estos datos (1995/2003). En cambio, el cierre de los mercados de capitales a partir de 1997/98, aunque no detuvo esta tendencia general, dio lugar a procesos divergentes; mientras que la razón $(P/A)_e$ aumentó por un mayor crecimiento de los pasivos que de los activos, $(P/A)_n$ lo hizo por una contracción del valor de los activos con montos estables de deuda. En definitiva, tanto las nacionales como las extranjeras han incrementado en 1995/2003 la proporción de activos financiada con recursos de terceros pero mientras las primeras muestran una contracción real de la masa de activos bajo su control¹⁶, las segundas lo han multiplicado (en términos nominales) por un factor de 3,4.

El ratio P_c/v_p indica la evolución del endeudamiento de corto plazo respecto de los ingresos corrientes y es en este sentido un indicador de **liquidez** (proveniente de fondos propios). Este cociente muestra una evolución similar para ambas categorías; la liquidez se redujo en la fase de crisis pero comenzó a recuperarse en 2003.

¹⁵ Nótese sin embargo que los datos sobre pasivos en 2002/03 son de difícil interpretación debido a la situación de cesación de pagos y reestructuración de las deudas privadas que estaba teniendo lugar.

¹⁶ Un aumento nominal de 39% en 1995/2003.

Pero este indicador resulta engañoso ya que, a menos que decidan disminuir su demanda de insumos, mano de obra, etc., las empresas sólo pueden destinar una porción residual de sus ingresos corrientes a la cancelación de deudas de corto plazo. Como ya se comentó, el flujo neto de intereses (negativo) pagado por las nacionales más que quintuplicó su magnitud entre 1997 y 2001 al mismo tiempo que las utilidades netas percibidas disminuyeron nada menos que un 85%. Las extranjeras, por su parte, vieron duplicarse los intereses netos pagados mientras sus utilidades netas cayeron un 35%. De un modo general, la relación entre los intereses a pagar y las utilidades percibidas cada año resultó siempre más elevada para las nacionales y esta brecha tendió a ampliarse en la fase de crisis 1998/2001 y también en la de recuperación 2002/05.

Lo mismo se observa a través de la relación entre utilidades netas y pasivos corrientes (un/Pc). La contracción de la liquidez ha sido brutal; en 1997 las utilidades netas anuales de las nacionales alcanzaban para cubrir un 20% de las deudas de corto plazo pero este porcentaje descendió a 3% en 2001. Los respectivos valores para las extranjeras fueron 25% y 12 por ciento.

Se concluye que no sólo la situación económica y financiera de las nacionales fue sistemáticamente

más desfavorable que la de las firmas extranjeras sino que, en 1997/2001, experimentaron un deterioro adicional simultáneo de la rentabilidad, la solvencia y la liquidez.

4. Conclusiones y discusión

(a) El peso del capital nacional en el panel de las 500 empresas más grandes ha declinado consistentemente desde que comenzó a relevarse la ENGE. Esta declinación es un reflejo del menor crecimiento relativo de las corporaciones locales y de la venta de muchas de ellas a corporaciones de capital extranjero.

(b) Pese al gran número de operaciones de venta de activos de grandes empresas locales a capitalistas del exterior desde 2002, muchas de amplia repercusión periódica, el proceso de extranjerización, después de casi una década de ininterrumpido progreso, parece haberse detenido.

(c) El aumento del peso del capital extranjero en 1993/2002 tuvo lugar en una coyuntura económica y financiera cambiante en niveles internacional y local. Más aún, el proceso fue, en alguna medida, el reflejo de estas transformaciones.

La crisis asiática ocurrida en 1997 constituyó la primera estación de una extensa serie de colapsos financieros y económicos producidos en diversos nodos del sistema económico mundial y

constituyó por ello un factor clave en la transformación de las condiciones generales del proceso. Hasta ese año el retroceso del capital nacional fue caracterizado como "extensivo" porque afectó a un elevado número de empresas de capital nacional de reducido tamaño relativo. La demanda agregada interna aún crecía y la inversión agregada tendía a focalizarse (especialmente hasta mediados de los '90) en la adquisición de empresas estatales. Desde la crisis asiática y hasta el advenimiento del desenlace final de la crisis en la Argentina tuvo lugar un proceso más "intensivo" en el sentido de que involucró a un menor número de compañías locales pero de mayor porte relativo. El contexto de esta segunda fase fue de crisis creciente; el crédito tendió a extinguirse, la demanda interna a contraerse y ya se había agotado el *stock* de empresas estatales apetecibles para la inversión extranjera. Las operaciones de adquisición de firmas nacionales por extranjeras alcanzó sus máximos valores de los '90, precisamente, en 1997/2000 (Cep). Además, dentro del panel de las 500, todo sugiere que la contracción de las ventas y las ganancias afectó más rudamente a las compañías de capital local.

(d) La información provista por la ENGE deja ver que el margen de beneficio acompañó, en promedio y a grandes rasgos, la evolución del ciclo económico independien-

temente del origen del capital de las empresas. Pero se observa también una brecha de rentabilidad en favor de las firmas extranjeras que resulta cuantitativamente amplia, sistemática y contracíclica. Más aún, tampoco benefició a ambas categorías por igual la recuperación de los márgenes verificada desde 2003; sólo para las extranjeras el nuevo escenario puede describirse como de generalizada revitalización. La mejoría promedio que muestran las grandes empresas nacionales es, en cambio, el resultado de un proceso más modesto y acotado.

Incluso algunos de los factores subyacentes de esta diferencia de rentabilidad pueden ser observados con los datos de la ENGE. Primero, las firmas nacionales son, sistemáticamente, menos productivas. Segundo, parecen relativamente menos capaces para desplazar los costos de la recesión desde las utilidades hacia el gasto salarial y para excluir luego a los asalariados de los beneficios de la recuperación, cuando ésta tiene lugar. Es notorio, en tercer lugar, que operan con un mayor grado de endeudamiento lo cual tal vez pueda vincularse con su menor capacidad de autofinanciamiento. Son por ello más sensibles que las extranjeras a la disponibilidad de financiamiento al que, además, tienen un menor acceso.

En 2005, el nivel de utilidades netas de las firmas nacionales

era, en promedio y en términos reales, bastante inferior al que habían alcanzado en 1997, el año más rentable de los '90. Las extranjeras, por su parte, lo habían superado holgadamente, incluso en dólares. Es cierto que la utilidad neta informada por la ENGE es un promedio de situaciones individuales muy diversas y que la recuperación de las ganancias de las extranjeras debe estar fuertemente influida por la rentabilidad de las grandes firmas exportadoras de hidrocarburos y otras materias primas cuyos precios internacionales aumentaron rápidamente en los últimos años. Incluso con estos atenuantes, la información sugiere que al menos para algunas firmas extranjeras la "devaluación" del peso operó como una precondition para alcanzar la "dolarización". Este fue el contenido concreto de la llamada "reconstrucción de la burguesía nacional" esgrimida como bandera política por el gobierno que asumió en 2003.

(e) La extranjerización de las grandes empresas locales puede ser concebida como un episodio en el proceso de centralización del capital en escala global. El factor dinámico subyacente es, en ambos casos, el nivel desigual de desarrollo de los capitales individuales. Incapaces de penetrar y permanecer en las ramas más rentables y dinámicas en compe-

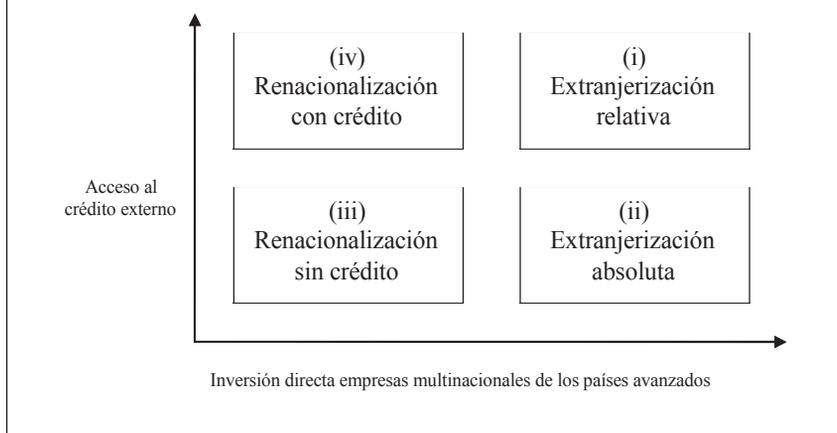
tencia con corporaciones extranjeras más avanzadas, con menor acceso a la tecnología y el financiamiento, las grandes empresas y grupos económicos locales crecen más lentamente. Por otra parte, debido precisamente a estas asimetrías, los mismos activos valen menos para los capitalistas locales que para los del exterior lo cual estimula su extranjerización.

La información proporcionada por la ENGE ilustra adecuadamente el rezago competitivo de las nacionales; su menor productividad y rentabilidad (y por lo tanto menor capacidad de autofinanciamiento y mayor dependencia del crédito)¹⁷. Y deja ver también la intensificación de estas desventajas en la medida que tiene lugar la transición de la fase de extranjerización extensiva a la intensiva.

En cuanto se reconoce que el proceso de extranjerización es, desde el punto de vista cualitativo, un episodio del proceso de centralización, su intensificación en un contexto de crisis y continuada afluencia de inversión extranjera resulta teóricamente previsible. Cuando la crisis arriba a su desenlace y en la medida en que el capital extranjero deja de penetrar o se retrae, la extranjerización pierde impulso como ocurrió en la Argentina, o hasta puede revertirse parcialmente como ocurrió aquí en algunos sectores y en

¹⁷ Aunque no ha sido tratado aquí, la ENGE muestra también la menor capacidad de inversión de las nacionales.

Gráfico N° 1



otros países de América latina después del año 2000.

La extranjerización es “relativa” y por ello menos visible cuando el proceso de acumulación agregado se encuentra en alza y/o existen oportunidades de negocio apetecibles para el capital extranjero y a la vez desvinculadas del campo de acción actual de las grandes compañías de capital doméstico (en los ‘90; las privatizaciones). Podría decirse que de esta naturaleza fue la extranjerización que tuvo lugar en los ‘60, especialmente al principio cuando la inversión extranjera tendió a orientarse a ramas tecnológicamente modernas a las que las firmas nacionales no tenían acce-

so¹⁸. El choque es más frontal y aumenta la probabilidad de un desplazamiento “absoluto” del capital nacional cuando la inversión extranjera que ingresa no encuentra aquellas condiciones.

De un modo general, la experiencia de la Argentina y América latina sugiere que los ciclos de extranjerización y renacionalización del gran capital resultan de;

- el perfil temporal de la inversión extranjera que puede ser caracterizado como una sucesión de ondas u oleadas¹⁹; grandes influjos seguidos de períodos de relativa escasez,
- la ocurrencia de desfases temporales entre los flujos de

¹⁸ Algunas de las cuales, no obstante, implicaban la inmediata obsolescencia de firmas nacionales que operaban versiones tecnológicas más atrasadas como ocurrió en el sector de fibras textiles.

¹⁹ Lo mismo ocurre con el perfil temporal de las operaciones de fusión y adquisición (en los países capitalistas desarrollados) en general (Gaughan, 1999), otra de las formas que adquiere el proceso de centralización del capital.

capital de préstamo y de inversión directa proveniente de los países capitalistas más avanzados y

- la desigual distribución de estos flujos entre los países de la región

Las distintas combinaciones posibles de estos procesos dan lugar a una serie de fases que encuentran a su vez un correlato histórico concreto en la experiencia argentina posterior a la segunda guerra mundial. El **gráfico N° 1** sintetiza las cuatro situaciones posibles.

(i) La **extranjerización relativa** avanzó cuando el arribo de la inversión directa tuvo lugar en un contexto de expansión. Ya desde los '60, pero de un modo más general desde los '70, esta última ha tendido a reposar crecientemente, a su vez, en la ocurrencia de una coyuntura financiera internacional favorable²⁰. De este tipo fue la extranjerización en la Argentina en la primera mitad de los '60 y en los '90, hasta 1997.

(ii) El capital industrial extranjero ha tendido incluso a acelerar su penetración en el lapso transcurrido entre el momento en que el crédito externo comenzó a escasear y aquél en que se produjo su completa interrupción. Como ocu-

rrió, por ejemplo, en los años 1998/2002. La extranjerización fue, en este contexto, **absoluta**.

(iii) Los procesos que generaron la extinción del financiamiento externo convergieron a principios del actual siglo en una crisis más general en los países desarrollados llevando con ello a la interrupción de los flujos de inversión directa a los países de la periferia y, en algunos casos, a la desinversión. Surgieron entonces condiciones para un aumento de la participación del capital local en el proceso de acumulación doméstico cualquiera sea la intensidad que, en ausencia de liquidez, éste puede alcanzar. O sea, una **renacionalización sin financiamiento**. Son estos capitalistas los que tienden a ocupar los espacios liberados por la desinversión (o baja inversión) extranjera y por la crisis que afecta a las empresas más vulnerables desde el punto de vista financiero. América latina atravesó un proceso de este tipo en los '80 (tras la crisis de la deuda) y también al comienzo del presente siglo (tras el estallido de la burbuja bursátil en EUA en el 2000) dando lugar en varios países a una parcial renacionalización²¹.

(iv) La tendencia a la renacionalización alcanza su máxima inten-

²⁰ El Brasil accedió masivamente al mercado de eurodólares en la segunda mitad de los '60 y en ello reposó el financiamiento del llamado "milagro" (Frieden, 1987).

²¹ El porcentaje de las extranjeras en las ventas de las 500 firmas no financieras más grandes de América latina fue del 29% en 1995, del 40% en 2000 y del 36% en 2004 (Cepal, 2006). En la industria, en cambio, no hubo renacionalización; las extranjeras continuaron ampliando su participación desde 22% en 2000 hasta 23% en 2004.

sidad cuando la ausencia de inversión extranjera directa de los países capitalistas más avanzados se combina con un acceso fluido al crédito internacional. Es decir; una **renacionalización con financiamiento**. De estas características fue la coyuntura existente en la Argentina hacia fines de los '70. Tuvo lugar entonces un acelerado crecimiento de las grandes empresas locales.

Aunque dejó de perder posiciones en el panel, la "resucitación" del capital local en la Argentina desde la devaluación de 2002 resultó, sin embargo, magra. Esto

se debió a diversos factores. Primero, aunque dejó de ingresar inversión directa, la desinversión de las empresas extranjeras ya instaladas fue poco importante. Segundo, mientras la Argentina ingresó a partir de la crisis en una coyuntura como la descrita en iii (baja inversión directa de los países desarrollados y ausencia de crédito internacional) otros países grandes de la región (Brasil) se encuentran en coyunturas como la descritas en i ó iv, esto es; conservan acceso al financiamiento externo.

Lista de publicaciones de la Encuesta de Grandes Empresas utilizadas, por orden cronológico:

Grandes empresas en la Argentina 1993/97. Fecha de publicación; 1999

Grandes empresas en la Argentina 2000. Informe de prensa. Fecha de publicación; 16/5/02

Grandes empresas en la Argentina 1993-2004*. CD-ROM. Fecha de publicación; 2006

Grandes empresas en la Argentina. Informe de prensa. Fecha de publicación; 19/10/06

Grandes empresas en la Argentina. Informe de prensa. Fecha de publicación; 2/1/07

* Se utilizó también, para este período, información disponible en el sitio del Indec.

Otra bibliografía consultada

- Bezchinsky G., Dinenzon M., Giussani L., Caino O., López B. y Amiel S. (2007); "Inversión extranjera directa en la Argentina. Crisis, reestructuración y nuevas tendencias después de la convertibilidad". Cepal Buenos Aires
- Cepal (2006); *La Inversión Extranjera en América Latina y el Caribe. Informe 2005*. Santiago de Chile.
- Frieden J. (1987); "The Brazilian borrowing experience: from miracle to debacle and back". *Latin American Research Review*, vol 22, N° 1.
- Gaughan P. (1999); *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings*. Segunda edición. John Wiley & Sons Inc; Nueva York, Chichester, Weinheim, Brisbane, Singapur y Toronto.