

**Universidad Nacional de San Martín**

–

**Escuela Interdisciplinaria de Altos Estudios Sociales**

**Maestría en Desarrollo Económico**

–

**Tesis<sup>1</sup>**

**Pedro Gaité**

**Director:** Lorenzo Cassini

**Codirector:** Martín Schorr

**Financiarización y “reticencia inversora”. Un estudio sobre la lógica de acumulación de la industria argentina en la posconvertibilidad (2003-2019).**

### **Resumen**

El desarrollo de la industria argentina es una condición necesaria para alcanzar el desarrollo económico de la Argentina. Sin embargo, este sector ha tenido un desempeño errático durante la posconvertibilidad que se expresa, más allá de diferencias al interior de esta etapa, en su escaso dinamismo y la inexistencia de cambio estructural. Esta tesis busca explicar este desempeño, poniendo el foco en la lógica de acumulación de las firmas industriales. La escasa inversión productiva no se deriva de la falta de ahorro o del estrangulamiento de la tasa de ganancia, pues el excedente generado por las firmas superó sistemáticamente a los recursos destinados a la ampliación del capital productivo. Más bien se explica por una lógica de maximización de ganancias con visión cortoplacista y especulativa que derivó en distintas prácticas financieras, principalmente en los usos dados al excedente (inversión financiera, fuga de capitales, etc.) pero también en la operatoria comercial diaria (retención de bienes de cambio, venta financiada, etc.).

**Palabras clave:** Argentina, industria, financiarización, lógica de acumulación, usos del excedente, fuga de capitales.

---

<sup>1</sup> La tesis fue defendida el 30/11/22 y enviada al Repositorio Institucional de la UNSAM el 02/01/23.

## **Agradecimientos**

A Lorenzo Cassini y Martín Schorr, por su guía constante.

Al jurado, Cecilia Allami, Gustavo García Zanotti y Pablo Bortz por los comentarios y sugerencias que enriquecieron esta versión final.

A Nicolás Zeolla, Martín Burgos, Joel Rabinovich, Pablo Manzanelli, Marta Bekerman, Federico Dulcich y todos los que de alguna manera aportaron a la elaboración de esta tesis.

A la UBA y la escuela IDAES por la formación de todos estos años.

A mi familia.

A mis viejos, Ampí y Martín, por tanto amor.

A mi hermano, Manu, por hacer que todo sea mejor.

A Pia, la mejor compañera.

A mi abuelo, Aldo Ferrer, por haber sido la mayor fuente de inspiración. A él y su memoria va dedicada esta tesis.

## Índice

Introducción.....	3
I. Marco Teórico .....	6
I.1. Los determinantes de la inversión .....	6
I.2. La financiarización .....	8
I.3. Dolarización y fuga de capitales.....	14
II. Antecedentes .....	17
III. Metodología de investigación.....	26
IV. El contexto macroeconómico .....	31
V. Dinámica general de la industria.....	40
VI. Rentabilidad e inversión de la industria manufacturera .....	46
VI.1. “Reticencia inversora” en el conjunto de la industria.....	46
VI.2. “Reticencia inversora” en la cúpula empresaria .....	52
VII. Usos del excedente de la industria manufacturera.....	57
VII.1 Inversión productiva y financiera.....	57
VII.2. Excedente y fuga de capitales .....	63
VII.2.1. La formación de activos externos (FAE).....	67
VII.2.2. Remisión de utilidades y dividendos .....	70
VII.2.3. Los precios de transferencia .....	73
VIII. Composición de los activos .....	80
Resumen y reflexiones finales.....	83
Anexo estadístico.....	87
Referencias bibliográficas .....	89

## Introducción

Desde la década del setenta se evidencia un crecimiento exponencial de los mercados financieros a nivel mundial. Según el FMI, los activos financieros pasaron de representar el 70% del PBI mundial en 1970, al 133% en 1990 y el 216% en los 2000 (Alfaro *et al.*). Al considerar el mercado de derivados financieros el valor crece exponencialmente, al punto que es difícil estimar su tamaño, pero podría llegar a representar setenta veces el producto mundial cuando en 1970 dicho mercado era inexistente (Ferrer, 2017). Estos cambios tuvieron impactos en la economía real a través de variables como el empleo, la producción, la redistribución del ingreso y la riqueza, etc. e incluso en distintas ocasiones desembocaron en crisis económicas. A nivel microeconómico se evidencia una subordinación del capital productivo al financiero, que se traduce en una lógica de acumulación con visión cortoplacista.

Si bien los países periféricos tienen mercados de capitales mucho más pequeños y el crecimiento del sector financiero es relativamente menor al de los países centrales, también se ven afectados por esta dinámica.

El marco teórico postkeynesiano permite entender distintos canales a partir de los cuales la lógica de acumulación financiarizada afecta a la actividad productiva, pero debe ser complementado con una visión que tenga en cuenta las especificidades de la periferia. El concepto de “financiarización subordinada” que remarca la dependencia de dichos países al sector externo resulta fundamental<sup>2</sup>.

En la Argentina, los desequilibrios macroeconómicos y las recurrentes crisis que atravesó el país desde fines de la década del setenta generaron un escenario de incertidumbre que profundizó la visión cortoplacista del capital productivo. En este contexto la fuga de capitales se convirtió en uno de los principales usos dados al excedente económico.

Si bien este comportamiento está difundido en el conjunto del entramado productivo y es dañino independientemente del sector en el cual se lleve a cabo, resulta especialmente preocupante cuando se realiza en el sector industrial. La industria manufacturera tiene una importancia indelegable debido al dinamismo de su frontera tecnológica, la capacidad de generar empleos de calidad, y su potencial para superar la

---

<sup>2</sup> Ver Marco Teórico.

restricción externa (generada en buena medida por el rezago tecnológico de la industria y vacíos importantes en su matriz productiva).

Teniendo en cuenta la importancia del desarrollo industrial para que los países periféricos en general y la Argentina en particular se encaminen en un sendero de crecimiento sostenido que permita el desarrollo económico, y las trabas que impone el proceso de financiarización en este sentido, el presente trabajo pretende estudiar las especificidades que adopta dicho fenómeno en la industria argentina. Concretamente, el objetivo general es analizar el impacto de la financiarización en la inversión productiva y la lógica de acumulación de la industria manufacturera argentina durante la posconvertibilidad (2003-2019). Partimos de dos grandes hipótesis:

A) La industria manufacturera se ve afectada por la “reticencia inversora” (disociación sostenida en el tiempo entre la tasa de rentabilidad y la de inversión)<sup>3</sup>, como contracara de una creciente inversión financiera del capital productivo. Una parte considerable del excedente no tiene por destino la ampliación de las capacidades productivas, sino la maximización de beneficios en el corto plazo a través de distintos mecanismos propios del sector financiero.

B) La fuga de capitales es uno de los principales usos dados al excedente económico que no es canalizado a la inversión productiva.

A partir del objetivo general se desprenden cuatro objetivos específicos, y sus respectivas hipótesis específicas:

i- Estimar la “reticencia inversora” de la industria argentina, en tanto es una de las formas en las que la financiarización impacta negativamente sobre la actividad productiva, y distinguir si el tamaño de las firmas influye sobre dicha variable.

La hipótesis es que existe una disociación sostenida en el tiempo entre la tasa de ganancia y la tasa de inversión de las firmas industriales, y que la misma es particularmente importante en las firmas de mayor tamaño.

ii- Analizar la evolución de la inversión productiva y la financiera en las diferentes ramas de la industria manufacturera con el fin de apreciar si el capital destinado a colocaciones financieras afecta la formación neta de capital.

La hipótesis es que la inversión productiva es superior a la financiera, pero que se ve afectada por esta última. Es decir, que la inversión financiera afecta negativamente a la productiva.

---

<sup>3</sup> Ver sección “Metodología de investigación”.

iii- Caracterizar las estrategias de acumulación de la industria manufacturera argentina en la posconvertibilidad en base a la evolución de la composición de los activos de las empresas vinculadas a la industria manufacturera distinguiendo entre distintas posiciones de la hoja de balance.

La hipótesis es que ciertos activos ligados a prácticas financiarizadas (“disponibilidades”, “créditos”, “bienes de cambio”, etc.) ganaron peso en los activos totales, en detrimento de los “bienes de uso”.

iv- Analizar las distintas formas a través de las cuales se fugan los capitales, en tanto es uno de los usos primordiales que se le da al capital que no es destinado a la inversión productiva.

La hipótesis es que la formación de activos externos (FAE) es la vía más utilizada para fugar capitales, a excepción de los años en los que existen controles cambiarios que la imposibilitan, momento en el que crecen prácticas alternativas de fuga, como los precios de transferencia.

Tras esta breve introducción, la sección I presenta el marco teórico para el análisis de tres aspectos relevantes para la elaboración de esta tesis: los determinantes de la inversión productiva, la financiarización y la dolarización/fuga de capitales. La sección II hace un recorrido por los principales antecedentes de este trabajo, tanto para los países centrales como para los periféricos. La sección III presenta la metodología de investigación, en términos generales y en particular para cada uno de los objetivos específicos trazados en la introducción del trabajo. La sección IV analiza el contexto macroeconómico de la posconvertibilidad con el foco puesto en las variables financieras. La sección V centra el análisis en la dinámica general de la industria manufacturera en la posconvertibilidad, tanto a nivel agregado del sector como en su composición interna, para analizar si existió un cambio estructural. La sección VI analiza la rentabilidad de las empresas que operan en la industria argentina y su tasa de inversión, con el fin de examinar si existe “reticencia inversora” en el sector, y analiza particularmente el comportamiento de las empresas que conforman la “cúpula empresaria”. La sección VII profundiza en los distintos usos que las empresas hacen del excedente, con el foco puesto en las formas que adopta la fuga de capitales. La sección VIII examina la evolución de la composición de los activos de dichas empresas. La tesis culmina con las reflexiones finales.

## I. Marco Teórico

El marco teórico repasa tres grandes aspectos de la literatura. En primer lugar, revisa las principales discusiones en torno a los determinantes de la inversión. En segundo lugar, analiza el concepto de “financiarización” y en particular los efectos que tiene este fenómeno sobre la inversión y la acumulación capitalista, y en tercer lugar examina algunas teorías para explicar el fenómeno de la dolarización y la fuga de capitales, especialmente importante en la Argentina en tanto es uno de los principales usos dados al excedente económico.

### I.1. Los determinantes de la inversión

La teoría neoclásica estándar deriva las decisiones de inversión a partir del nivel de stock de capital óptimo de largo plazo, en base a firmas que maximizan beneficios en un contexto de competencia perfecta, información completa y funciones de producción “bien comportadas” (Hall y Jorgenson, 1967).

Las expectativas en los modelos neoclásicos son *forward looking*. Las ganancias esperadas en general se captan a partir de alguna variante de la Q de Tobin (Brainard y Tobin, 1968). La estructura financiera de las firmas y sus capacidades de financiamiento interno son irrelevantes para determinar la inversión pues los mercados de capitales son perfectamente flexibles, el financiamiento externo está siempre disponible y por lo tanto no hay restricciones de liquidez a la hora de invertir (Modigliani y Miller, 1958).

En relación a la estructura del capital y las fuentes óptimas de financiamiento, tras el trabajo de Modigliani y Miller (1958) han surgido distintas teorías que incorporan las fallas de mercado al análisis. La teoría del *trade off* plantea que las firmas eligen un nivel de endeudamiento óptimo considerando que la toma de deuda tiene beneficios impositivos (deducción del pago de intereses del impuesto a las ganancias), pero que si es utilizada en exceso puede derivar en estrés financiero y eventualmente en la quiebra (Kraus y Litzbenger, 1973). La teoría de la jerarquía financiera (*pecking order theory*) plantea que la existencia de información asimétrica genera una jerarquía en las distintas fuentes de financiamiento. Siempre que sea posible las firmas priorizarán los fondos propios, luego la toma de deuda y por último la emisión de acciones, ya que ésta última repercute en una caída en el valor de la empresa (Myers y Majluf, 1984). La hipótesis de sincronización del mercado (*market timing hypothesis*) plantea que las empresas eligen la fuente de financiamiento de acuerdo a las condiciones del mercado en cada momento,

prefiriendo la emisión de acciones cuando su valor es alto y la deuda cuando es bajo (Baker y Wurgler, 2002).

Por otro lado, desde la visión keynesiana y kaleckiana, se pone el énfasis en la demanda efectiva que afrontarán las firmas, y sus condiciones financieras, como determinantes primarios de la inversión. Keynes (1936, cap. 11) introduce el concepto de “eficiencia marginal del capital”, o lo que es lo mismo el precio de demanda del capital. Éste se define como el valor presente del flujo de beneficios que una firma espera recibir a partir de una inversión marginal, luego de deducir los costos. Dichos costos dependen de si las firmas pueden financiar la inversión con fondos propios o si deben endeudarse, por lo que dependen directamente de sus condiciones financieras. El nivel de inversión “de equilibrio” es aquel en el que el precio de demanda de capital se iguala con el precio de oferta, es decir el valor que la firma debe pagar para realizar la inversión.

La perspectiva nuevo-keynesiana y la postkeynesiana sostienen la importancia de la estructura financiera de las firmas y la disponibilidad de liquidez interna a la hora de determinar la inversión, aunque por distintas razones. En la perspectiva nuevo keynesiana las restricciones de liquidez de las firmas se deben a asimetrías en la información que tienen los oferentes de financiamiento externo y la propia empresa, lo que redundaría en una subvaluación de las oportunidades de inversión en la Q de Tobin.

La visión post-keynesiana, en cambio, tiene un enfoque integral en el que entran en juego las relaciones de poder, los intereses y las instituciones. Estas variables impactan no solo en el costo del financiamiento, sino también en el uso dado al excedente, en un espacio de disputa entre actores con intereses contrapuestos (Stockhammer, 2006). En línea con la visión de Minsky (1992) la principal restricción a la inversión es la capacidad de financiamiento, la cual a su vez está íntimamente ligada con las expectativas de ventas futuras y la disponibilidad de fondeo interno. La disponibilidad de crédito depende de las expectativas del prestamista sobre la capacidad de repago del deudor, la cual depende directamente del flujo futuro de ingresos esperados y su nivel de endeudamiento.

En momentos de aumento de las ventas, las firmas suelen aumentar la inversión productiva por el consecuente aumento de la tasa de ganancia, la mejora en las expectativas y para mantener cierta capacidad instalada ociosa que les permita hacer frente a aumentos repentinos en la demanda sin tener que resignar cuotas de mercado frente a la competencia (Kalecki, 1956; Sawyer, 1989).



La concentración de la producción en pocas empresas puede resultar contraproducente, pues en mercados monopólicos y oligopólicos la amenaza de perder cuotas de mercado frente a la competencia es menor, en tanto no existen empresas que puedan disputar la expansión de dicho mercado (Schorr y Manzanelli, 2013).

En definitiva, la visión estándar resalta la importancia de las expectativas de beneficios futuros (valor bursátil o Q-Tobin), mientras que en la visión keynesiana y postkeynesiana ganan peso las ventas (hipótesis del acelerador), la tasa de interés (costo de financiamiento/costo de oportunidad) y el nivel de endeudamiento y disponibilidad de fondos internos (restricción de liquidez).

## **I.2. La financiarización**

El crecimiento exponencial de las finanzas a partir de la década del setenta introdujo nuevos condimentos a las teorías sobre los determinantes de la inversión en general, y su relación con el sistema financiero en particular. La teoría económica convencional no ha modificado la relación positiva entre el sistema financiero y el desarrollo económico, a partir de la idea neoclásica de que el sistema financiero canaliza el ahorro privado en inversión (Bonnizi, 2013). El enfoque heterodoxo, en cambio, ha realizado un análisis más complejo, en el cual la dinámica del sistema financiero no siempre estimula el desarrollo económico, sino que muchas veces atenta contra él.

El término “financiarización” se acuñó en los noventa (Foster, 2007)<sup>4</sup> y desde entonces se ha interpretado de distintas maneras. Una de las definiciones más aceptadas es la de Epstein (2005:1) quien la define como “la importancia creciente de los mercados financieros, motivos financieros, instituciones financieras y elites financieras en el desenvolvimiento de la economía y sus instituciones de gobierno, tanto a nivel nacional como internacional”.

Si bien el concepto de financiarización se acuñó en los noventa, el proceso de expansión de los mercados de capitales a nivel internacional comenzó mucho antes. Chesnais (2001) señala la abrogación del sistema de Bretton Woods en 1971, que abrió camino al sistema llamado de “tipos de cambio flexibles”, como el punto de partida de una inestabilidad monetaria crónica.

---

<sup>4</sup> Según Foster (2007) el término “financiarización” fue o bien acuñado por Arrighi (1994) en *The Long Twentieth Century* o por Phillips (1994) en *Arrogant Capital* que contiene un capítulo denominado “The Financialization of America”.

En los setenta los rasgos distintivos fueron la internacionalización de los bancos norteamericanos y el inicio del endeudamiento del Tercer Mundo, junto con la aparición de mercados derivados (futuros y opciones) de las monedas y de las tasas de interés. Entre 1980 y 1985 la financiarización se intensificó a partir de la liberalización de los movimientos de capitales y las tasas de interés, la titularización de la deuda pública y el rápido crecimiento de los activos de los fondos de pensión y de los *mutual funds*, que se constituyeron en actores principales del sistema (ídem).

Al mismo tiempo, la deslocalización a la que dio lugar el desarrollo de las Cadenas Globales de Valor incentivó el proceso de financiarización del sector productivo. En los países desarrollados, la tercerización de los eslabones trabajo intensivos redujo la necesidad de inversión de las empresas y aumentó sus ganancias por la reducción de costos, generando nuevos recursos que fueron canalizados al sector financiero (Milberg y Winkler, 2013). Dado que la innovación es motorizada por las nuevas inversiones, la financiarización del sector productivo no solo tiene implicancias negativas sobre la inversión y el empleo si no también en las innovaciones de las firmas y por lo tanto en el aumento de la productividad en el largo plazo (Milberg, 2008).

En esta línea, Arceo (2011) marca la internacionalización de la producción y la recomposición de la tasa de ganancia del gran capital, y la subordinación del capital productivo al financiero como los principales condimentos del nuevo orden global. El aprovechamiento de las ventajas comparativas estáticas asociadas a la explotación de los recursos naturales y/o la existencia de bajos salarios en la periferia le permitieron aumentar la tasa de ganancia al gran capital internacional. Sin embargo, esto no se tradujo en mayores inversiones productivas, sino que el excedente se destinó cada vez más hacia el sector financiero en el marco de una modificación en las estrategias de acumulación del capital productivo (especulación, distribución de dividendos, etc.). La crisis financiera global de 2008, a diferencia de las anteriores, se da en el marco de una tendencia creciente de la tasa de ganancia, pero con una caída de la tasa de inversión, estancamiento de los salarios y un incremento generalizado de la desigualdad.

La problemática de la disociación entre la tasa de ganancia y la de inversión productiva ha sido estudiada tanto a nivel global como en el caso particular de la Argentina y catalogada de distintas maneras: “reticencia inversora”, “preferencia por la liquidez” o “exceso de ahorro” (Cassini, García Zanotti y Schorr, 2019).

La tradición marxista fue una de las primeras en estudiar la problemática de la expansión de las finanzas (capital ficticio) sobre la actividad productiva (capital industrial), en buena medida ligada a la tendencia a la caída de la tasa de ganancia en los centros, el surgimiento de nuevos monopolios y su relación con los bancos en la conformación del capital financiero, en un nexo directo con los fundamentos del imperialismo (Hilferding, 1910). La tesis del capital monopolista reforzó esta idea. En una economía estancada, como la que describen Baran y Sweezy (1966) las formas regulares de absorción del excedente, tales como el consumo y la inversión, se vuelven insuficientes. En ese contexto, el sistema financiero cobra vigor como un canal alternativo de absorción de dichos excedentes (Magdoff y Sweezy, 1987).

Duménil y Levy (2004) marcan el rol de las ganancias financieras en la recomposición de los beneficios de las empresas no financieras, y un efecto desplazamiento en detrimento de la inversión productiva dada su menor tasa de ganancia.

Por su parte, Ashman, Fine y Newman (2011) remarcan la relación entre la lógica financiarizada de acumulación y el neoliberalismo. La expansión de activos especulativos a expensas de la inversión productiva generó una subordinación del capital productivo al capital ficticio, naturalizando la acumulación a partir de la valorización financiera. Las privatizaciones, la liberalización de los mercados y el deterioro de la provisión pública de bienes y servicios fortalecieron el poder de las finanzas en detrimento de las estructuras políticas y sociales de los países periféricos. El nexo entre neoliberalismo y financiarización también es marcado por otras corrientes teóricas como la minskyana.

Minsky (1986) marca la relación directa que existe entre la esfera financiera y la productiva. La Hipótesis de Inestabilidad Financiera postula que en los periodos de tranquilidad económica se incuban las crisis. Mientras la economía crece también lo hace la inversión, en parte financiada con deuda. Cuando el ciclo entra en la fase descendente ciertas firmas deben vender activos para hacer frente a sus compromisos de deuda, lo que genera una caída en sus precios que debilita la hoja de balance de unidades económicas que no tenían problemas y puede derivar en un problema de flujo de caja generalizado, desatando una crisis financiera.

El crecimiento de la inversión financiada con deuda a medida que crece la economía es uno de los puntos clave de la teoría de los ciclos económicos endógenos de Minsky (1986). Pueden limitarse en base a incentivos y regulaciones, pero como marca Palma (1998) el "exceso de préstamos" y el "exceso de deudas" son componentes endógenos de

una economía de libre mercado. Así, la relación entre neoliberalismo y financiarización tiene más que ver con una coincidencia de intereses, que con una planificación explícita (Fine, 2010).

Para la tradición regulacionista la financiarización constituye un régimen de acumulación<sup>5</sup> en el cual el arreglo institucional promueve, entre otros factores, la desregulación de los mercados financieros, flexibilización del mercado de trabajo y mundialización de la producción, lo que genera un predominio del capital financiero y los servicios por sobre el capital productivo (Boyer, 2000). Además, esta corriente marca un cambio cualitativo en la lógica de acumulación a partir de la adopción de la estrategia corporativa de maximizar el valor de las acciones (*“shareholder value”*). La presión de los inversores financieros nacionales y extranjeros empuja a distribuir dividendos e incluso recomprar las propias acciones para inflar su valor, lo que deriva en una visión cortoplacista incompatible con la acumulación de capital. Aglietta y Breton (2001) marcan que la recompra de acciones para incrementar su valor suele financiarse con deuda. Esto aumenta las necesidades de obtener dividendos en el corto plazo para satisfacer las presiones de los accionistas y el pago de la deuda, generando un esquema insostenible.

El enfoque postkeynesiano entiende a la financiarización como una estrategia de acumulación centrada en la valorización financiera en detrimento de la actividad productiva. Esto implica que empresas no financieras se involucren de manera creciente en actividades financieras, y que las familias financien su consumo con deuda, aunque el mismo no crezca. La expansión de las finanzas impacta negativamente sobre la inversión productiva por distintas vías. Orhangazi (2008) marca dos canales fundamentales. En primer lugar, los mayores rendimientos de las inversiones financieras pueden tener un efecto *crowding out* sobre las inversiones productivas. En segundo lugar, los mayores pagos a los mercados financieros pueden reducir la inversión productiva al agotar los fondos internos de las firmas. Ambos canales se caracterizan por tener una visión de corto plazo. Además, la tradición postkeynesiana comparte el diagnóstico regulacionista de que la maximización de valor para los accionistas afecta negativamente la inversión, y las ideas minskyanas de que no hay separación entre la esfera financiera y la real, y que la

---

<sup>5</sup> El régimen de acumulación es definido como el esquema o modelo de crecimiento constituido por un conjunto de regularidades que permiten al capital reproducirse en el tiempo (Boyer, 2007).

estructura financiera de las firmas juega un rol preponderante en la dinámica del ciclo económico.

Ahora bien, el proceso de financiarización no es lineal, y tiene características diferentes en los países desarrollados y en los periféricos, así como especificidades propias de cada país. Las economías periféricas, y en particular las latinoamericanas, tienen mercados financieros basados en bancos y no en mercados de capitales, mercados de trabajo fragmentados, inserción en los eslabones finales y de menor valor agregado de las cadenas globales de valor, dominancia externa sobre el ciclo económico, alta vulnerabilidad a la volatilidad en el precio internacional de las materias primas y mayor correlación entre shocks comerciales y financieros. Por estas condiciones, entre otras, la financiarización se encuentra asociada directamente al sector externo, a diferencia de los países centrales (Abeles, Perez Caldentey y Valdecantos, 2018).

Zeolla (2021) propone una categoría analítica que contribuye a entender los distintos canales de la financiarización y en particular las diferencias entre la financiarización del centro y la periferia. El autor propone una división en dos dimensiones de la financiarización: la nacional y la internacional.

La dimensión nacional engloba los canales relevantes del régimen financiarizado para una economía cerrada, que se pueden dividir, a su vez, en tres niveles de análisis: el macroeconómico, las firmas y los hogares.

La dimensión internacional de la financiarización, por su parte, está en conexión directa con el sector externo y por lo tanto depende del sistema monetario global, los flujos de capitales y sus ciclos, las crisis financieras, el riesgo soberano, etc.

En los países centrales la dimensión nacional resulta la más relevante en el proceso de financiarización, en tanto el mismo responde a un proceso de transformación económico endógeno, en base a la articulación de su sistema productivo, sus actores y un marco institucional que promovió el crecimiento de las finanzas.

En los países periféricos, en cambio, la dimensión internacional de la financiarización resulta la más relevante. La expansión de las finanzas y el cambio en el comportamiento de los agentes viene impuesta, en buena medida, como algo exógeno, aunque esto no significa que la dimensión nacional de la financiarización no sea relevante en ciertos casos.

Esta mayor importancia del sector externo para explicar la financiarización de la periferia dio lugar al concepto de “financiarización subordinada” (Powell, 2013). El

mismo refiere al concepto marxista de imperialismo. Lo distintivo de la financiarización de los países periféricos es su carácter subordinado en tanto es moldeada por la relación imperialista entre estados. La extranjerización de la estructura productiva de la periferia, por ejemplo, genera un flujo constante de plusvalía que fue generada en los países periféricos hacia los países desarrollados.

Otra distinción importante, hecha por Becker et al (2010), es que en los países desarrollados la financiarización se traduce en una variación en el precio de los activos financieros, mientras que en los países periféricos la característica distintiva es el aumento de las tasas de interés, ante la inflación y la necesidad de atraer capitales (o reducir su salida). La jerarquía internacional de monedas obliga a las economías periféricas a adoptar tasas de interés más altas para sostener la demanda en sus monedas. Pero al mismo tiempo esta política incentiva que los agentes nacionales tomen deuda en los mercados internacionales, aumentando la exposición ante saltos cambiarios y aumentando la demanda de divisas para hacer frente al pago de servicios de la deuda (Bortz y Kaltenbrunner, 2017)

Los flujos de capitales y la volatilidad cambiaria tienen un papel central en este sentido. Con el surgimiento de los inversores institucionales y la creciente desregulación financiera a nivel internacional, el saldo de la balanza de pagos y la dinámica del tipo de cambio en el corto y mediano plazo depende más de las elecciones de portafolio de dichos inversores que del saldo de la balanza comercial (Frenkel, 1983; Minsky, 1990). Al ingresar capitales la moneda nacional se aprecia, lo que deteriora la competitividad internacional y daña la capacidad productiva en el mediano plazo. Sin embargo, el cambio en las expectativas puede gatillar frenos repentinos en los flujos de financiamiento externo que generan una crisis cambiaria (Frenkel, 1983 y 2003; Frenkel y Rapetti, 2011). La pro-ciclicidad de los flujos de capitales termina exacerbando la dinámica del ciclo económico haciendo a las economías abiertas financieramente más frágiles (Libman, 2009). Por esta razón la regulación de la cuenta capital y financiera es indispensable para desalentar la lógica de acumulación financiera que es especulativa y cortoplacista, y atenta contra la inversión productiva (Frenkel y Rapetti, 2009).

Sin embargo, la dependencia del financiamiento externo en general ha dado lugar a políticas de corte neoliberal con el supuesto objetivo de abaratar el crédito y atraer inversiones, pero que en los hechos solo han generado más dificultades para llevar

adelante una política de transformación productiva y por lo tanto han profundizado la dependencia (Del Pont et al, 2018).

### **I.3. Dolarización y fuga de capitales**

La dependencia de una moneda extranjera como reserva de valor constituye otro aspecto de la “financiarización subordinada” (Powell, 2013). Este punto es especialmente importante en la Argentina, pues es el país con más dólares por habitante, excluyendo naturalmente a los Estados Unidos (Federal Reserve, 2006).

El dólar no solo cumple la función de reserva de valor, sino también de unidad de cuenta y medio de pago en transacciones de alto monto, como los inmuebles (Gaggero y Nemiña, 2022).

No existe una definición consensuada sobre la fuga de capitales. Distintos trabajos la definen como el mecanismo mediante el cual los residentes en el país, ya sean empresas o personas, remiten de manera lícita o ilícita una porción del excedente generado en la economía nacional por fuera del circuito económico local (Gaggero et al, 2013; Rua y Zeolla, 2018). Esto genera problemas macroeconómicos dado que agrava la restricción externa e impacta negativamente en la inversión interna, pues una porción del ahorro domestico es volcado a plazas financieras extranjeras en lugar de financiar la inversión productiva local, y luego retorna en forma de deuda externa (Basualdo y Kulfas, 2002).

En cuanto a su medición en la Argentina existen distintas metodologías de estimación, tales como el método residual de la balanza de pagos, el método directo a partir de la posición de inversión internacional que publica el INDEC y la formación de activos externos (FAE) que publica el BCRA. Esta última es probablemente la metodología más utilizada y difundida, sin embargo, la utilización de la FAE como sinónimo de fuga de capitales no es del todo precisa, al menos bajo la definición dada previamente. La FAE surge del registro de compra y venta de moneda extranjera en el mercado cambiario, independientemente de si los dólares comprados son remitidos a una cuenta en el exterior o quedan en el circuito doméstico. Es decir que la FAE es más precisamente “dolarización”, y bajo la definición previa no sería fuga en tanto no sean retirados del banco o remitidos al exterior.

Ahora bien, en un país con restricción externa la dolarización es un problema macroeconómico aunque esos dólares queden inicialmente en el sistema financiero doméstico (e incluso a partir de los encajes formen parte de las reservas del banco central).

Para evitar la imprecisión en la que caen los trabajos que consideran que hay fuga solo si el excedente es remitido al exterior y utilizan a la FAE como método de estimación, utilizaremos una definición alternativa de fuga de capitales. Bajo nuestra definición la fuga de capitales ocurre cuando los agentes que operan en la economía argentina dolarizan el excedente, o lo extraen del sistema financiero doméstico (ya sea a una cuenta en el exterior, a una caja de seguridad, a través de mecanismos de precios de transferencia, etc.).

Los precios de transferencia, por su parte, suelen ser definidos como los precios a los que se realizan transacciones (de bienes y servicios, financieras, relacionadas al uso de intangibles, etc.) entre empresas vinculadas con el fin de modificar los balances contables y así desviar utilidades hacia “guaridas fiscales”, jurisdicciones con bajas o nulas tasas impositivas y alto nivel de opacidad (Grondona, 2014).

La manipulación de los precios de transferencia impacta en la recaudación de distintos impuestos (ganancias, IVA, tarifas aduaneras, etc.) pero también es utilizada como mecanismo para la fuga de capitales (idem). Los medios para eludir impuestos y fugar capitales a través de precios de transferencia son múltiples. Grondona y Burgos (2015) destacan los siguientes: i) subfacturación de exportaciones, sobrefacturación de importaciones, triangulaciones, ii) prestación de servicios de comercialización y/o logística desde el exterior, iii) servicios empresariales intra-grupo, iv) préstamos con intereses excesivos entre empresas vinculadas, v) registro de propiedad de intangibles en guaridas fiscales, vi) reestructuración de negocios y prestación de servicios de manufactura y distribución bajo contrato y vii) realización de las ventas desde el exterior.

La subfacturación de exportaciones y la sobrefacturación de importaciones, que es el mecanismo que analizaremos en la tesis, implica la utilización de entidades localizadas en guaridas fiscales como intermediarias de sus operaciones de comercio exterior. Por ejemplo, en el caso de la subfacturación de exportaciones la entidad localizada en la guarida fiscal realiza la factura al destino final a un precio superior. Así la ganancia queda registrada en la jurisdicción que opera como guarida fiscal, aunque la mercadería vaya directamente al destino final.

Existen distintas teorías que buscan explicar el fenómeno de la dolarización en la Argentina (Gaggero y Nemiña, 2022). En un extremo se ubica la explicación “economicista”, que basada en la teoría neoclásica concibe a los individuos como agentes racionales atomizados que optimizan una función de comportamiento en un escenario de



información completa. La dolarización sería la respuesta óptima racional del *homo economicus* para contar con una unidad de cuenta, medio de pago y reserva de valor estable, ante la existencia de inflación persistente que aumenta la incertidumbre sobre la evolución de los precios y el tipo de cambio (Rennhack y Nozaki, 2006; Ize y Levy Yeyati, 2003).

En el otro extremo se encuentra la explicación que Gaggero y Nemiña (2022) llaman “determinismo cultural”, la cual plantea que los argentinos tienen una obsesión por el dólar que no se explica por su búsqueda de maximizar beneficios, sino a la desconfianza estructural que poseen sobre la moneda nacional. Zaiat (2012) marca la existencia de un trastorno obsesivo compulsivo de los argentinos con el dólar y Lanata (2004) resalta la preferencia arraigada de las elites y la clase media de lo extranjero por sobre lo nacional, al asociar esto último (y en particular) su moneda con lo inestable e impredecible. Para argumentar su posición los culturalistas en general recurren a ejemplos en los que ahorrar en dólares no era la opción más rentable, y sin embargo fue la opción más utilizada.

En un punto intermedio, podemos ubicar el concepto de “racionalidad intencional” de Jens Beckert, el cual toma algo de cada una de las teorías antes mencionadas, pero a la vez se diferencia claramente de ambas (Beckert, 1996).

Este autor considera que los agentes efectivamente buscan optimizar una función de comportamiento, pero se desmarca claramente de la teoría económica tradicional. El primer punto en el que discrepa es la existencia de información completa. La existencia de incertidumbre es un factor clave en la teoría sociológica de la acción económica de este autor, pues impone un límite a la posibilidad de reconocer claramente fines y medios para alcanzarlos y mucho más a la posibilidad de calcular el beneficio asociado a cada curso de acción.

La existencia de incertidumbre quita potencia al modelo de acción racional para explicar las decisiones económicas y resalta la importancia de acudir a otras ciencias sociales, como la sociología, en las que la conformación de expectativas se da a partir de un fenómeno intersubjetivo, es decir social, en el que confluyen diversos factores tales como las relaciones de poder, los marcos institucionales, las redes, etc. (Gaggero y Nemiña, 2022).

Ante estas limitaciones Beckert introduce el concepto de “racionalidad intencional”, propio de la acción económica en contextos de incertidumbre. Si bien los

agentes económicos procuran maximizar su beneficio, al no poder identificar claramente los medios y los fines, ni calcular los beneficios de cada estrategia, se apoyan en dispositivos sociales para actuar de manera “óptima”. Se trata, entonces, de una acción con intenciones de racionalidad, pero limitada por la incertidumbre y los condicionantes del entorno.

Los dispositivos sociales en los que se apoyan los actores incluyen la rutina y todo tipo de representaciones sociales tales como narraciones, historias, teorías, etc. que condicionan y moldean la acción individual, dado el carácter incierto del futuro. Beckert llama a estos dispositivos “expectativas ficcionales”.

Con respecto a la dolarización en la Argentina el concepto de racionalidad intencional de Beckert aporta a entender por qué el proceso continúa en momentos en los que no es la alternativa más rentable. Dada la historia de la economía argentina se construye la expectativa ficcional de que el dólar es el mejor instrumento de ahorro en el mediano y largo plazo, pues el país en algún momento devaluará su moneda<sup>6</sup>.

## **II. Antecedentes**

Pese a las diferencias en el proceso de financiarización en los países centrales y periféricos, la literatura inicial y la mayoría de los estudios empíricos sobre el tema se ha enfocado en los primeros (Allami y Cibils, 2017). En parte resulta algo lógico pues el origen de este fenómeno se encuentra en los países centrales, como necesidad de reconfigurar el modo de acumulación fordista, e incluso en la actualidad la financiarización de los países periféricos es considerablemente menor que en los países desarrollados (Zeolla, 2021). Hacia fines de la década de 2010 el valor agregado financiero representaba un 13% del valor agregado total en los países de América Latina, frente a un 31% en los países desarrollados. Lo mismo ocurre con el empleo en el sector. Si bien presenta una tendencia creciente el empleo en el sector financiero explicaba en 2010 un 10% del empleo total en América Latina, frente a un 16% en los países

---

<sup>6</sup> La segunda mitad de los años setenta supuso un punto de inflexión en la relación de los argentinos con el dólar. La alta inflación y las devaluaciones de la última dictadura militar castigaron a quienes ahorraron en pesos y comenzaron a sedimentar un pensamiento de que el que apuesta al dólar nunca pierde en el mediano plazo. La hiperinflación de fines de los ochenta y la traumática crisis de la convertibilidad con corralito y pesificación forzosa incluida, y ya en la posconvertibilidad la apreciación del tipo de cambio real, los controles cambiarios y la aparición de cotizaciones paralelas y las crisis cambiarias recientes (2018 y 2019) consolidaron estas creencias.

desarrollados. Respecto de la relevancia del mercado de capitales la diferencia es aún mayor. En 2018, la compra-venta de acciones en los países latinoamericanos representó el 21% del PBI, mientras que en los países desarrollados ese ratio superó el 120% (idem).

A modo de ordenar los antecedentes de la literatura empírica sobre financiarización seguiremos el esquema propuesto por Zeolla (2021), en particular la diferenciación entre la dimensión nacional e internacional, primero marcando los antecedentes de estudios para los países centrales y luego para los periféricos.

En los países centrales, la dimensión internacional de la financiarización está relativamente menos estudiada, en buena medida porque el proceso de financiarización surge como una necesidad endógena de estas economías. De hecho, los determinantes de los flujos internacionales de capital suelen centrarse en características domésticas de los países centrales, aunque hay ciertos trabajos que consideran interrelaciones entre los países desarrollados. Borio y Disyatat (2010) investigan el circuito de reciclaje de la liquidez global y su rol en el estallido de la crisis financiera internacional. Bruno y Shin (2014) analizan la transmisión de los ciclos de apalancamiento entre países a partir de flujos bancarios y Beirne y Fratzche (2013) ponen el foco en los canales y la magnitud del contagio del riesgo soberano entre países durante la crisis del euro en 2010.

La mayoría de los trabajos sobre los países centrales, en cambio, se encuentra dentro de la dimensión nacional de la financiarización. A grandes rasgos dentro de este tipo de estudios podemos dividir los que analizan agregados macroeconómicos, los que ponen el foco en las firmas y los que se centran en los hogares.

Dentro del primer grupo, a partir del uso de información de cuentas nacionales distintos trabajos registran un peso creciente del empleo y el valor agregado del sector finanzas y seguros sobre el empleo y el valor agregado total, un mayor volumen y velocidad de la circulación de los activos financieros en términos del PBI, etc. (Epstein, 2001; Crotty, 2003; Lapavitsas, 2011).

En el segundo grupo están aquellos que se enfocan en las firmas. Aquí predominan los trabajos que analizan el impacto de la financiarización sobre la inversión productiva y testean las hipótesis de la escuela regulacionista y postkeynesiana en base a microdatos contables y tributarios.

En relación a los canales que marcó Orhangazi (2008) a partir de los cuales el crecimiento del sector financiero afecta negativamente a la inversión productiva, distintos estudios corroboraron el efecto *crowding out* que tienen los mayores rendimientos de las

inversiones financieras sobre las productivas, el primer canal que marcó el autor. Binswanger (1999) identificó el peso creciente de la inversión financiera en relación a la productiva de las empresas no financieras en Estados Unidos. Crotty (2005) corroboró un proceso similar, en el que las empresas no financieras aumentaron sus inversiones financieras y crearon o compraron subsidiarias financieras. Este comportamiento sería la respuesta a la baja tasa de ganancia del sector real y los altos costos de los fondos externos que rigieron durante buena parte de los años ochenta y noventa. Stockhammer (2004) utiliza información agregada de las firmas no financieras de Estados Unidos, Reino Unido y Francia entre 1960 y 1990 y encuentra un efecto negativo de las ganancias financieras sobre la inversión productiva. Tori y Onaran (2018) llegan a una conclusión similar utilizando un panel de empresas no financieras del Reino Unido para el periodo 1985-2013.

Con todo, algunos trabajos (Rabinovich, 2019; Pérez Artica y Rabinovich, 2020) han alertado que la relación entre rentabilidad financiera e inversión productiva es difícil de identificar pues la rentabilidad financiera “neta”, es decir la diferencia entre ingresos y egresos financieros de las firmas, suele ser negativa. Rabinovich (2019) marca que el ingreso financiero de las empresas no financieras estadounidenses es de apenas el 2,5% en promedio desde 1980 e incluso cayó desde 2005. La acumulación de activos financieros responde en buena medida a fusiones y adquisiciones y a la acumulación de activos intangibles que se contabilizan como financieros, pero que no necesariamente lo son. Dentro de los activos financieros solo “efectivo e inversiones a corto plazo” creció desde inicios de los noventa.

En relación al segundo canal marcado por Orhangazi (2008), la literatura reconoce distintas vías a través de las cuales aumentan las transferencias de los beneficios de las empresas no financieras al sector financiero, agotando los recursos internos de las firmas. Lazonick y O’Sullivan (2000) ponen el foco en el pago de dividendos, pago de intereses y recompras de acciones como los principales mecanismos a través de los cuales el sector no financiero transfiere ingresos al sector financiero. Krippner (2005) utiliza información tributaria de las empresas no financieras en Estados Unidos entre 1950 y 2001 y encuentra que el pago de intereses y dividendos se incrementó del 8% al 40% del flujo de caja entre estos años, afectando negativamente a la acumulación. Crotty (2003) y Grullon y Michaely (2002) confirman esta relación negativa a partir de análisis econométricos que

corroboran que el pago de intereses, dividendos y acciones afectan negativamente a la inversión productiva.

Auvray y Rabinovich (2017) testean la correlación negativa entre pago de dividendos y acumulación de capital en las empresas no financieras de los Estados Unidos entre 1995 y 2011, controlando por el hecho de que las firmas realicen actividades off-shore. Esta variable resulta significativa, especialmente para las firmas de mayor tamaño, lo que sugiere que el proceso de globalización bajo la forma de cadenas globales de valor acrecienta la financiarización de las empresas no financieras. A partir de un estudio sobre las empresas no financieras de los Estados Unidos entre 1971 y 2010 Davis (2017) concluye que la estrategia de maximización del valor para los accionistas está más presente en las firmas de mayor tamaño.

Finalmente, dentro de la dimensión nacional de la financiarización existen trabajos que ponen el foco en los hogares, y el impacto negativo que la misma tiene sobre el empleo y la distribución. Barba y Pivetti (2009) marcan que entre 1995 y 2005 la creciente desigualdad en la distribución del ingreso fue compensada con un aumento del endeudamiento de los hogares, en un proceso de crecimiento tirado por la deuda. Onaran (2011) apoya ese argumento y lo marca como uno de los factores que desataron la crisis financiera internacional de 2008. Guttmann y Plihon (2010) corroboran que una proporción creciente del consumo fue financiada por cambios en la valuación de los activos financieros y el crédito.

Como marcamos anteriormente, la literatura sobre la financiarización en países periféricos está menos desarrollada. A grandes rasgos podemos dividir los trabajos sobre financiarización de los países periféricos en tres grandes categorías: un primer grupo con temática heterogénea, pero en general enfocada en aspectos macroeconómicos y más ligada a la dimensión internacional; un segundo grupo que busca replicar categorías de la dimensión nacional de la financiarización de los países centrales a los periféricos a partir de bases agregadas, y otros que buscan hacer lo propio con bases desagregadas a nivel de firmas.

Dentro del primer grupo, la escuela regulacionista fue la primera en distinguir las especificidades de la financiarización en los países periféricos (Bonnizi, 2013). El ingreso de capitales es de particular importancia, pues la inflación y la necesidad de atraer capitales (o evitar que se vayan) indujeron frecuentemente la adopción de altas tasas de interés (Becker et al, 2010).

Allami y Cibils (2017) resaltan tres canales a través de los cuales la financiarización afecta a los países periféricos: la capacidad de endeudamiento, la acumulación de reservas internacionales y el mercado de commodities. En primer lugar, la financiarización limita la capacidad de endeudamiento de los países periféricos pues los inversores premian o castigan a los países por sus decisiones de política a través de la disponibilidad y el costo de financiamiento. Segundo, la volatilidad de los flujos de capitales obliga a los países periféricos a acumular reservas para protegerse frente a fugas repentinas y garantizar la estabilidad cambiaria, lo que tiene un costo de oportunidad alto en tanto esas divisas no pueden ser utilizadas para incentivar la actividad productiva. En tercer lugar, la financiarización tendió a generar un proceso de desindustrialización en la periferia y aumentar la dependencia de las exportaciones primarias, pero al mismo tiempo aumentó la volatilidad del precio de dichas exportaciones por la “financiarización de los commodities” (mercado de futuros, derivados, etc.) que daña el nexo entre el precio y la economía real al agregar un factor especulativo en su determinación.

Tovar García (2007, 2012) analiza el impacto del desarrollo del sector financiero sobre el crecimiento en los países de América Latina y la OCDE y encuentra un efecto negativo. Por su parte Araujo *et al* (2012) marcan los límites que los mercados financieros ponen sobre la capacidad de llevar adelante una política industrial eficiente en Brasil, generando una tendencia a la “reprimarización” de la economía.

Astarita (2010) marca las recurrentes restricciones de la balanza de pagos y las crisis cambiarias crónicas de la Argentina como una fuente de incertidumbre y perturbación de los precios relativos que desalienta la inversión productiva, aun en fases de crecimiento y plena utilización de los recursos, lo que refuerza el atraso tecnológico del país y los desequilibrios estructurales entre los sectores productores de bienes transables y no transables.

En la Argentina la problemática de la fuga de capitales es especialmente relevante, lo que derivó en numerosos trabajos.

Los estudios del CEFID-AR utilizaron una mirada amplia del concepto de fuga de capitales y una perspectiva histórica para analizar la dinámica de la fuga y el stock de activos externos en el exterior (Gaggero, Casparrino y Libman, 2007; Gaggero, Kupelian y Zelada, 2010; Gaggero, Rua y Gaggero, 2013). Para el año 2012 el stock de activos en el exterior de residentes argentinos se ubicaba entre los 373.000 y los 440.000 millones de dólares corrientes, según distintas estimaciones (Gaggero, Rua y Gaggero, 2015).

Existe una estrecha relación entre la desregulación cambiaria, la deuda y la fuga, con perjudiciales impactos macroeconómicos (Gaggero, Rua y Gaggero, 2015b; Rua y Zeolla, 2018).

Más allá de que en el caso de la fuga de capitales en la Argentina los resultados son contundentes, y si bien la utilización de información agregada sobre cuentas nacionales es la metodología más utilizada para los estudios sobre la financiarización en los países periféricos, los resultados de los mismos no son concluyentes (Krippner, 2005; Leiva y Malinowitz, 2007; Karwowsky y Stockhammer, 2016).

Dentro del segundo grupo de trabajos encontramos aquellos que buscan replicar categorías de la dimensión nacional en los países periféricos, en base a información agregada. La visión postkeynesiana pone el foco en el aumento de la ganancia financiera como el proceso clave de la financiarización en los mercados emergentes (Demir, 2007). Esto tiene impactos negativos sobre el sistema económico (Epstein, 2005), en la distribución del ingreso y la demanda (Onaran et al, 2010; Hein, 2013) y particularmente en la inversión (Stockhammer, 2004, 2006; Orhangazi, 2008; Dallery, 2009). El impacto sobre esta última no es solo cuantitativo, sino también cualitativo, pues afecta su estructura. El crecimiento de sectores relacionados a la explotación de recursos naturales, construcción, finanzas y real estate, ha derivado en una prematura desindustrialización (Bortz, 2016; Bortz y Kaltenbrunner, 2017).

Madeiros y Trebat (2018) marcan que las empresas transnacionales utilizan dos estrategias clave para evadir impuestos: los precios de transferencia y el financiamiento mediante deuda, a partir de la creación de entidades legales ficticias en centros financieros offshore. Los mecanismos financieros para dirigir parte de los excedentes productivos para valorizarlos en el exterior se han perfeccionado (Basualdo y Kulfas, 2002; Gaggero, Rua y Gaggero, 2013b). Dada la profunda extranjerización de las economías periféricas en general y Argentina en particular (Gaggero, Schorr y Wainer, 2014) este canal debe ser especialmente analizado en estos países.

En la Argentina, Allami y Cibils (2009) estudian las transformaciones en el financiamiento en los mercados de deuda y el crecimiento de las ganancias del sector financiero *vis a vis* las de las empresas no financieras cotizantes en bolsa durante la primera década de la posconvertibilidad en la Argentina y concluyen que ha habido un marcado proceso de financiarización, mucho más evidente al analizar la dinámica de acumulación de las empresas que al analizar agregados macroeconómicos ligados a la

actividad, como el peso del empleo y el valor agregado financiero en relación al empleo y el PIB total.

Cassini, García Zanotti y Schorr (2019) estudian el comportamiento de las empresas que operan en una serie de sectores primarios durante el periodo 2003-2015. El excedente generado por estos sectores creció mucho más que la inversión productiva, de lo cual se deduce que incluso en un contexto favorable, los sectores vinculados a los recursos naturales siguieron estrategias de acumulación financiarizadas que priorizan la preferencia por la liquidez y la fuga de capitales, generando “reticencia inversora”. El trabajo de Cassini, García Zanotti y Schorr (2019) resulta un antecedente primordial para la elaboración de esta tesis. El concepto de “reticencia inversora” y la metodología aquí utilizada replican en buena medida la de aquel trabajo (ver sección “Metodología de investigación”).

Algunos trabajos (Cassini, 2015; Manzanelli, 2015; Schorr y Wainer, 2020) asocian la diferencia entre la tasa de rentabilidad y la tasa de inversión con la concentración y centralización del capital. La “reticencia inversora” es especialmente importante en las firmas de mayor tamaño. Éstas suelen funcionar con capacidad instalada ociosa, por lo que pueden responder a los incrementos en la demanda sin necesidad de realizar nuevas inversiones. Además, la madurez tecno-productiva de los capitales concentrados y la estructura oligopólica de los mercados en los que operan les permite mantener una posición competitiva con tasas de inversión relativamente bajas (Schorr y Wainer, 2020). Cuando las firmas de mayor tamaño son extranjeras este comportamiento se refuerza pues suelen asignar sus recursos a la remisión de utilidades al exterior, el pago de honorarios y regalías y la fuga de capitales (Azpiazu, Manzanelli y Schorr, 2011).

El comportamiento financiarizado de la cúpula empresaria además de acompañar las tendencias de la actual fase de financiarización de la economía mundial, está relacionado con la posición marginal que ocupa el país en las cadenas globales de valor (más allá de los sectores que cuentan con ventajas comparativas naturales), los altos grados de oligopolización existentes, la relativa estrechez del mercado interno y la histórica fragilidad de su sector externo.

Utilizando los datos de AFIP, Cassini (2015) observó que de los 20 sectores industriales de mayor margen de utilidad en el periodo 2003-2012 los siete primeros están



conformados por ramas de alta concentración<sup>7</sup>. En general se trata de industrias básicas que procesan materias primas para obtener insumos. Esto se explica, en parte, por la capacidad de fijación de precios de los sectores oligopólicos. Entre 2001 y 2003 las ramas de alta concentración aumentaron sus precios un 8,4% por encima del promedio industrial, mientras que las de media y escasa concentración lo hicieron un 10,1% y 12,9% por debajo de la media, respectivamente. Dichos guarismos no varían sustancialmente al analizar el periodo 2001-2014 (Manzanelli, 2011). Asimismo, al analizar los sectores industriales de menor reinversión de utilidades, los catorce primeros están conformados por ramas de alta concentración.

El tercer grupo de trabajos sobre la financiarización en la periferia lo componen aquellos que buscan replicar categorías de la dimensión nacional en base a información desagregada a nivel de firmas, en general en base a sus balances contables. Esta metodología es más reciente y las evidencias a favor de la financiarización son más claras, producto de una participación creciente de las empresas no financieras en actividades financieras.

Demir (2009) utiliza información de los balances de empresas no financieras de América Latina y Turquía y encuentra un efecto negativo de los ingresos financieros y las posiciones líquidas sobre la inversión productiva. Tellabasi y Kaya (2013) corroboran el impacto negativo de la inversión financiera sobre la inversión productiva para el caso de Turquía.

Powell (2013) utiliza información contable de empresas mexicanas que cotizaron en la bolsa entre 1989 y 2013 y encuentra un desplazamiento del financiamiento vía bancaria hacia la emisión de deuda corporativa en el mercado de capitales, lo que alentó la especulación financiera.

Torija Zane y Gottschalk (2018) utilizan información contable para empresas latinoamericanas no financieras y a partir del estudio de variables como la inversión productiva, distribución de dividendos, endeudamiento y tenencia de activos financieros encuentran un proceso de financiarización, que adjudican a lo lógica administrativa basada en la “creación de valor para el accionista”.

---

<sup>7</sup> La clasificación de las ramas se basa en Azpiazu (2011), quien utiliza información del Censo Nacional Económico 2004-2005 (CNE). Las ramas de alta concentración son aquellas en las que los ocho mayores locales generan más del 50% del valor bruto de la producción; las de media concentración son aquellas en las que los ocho mayores locales explican entre el 25% y el 50% del valor bruto de la producción; y las ramas de escasa concentración son aquellas en las que los ocho mayores locales explican menos del 25% del valor bruto de la producción de la rama.

García Zanotti (2020) estudia un grupo de grandes empresas multinacionales no financieras de la Argentina y Brasil en el periodo 2000-2017 en los sectores aceitero, petrolero y la industria manufacturera. Si bien la Argentina logró desarticular el modelo de valorización financiera durante buena parte de los dos mil, en ambos países encuentra estrategias de acumulación financiarizadas. Tanto en la Argentina como en Brasil encuentra un impacto negativo de la fuga de capitales y la inversión financiera sobre la inversión. En la Argentina las empresas más fugadoras resultaron las aceiteras, seguidas por las firmas industriales y por ultimo las petroleras, aunque con un comportamiento heterogéneo a lo largo del periodo analizado. En Brasil no encuentra un patrón sectorial marcado, sino que las firmas fugadoras de capitales se encuentran distribuidas en todos los sectores y con un comportamiento más homogéneo a lo largo del periodo analizado.

Zeolla (2021) analiza las empresas financieras de ocho países latinoamericanos entre 2003 y 2015 y observa una disociación entre los resultados operativos y la inversión productiva. Los países financieramente más integrados y con un mercado de capitales más desarrollado son los que distribuyen proporcionalmente mayores dividendos y acumulan más activos financieros en relación a sus activos totales. Si bien el impacto negativo de estas variables sobre la inversión productiva no resulta significativo para el conjunto de empresas, sí influye negativamente en las firmas de mayor tamaño.

Pese a estos avances la literatura sobre la financiarización en América Latina en general, y para la Argentina en particular sigue subdesarrollada. En particular para aquellos estudios que utilizan balances contables de las firmas, ya sea de forma agregada o desagregada. Quienes estudian el proceso de la financiarización en base a información de firmas reconocen la necesidad de llevar adelante trabajos que puedan dar cuenta de las especificidades de la financiarización en esta región. (Orhangazi, 2008a; Tori y Onaran, 2018; entre otros).

El presente trabajo procura ser un aporte en este sentido. La base de datos de la Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP) contenida en la sección “Ganancias de Sociedades” resume las declaraciones juradas presentadas por las sociedades comerciales registradas en el país, por lo que permite hacer un análisis a nivel sectorial en base a información contable de las firmas. De esta manera podemos estimar la “reticencia inversora” (disociación sostenida en el tiempo entre la tasa de rentabilidad y la de inversión), la evolución de la inversión productiva y la financiera y la composición

de los activos, entre otras variables de interés<sup>8</sup>. Esta base de datos es poco utilizada, especialmente para el estudio de la financiarización. Solo existe el antecedente de Cassini, García Zanotti y Schorr (2019), quienes estudiaron una serie de sectores primarios. No hay estudios que hayan utilizado esta base de información y esta metodología para dar cuenta de las especificidades del proceso de financiarización del capital industrial que opera en la Argentina. Analizar los usos dados al excedente y en particular las distintas formas que adopta la salida de capitales es otro aporte original de la tesis. En particular, la estimación de los precios de transferencia como un elemento central de la fuga de capitales, y por extensión del proceso de financiarización, es un elemento novedoso.

### **III. Metodología de investigación**

El tipo de estudio a realizar es descriptivo, con una estrategia metodológica primordialmente cuantitativa. Las técnicas utilizadas han sido utilizadas en el trabajo previamente citado de Cassini, García Zanotti y Schorr (2019). A continuación, se detalla la metodología que se utilizará para alcanzar los objetivos específicos planteados en la introducción.

i, ii, iii. La estimación de la “retención inversora”, la evolución de la inversión productiva y la financiera y la composición de los activos de las empresas vinculadas a la industria manufacturera se hará a partir de la base de datos de la Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP). La información tributaria utilizada está contenida en los Anuarios Estadísticos de la AFIP, en la sección “Ganancias de Sociedades” que resume las declaraciones juradas presentadas por las sociedades comerciales, por lo que comprende exclusivamente a la economía registrada. La información es publicada con una desagregación sectorial de 3 dígitos de la CIIU<sup>9</sup>. Para la construcción de las ramas de la industria manufacturera es posible agregar las distintas actividades económicas.

Muchos de los conceptos contables son reportados por la AFIP distinguiendo entre casos con importes positivos y negativos, los cuales deberán ser restados para obtener el importe neto correspondiente a las siguientes variables (entre comillas se destacan los términos utilizados por la AFIP):

---

<sup>8</sup> Para las cuestiones metodológicas ver sección “Metodología de investigación”.

<sup>9</sup> Hasta 2012 se utiliza la CIIU Revisión 3, y en los años posteriores la Revisión 4. Las ramas fueron compatibilizadas a partir de las tablas de correspondencia proporcionadas por Naciones Unidas.

- Resultado contable: suma de los importes de “resultado contable utilidad” menos suma de los importes de “resultado contable quebranto” de las empresas del sector.

- Resultado financiero: suma de los importes de “resultado por venta de acciones utilidad”, “resultado por inversiones permanentes utilidad” y “resultados financieros utilidad” menos la suma de los importes de “resultado por venta de acciones pérdida”, “resultado por inversiones permanentes quebranto” y “resultados financieros quebranto” de las empresas del sector.

- Resultado operativo: suma de resultado contable, “impuesto a las ganancias” y “resultados extraordinarios quebranto” menos la suma de “resultado financiero” y “resultados extraordinarios utilidad” de las empresas del sector.

- Patrimonio neto: suma de los importes de “patrimonio neto al cierre del ejercicio positivo” menos suma de los importes de “patrimonio neto al cierre del ejercicio negativo” de las empresas del sector.

- Inversión productiva: variable proxy calculada a partir de los bienes de uso (incremento interanual de la suma de los importes de “activo bienes de uso” de un sector).

- Activos financieros: suma de los importes de “activo inversiones” y “activo disponibilidades” de las empresas del sector.

- Inversión financiera: variable proxy calculada a partir de los activos financieros (incremento interanual de los activos financieros de un sector).

La tasa de ganancia de la industria es calculada como el ratio entre los resultados operativos y el patrimonio neto, y la tasa de inversión es calculada como el ratio entre la inversión productiva y el patrimonio neto. La “reticencia inversora” surge de la diferencia entre la tasa de ganancia y la tasa de inversión, por lo que es medida en puntos porcentuales (p.p)<sup>10</sup>.

El análisis de la composición de los activos se hará en base a la clasificación que hace la AFIP: disponibilidades, créditos, bienes de cambio, inversiones, bienes de uso e intangibles.

---

<sup>10</sup> En definitiva, la “reticencia inversora” es una variable que tiene una forma concreta de medirse. Sería más preciso llamarla “reticencia a la inversión productiva” pues la variable hace referencia concretamente a la inversión productiva. Es importante marcar que cierta diferencia entre la tasa de ganancia y la tasa de inversión productiva es parte del normal comportamiento de las firmas para mantener un cierto stock de ahorro, distribuir dividendos periódicamente, etc. Por eso el hecho de que exista “reticencia inversora” no es suficiente para afirmar que efectivamente el capitalista es reticente a invertir de manera productiva. Ahora bien, cuando el valor de dicha variable es alto de manera sostenida en el tiempo es un indicio de que el capitalista tiene reservas a la hora de invertir de manera productiva y está priorizando dar otros usos al excedente generado.

iv- Para estimar la fuga de capitales se pondrá especial atención en la compra de activos externos, la remisión de utilidades y dividendos, y el establecimiento de precios de transferencia.

Los datos correspondientes al giro al exterior de utilidades y dividendos y la Formación de Activos Externos (FAE) serán obtenidos del Balance Cambiario del BCRA, a partir del registro de la compra y venta de moneda extranjera en el mercado cambiario.

Los precios de transferencia se estimarán siguiendo la metodología “country-partner” propuesta por Grondona y Burgos (2015), utilizando la base de datos de COMTRADE. Para cada producto exportado por Argentina la subfacturación de exportaciones se estima restando al valor FOB declarado por Argentina, el valor CIF declarado por el país importador, luego de corregirlo multiplicando por 0,9 para salvar la diferencia entre los valores FOB y CIF<sup>11</sup>, con periodicidad anual. En términos formales:

$$Sub. X_{Arg} = X_{Arg}^{FOB} - M_{mundo}^{CIF} * 0,9$$

Donde  $Sub. X_{Arg}$  refiere a la subfacturación de exportaciones de la Argentina,  $X_{Arg}^{FOB}$  hace referencia a las exportaciones argentinas a valor FOB y  $M_{mundo}^{CIF}$  representa las importaciones del resto del mundo provenientes desde la Argentina, a valor CIF.

Análogamente, la sobrefacturación de importaciones, se estima restando al valor FOB declarado por el país exportador, el valor CIF declarado por la Argentina y descartando los valores positivos. Formalmente:

$$Sob. M_{Arg} = X_{mundo}^{FOB} - M_{Arg}^{CIF} * 0,9$$

Donde  $Sob. M_{Arg}$  refiere a la sobrefacturación de importaciones de la Argentina,  $X_{mundo}^{FOB}$  hace referencia a las exportaciones declaradas desde el resto del mundo hacia la

---

<sup>11</sup> El precio CIF incluye los costos de fletes y seguros hasta el puerto de destino, mientras que el precio FOB los excluye. Se trata de una estimación conservadora (que subestima la fuga vía precios de transferencia) porque la diferencia entre los valores FOB y CIF suele ser menor que 10%. Basualdo y Kulfas (2002) utilizan un factor de conversión entre valores FOB y CIF del 5%, aduciendo que “es el coeficiente estándar que se utiliza en la actualidad para efectuar dicha conversión” (pag. 92). Burgos (2012) calcula una diferencia entre los precios FOB y CIF de entre 5% y 8% para las importaciones argentinas desde China en el periodo 2001-2010, consistente con los datos de Ferrantino y Wang (2008).

Argentina a valor FOB y  $M_{Arg}^{CIF}$  son las importaciones declaradas de la Argentina a valor CIF.

Para obtener los valores de cada rama de la industria, se agregarán los montos obtenidos para cada uno de sus productos exportados utilizando las tablas de correspondencia proporcionadas por Naciones Unidas. Es posible que esta metodología arroje valores positivos como indicadores de fuga debido a la corrección utilizada para salvar la diferencia entre los valores FOB y CIF. Dichos valores serán descartados, conservando únicamente los valores negativos.

La estimación realizada con esta metodología debe ser analizada con reparos, pues tiene ciertas limitaciones y las diferencias entre los valores declarados por los distintos países se puede deber a factores distintos a los precios de transferencia. En primer lugar, puede haber diferencias en la clasificación de las distintas mercancías entre el país exportador y el importador. Segundo, puede ocurrir que la mercancía salga del país exportador en un periodo y llegue al país importador en el siguiente, lo que generaría una subestimación de los precios de transferencia en el periodo en el cual se exporta y una sobrestimación en el siguiente. Este factor pierde peso cuanto más extensa es la unidad temporal de análisis (mes, semestre, año, etc.). Tercero, no hay forma de distinguir si la diferencia entre los valores declarado se debe a una subfacturación de exportaciones del país exportador, una sobrefacturación de importaciones del país importador, o ambas. Tampoco es posible distinguir la transacción puntual en la que se realizó el precio de transferencia, las empresas vinculadas, etc. Finalmente, los mecanismos de precios de transferencia que no están asociados directamente a las operaciones de comercio exterior quedan por fuera de la estimación.

Estos puntos deben considerarse a la hora de analizar los distintos mecanismos de fuga de capitales y considerar a la fuga en su conjunto a partir de la agregación de los mismos. Mientras la FAE y la remisión de utilidades y dividendos son variables que publica periódicamente el BCRA, los precios de transferencia surgen de una estimación propia con los límites mencionados.

Existen otras metodologías para el cálculo de los precios de transferencia asociados a las operaciones de comercio exterior, que no tienen las limitaciones mencionadas<sup>12</sup>. La metodología “price-filter”, por ejemplo, estima la subfacturación a partir de la

---

<sup>12</sup> Ver Grondona y Burgos (2015) para un detalle de las distintas metodologías utilizadas hasta el momento.

comparación de los precios de las exportaciones con rangos de precios “de mercado”. Si los bienes sujetos a análisis cuentan con una cotización conocida y transparente, como en el caso de los *commodities* este método resulta el más conveniente. En este caso, al tratarse de la industria manufacturera, no es posible utilizar esta metodología.

El cuadro metodológico resume los objetivos específicos planteados, las preguntas de investigación que se derivan de cada uno de ellos y las técnicas de recolección de datos con las respectivas fuentes que se utilizarán para procurar responderlas.

### Cuadro metodológico.

<b>Objetivos específicos</b>	<b>Preguntas derivadas</b>	<b>Técnicas de recolección</b>	<b>Fuentes</b>
i- Estimar la reticencia inversora (disociación sostenida en el tiempo entre la tasa de rentabilidad y la de inversión) de la industria argentina, en tanto es una de las formas en las que la financiarización impacta negativamente sobre la actividad productiva, y distinguir si el tamaño de las firmas influye sobre dicha variable.	¿Existe reticencia inversora en la industria argentina? ¿Cuál es su magnitud? ¿Qué ramas de la industria son las más reticentes a invertir? ¿Las firmas de mayor tamaño tienen una mayor “reticencia inversora”?	Cuantitativa. Elaboración de la variable de interés a partir del procesamiento de datos cuantitativos secundarios.	Secundaria (Anuarios Estadísticos de la AFIP, sección “Ganancias de Sociedades”; ENGE-INDEC)
ii- Analizar la evolución de la inversión productiva y la financiera en las diferentes ramas de la industria manufacturera con el fin de apreciar si el capital destinado a colocaciones financieras afecta la	¿Existe inversión financiera en la industria argentina? ¿Cuál es su magnitud? ¿Qué relación tiene con la inversión productiva?	Cuantitativa. Elaboración de las variables de interés a partir del procesamiento de datos cuantitativos secundarios.	Secundaria (Anuarios Estadísticos de la AFIP, sección “Ganancias de Sociedades”)

formación neta de capital.			
iii- Caracterizar las estrategias de acumulación de la industria manufacturera argentina en la posconvertibilidad en base a la evolución de la composición de los activos de las empresas vinculadas a la industria manufacturera distinguiendo entre distintas posiciones de la hoja de balance y el destino según el flujo de fondos.	¿Cuál es la composición de los activos de las empresas industriales de la Argentina? ¿Qué peso tienen los activos financieros?	Cuantitativa. Análisis de la información que reporta AFIP.	Secundaria (Anuarios Estadísticos de la AFIP, sección “Ganancias de Sociedades”)
iv- Estimar la fuga de capitales, en tanto es uno de los usos primordiales que se le da al capital que no es destinado a la inversión productiva.	¿Cuáles son los principales mecanismos a través de los cuales se fugan los capitales? ¿Qué magnitud tiene cada uno? ¿Son prácticas legales o ilegales?	Cuantitativa. Elaboración de la variable de interés a partir del procesamiento de datos cuantitativos secundarios.	Secundaria (BCRA, Evolución del Mercado de Cambios; Comtrade).

#### IV. El contexto macroeconómico

El contexto macroeconómico tiene un impacto central en la lógica de acumulación del capital. La política económica tiene dos grandes objetivos, que no se pueden concebir de manera separada: por un lado, sostener los equilibrios macroeconómicos básicos, y por el otro impulsar el desarrollo. El equilibrio de las principales variables macroeconómicas es una condición necesaria para la puesta en marcha de un proceso de acumulación en sentido amplio (de capital, conocimientos, tecnología, capacidad de gestión y organización de recursos, educación y capacidades de la fuerza de trabajo), es decir del desarrollo (Ferrer, 2007).

En los primeros días del año 2002 se formalizó el abandono de la convertibilidad, en un escenario en el cual la paridad de un peso y un dólar se había tornado insostenible.

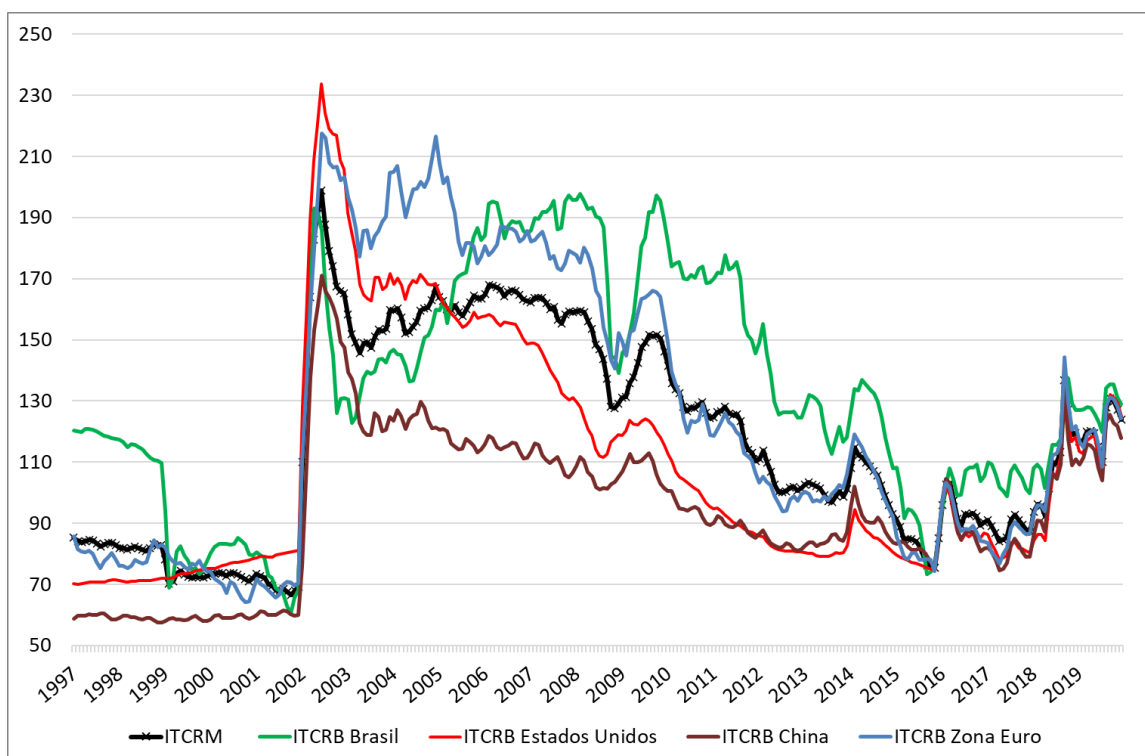


El tipo de cambio saltó de 1 peso por cada dólar a 2,9 en el primer trimestre de dicho año y en el segundo trimestre el promedio ya fue de 3,8. La devaluación generó una caída fenomenal en el salario real de los trabajadores (superior al 30%) y en el nivel de actividad económica (caída del 10,9% del PBI). Además, encareció las importaciones y favoreció la competitividad externa de los sectores productores de bienes transables. Junto a una tasa de interés real levemente negativa y el congelamiento de las tarifas de los servicios públicos conformaron una nueva estructura de precios relativos que generó una rentabilidad superior en la esfera productiva que en el resto de las actividades (Manzanelli, 2011). Los primeros años de la posconvertibilidad, por lo tanto, se caracterizaron por la coexistencia de un dólar caro (gráfico 1) y un desempleo alto de los recursos, aunque con una tendencia de rápida convergencia al pleno empleo. La mayor competitividad cambiaria y la mejora en los términos del intercambio (los cuales mejorarían de manera casi ininterrumpida hasta fines de 2012)<sup>13</sup> generaron un aumento sostenido de las exportaciones. El desplome del salario real que generó la devaluación y la alta capacidad instalada ociosa, por su parte, mantuvieron las importaciones en valores relativamente bajos. Esto dio lugar a un considerable superávit comercial, cuyo promedio entre 2003 y 2007 superó el 6,7% del PBI.

---

<sup>13</sup> Entre las principales razones de este crecimiento del precio de los productos primarios se encuentran el aumento de la demanda de materias primas por la irrupción de nuevos mercados (entre los que se destaca China y en menor medida India) y por nuevos usos dados a los bienes agrícolas como los biocombustibles, la reducción de la oferta por factores climáticos, bélicos, etc. El escenario financiero internacional durante los primeros años de la posconvertibilidad signado por el exceso de liquidez mundial, la debilidad del dólar y la reducción de la tasa de interés también influyeron en este fenómeno (Bernat, 2011).

**Gráfico 1. Evolución del índice del tipo de cambio real multilateral (ITCRM) y bilateral (ITCRB) con los principales socios comerciales. 1997-2019 (base 17-12-2015=100).**



Fuente: elaboración propia en base a información del BCRA.

Metodología disponible en

<http://www.bcr.gov.ar/Pdfs/PublicacionesEstadisticas/TCRMMetodologia.pdf> (último acceso abril de 2021).

Por su parte, el default de la deuda pública y su posterior reestructuración aliviaron considerablemente el pago de intereses por lo que el superávit comercial se tradujo en superávit de cuenta corriente (gráfico A.1 del anexo estadístico).

El excedente de dinero producto de la compra de dólares por parte del Banco Central de la República Argentina (BCRA) fue esterilizado, por lo que la oferta de dinero creció al ritmo de la demanda, en un contexto de fuerte crecimiento del consumo y la inversión privadas. El gasto público también aumentó, financiado con el aumento de la recaudación impositiva producto de una vigorosa recuperación económica, que permitió sostener el superávit primario (y financiero) hasta el año 2008 inclusive.

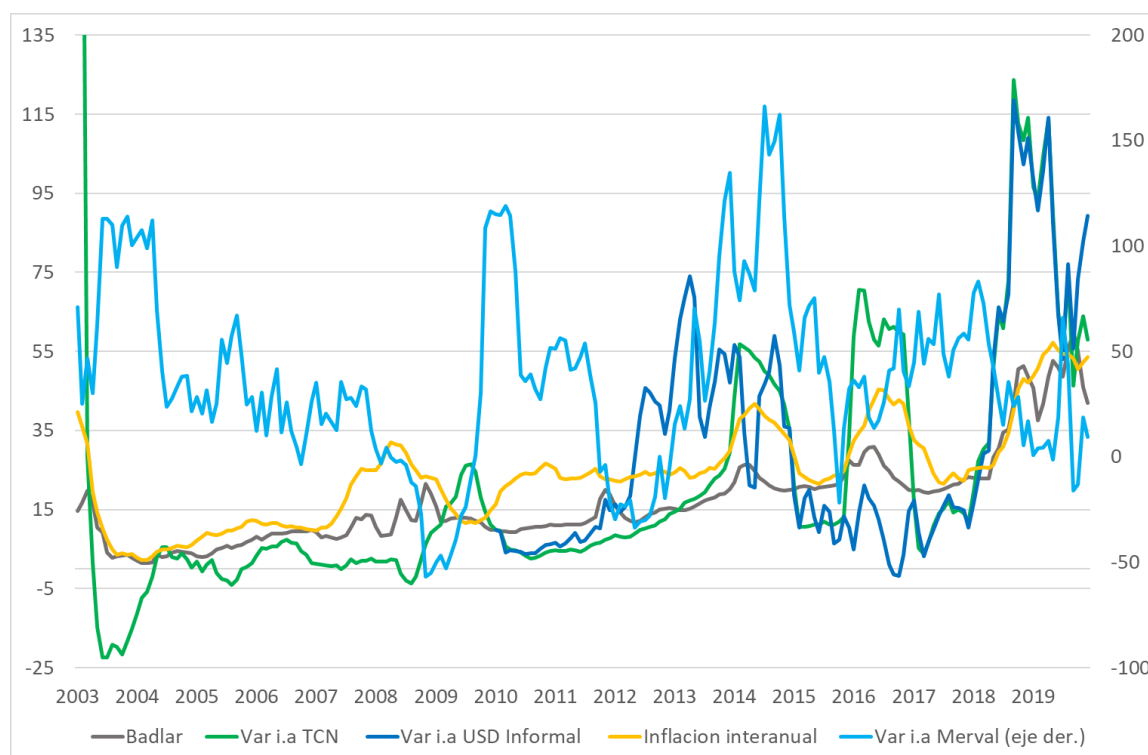
El control de la emisión monetaria, la calma en el plano cambiario y la capacidad instalada ociosa que morigeró la puja distributiva<sup>14</sup> pese al fuerte crecimiento de la

<sup>14</sup> Durante los primeros años de la posconvertibilidad aumentaron tanto la tasa de ganancia como el salario real. Esto se debió al crecimiento de la productividad (Castells y Schorr, 2015) y a la

economía, permitieron mantener la inflación bajo control. Las tasas de interés siguieron la tendencia de aumento de precios y si bien fueron levemente negativas en términos reales no sufrieron grandes vaivenes y se mantuvieron por encima de la variación del tipo de cambio nominal. El índice Merval creció de manera sostenida, con una volatilidad relativamente baja (gráfico 2). En conjunto estos factores desalentaron la FAE, que se mantuvo en valores relativamente bajos, por debajo de los 5 mil millones de dólares anuales, lo que permitió acumular reservas internacionales en el BCRA, aun pagando la deuda externa ya reestructurada (gráficos A.2 y A.3 del anexo estadístico).

En conjunto se conformó un escenario macroeconómico muy favorable: superávits gemelos (fiscal y de cuenta corriente), tipo de cambio competitivo e inflación controlada en el marco de un fuerte crecimiento de todos los componentes de la demanda agregada, con la inversión y las exportaciones a la cabeza (Gaité, 2017).

**Gráfico 2. Evolución de la tasa de interés BADLAR, la variación interanual del tipo de cambio nominal, el tipo de cambio informal, la inflación y el índice Merval (eje derecho). 2003-2019 (porcentajes).**



Fuente: elaboración propia en base a información del BCRA, Ámbito Financiero, Investing.com, INDEC y otros (ver nota).

existencia de capacidad instalada ociosa, lo que permite aumentar la producción y las ventas sin comprometer nuevo capital.

Nota: El IPC se elaboró con información del INDEC hasta 2006 inclusive, luego CIFRA hasta 2014 inclusive, luego San Luis y CABA (promedio) hasta abril 2016, luego INDEC otra vez.

Pero algunas de estas condiciones comenzaron a cambiar hacia el año 2007. El fuerte crecimiento económico llevó a la economía al pleno empleo de los recursos y recobró fuerza la puja distributiva entre capital y trabajo. Al mismo tiempo el aumento en los términos del intercambio se aceleró y la base monetaria se expandió (en buena medida como resultado de la compra de divisas por parte del BCRA; Dulcich, 2016). Estos factores impulsaron la inflación desde menos del 10% a comienzos de 2007 hasta el 25% a fines de ese año. El anclaje del tipo de cambio nominal se convirtió en la principal política antiinflacionaria. El mismo se mantuvo en torno a los 3 pesos por dólar durante 2007 y en los años siguientes la tasa de depreciación se ubicó considerablemente por debajo de la inflación, lo que generó una fuerte apreciación del tipo de cambio real.

En el plano comercial, pese a dicha apreciación, el superávit comercial se mantuvo elevado hasta el año 2012. El vacío persistente en ciertos sectores de la industria generó que ante el crecimiento de la demanda interna las importaciones de manufacturas de origen industrial crecieran fuertemente. Pero las exportaciones también continuaron aumentando de la mano de la mejora en los términos del intercambio.

Sin embargo, en el plano financiero la apreciación del tipo de cambio real generó expectativas de devaluación que alentaron la FAE, la cual superó los 23 mil millones de dólares en el año 2008 y en promedio orilló los 15.700 anuales entre 2009 y 2011. Asimismo, el pago de intereses de la deuda externa tornó deficitaria la cuenta corriente. Las reservas internacionales dejaron de crecer y hacia 2011 comenzaron a caer de manera pronunciada, pese a la aplicación de controles para la compra de dólares<sup>15</sup> (el llamado “cepo”) y trabas a la importación<sup>16</sup> y a la remisión de utilidades al exterior.

---

<sup>15</sup> En noviembre de 2011 el Gobierno decretó que solo podían comprar dólares quienes tuvieran capacidad contributiva para lo cual debían contar con la autorización a la AFIP. En 2012 el Gobierno eliminó la posibilidad de comprar dólares para atesoramiento, y para turismo se debía solicitar autorización de la AFIP. En enero de 2014 volvió a permitir la compra de dólares para atesoramiento, aunque con un recargo del 20%, un tope de 2 mil dólares mensuales y siempre con la autorización de la AFIP.

<sup>16</sup> En enero de 2012 se instauró el sistema de Declaraciones Juradas Anticipadas de Importación (DJAI), que determinó que el importador debía presentar una declaración jurada ante la AFIP y la misma debía ser aprobada para poder efectuar la importación. En la práctica este sistema fue más restrictivo que las Licencias No Automáticas (LNA) que ya venían aplicándose desde el año 2004, pero especialmente desde 2008 (Heyn y Moldovan, 2011).

Los controles cambiarios fueron efectivos para desacelerar la FAE, pero también desincentivaron la entrada de divisas y generaron la aparición de una cotización informal del dólar (el llamado “blue”). Esto incrementó las expectativas de devaluación y generó fricciones en la economía (incentivos a adelantar y/o sobrefacturar importaciones, posponer y/o subfacturar exportaciones, remarcar precios, etc.). Los controles a la importación fueron efectivos para disminuir la penetración importadora, pero no se implementaron de manera coordinada como parte de una estrategia de sustitución de importaciones y en diversos casos habrían tenido un sesgo antiexportador (Bekerman, Dulcich y Gaite, 2018). La restricción a la remisión de utilidades aumentó la reinversión de las mismas, aunque esto en general tuvo más que ver con un factor contable que con un aumento real de la formación de capital en el país<sup>17</sup>.

Por otro lado, el 2008 fue el último año con superávit fiscal. Como respuesta a la crisis financiera internacional y para sostener la demanda agregada el Gobierno aumentó el gasto primario (prestaciones sociales, subsidios a las tarifas públicas, etc.) un 19,7% anual en términos reales en 2009 (Dulcich, 2016). En los años siguientes el gasto público continuó creciendo al tiempo que la merma en las tasas de crecimiento, especialmente a partir de 2012, afectaron negativamente a la recaudación, arrojando un déficit fiscal creciente en el periodo 2011-2015.

La política monetaria que hasta 2007 había tenido como principal objetivo el sostenimiento del tipo de cambio y la esterilización del dinero excedente pasó a enfocarse en el financiamiento del gasto, con tasas de interés considerablemente negativas en términos reales<sup>18</sup>. Entre enero de 2008 y diciembre de 2015 la diferencia promedio mensual entre la tasa Badlar (nominal anual) y la inflación interanual fue de 9,3 puntos

---

<sup>17</sup> Ver la sección “Excedente y fuga de capitales”.

<sup>18</sup> Los desequilibrios macroeconómicos históricos de la Argentina se reflejan en los fuertes vaivenes que presenta la tasa de interés real de los depósitos, la cual oscila entre niveles reales fuertemente negativos (entre los años 1975 y 1984) y excesivamente altos (como en 1985-88 y 1992-99). Ambos extremos pueden resultar negativos para la inversión productiva. En el primer caso se castiga el ahorro en moneda local y se estimula la formación de activos externos (FAE), mientras que en el segundo se desincentiva la inversión productiva por el mayor costo de oportunidad y/o de financiamiento. Asimismo, la volatilidad de la tasa (más allá de su valor) resulta perjudicial en sí misma, pues aumenta la incertidumbre y alienta prácticas quita previsibilidad. Dichos vaivenes han impactado negativamente en el tamaño y la profundidad del sistema financiero doméstico. Por caso, la proporción de crédito interno al sector privado en relación al PBI es de las más bajas del mundo. Entre 2003 y 2017 la misma fue en promedio del 13%, mientras en América Latina fue del 38,3% y en el mundo del 123,2%, según datos del Banco Mundial.

porcentuales (p.p), y al excluir los años 2009 (menor inflación) y 2015 (aumento relativo de la tasa de interés) la diferencia alcanza los 11,6 p.p.

La caída en los términos del intercambio a partir de 2013 complicó aún más el escenario macroeconómico. El déficit de cuenta corriente se profundizó seriamente (de 1.440 millones de dólares en 2012 a 12.143 millones en 2013) y obligó al Gobierno a devaluar el peso en 2014. Sin embargo, los desequilibrios acumulados eran muy fuertes, y la devaluación apenas mejoró el saldo de cuenta corriente, al tiempo que aceleró la inflación (también hubo aumentos de tarifas con el objetivo de reducir los subsidios) y generó una recesión económica.

En definitiva, hacia diciembre de 2015 la economía se encontraba virtualmente estancada (2011 fue el último año de crecimiento significativo), con un considerable déficit de cuenta corriente y fiscal, inflación en torno al 25%, tipo de cambio relativamente apreciado, sin acceso al mercado financiero internacional<sup>19</sup>, y una batería de controles (cambiaros, de precios, de capitales) que se habían ido implementando de manera poco planificada, más enfocados en evitar una profundización de los desequilibrios macroeconómicos que como parte de un programa de desarrollo, y que en los hechos generaban fricciones para el normal funcionamiento de la economía (expectativas de devaluación, distorsión de precios relativos, etc.).

El cambio de Gobierno en diciembre de 2015 implicó un giro cardinal en el modelo de acumulación. Bajo el diagnóstico de que la Argentina era una economía excesivamente cerrada a nivel comercial y financiero, el Gobierno tomó una serie de medidas cuyos objetivos eran incrementar el volumen de comercio internacional, recuperar el acceso al mercado financiero internacional y atraer inversiones extranjeras, entre otras.

Inmediatamente eliminó los controles a la compra de divisas (lo que generó una devaluación inicial del 40%), y liberalizó el mercado de capitales al levantar las exigencias de monto y plazo mínimo de permanencia en el país. En el plano comercial

---

<sup>19</sup> A partir de 2013 el Gobierno había encarado la regularización de la situación financiera en distintos frentes (CIADI, Club de Paris, Repsol, etc.) pero la confirmación del fallo del juez Griesa a favor de los *holdouts* (fondos “buitre”) en 2014 fue un golpe a la estrategia de volver a los mercados financieros internacionales.

eliminó las retenciones a la minería y redujo/eliminó las del sector agropecuario, permitió que este sector no liquide las divisas generadas por la exportación<sup>20</sup> y desarmó las DJAI.

Estas medidas profundizaron el desbalance de las cuentas externas. Entre 2016 y 2018 el déficit de cuenta corriente promedio anual fue superior a los 24 mil millones de dólares, financiado en parte por la entrada de capitales especulativos, pero especialmente a través del endeudamiento externo<sup>21</sup>.

En el plano fiscal la situación tampoco mejoró. Entre 2015 y 2017 el déficit fiscal pasó de 5,1% del PBI a 5,9%, y en 2018 y 2019 si bien el déficit primario se redujo fuertemente (0,4% del PBI en 2019) el resultado financiero se redujo mucho menos (3,8% del PBI en 2019). La reducción del gasto en subsidios y en prácticamente todas las partidas del gasto que se llevó adelante con mayor intensidad a partir de 2018 fue compensado por el aumento en el pago de intereses de la deuda, que pasaron de 1,2% del PBI en 2015 a 3,4% en 2019. En definitiva, el déficit fiscal acumulado entre 2015 y 2019 fue del 20,5% del PBI, superior al 14,5% acumulado entre 2011 y 2015 (Sturzenegger, 2020).

La política monetaria, por su parte, se subordinó a un régimen de metas de inflación que entró en tensión con el financiamiento del déficit fiscal. Las tasas de interés subieron fuertemente promoviendo la entrada de capitales financieros en un contexto de tipo de cambio que crecía a un ritmo relativamente lento, apreciándose en términos reales.

A mediados de 2018 este esquema de *carry trade* entró en tensión. Creció la toma de ganancias por parte de los capitales que habían ingresado y la FAE se aceleró, hecho que se refleja también en el desplome del índice Merval<sup>22</sup>. Al mismo tiempo el sistema financiero internacional comenzó a cuestionar la solvencia de la economía argentina, por lo que el país se quedó sin financiamiento externo en un contexto de déficit de cuenta corriente en torno al 5,7% del PBI, vencimientos de deuda de corto plazo (entre agosto

---

<sup>20</sup> En mayo de 2016 se amplió a 365 días el plazo para el ingreso de divisas para 97 nomenclaturas exportadoras, incluyendo granos y cereales. En enero de 2017 dicho plazo se amplió a 3.650 días corridos (10 años).

<sup>21</sup> El pago en efectivo por 9.300 millones de dólares a los fondos buitres fue el puntapié inicial para el retorno al mercado de capitales internacional, y que daría lugar al proceso de endeudamiento más importante de la historia argentina: entre el primer trimestre de 2016 y el segundo de 2019 la deuda pública creció en 118 mil millones dólares (de 217,2 mil millones a 334,8 mil millones).

<sup>22</sup> La FAE venía creciendo ya desde mediados del año 2017. Entre enero de 2016 y junio de 2017 la FAE promedio mensual fue de 980 millones de dólares, mientras que entre julio de 2017 y octubre de 2019 (previo a la reimplementación de los controles cambiarios) el promedio mensual fue de 2.449 millones de dólares.

de 2018 y diciembre de 2019) superiores a los 116 mil millones de dólares y una economía estancada. Pese al aumento en las tasas de interés, en 2018 la FAE alcanzó los 27.230 millones de dólares y el tipo de cambio saltó de 19 pesos por dólar en enero a 38 en diciembre. La devaluación aceleró la inflación que alcanzaría un pico del 57,2% en mayo de 2019, desplomó el salario real y generó una fuerte recesión.

Ante esta situación el Gobierno acudió al FMI obteniendo un acuerdo *stand by* por 50 mil millones de dólares, de los cuales los desembolsos efectivos fueron de 44.149 millones, el crédito más grande en la historia de la institución. Esto solo permitió ganar tiempo pues la FAE nunca frenó ante un Gobierno reticente a implementar controles cambiarios y a la movilidad de capitales y pese al aumento constante de la tasa de interés. El golpe final llegaría tras las elecciones Primarias Abiertas Simultaneas y Obligatorias (PASO) en agosto de 2019. Una nueva corrida cambiaria llevó a la FAE a 11.873 millones de dólares solo en el tercer trimestre de este año y el tipo de cambio sufrió un nuevo salto al pasar de 45 pesos por dólar a 59 en tan solo unos días. Pese a un nuevo aumento de la tasa de interés y del reperfilamiento de la deuda pública en pesos por un monto cercano a los 105 millones de pesos, la FAE no mermó. Las reservas cayeron desde los casi 68.000 millones de dólares a principios de agosto hasta los 43.300 millones a fines de octubre, lo que obligó al Gobierno a implementar nuevamente restricciones a la compra de divisas (aún más restrictivas que las vigentes a fines de 2015<sup>23</sup>), la liquidación obligatoria de los dólares de las exportaciones a las grandes empresas y el pedido de autorización previa para el giro de utilidades y dividendos al exterior.

En conjunto, el esquema macroeconómico del período 2015-2019 fue sumamente nocivo para la industria argentina. La devaluación y el aumento de tarifas de los servicios públicos generó un aumento considerable de los costos, mientras que la apertura comercial y la caída del salario real generaron una menor demanda efectiva en el marco de una competencia mayor.

A fines de 2019 entonces la economía argentina se encontraba en una profunda crisis económica y social. Dos años consecutivos de caída del PBI (2,6% en 2018 y 2,1% en 2019) y especialmente de la inversión (6% y 16%) y prácticamente una década de estancamiento, inflación superior al 53%, déficit de cuenta corriente y fiscal y una deuda

---

<sup>23</sup> En un principio el límite para la compra de divisas fue de 10 mil dólares mensuales y luego se ajustó a 200 dólares, ante la continua pérdida de reservas.



externa impagable (que sería reestructurada en 2020); desempleo orillando los dos dígitos y un tercio de la población bajo la línea de pobreza.

En resumen, a grandes rasgos el periodo de la posconvertibilidad, más concretamente el periodo 2003-2019, puede dividirse en cuatro etapas. La primera, entre 2003 y 2007 en la que el PBI creció a una tasa promedio del 8,8%, con superávits gemelos (fiscal y de cuenta corriente), un tipo de cambio relativamente alto, inflación de un dígito y recuperación del salario real y la tasa de ganancia, en el marco de una alta capacidad instalada ociosa en el momento inicial. La segunda que podríamos enmarcar entre 2007 y 2011 en la que el PBI continuó creciendo, pero a una tasa considerablemente más baja (3,6% promedio anual), los superávits gemelos se tornaron déficits y la inflación estuvo en promedio por arriba del 21% anual, lo que generó una fuerte apreciación cambiaria que alimentó las expectativas de devaluación y alentó la FAE. La tercera etapa, entre 2012 y 2015, de virtual estancamiento económico (0,4% de crecimiento promedio anual), profundización de los desequilibrios externos y en el frente fiscal, franco retorno de la restricción externa, aumento de la inflación (27,6% promedio anual) y acumulación de controles (cambiaros, comerciales, de capitales, de precios) con el objetivo de evitar un mayor descalabro macroeconómico, sin una planificación integral en el marco de un programa de desarrollo. Finalmente, el periodo entre 2016 y 2019 en el que hubo un giro en el modelo de acumulación hacia la valorización financiera de la mano de la liberalización cambiaria, comercial y de la cuenta capital, bajo una lectura monetarista de la inflación y ofertista del crecimiento, que llevó al país a la crisis (caída del 1% promedio anual del PBI), la profundización de los desequilibrios macroeconómicos (mayor inflación, desbalances externos, severo endeudamiento, fuga de capitales, etc.) y el deterioro de las condiciones de vida de la población.

## **V. Dinámica general de la industria**

El análisis de la lógica de acumulación de la industria argentina en la posconvertibilidad no puede dejar de lado la dinámica general de este sector. El objetivo de este capítulo es repasar brevemente la evolución de la industria durante la posconvertibilidad, así como su composición intrasectorial con el objetivo de distinguir las ramas que tienen mayor peso y si hubo transformación estructural.

Entre 2004 y 2011 la economía argentina tuvo un crecimiento importante, solo interrumpido en 2009 producto de la crisis financiera internacional y una fuerte sequía que afectó la producción agropecuaria y las manufacturas de este origen. Pese a que las condiciones macroeconómicas comenzaron a deteriorarse ya en el año 2007 (especialmente con el aumento de la inflación) la economía continuó creciendo de manera considerable hasta el año 2011. La industria acompañó este crecimiento y experimentó una fuerte expansión. El valor agregado bruto (VAB) total y el VAB industrial medidos a precios constantes tuvieron una dinámica prácticamente calcada entre 2004 y 2011. Sin embargo, al analizar las variables a precios corrientes se evidencia una pérdida de peso de la industria manufacturera en el valor agregado total de la economía. Pese al crecimiento de la industria, el coeficiente de industrialización pasó del 22,3% en 2004 al 18,9% en 2011 (gráfico 3), reflejando la caída en los precios relativos del sector.

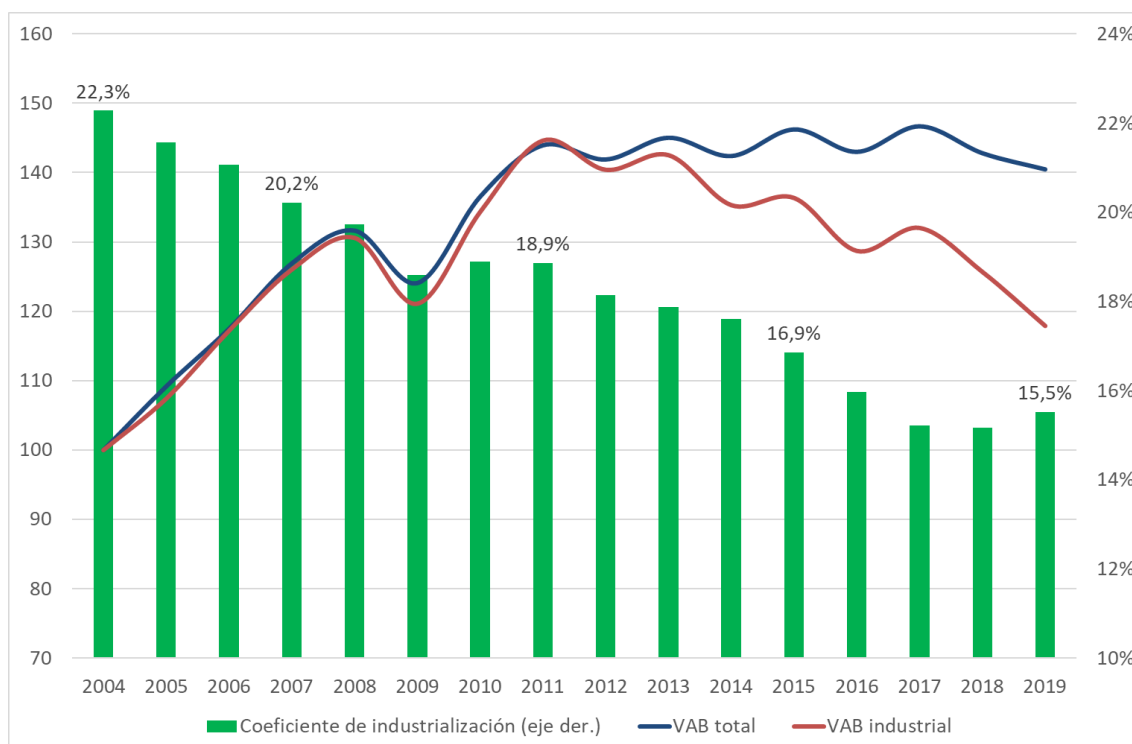
A partir de 2012 la realidad de la economía argentina cambió rotundamente. Los desequilibrios macroeconómicos que se habían ido acumulando, y en particular la reaparición de la restricción externa, hicieron mella en las variables reales. La economía, que ya había alcanzado el pleno empleo, se estancó. La producción entró en una dinámica de “serrucho”, con crecimiento en los años impares (en buena medida producto del aumento del gasto público en años electorales) y caída en los años pares. En 2019 esta dinámica se rompió porque la producción cayó dos años consecutivos (y caería también en 2020 producto de la pandemia), en el marco de la crisis cambiaria que marcó los últimos dos años de gobierno de Cambiemos.

En este contexto, la performance de la industria fue aún peor que la de la economía en su conjunto. En los años contractivos la industria cayó más que el total de la economía, y en los años de recuperación la industria creció menos, por lo que la dinámica de serrucho entre 2011 y 2017 tiene una clara tendencia negativa en el sector industrial, y en 2018 y 2019 la caída fue muy superior a la del total de la economía.

Por esta razón el coeficiente de industrialización continuó cayendo de manera pronunciada a partir de 2011, hasta alcanzar un mínimo de 15,2% en 2018, aunque las razones de esta caída son distintas que las del periodo 2004-2011. Si en aquellos años el coeficiente de industrialización cayó porque la industria creció menos que la economía en su conjunto, entre 2012 y 2019 dicho coeficiente disminuyó porque la industria cayó más que el total de la economía. El pequeño aumento del coeficiente de industrialización en el año 2019 se debe exclusivamente a una mejora en los precios relativos del sector,

pues el VAB total a precios constantes cayó un 1,6% en dicho año, mientras que el VAB industrial cayó un 6,2%.

**Gráfico 3. Evolución del VAB total y el VAB industrial y del coeficiente de industrialización\* (eje derecho). 2004-2019 (índice base 2004=100 y porcentajes).**



Fuente: elaboración propia en base a información del INDEC.

\* Relación VAB industrial/VAB total (en ambos casos a precios corrientes)

Nota: Las series del VAB total y el VAB industrial resultan de la estimación a precios constantes de 2004.

Al observar la composición de la industria tampoco parece haber habido una transformación estructural. Es decir, la industria no solo redujo su peso en la matriz productiva argentina, sino que la producción manufacturera continuó fuertemente orientada hacia ramas de actividad que explotan las ventajas comparativas estáticas (procesamiento de recursos naturales), actividades de intensidad tecnológica baja y a unas pocas ramas privilegiadas por políticas públicas que conformaron ámbitos privilegiados de acumulación<sup>24</sup> (cuadro 1). Las manufacturas basadas en recursos naturales explican entre un 40% y un 50% de la producción industrial, las manufacturas de baja tecnología

<sup>24</sup> La clasificación por contenido tecnológico se basa en el Interactive Graphic System of International Economic Trends (SIGCI Plus) de la CEPAL, que a su vez se basa en COMTRADE, que parte de la clasificación de Lall (2000).

oscilan entre un 12% y un 17%, las de media tecnología explican entre un 31% y un 37% y las de alta tecnología apenas explican un 5% del total, en el mejor de los casos.

La rama más importante en términos de producción es, por mucho, la de alimentos y bebidas, y su peso dentro de la industria aumentó a lo largo de la posconvertibilidad. Hacia el año 2004 explicaba casi un cuarto de la producción industrial y aumentó su importancia relativa hasta alcanzar un máximo del 31,2% del total en 2019. Esta rama tiene una intensidad tecnológica relativamente baja y está en buena medida anclada en las ventajas comparativas del agro argentino. La importancia de esta rama es aún mayor al considerar las exportaciones del sector, en tanto explica cerca de la mitad de las exportaciones industriales totales y es la única con un superávit comercial considerable y sostenido (Gaité, 2017)<sup>25</sup>. Sin embargo, dicho superávit no compensa el déficit estructural de prácticamente todo el resto del entramado industrial, por lo que el sector en su conjunto es claramente deficitario, especialmente cuando la economía opera cercana al pleno empleo.

Las sustancias y productos químicos son la segunda rama en términos de producción, y su peso al interior de la industria se mantuvo relativamente estable entre el 11% y el 12,7% del total hasta 2015. Entre 2015 y 2019 tuvo un aumento de 2,4 puntos porcentuales (p.p), pero esto se explica por el hecho de que fue uno de los sectores que mejor resistió al proceso de desindustrialización generalizada que hubo durante el gobierno de Cambiemos. En general, las ramas con mayor orientación exportadora (exportaciones/valor bruto de producción), pudieron sortear la crisis mejor que las dependientes del mercado interno, duramente castigado en esta etapa.

El peso de los metales comunes dentro del entramado industrial sufrió una reducción paulatina pero persistente entre 2004 y 2015, y un repunte entre 2015 y 2019, en parte por las mismas razones que los productos químicos y el efecto traccionador de “Vaca Muerta”, en tanto los metales comunes son uno de los principales insumos para la producción de gas no convencional (Szenkman, 2019).

Las ramas de maquinaria y equipo, y la automotriz, tienen un comportamiento similar a lo largo de la posconvertibilidad. Presentan cierto crecimiento entre 2004 y 2011, y luego una caída entre 2011 y 2015. La industria automotriz fue especialmente

---

<sup>25</sup> La rama de metales comunes y, en menor medida, la de cuero y sus derivados también suelen tener un saldo comercial superavitario, pero mucho menor que el de la rama de alimentos y bebidas.

afectada por la caída en las exportaciones a Brasil en el marco de la crisis que aquejó al país vecino hacia el año 2014 (Bekerman, Dulcich y Gaité, 2020). Luego entre 2015 y 2019 la industria automotriz aumentó su peso relativo al interior de la industria mientras que el de la rama de maquinaria y equipo cayó, en buena medida por el desplome de la inversión durante la crisis cambiaria que comenzó en 2018. Ambos sectores contaban con regímenes de promoción al inicio de la posconvertibilidad (el régimen promocional de la industria automotriz y el régimen de incentivo a la inversión y a la producción de bienes de capital, informática, telecomunicaciones y maquinaria agrícola) que fueron modificándose a lo largo de la misma. Evidentemente dichos regímenes tuvieron cierto éxito para estimular la actividad mientras contaron con un contexto macroeconómico favorable, pero fueron menos efectivos ante la reaparición de la restricción externa y la acumulación de desequilibrios macroeconómicos. De todas maneras, es importante marcar el carácter de ensamblaje o armaduría que tiene la industria automotriz argentina, lo que genera un considerable déficit comercial en autopartes; y el rezago tecnológico y la dependencia externa del sector de bienes de capital.

En definitiva, entonces, la estructura intraindustrial se mantuvo prácticamente inalterada. Las ramas mencionadas (alimentos y bebidas, productos químicos, metales comunes, bienes de capital y automotriz) explican entre el 50% y el 60% de la producción industrial. Y si sumamos los productos de caucho y plástico, minerales no metálicos, productos de metal, papel y la refinación de petróleo, explican en conjunto entre un 70% y un 80%.

**Cuadro 1. Evolución de la estructura industrial según actividad. Años seleccionados (porcentajes en relación al VAB total de la industria).**

Actividad industrial	CCT	Estructura porcentual					Acumulado				
		2004	2007	2011	2015	2019	2004	2007	2011	2015	2019
Alimentos y bebidas	MRRNN	24,5%	24,0%	27,0%	29,0%	31,2%	24,5%	24,0%	27,0%	29,0%	31,2%
Sustancias y productos químicos	MMT	12,7%	11,3%	11,0%	11,2%	13,6%	37,2%	35,3%	38,0%	40,2%	44,8%
Metales comunes	MMT	9,1%	8,5%	7,3%	5,9%	7,8%	46,2%	43,8%	45,3%	46,1%	52,6%
Maquinaria y equipo n.c.p.*	MMT	4,6%	6,0%	6,6%	5,8%	5,0%	50,8%	49,8%	51,9%	51,8%	57,6%
Productos de caucho y plástico	MRRNN	4,9%	4,6%	4,8%	5,4%	4,9%	55,7%	54,4%	56,7%	57,2%	62,5%
Minerales no metálicos	MRRNN	3,7%	4,5%	4,2%	4,5%	4,8%	59,4%	58,9%	60,9%	61,7%	67,3%
Productos elaborados de metal, excepto maquinaria y equipo	MMT	5,2%	5,9%	5,0%	4,5%	4,5%	64,6%	64,8%	65,9%	66,2%	71,8%
Vehículos automotores, remolques y semirremolques	MMT	4,0%	4,9%	4,9%	4,0%	4,2%	68,5%	69,7%	70,8%	70,1%	76,1%
Papel y de productos de papel	MRRNN	3,4%	3,3%	2,9%	3,2%	3,5%	72,0%	73,0%	73,7%	73,4%	79,6%
Edición e impresión; reproducción de grabaciones	MBT	3,6%	3,9%	3,9%	3,4%	3,3%	75,5%	76,9%	77,6%	76,7%	82,9%
Coque, productos de la refinación del petróleo y combustible nuclear	MRRNN	4,2%	3,0%	3,3%	3,6%	2,8%	79,7%	79,9%	80,9%	80,4%	85,8%
Prendas de vestir; terminación y teñido de pieles	MBT	4,1%	4,2%	4,6%	4,7%	2,7%	83,8%	84,1%	85,5%	85,1%	88,5%
Muebles y colchones; industrias manufactureras n.c.p.	MBT	3,2%	3,1%	2,7%	3,0%	2,0%	87,0%	87,2%	88,2%	88,1%	90,5%
Productos textiles	MBT	2,9%	2,6%	2,3%	2,3%	2,0%	90,0%	89,8%	90,5%	90,4%	92,4%
Maquinaria y aparatos eléctricos n.c.p.	MAT	1,9%	2,5%	1,8%	2,0%	1,8%	91,8%	92,3%	92,3%	92,4%	94,2%
Madera y fabricación de productos de madera y corcho, excepto muebles	MRRNN	2,4%	2,2%	1,8%	1,6%	1,5%	94,2%	94,5%	94,1%	94,0%	95,7%
Curtido y terminación de cueros; artículos de marroquinería, talabartería y calzado	MBT	2,0%	1,8%	1,7%	1,6%	0,9%	96,2%	96,3%	95,8%	95,6%	96,7%
Reparación, mantenimiento e instalación de máquinas y equipos	MBT	0,9%	0,9%	0,9%	0,8%	0,8%	97,1%	97,2%	96,7%	96,4%	97,4%
Instrumentos médicos, ópticos y de precisión; relojes	MAT	0,8%	0,9%	0,7%	0,7%	0,7%	97,9%	98,1%	97,4%	97,1%	98,2%
Productos de tabaco	MRRNN	0,7%	0,5%	0,6%	0,7%	0,7%	98,6%	98,6%	98,0%	97,9%	98,8%
Equipos y aparatos de radio, televisión y comunicaciones	MAT	0,3%	0,5%	1,1%	1,3%	0,6%	98,9%	99,1%	99,2%	99,2%	99,5%
Equipo de transporte n.c.p.	MAT	0,6%	0,5%	0,4%	0,4%	0,2%	99,5%	99,6%	99,6%	99,6%	99,7%
Reciclamiento	MBT	0,1%	0,1%	0,1%	0,2%	0,2%	99,6%	99,8%	99,7%	99,7%	99,9%
Maquinaria de oficina, contabilidad e informática	MAT	0,4%	0,2%	0,3%	0,3%	0,1%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Total		100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%					

Fuente: elaboración propia en base a información del INDEC.

\* CCT: clasificación por contenido tecnológico.

MRRNN: manufacturas basadas en recursos naturales.

MBT: manufacturas de baja tecnología.

MMT: manufacturas de media tecnología.

MAT: manufacturas de alta tecnología.

n.c.p: no clasificadas previamente

Nota: los porcentajes fueron calculados en base al VAB a precios básicos y corrientes.

Pero la concentración de la matriz industrial argentina tiene un carácter doble, porque el grueso de la producción no solo se concentra en un puñado de ramas, sino que además es controlado por pocas empresas, hecho que tampoco se modificó a lo largo de la posconvertibilidad. En 2014 el grado de concentración económica global (peso de las 200 empresas de mayor facturación en el PBI) era mayor que antes del estallido de la convertibilidad, especialmente por la consolidación de su núcleo duro (las mayores 50 empresas). Dicha concentración se explica en buena medida por el aumento de la tasa de explotación (relación productividad/salario) que generó la crisis de la convertibilidad y por un proceso de centralización del capital, que creció a partir de fusiones y adquisiciones, e incluso a partir de prácticas desleales o anticompetitivas, ante un insuficiente control gubernamental (Gaggero y Schorr, 2016). Si bien las empresas industriales ganaron peso al interior de la cúpula empresaria (500 empresas no financieras

de mayor facturación), no hubo modificaciones en el perfil de especialización predominante, y de hecho la rama de alimentos y bebidas, sustancias y productos químicos, y la automotriz acrecentaron su peso dentro de la cúpula.

Por otro lado, si bien a partir del año 2007, hubo una reversión parcial del proceso de extranjerización de la economía doméstica, a manos de algunos grupos económicos locales y a la reaparición del Estado empresario como accionista y/o propietario de unas pocas grandes compañías, el capital foráneo continúa teniendo un peso mayoritario en la cúpula empresaria. Las empresas con participación de capital extranjero explican más de tres cuartas partes del VAB total del panel y cerca del 80% de las exportaciones. El control del capital extranjero sobre los dólares comerciales es un factor sumamente relevante considerando el problema de restricción externa que afronta la economía argentina, en tanto acrecienta el poder de *lobby* de estos capitales y le quita grados de libertad al Estado.

En este sentido debería revisarse el marco normativo. Aún continúa vigente la Ley de Inversiones Extranjeras Directas (IED) de la última dictadura militar que establece que los inversionistas extranjeros tienen los mismos derechos y obligaciones que los inversionistas nacionales, y por lo tanto dificulta la aplicación de instrumentos de fomento focalizados en el capital nacional. Asimismo, de los 58 “Tratados Bilaterales de Inversión” (TBI) que se firmaron entre 1990 y 2001, 49 continúan vigentes. Dichos tratados actúan como condicionantes de las políticas públicas. La Argentina ha sido el país más denunciado ante el CIADI por incumplir con los TDI a lo largo de la década de los dos mil, con un costo estimado en varios miles de millones de dólares (Heidanowski, 2021). En tanto estos tratados cuentan con cláusulas de renovación automáticas, si no son denunciados y renegociados la posibilidad de la Argentina de llevar adelante una política autónoma y soberana continuará limitada.

## **VI. Rentabilidad e inversión de la industria manufacturera**

### **VI.1. “Reticencia inversora” en el conjunto de la industria**

La tasa de rentabilidad (relación entre el resultado operativo y el patrimonio neto) de la industria tiene una marcada tendencia creciente a lo largo del período, pero podemos identificar cuatro etapas. Entre 2003 y 2007 hubo un aumento considerable en la relación entre el resultado operativo de las firmas industriales y su patrimonio neto. Dicho ratio se ubicó en el 11,6% al inicio del periodo y creció constantemente hasta alcanzar el 27,6%

en 2007. Entre este año y 2012 la evolución fue errática, con subas y bajas, pero en líneas generales se mantuvo en torno al 26%. En 2013 la tasa de rentabilidad pegó un salto hasta orillar el 32% y creció en los años subsiguientes hasta casi alcanzar el 38% en 2015. Entre 2016 y 2019 la tasa de rentabilidad se estancó, e incluso muestra cierta tendencia decreciente más allá de un pico en el año 2018<sup>26</sup> (gráfico 4).

La tasa de inversión (relación entre la inversión productiva y el patrimonio neto) de la industria también presenta una tendencia creciente, aunque más volátil que la tasa de rentabilidad. Entre 2003 y 2007 la tasa de inversión fue muy baja, inferior al 5%. En 2008 pegó un salto al 8,4% y luego cayó hasta 2010. Entre este año y el 2014 hubo una marcada tendencia creciente hasta alcanzar el 18,3%, y luego ingresó en una dinámica de serrucho, con caídas fuertes en los años impares y aumentos considerables en los años pares, llamativamente en contra de la dinámica de la actividad económica agregada, que también presenta forma de serrucho a partir de 2014, pero en general con caídas en los años pares y crecimiento en los impares<sup>27</sup>. Estos valores deben considerarse con precaución por las razones mencionadas en la nota al pie anterior. Siguiendo esta metodología incluso para el conjunto de la economía la tasa de inversión resultó considerablemente más baja en los primeros años de la posconvertibilidad que en los años siguientes (Cassini, García Zanotti y Schorr, 2019), cuando las estadísticas oficiales de cuentas nacionales dan cuenta de que la inversión fue uno de los componentes más dinámicos de la demanda agregada entre 2003 y 2008.

Por eso, más allá de la dinámica propia de la tasa de ganancia y la tasa de inversión, cobra sentido analizar la diferencia entre ambas, pues la tendencia a sobreestimar la tasa a medida que pasan los años aplica para ambas variables. De allí se desprende que la

---

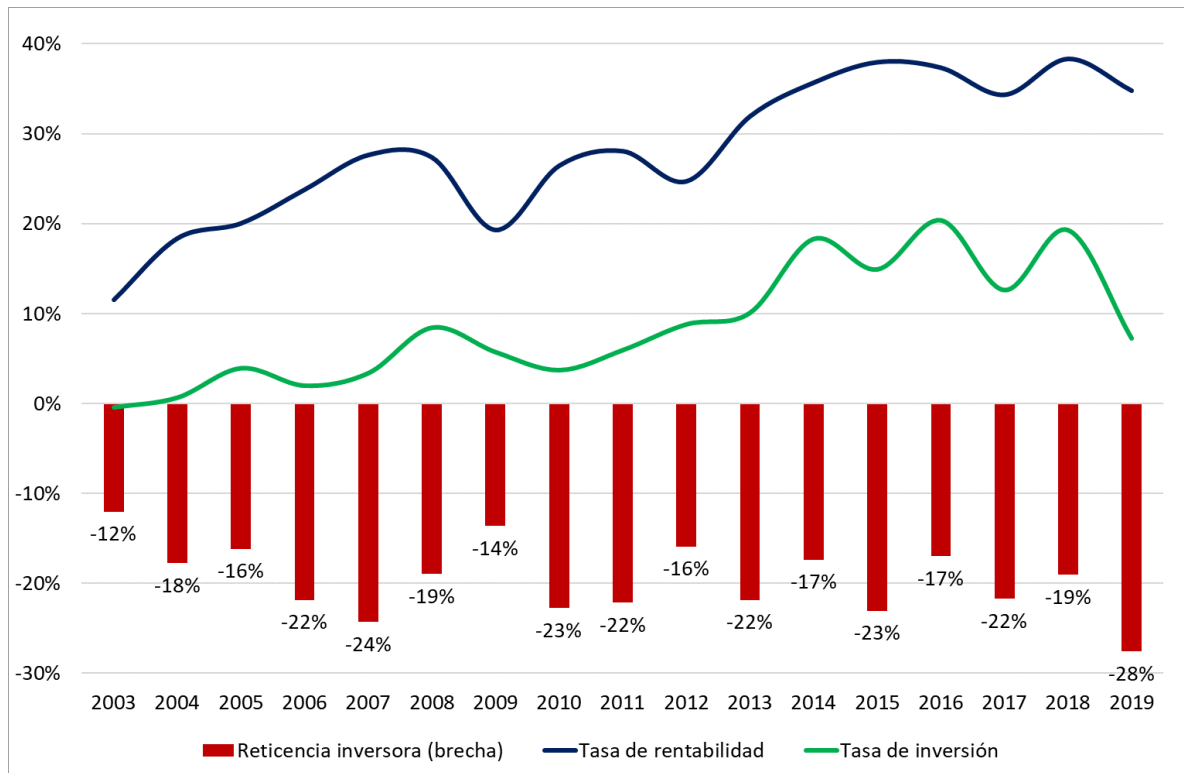
<sup>26</sup> La tendencia creciente a lo largo de todo el periodo se explica en parte por la forma en la que se construyen los balances de las empresas. Mientras el resultado operativo se construye principalmente por variables expresadas en valores corrientes (ver anexo metodológico), el patrimonio neto tiene un componente importante de bienes de uso (ver sección correspondiente), que hasta 2018 estuvieron valuados a precios históricos. Así la variable resulta en un flujo a valor corriente de cada año sobre un stock que en cierta medida (la parte correspondiente a bienes de uso del patrimonio neto) está expresado a precios históricos. Lo mismo ocurre con la tasa de inversión. Por otro lado, en tanto es una tasa de rentabilidad nominal es esperable que crezca al acelerarse la inflación.

<sup>27</sup> En 2002, tras el fin de la convertibilidad, se realizó el ajuste por inflación de los estados contables, lo que explica en parte lo bajo de la tasa de inversión en 2003. Asimismo, en 2016 la Inspección General de Justicia les permitió a ciertas firmas medir sus bienes de uso a su valor revaluado (Resolución General 9/2016) lo que explica en parte el aumento de la tasa de inversión en 2016 y su disminución en 2017.



“reticencia inversora” de la industria argentina es muy marcada. Los valores relativamente bajos entre 2003 y 2005 tienen que ver con que el techo tanto de la tasa de rentabilidad como de la de inversión es relativamente bajo. De hecho, la tasa de inversión en aquellos años no superó el 5%. El resto de la serie presenta una “reticencia inversora” en torno a los 20 p.p, con un mínimo de 13,6 en 2009 y un máximo de 27,6 en 2019. La reducción de la brecha en aquel año se explica por una caída en la tasa de rentabilidad y no por un aumento en la tasa de inversión, que de hecho también cayó. En 2019 también cayeron ambas variables, pero la disminución de la tasa de inversión fue muy superior a la de rentabilidad, lo que explica el fuerte crecimiento de la “reticencia inversora”.

**Gráfico 4. Evolución de la tasa de rentabilidad, la tasa de inversión neta fija y la “reticencia inversora” de la industria argentina. 2003-2019.**



Fuente: elaboración propia en base a AFIP

Nota: A partir del año 2018 la Resolución 777-2018 de la Comisión Nacional de Valores (CNV) y la Resolución 10-2018 de la Inspección General de Justicia (IGJ) establecieron el ajuste contable por inflación en el marco de la RT 6 y la NIC 29, por lo que se deflactó el componente de bienes de uso en los balances de las empresas según el índice elaborado por la Federación Argentina de Consejos Profesionales de Ciencias Económicas (FACPCE).

A nivel de ramas (cuadro 2), alimentos y bebidas tuvo una rentabilidad algo menor que el promedio industrial entre 2003 y 2007, luego se emparejó entre 2008 y 2012 y volvió a rezagarse entre 2013 y 2017. En 2018 y 2019 la tasa de rentabilidad de este sector pegó un salto fenomenal, superando el 50% promedio anual, muy por encima del promedio industrial. La devaluación real del peso benefició a esta rama que presenta una alta orientación exportadora y mínima penetración importadora (importaciones/consumo aparente), y que es relativamente poco dependiente del mercado interno.

La tasa de inversión de esta rama, por su parte, está en general por encima de la del conjunto de la industria, aunque tiene alta volatilidad. Entre 2003 y 2011 la tasa de inversión promedio anual fue del 7%, entre 2012 y 2015 dicho promedio creció hasta el 12,6% y entre 2016 y 2019 fue del 20%.

Dado que la tasa de rentabilidad es en general algo inferior que la del conjunto de la industria y lo opuesto ocurre con la tasa de inversión, la “reticencia inversora” es menor que la del total industrial. Sobre todo durante los primeros años de la posconvertibilidad la diferencia entre la tasa de rentabilidad y la tasa de inversión fue baja, pero pegó un salto hasta los 18 p.p en 2007 y se ubicó en torno a esta cifra (más allá de la alta volatilidad) hasta el año 2015. Luego cayó en 2016 y 2017 y volvió a crecer muy fuertemente (incluso por encima del total industrial) en 2018 y 2019, principalmente por el aumento de la tasa de rentabilidad, que no se tradujo de la misma manera en la tasa de inversión.

La rama de productos químicos presenta una rentabilidad estructuralmente más alta que el promedio industrial, que solo se revierte en años puntuales. Esta actividad también tuvo un aumento muy fuerte de su tasa de rentabilidad en 2018 y 2019. Su orientación exportadora es superior a la media industrial, lo que evidentemente le permitió sobrellevar la crisis cambiaria de estos años, no solo sin resignar margen de ganancia, sino aumentándolo fuertemente.

La tasa de inversión de dicha rama, en cambio, se encuentra en general por debajo de la del conjunto de la industria. La misma fue notablemente baja entre 2003 y 2013, incluso con años de desinversión significativa. Durante esta década la inversión promedio anual fue de tan solo el 1,4%. A partir del 2014 la misma aumentó, alcanzando un promedio del 11,7% hasta el año 2019, con un pico del 23% en 2018 y un mínimo del 1,2% en 2019.

En definitiva, dentro de las principales ramas manufactureras la de productos químicos es la de mayor tasa de rentabilidad y menor tasa de inversión, de lo que se desprende que es también la de mayor “reticencia inversora”. La diferencia entre ambas tasas se ubica en general por encima de los 25 p.p con guarismos muy altos incluso en los primeros años de la posconvertibilidad, y con un máximo de 49,5 p.p en el año 2019, producto de una rentabilidad extraordinaria y una inversión casi nula. La rama de productos químicos es una de las de mayor concentración de la industria (Azpiazu, 2011), lo que permite conjeturar que hay una conexión entre el tamaño de las firmas y la “reticencia inversora”, punto que analizaremos en el apartado siguiente.

La rama de metales básicos presenta una tasa de rentabilidad muy superior a la del conjunto de la industria entre 2004 y 2008, pero la tendencia se revierte a partir de 2009 y el sector presenta una tasa de rentabilidad sistemáticamente menor al promedio industrial hasta 2019. La tendencia de la misma no es creciente, sino más bien constante o incluso decreciente (con fuerte volatilidad), a contramano de lo que ocurre con el resto de la industria, y a pesar de las consideraciones metodológicas señaladas anteriormente.

Por su parte, la tasa de inversión de esta rama es en general menor a la del total de la industria, salvo en 2006 y 2007 cuando fue considerablemente mayor. Al igual que con la tasa de rentabilidad, la tendencia de la tasa de inversión es constante, en torno al 5% o incluso menos si excluimos el año 2018, cuya tasa de inversión alcanzó el 17%.

De esta manera, la “reticencia inversora” de la rama de metales básicos es relativamente más homogénea que la del resto de la industria, e incluso tiene una tendencia decreciente, principalmente por la dinámica de la tasa de rentabilidad. Con todo, el promedio anual de la “reticencia inversora” de esta rama, supera los 22,5 p.p al considerar la totalidad del periodo, por encima del promedio industrial.

La industria automotriz tiene una tasa de rentabilidad que se ubica permanentemente por debajo del promedio industrial<sup>28</sup>, con años de disminuciones drásticas: en 2009 fue apenas del 4,5%, en 2014 del 1% y en 2019 los resultados operativos fueron muy negativos, al punto que la tasa de rentabilidad fue del -18,9%. No es casualidad que estos años coincidan con años de tensiones comerciales o de

---

<sup>28</sup> Es posible que la menor rentabilidad se explique por las firmas proveedoras de menor tamaño. Distintos estudios (Garriz y Gallo, 2012; Santarcangelo y Perrone, 2012) que se enfocaron en una muestra menor de empresas y en particular en la cúpula automotriz, afirman que la rentabilidad de esta rama ha estado por encima de la media.

devaluaciones del peso, pues es uno de los sectores con mayor orientación exportadora y penetración importadora, lo que lo vuelve muy dependiente del sector externo.

Sin embargo, la tasa de inversión del sector automotriz es en promedio mayor que la del conjunto de la industria. Durante los primeros años de la posconvertibilidad dicha tasa fue relativamente baja, incluso negativa entre 2003 y 2005. Entre 2006 y 2013 creció hasta un promedio anual de casi el 10%, con un pico del 20% en 2008. Entre 2014 y 2016 la tasa de inversión pegó un salto notable, ubicándose en torno al 39%, y entre 2017 y 2019 cayó a un promedio anual del 12%, en línea con los valores del total industrial.

Al tener una rentabilidad relativamente baja y una tasa de inversión relativamente alta la industria automotriz resulta un caso único entre las principales ramas manufactureras pues prácticamente no tiene “reticencia inversora” al analizar el periodo 2003-2019 en su totalidad. Si bien hay años en los que la inversión productiva es considerablemente menor que los resultados operativos (principalmente al comienzo del periodo), los mismos se compensan con otros años en los que la inversión supera holgadamente los resultados operativos (especialmente 2014, 2016 y 2019) por lo que en el global la “reticencia inversora” promedio anual es de apenas 1,3 p.p, por mucho la más baja de todas las ramas industriales analizadas. Incluso al analizar los valores agregados entre 2003 y 2019, la inversión productiva supera al resultado operativo, por lo que no habría “reticencia inversora” en la industria automotriz. Esto se explica en buena medida por el hecho de que todas las firmas que operan el segmento terminal y una parte considerable de las autopartistas de mayor tamaño son extranjeras. Consecuentemente, la formación de capital en el sector, especialmente en las terminales, se financió con fondos externos a las propias firmas, en buena medida a través de flujos de ingreso de Inversión Extranjera Directa (IED) (Pérez Ártica, 2020). Aun así, el sector automotriz es el de mayor déficit cambiario, principalmente por el déficit comercial, pero también por déficits importantes de la balanza de servicios reales y rentas financieras (pago de patentes y royalties, remisión de utilidades e intereses, etc.). De hecho, el ingreso de capitales tiende a preceder el empeoramiento del balance cambiario del sector, en tanto hay una correlación positiva entre la entrada de capitales y el déficit externo del balance cambiario en el mediano plazo. Esto pone en duda que la salida a la “reticencia inversora”, al menos en este sector, pase por estimular la entrada de capitales extranjeros (ídem).

El resto de la industria presenta una tasa de rentabilidad creciente a lo largo del periodo, en línea con el comportamiento industrial agregado, aunque entre 2013 y 2017 dicha tasa resulta mucho mayor para “otros” que para la industria en su conjunto.

La tasa de inversión también presenta una tendencia creciente, aunque el crecimiento de la tasa de rentabilidad entre 2013 y 2017 se canaliza en un porcentaje menor hacia la inversión productiva. De esta manera, la “reticencia inversora” del resto de la industria tiene una tendencia creciente a lo largo del periodo y un salto grande en los años señalados.

**Cuadro 2. Evolución de la tasa de rentabilidad, la tasa de inversión neta fija y la “reticencia inversora” en las principales ramas de la industria argentina. 2003-2019.**

	Tasa de rentabilidad (RO/PN)						Tasa de inversión (IP/PN)						Reticencia inversora (brecha)					
	Alimentos y bebidas	Productos Químicos	Metales básicos	Automotriz	Otros	TOTAL	Alimentos y bebidas	Productos Químicos	Metales básicos	Automotriz	Otros	TOTAL	Alimentos y bebidas	Productos Químicos	Metales básicos	Automotriz	Otros	TOTAL
2003	9%	14%	20%	5%	11%	11,6%	8%	-9%	-4%	-2%	-2%	-0,5%	-1%	-23%	-24%	-7%	-12%	-12,0%
2004	10%	22%	39%	10%	17%	18,4%	9%	5%	2%	-3%	-7%	0,6%	-1%	-17%	-37%	-12%	-24%	-17,8%
2005	13%	26%	39%	17%	16%	20,1%	0%	-2%	2%	-1%	10%	3,9%	-13%	-28%	-38%	-18%	-7%	-16,2%
2006	14%	30%	41%	21%	21%	23,8%	10%	0%	10%	13%	-8%	2,0%	-4%	-29%	-31%	-8%	-29%	-21,8%
2007	21%	33%	37%	25%	26%	27,6%	2%	-3%	10%	5%	3%	3,3%	-18%	-36%	-27%	-20%	-23%	-24,3%
2008	28%	30%	35%	25%	23%	27,4%	8%	4%	9%	20%	7%	8,4%	-20%	-26%	-26%	-5%	-16%	-19,0%
2009	21%	28%	15%	4%	19%	19,3%	9%	3%	2%	10%	5%	5,7%	-12%	-25%	-14%	6%	-14%	-13,6%
2010	26%	32%	22%	22%	27%	26,4%	10%	2%	2%	3%	1%	3,7%	-16%	-30%	-21%	-19%	-26%	-22,8%
2011	26%	35%	21%	26%	29%	28,1%	6%	7%	3%	10%	6%	5,9%	-20%	-28%	-19%	-16%	-23%	-22,2%
2012	25%	29%	18%	17%	26%	24,7%	13%	7%	2%	9%	9%	8,8%	-12%	-23%	-16%	-8%	-17%	-15,9%
2013	26%	31%	24%	24%	41%	31,9%	4%	1%	4%	7%	21%	10,1%	-22%	-30%	-21%	-17%	-21%	-21,9%
2014	25%	34%	32%	1%	57%	35,7%	20%	12%	8%	40%	19%	18,3%	-4%	-22%	-24%	39%	-38%	-17,4%
2015	29%	29%	22%	34%	60%	37,9%	13%	12%	3%	39%	17%	14,9%	-16%	-17%	-20%	6%	-43%	-23,0%
2016	27%	36%	22%	11%	61%	37,3%	22%	14%	3%	39%	23%	20,4%	-6%	-22%	-19%	27%	-37%	-17,0%
2017	25%	33%	26%	15%	52%	34,3%	17%	8%	7%	12%	13%	12,6%	-8%	-25%	-19%	-3%	-39%	-21,7%
2018	56%	48%	25%	11%	35%	38,3%	28%	23%	17%	16%	15%	19,3%	-28%	-25%	-8%	4%	-20%	-19,0%
2019	47%	51%	22%	-19%	39%	34,8%	14%	1%	4%	8%	6%	7,2%	-33%	-50%	-19%	27%	-32%	-27,6%
Total 2003-2019	35%	39%	25%	7%	39%	33,2%	16%	8%	7%	16%	11%	11,7%	-19%	-30%	-18%	9%	-28%	-21,5%
Promedio 2003-2019	25%	32%	27%	15%	33%	28,1%	11%	5%	5%	13%	8%	8,5%	-14%	-27%	-22%	-1%	-25%	-19,6%

Fuente: elaboración propia en base a AFIP.

## VI.2. “Reticencia inversora” en la cúpula empresaria

Existen trabajos que marcan que los comportamientos financiarizados y en especial la “reticencia inversora” es especialmente importante en las firmas de mayor tamaño (ver sección “Antecedentes”).

Del análisis de la cúpula empresaria argentina (500 empresas no financieras de mayor facturación) surge que la industria manufacturera argentina es un sector fuertemente concentrado y extranjerizado. Alrededor del 60% del VAB industrial es generado por empresas que forman parte de la cúpula empresaria, mientras que para el conjunto de la economía ese ratio cae por debajo del 20%; y a su vez más del 65% de las empresas industriales que forman parte de la cúpula tienen al menos participación de capital extranjero.

La evolución de la tasa de inversión (formación bruta de capital fijo/VAB) y la tasa de rentabilidad (utilidades/VAB) de la cúpula empresaria argentina da cuenta de una disociación entre ambas variables, la cual es considerablemente mayor en la industria que en el resto de la economía.

La “reticencia inversora” es especialmente importante entre 2003 y 2012, producto de una tasa de ganancia relativamente alta y una tasa de inversión relativamente baja (gráfico 5), aunque la caída de la tasa de ganancia a partir de 2012 se explica en buena medida por una cuestión metodológica. A partir de dicho año la Encuesta Nacional a Grandes Empresas (ENGE) del INDEC dejó de contabilizar a las rentas distribuidas como parte de las utilidades de las empresas. El valor de las rentas netas distribuidas está disponible para el conjunto de la economía, pero no a nivel sectorial por lo que no es posible homogeneizar las series aquí presentadas. En el periodo 2012-2019, para el total de la economía, el 20,9% de las utilidades fueron distribuidas. Al considerar las rentas como parte de las utilidades de las empresas la tasa de ganancia anual del total de la economía crece en promedio unos 4,6 p.p en el periodo 2012-2019. Si bien la caída de la tasa de ganancia luego de 2012 es en general superior a dicho guarismo tanto para la industria como para el resto de la economía, este cambio metodológico explica una parte importante de la caída.

Para las empresas “no industriales” de la cúpula se observa una situación particular a partir de 2012: la inversión aumenta a medida que las ganancias caen, en una fase que además coincidió con el momento de menor crecimiento económico del periodo bajo estudio. Además de la apreciación metodológica en el cálculo de la tasa de ganancia, hay dos factores que explican este comportamiento. El primero tiene que ver con el establecimiento de restricciones cambiarias desde fines de 2011, y el segundo remite a la reestatización de la mayoría accionaria de YPF y sus empresas controladas (Schorr y Wainer, 2020).

Los controles cambiarios limitaron considerablemente la salida de capitales y favorecieron parcialmente el incremento de algunas inversiones, aunque muchas de ellas desvinculadas de las actividades principales de las firmas, y en particular de carácter financiero (idem). Es posible que el levantamiento de los controles con el Gobierno de Cambiemos explique parte de la caída en la tasa de inversión de las empresas no industriales a partir de 2016.

La expropiación del 51% del paquete accionario de YPF, por su parte, generó un cambio sustancial en la estrategia gerencial de la empresa, el cual implicó una reducción de la distribución de los dividendos y una mayor reinversión productiva de las utilidades. Dado el tamaño de la firma este cambio repercutió en la dinámica de las variables del conjunto de la cúpula empresaria. Al excluir a las compañías hidrocarburíferas la tasa de inversión del conjunto del panel prácticamente no varía entre 2012 y 2015. En este último año, YPF llegó a representar el 25% del total invertido por la cúpula (Manzanelli, 2019).

La situación del sector industrial es alarmante, pues presenta una “reticencia inversora” muy marcada, sensiblemente mayor que la del resto de la economía, que se explica por una tasa de inversión relativamente muy baja.

La tasa de ganancia de las firmas industriales de la cúpula, de hecho, es en general superior que la de las firmas no industriales. Entre 2003 y 2008 la diferencia es especialmente marcada a favor del sector industrial en un contexto de crecimiento generalizado de la tasa de ganancia. Entre 2009 y 2014 la relación se revierte a favor de las firmas no industriales, aunque solo en 2009 y 2010 la diferencia es considerable. Entre 2015 y 2019 la tasa de ganancia industrial vuelve a superar la del resto de la economía. En 2018 y 2019 las ganancias de las firmas industriales experimentaron un salto importante, el cual se explica centralmente por la fuerte devaluación del peso en dichos años. Muchas empresas tenían activos en moneda extranjera por lo que se vieron beneficiadas por el salto cambiario. Además las empresas de la cúpula empresaria tienen una fuerte orientación exportadora. Las exportaciones de las empresas industriales que forman parte de la cúpula explican, en general, más del 90% de las exportaciones industriales totales.

Si bien la industria en su conjunto es un sector estructuralmente deficitario en términos de comercio exterior, las empresas que forman parte de la cúpula empresaria son fuertemente superavitarias, aunque dicho saldo se explica casi exclusivamente por las firmas de la rama de alimentos y bebidas.

La diferencia intrínseca entre las grandes empresas industriales que forman parte de la cúpula empresaria y las Pymes industriales se evidencia en el salto que pegó el porcentaje del VAB industrial que explican las empresas de la cúpula. Entre 2004 y 2017 dicho porcentaje estuvo en torno al 59%, con un mínimo del 56% en 2006 y un máximo del 62% en 2014. En 2018 las empresas industriales de la cúpula pasaron a explicar el 71,4% del VAB industrial, y el 69,7% en 2019. Las grandes empresas industriales tienen

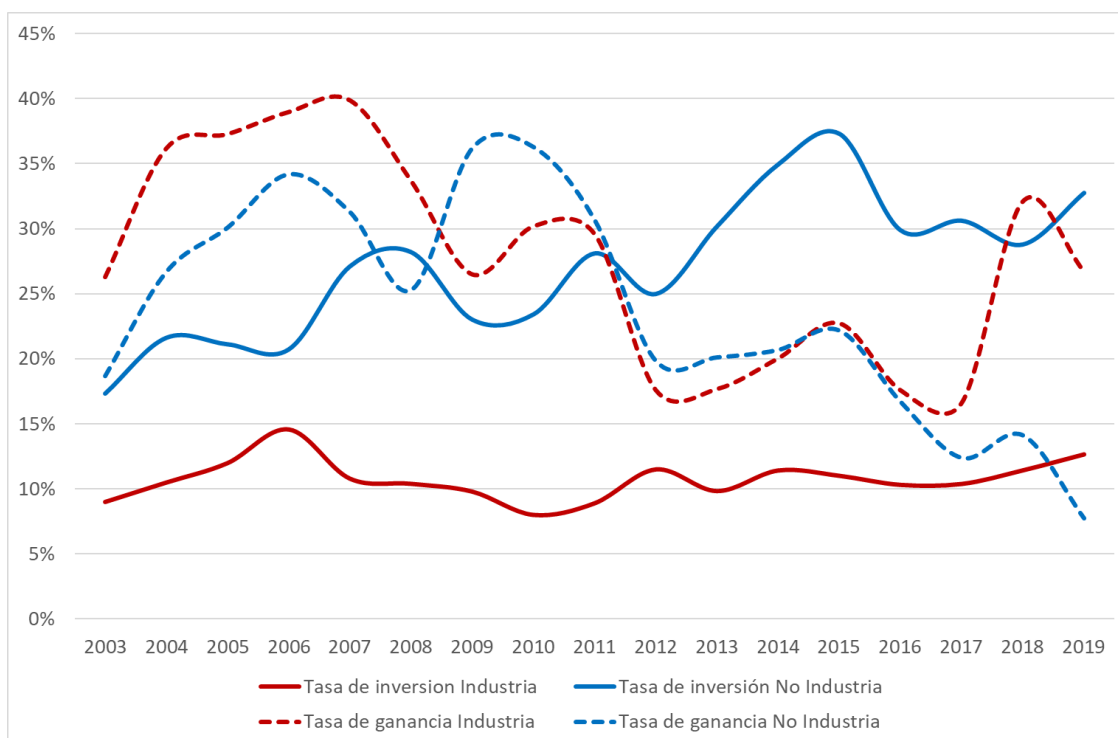
una orientación exportadora relativamente alta y dependen relativamente poco del mercado interno. El desplome del salario real y del mercado interno que generó el esquema macroeconómico de valorización financiera durante los años del gobierno de Cambiemos no afectó negativamente a las empresas industriales de la cúpula, que incluso lograron aumentar su tasa de ganancia. Las Pymes industriales, en cambio, sufrieron fuertemente las consecuencias de dicho modelo, al punto que entre 2015 y 2019 cerraron más de 4.500 empresas industriales, el 8,2% del total existente en 2015 (Scheingart y Tavošnanska, 2021).

Por otro lado, la tasa de inversión de las empresas industriales de la cúpula empresaria es estructuralmente más baja que la de aquellas que operan en otros sectores. La misma se ubica en torno al 10%, y más allá de una tendencia levemente creciente en los primeros años de la posconvertibilidad, se mantiene prácticamente inalterada a lo largo de todo el periodo bajo estudio, independientemente de las fluctuaciones en la tasa de ganancia.

La disociación entre la tasa de ganancia y la de inversión de las empresas industriales de la cúpula invita a repensar ciertos aspectos de la promoción industrial, en particular aquellos beneficios que el Estado otorga para promover inversiones. Como se observa, la falta de inversión no se debe al estrangulamiento de la tasa de ganancia. Ciertas inversiones que se realizan con fondos públicos se hubieran realizado de todas formas y por lo tanto dichos beneficios terminan aumentando la masa de ganancias de las grandes empresas y no la inversión (Manzanelli y Schorr, 2012).



**Gráfico 5. Evolución de la tasa de inversión (formación bruta de capital fijo/valor agregado bruto) y la tasa de rentabilidad (utilidades/valor agregado bruto) de las 500 empresas de mayor tamaño. En porcentajes.**



Fuente: elaboración propia en base a la ENGE-INDEC y Manzanelli (2015).

Nota: A partir de 2012 se realizaron cambios metodológicos en la ENGE que implicaron un descenso en el nivel de utilidades al no considerar como parte de las mismas a las rentas distribuidas.

De esta manera, al tener una tasa de ganancia en general más alta y una tasa de inversión estructuralmente más baja las empresas industriales de la cúpula presentan una “reticencia inversora” mucho mayor que sus pares no industriales. A grandes rasgos se pueden marcar cuatro etapas, asociadas directamente a la dinámica de la tasa de ganancia, pues la tasa de inversión varió relativamente poco.

Entre 2003 y 2007 la tasa de ganancia de las empresas industriales de la cúpula creció muy fuertemente por la nueva estructura de precios relativos (sobre todo por la caída de los costos laborales), la mayor utilización de la capacidad instalada y el consiguiente aumento de la productividad, la reactivación del mercado interno y un escenario internacional favorable (Manzanelli, 2011). Sin embargo, las mayores ganancias se tradujeron solo parcialmente a la tasa de inversión, la cual creció menos. Por lo tanto, la “reticencia inversora” (diferencia entre ambas tasas) pasó de 17,3 p.p en 2003 a 29,1 p.p en 2006, promediando los 24,4 p.p en el periodo.

Entre 2008 y 2011 tanto la tasa de ganancia como la de inversión cayeron, pero la caída de la primera fue más pronunciada que la de la segunda. Por ende, la “reticencia inversora” tuvo una tendencia decreciente, promediando los 20,7 p.p en estos años.

El análisis de los años subsiguientes queda sesgado por el cambio metodológico en el cálculo de las utilidades de las firmas, que genera una caída importante de la tasa de ganancia. Así, entre 2012 y 2017 la “reticencia inversora” fue de “apenas” 8 p.p por año.

En 2018 y 2019 dicha variable volvió a aumentar por el aumento de la tasa de ganancia que hubo en estos años, en buena medida ligada a la devaluación del peso, como marcamos anteriormente. Así el promedio de la “reticencia inversora” en estos dos años fue de 17,4 p.p.

Estos resultados no son directamente comparables con los presentados al comienzo de la sección III para el conjunto de la industria argentina, pues fueron construidos de manera distinta, en base a fuentes diferentes. Por eso afirmar que la “reticencia inversora” de la industria argentina se debe exclusivamente al comportamiento de las grandes firmas sería arriesgado. Sin embargo, sí podemos afirmar que las firmas industriales que forman parte de la cúpula empresaria tienen una marcada “reticencia inversora”, incluso muy superior que la de sus pares no industriales. Asimismo, teniendo en cuenta que entre el 60% y el 70% del VAB industrial corresponde a las firmas de la cúpula podemos afirmar que buena parte de la “reticencia inversora” de la industria argentina se explica por el comportamiento de las firmas de mayor tamaño.

En líneas generales, y más allá de los reparos metodológicos, el análisis precedente permite afirmar que la falta de inversión productiva de la industria argentina no se deriva de la falta de ahorro o del estrangulamiento de la tasa de ganancia. La misma supera de manera sistemática, salvo casos muy puntuales, a la tasa de inversión. Por eso, cabe preguntarse adónde destina la industria los recursos que no son canalizados hacia la inversión productiva.

## **VII. Usos del excedente de la industria manufacturera**

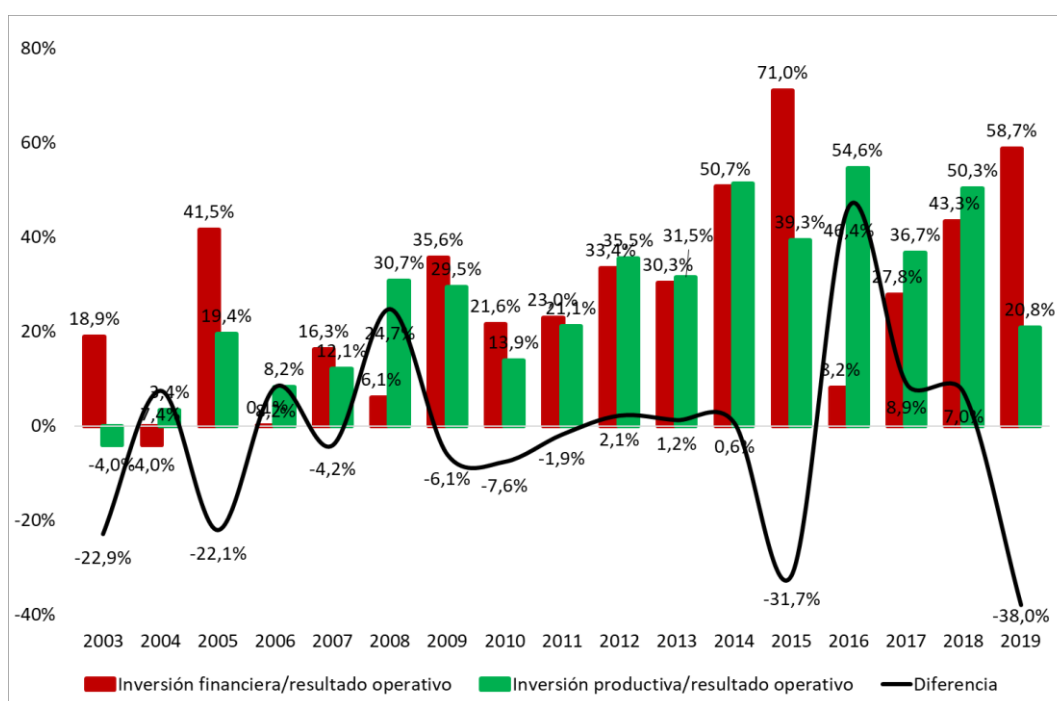
### **VII. 1 Inversión productiva y financiera**

El objetivo del capital es acumularse en escala ampliada. Para ello la plusvalía generada en el proceso productivo es reinvertida, lo que permite generar mayor valor y obtener mayor plusvalía en el periodo siguiente. Si el excedente no es reinvertido la escala

de acumulación no aumenta. En un momento determinado la canalización del excedente hacia el sistema financiero puede ser más rentable para el capitalista que reinvertirlo de manera productiva. Sin embargo, si esto se torna una práctica generalizada y sostenida en el tiempo la capacidad de generar valor, o sea la capacidad productiva real de la economía se estanca, con consecuencias negativas sobre el nivel de empleo, producción, etc.

Durante el período 2003-2019 la inversión financiera superó a la inversión productiva de la industria manufacturera (gráfico 6)<sup>29</sup>. Más allá de las variaciones a lo largo del periodo, en el promedio anual las empresas industriales destinaron el 28,4% de sus resultados operativos a inversiones financieras y el 26,7% a inversiones productivas. Al analizar el total del periodo, la diferencia es aún mayor: el 40,5% del resultado operativo se destinó a inversiones financieras, mientras que el 35,3% se destinó a inversión productiva, otra forma de ver la “reticencia inversora” analizada en la sección previa. Resulta alarmante que la industria manufacturera, una actividad productiva por definición, destine más recursos a inversiones financieras que productivas.

**Gráfico 6. Evolución del peso de la inversión productiva y la inversión financiera en el resultado operativo de la industria argentina, y diferencia entre ambas. 2003-2019. En porcentajes y puntos porcentuales.**



Fuente: elaboración propia en base a AFIP.

<sup>29</sup> Para las precisiones sobre los componentes de la variable “inversión financiera” ver la sección “Metodología de investigación”.

Entre 2003 y 2011 la inversión financiera superó a la inversión productiva en prácticamente todo el periodo. Solo en 2004, 2006 y especialmente en 2008 la inversión productiva fue mayor que la financiera.

Entre 2012 y 2014 la inversión productiva fue levemente superior que la financiera, pero en 2015 la diferencia fue de casi 32 p.p a favor de ésta última. Es posible que las trabas a la remisión de utilidades expliquen, en parte, esta dinámica. Entre 2003 y 2011 el coeficiente de remisión de utilidades por parte del capital extranjero radicado en el país promedió el 70%; de allí en más declinó en forma pronunciada hasta alcanzar menos del 3% en 2015 (Schorr y Wainer, 2020). Las utilidades que no fueron remitidas entre 2012 y 2015 se habrían destinado en parte a inversión productiva y en parte a inversión financiera, dado que ambas variables pegan un salto en dicho año. En 2015, la inversión productiva cayó y la financiera creció exponencialmente, hasta alcanzar el 71% de los resultados operativos. Es posible que este salto se explique en parte por distintas maniobras financieras para eludir los controles cambiarios y la prohibición a la remisión de utilidades vigentes en un escenario de incertidumbre económica y política.

Entre 2016 y 2019 la inversión productiva en relación a los resultados operativos tuvo una dinámica de serrucho con valores relativamente altos en 2016 y 2018, y caídas en 2017 y 2019. La inversión financiera, por su parte tuvo una tendencia marcadamente creciente en la etapa. La misma parte de un valor relativamente bajo (8% de los resultados operativos), en parte producto de la alta base de comparación del año 2015 por la compra de activos financieros por parte de las empresas que buscaban eludir los controles cambiarios y a la remisión de utilidades, y terminó alcanzando el 59% de los resultados operativos en el año 2019. Es posible que en los años en lo que hubo saltos cambiarios, como 2018 y 2019, la inversión financiera esté sobreestimada por una cuestión contable. Los activos financieros denominados en divisas son valuados en pesos en las declaraciones juradas de las sociedades, para lo cual son multiplicados por el tipo de cambio vigente al momento de presentar dicha declaración. Así, el aumento del tipo de cambio genera un aumento en la tenencia de activos financieros valuados en pesos, que no se debe a nueva inversión financiera.

A nivel de ramas (cuadro 3), al considerar las de mayor tamaño, alimentos y bebidas resulta una de las de mayor inversión productiva, pero también financiera: en el periodo 2003-2019 el 46,4% de los resultados operativos fue invertido de manera productiva y el 48,7% de manera financiera. Si bien no es posible encontrar una tendencia clara en

relación a la inversión productiva, la misma fue en general más alta entre 2003 y 2006 (con la excepción del año 2005, en el cual hubo desinversión<sup>30</sup>). Entre 2007 y 2013 dicha variable fue muy volátil pero con un promedio de 31% anual, menor al del conjunto de la serie, entre 2014 y 2016 tuvo un aumento fuerte y luego una tendencia decreciente hasta el año 2019. Por su parte, la inversión financiera, tuvo un comportamiento similar a la productiva entre 2003 y 2005 (muy alta en 2003 y 2004 y desinversión en 2005) y luego una tendencia creciente con menor volatilidad que la productiva entre 2006 y 2019.

Por otro lado, la rama de productos químicos es la de menor inversión productiva y financiera, entre las grandes ramas consideradas. Entre 2003 y 2019 invirtió el 22% de sus resultados operativos de manera productiva y el 21,9% de forma financiera. La inversión productiva resultó especialmente baja entre 2003 y 2007, incluso fue negativa en 2003, 2005 y 2007<sup>31</sup>. Entre 2008 y 2013 fue relativamente baja (13% promedio anual) y entre 2014 y 2019 relativamente alta (32% promedio anual), aun considerando el año 2019 en el cual la inversión productiva fue de apenas del 2%. Por su parte, la inversión financiera de esta rama fue relativamente estable entre 20003 y 2012, promediando un 15% anual. Entre 2013 y 2016 el comportamiento fue errático: desinversión en 2013, un salto fuerte hasta el 50% en 2014 y 2015, y nuevamente desinversión en 2016. Entre 2017 y 2019 la inversión financiera de esta rama también presentó una tendencia creciente.

La rama de metales básicos tiene un comportamiento muy financiarizado en tanto la inversión financiera superó largamente a la productiva entre 2003 y 2019: 57,7% y 26,4% de los resultados operativos, respectivamente. La inversión productiva tuvo una volatilidad relativamente baja, más allá de un mínimo de -22% en 2003 y un máximo de 68% en 2018. La inversión financiera, en cambio, fue mucho más volátil, aunque en general superó a la inversión productiva. Entre 2003 y 2008 la misma fue relativamente baja, incluso negativa en 2003 y 2008. Entre 2009 y 2019 creció considerablemente, aunque con una volatilidad muy alta. Los años de mayor inversión financiera fueron 2009, 2015, 2018 y 2019. En este último la inversión financiera alcanzó el 96% de los resultados operativos.

---

<sup>30</sup> Todos los casos en los que el ratio “inversión/resultados operativos” resulta negativo se deben a un proceso de desinversión, pues los resultados operativos son siempre positivos. La única excepción es el sector automotriz en 2019, pues la inversión fue positiva y el resultado operativo negativo.

<sup>31</sup> En 2003 el ratio “inversión productiva/resultado operativo” fue de -60%, pero esto se debe especialmente por resultados operativos relativamente bajos en este año, pues en términos absolutos la desinversión fue más alta en 2005 y 2007, aunque dicho ratio sea considerablemente menos negativo.

La rama automotriz presenta un comportamiento singular, pues hay escasa relación entre el resultado operativo y la dinámica de la inversión, tanto financiera como productiva. De hecho, ambas variables superaron con creces a los resultados operativos: entre 2003 y 2019 la inversión productiva fue del 233,3% de los resultados operativos y la financiera del 263,2%. Las razones de este comportamiento de la inversión productiva fueron esbozadas en la sección III: por un lado, una tasa de rentabilidad relativamente baja y por el otro una fuerte extranjerización. Por eso, la inversión productiva se financió primordialmente a partir de la IED. Ahora bien, así como la inversión productiva excedió a los resultados operativos y permite afirmar que en este caso no hay “reticencia inversora”, lo propio ocurre con la inversión financiera, que de hecho supera a la productiva. Resulta complejo extraer una tendencia en relación a la inversión financiera, pues tuvo un comportamiento muy volátil a lo largo del periodo 2003-2019. Los años de mayor inversión financiera, en relación a los resultados operativos fueron 2003, 2005, 2009, 2014<sup>32</sup>, 2015 y 2018, en todos los casos por encima del 100%. En cambio, en 2006, 2008 y 2016 esta rama presentó desinversión financiera<sup>33</sup>.

En el resto de la industria (“otros”) también hay un comportamiento financierizado, en tanto los recursos destinados a inversión financiera en relación a los resultados operativos entre 2003 y 2019 (29,8%) superaron a los destinados a inversión productiva (27,9%). Entre 2003 y 2006 hubo un proceso de desinversión productiva, pues a excepción del año 2005 la inversión productiva fue negativa. Entre 2007 y 2019 la inversión productiva fue relativamente estable, promediando un 28% de los resultados operativos, con un mínimo del 3% en 2010 y un máximo del 50% en 2018. La dinámica de la inversión financiera fue similar a la productiva. Entre 2003 y 2006 también hubo un proceso de desinversión financiera, con la excepción del año 2005 en el que la inversión financiera fue del 86% de los resultados operativos. Entre 2007 y 2019 el promedio de la inversión financiera en relación a los resultados operativos fue del 28%, al igual que la inversión productiva, aunque con desvíos relativamente menores: el año de menor inversión financiera fue el 2007 con un 13% y el de mayor inversión financiera el 2015 con un 52%.

---

<sup>32</sup> En 2014 los resultados operativos de la industria automotriz fueron muy pequeños, lo que explica el salto de la inversión (tanto productiva como financiera) en relación a esta variable.

<sup>33</sup> No así en 2019, año en el cual el signo negativo del ratio “inversión financiera/resultados operativos” se explica por el valor negativo de los resultados operativos, y no por un proceso de desinversión. De hecho, la inversión financiera fue alta en este año.

**Cuadro 3. Evolución del peso de la inversión productiva y la inversión financiera en el resultado operativo de la industria argentina, por ramas. 2003-2019.**

	Inversión productiva/resultado operativo						Inversión financiera/resultado operativo					
	Alimentos y bebidas	Productos Químicos	Metales básicos	Automotriz	Otros	TOTAL	Alimentos y bebidas	Productos Químicos	Metales básicos	Automotriz	Otros	TOTAL
2003	87%	-60%	-22%	-41%	-14%	-4,0%	87%	27%	-10%	116%	-15%	18,9%
2004	88%	22%	5%	-27%	-39%	3,4%	56%	14%	25%	52%	-66%	-4,0%
2005	-3%	-7%	4%	-8%	59%	19,4%	-25%	14%	26%	111%	86%	41,5%
2006	69%	2%	25%	62%	-37%	8,2%	23%	16%	45%	-40%	-46%	0,1%
2007	12%	-9%	28%	20%	13%	12,1%	19%	12%	8%	60%	13%	16,3%
2008	29%	14%	26%	82%	32%	30,7%	19%	4%	-6%	-34%	15%	6,1%
2009	44%	11%	12%	227%	26%	29,5%	19%	24%	68%	150%	38%	35,6%
2010	38%	6%	8%	14%	3%	13,9%	36%	3%	22%	33%	19%	21,6%
2011	23%	19%	12%	39%	20%	21,1%	29%	12%	13%	49%	23%	23,0%
2012	52%	22%	9%	53%	35%	35,5%	46%	24%	30%	58%	28%	33,4%
2013	16%	3%	14%	30%	50%	31,5%	28%	-22%	47%	82%	35%	30,3%
2014	82%	36%	24%	4082%	33%	51,3%	52%	49%	28%	7015%	29%	50,7%
2015	46%	41%	12%	116%	29%	39,3%	51%	50%	83%	292%	52%	71,0%
2016	80%	38%	16%	336%	38%	54,6%	45%	-18%	43%	-512%	20%	8,2%
2017	69%	25%	26%	80%	25%	36,7%	43%	16%	22%	69%	22%	27,8%
2018	50%	48%	68%	139%	42%	50,3%	51%	22%	88%	124%	30%	43,3%
2019	30%	2%	16%	-45%	17%	20,8%	59%	35%	96%	-177%	37%	58,7%
Total 2003-2019	46%	22%	26%	233%	28%	35,3%	49%	22%	58%	263%	30%	40,5%
Prom. 2003-2019	48%	13%	17%	304%	20%	26,7%	38%	17%	37%	438%	19%	28,4%

Fuente: elaboración propia en base a AFIP.

En definitiva, la hipótesis de que la inversión financiera impacta negativamente en la inversión productiva no se corrobora en los datos, pues no se observa una clara correlación negativa entre ambas variables. Incluso en muchos casos su comportamiento es similar: aumentan o disminuyen de manera conjunta. Esto no significa que la inversión financiera estimule la productiva, simplemente que no hay una correlación marcada entre ambas. Esto es así porque salvo en casos puntuales, la suma de la inversión productiva y la financiera es considerablemente menor a los resultados operativos, es decir que buena parte de las ganancias de las empresas no se destina ni a la ampliación del capital productivo, ni a la adquisición de activos financieros. Los fondos destinados a la inversión financiera naturalmente dejan de estar disponibles para la inversión productiva, pero como existen otros usos dados a los fondos de las firmas, el ajuste en la inversión productiva y/o financiera puede darse a costa de esos otros usos. En este sentido, resulta importante estudiar la dinámica de otros usos dados al excedente, en particular el de la fuga de capitales, entendida en un sentido amplio. Esta variable resulta importante por su volumen y por corresponder a lo que podríamos considerar “comportamiento financierizado”.

## VII.2. Excedente y fuga de capitales

Más allá de la inversión financiera, uno de los usos financiarizados dados al excedente es la fuga de capitales, entendida en un sentido amplio. El punto en común que tienen las distintas prácticas que aquí consideramos como fuga de capitales es la dolarización (o la transformación de pesos a otras divisas) del excedente. Por eso incluimos a la formación de activos externos (FAE), los precios de transferencia (subfacturación de exportaciones y sobrefacturación de importaciones) y la remisión de utilidades y dividendos, aunque cada una de estas prácticas tiene características distintas en términos de su registro, la metodología para su estimación y su permanencia en el sistema financiero doméstico.

La FAE refiere a la compra de divisas en el mercado de cambios, por parte de las empresas industriales con fines de atesoramiento independientemente de si esas divisas son depositadas en el exterior o mantenidas en el sistema financiero doméstico.

La subfacturación de exportaciones y la sobrefacturación de importaciones son prácticas realizadas principalmente para la elusión fiscal. La subfacturación de exportaciones implica que los dólares que surgen de la diferencia entre el valor real de las exportaciones y el que es facturado queden por fuera de todo registro, por lo tanto, esos dólares no son liquidados, ni pagan derechos de exportación. La sobrefacturación de importaciones, en cambio, sirve para blanquear dinero adquirido de forma ilegal, y en momentos en los que hay restricciones a la compra de divisas, permite adquirir una mayor cantidad de dólares de la que correspondería por ley, o a hacerlo de manera más barata cuando existe una brecha entre la cotización formal del dólar y las paralelas (MEP, contado con liquidación, *blue*, etc.). En este caso, la motivación para la elusión fiscal es menor que en el caso de la subfacturación de exportaciones porque si bien permite reducir la ganancia declarada en el país y aumentarla en otra jurisdicción que opera como guarida fiscal, al aumentar el valor declarado de importación aumenta el monto a pagar por aranceles (en caso de existir). De cualquier forma, ambas maniobras (subfacturación de exportaciones y sobrefacturación de importaciones) agravan la restricción externa.

La remisión de utilidades y dividendos, por su parte, corresponde a ganancias generadas en la economía argentina, por lo tanto en general nominadas en pesos, que luego son cambiadas a dólares y girados a la casa matriz en el exterior, por lo que dichos dólares se van del sistema financiero doméstico.



La fuga de capitales no solo resulta muy superior a la inversión productiva, sino que en general es superior a los resultados operativos (gráfico 7). Más allá de algunas consideraciones metodológicas<sup>34</sup>, esto da cuenta por un lado de que la fuga de capitales de la industria argentina es muy alta, y por otro genera sospechas sobre el valor de los resultados declarados por las empresas. De hecho, las maniobras de precios de transferencia están motivadas para generar una subdeclaración de las ganancias de las empresas: la sobrefacturación de importaciones infla sus costos, mientras que la subfacturación de exportaciones achica sus ingresos. Considerando que los precios de transferencia son el componente más importante de los que aquí consideramos fuga, y que además tienen este efecto sobre el resultado operativo de las empresas esto explica que la fuga supere al resultado operativo agregado en varias ocasiones<sup>35</sup>.

Al excluir los precios de transferencia, la fuga (FAE y remisión de utilidades) entre 2003 y 2019 representó el 29,3% de los resultados operativos. Entre 2003 y 2011 promedió el 39%, con un máximo del 58% en 2009. Entre 2012 y 2015, con las distintas regulaciones el promedio cayó al 3% anual y creció nuevamente entre 2015 y 2019, con un promedio anual de fuga del 45% de los resultados operativos.

Ahora, si consideramos a los precios de transferencia en el análisis, el 95,5% de los resultados operativos entre 2003 y 2019 se fugó. Entre 2003 y 2009 la fuga de capitales en relación a los resultados operativos fue muy alta, en promedio del 116%, mientras que la inversión productiva en relación a los resultados operativos fue muy baja, en promedio del 14%. Por lo tanto, durante este periodo la diferencia entre la fuga y la inversión productiva de la industria en relación a los resultados operativos fue máxima, en promedio de 102 p.p por año.

---

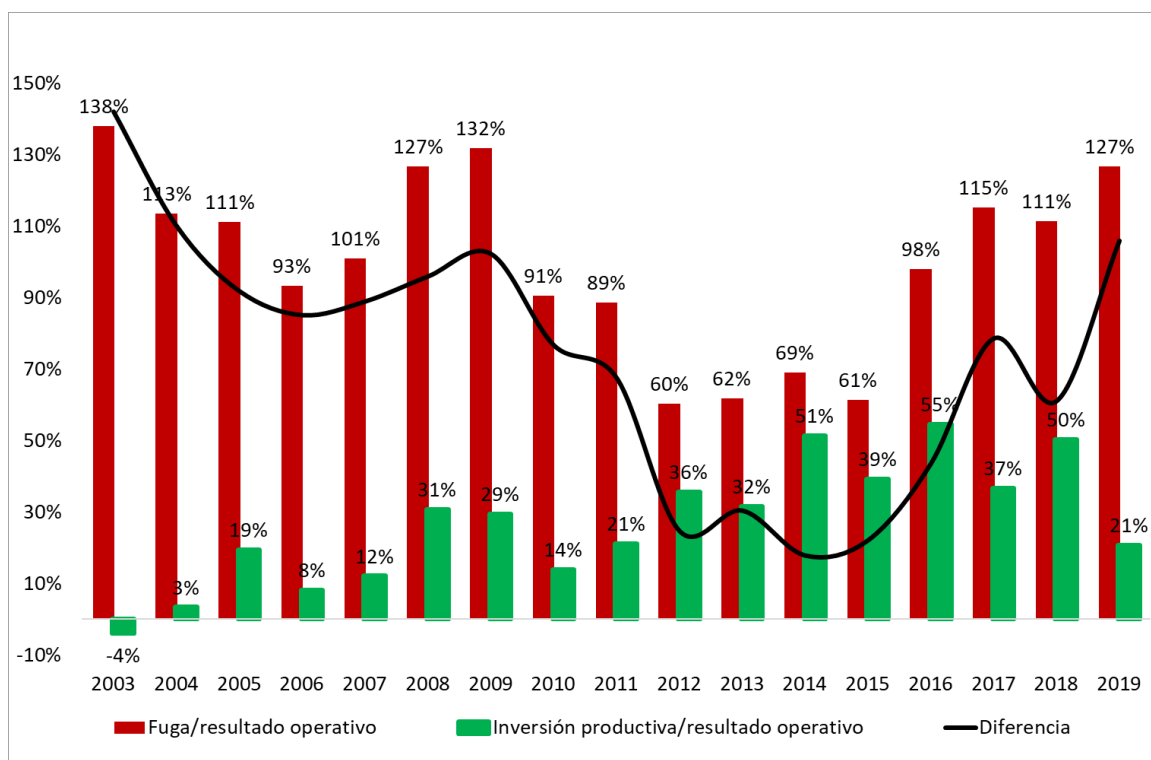
<sup>34</sup> La fuente de datos del resultado operativo y de la fuga son distintas y no directamente comparables. El resultado operativo es construido en base a información de AFIP (todas las empresas registradas), mientras que la fuga de capitales es construida en base a información del BCRA (FAE y remisión de utilidades) y de aduana (precios de transferencia). Las empresas que compran dólares, remiten utilidades, exportan y/o importan deben estar registradas en la AFIP, por ende el universo de empresas consideradas no difiere sustancialmente, pero la estimación de los precios de transferencia tiene límites metodológicos (ver sección correspondiente) que deben considerarse a la hora de interpretar los resultados.

<sup>35</sup> El nivel de incumplimiento tributario de la Argentina es muy grande. Si bien no abundan los estudios al respecto hay consenso entre los especialistas fiscales en que el incumplimiento tributario (incluidas las cargas previsionales) en todos los niveles de gobierno oscilaba el 40% en promedio previo al fortalecimiento de la AFIP en las últimas décadas, y luego se habría reducido al 30% (equivalente al 13% del PBI) (Gaggero, Rua y Gaggero, 2015).

Entre 2010 y 2015 la fuga en relación a los resultados operativos fue relativamente baja. Si bien el promedio anual en este periodo fue del 72%, lo cual es un valor muy alto, en relación al resto de la serie es un valor considerablemente menor. En 2010 y 2011 el descenso se debe principalmente a que el aumento de los resultados operativos fue superior al de la fuga, mientras que entre 2012 y 2015 la caída de la ratio “fuga/resultados operativos” se debe a una disminución de la fuga producto de los controles vigentes en esta etapa. Paralelamente, entre 2010 y 2015 la relación entre la inversión productiva y los resultados operativos tuvo una tendencia creciente, arrojando un promedio del 32% anual. Así la diferencia entre la fuga y la inversión productiva en relación a los resultados operativos fue relativamente menor en estos años, con un promedio anual de 40 p.p.

Entre 2016 y 2019, como consecuencia del levantamiento de las restricciones cambiarias, el ratio “fuga/resultados operativos” tuvo un crecimiento importante, con un promedio anual del 113%. La inversión productiva, en cambio, tuvo un comportamiento errático, aunque el promedio anual fue relativamente alto: 41% de los resultados operativos. De esta manera, la diferencia entre la fuga y la inversión productiva en relación a los resultados operativos tuvo un salto importante en relación a los años previos, con un promedio anual de 72 p.p. Además, dicha variable tuvo una tendencia creciente al interior de este periodo, al punto que en el año 2019 la diferencia fue de 106 p.p

**Gráfico 7. Evolución de la fuga de capitales y de la inversión productiva como porcentaje del resultado operativo de la industria argentina, y diferencia entre ambas. 2003-2019.**

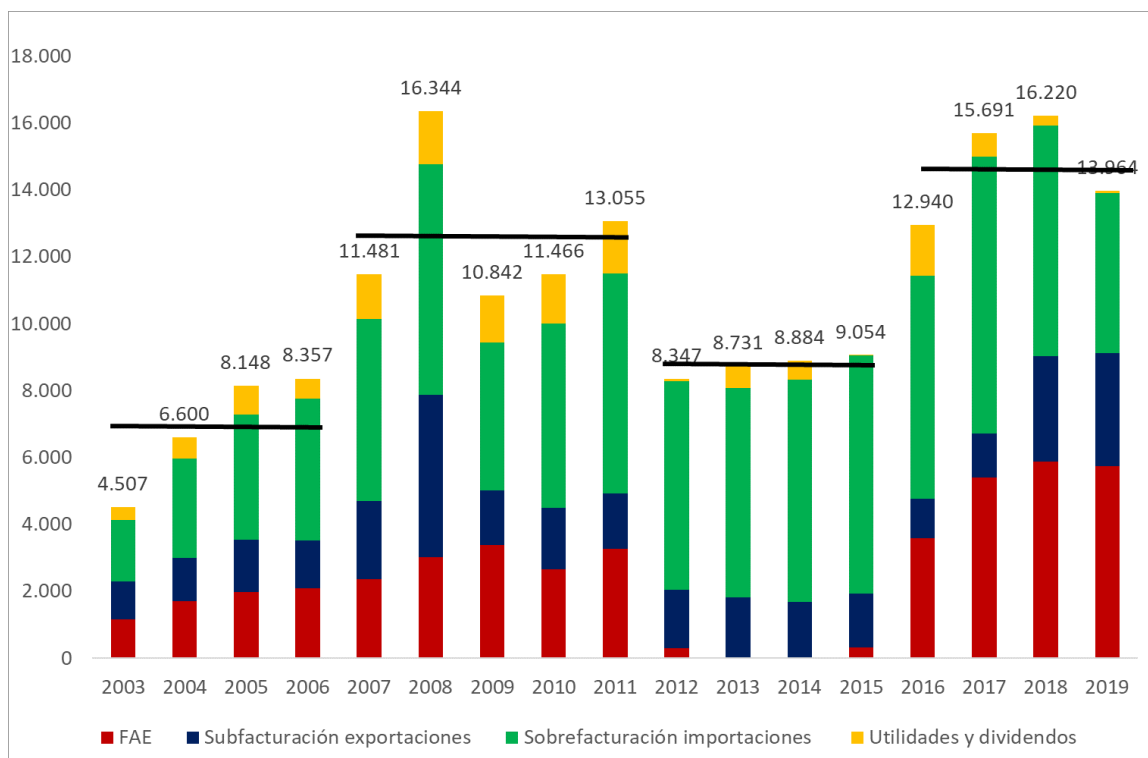


Fuente: elaboración propia en base a AFIP, BCRA y Comtrade.

Nota: los resultados operativos fueron pasados a dólares al tipo de cambio promedio de cada año.

En términos absolutos, podríamos dividir la dinámica de la fuga de capitales agregada de la industria argentina en cuatro períodos: 2003-2006, 2007-2011, 2012-2015 y 2016-2019, en línea con lo que ocurrió en la economía en su conjunto (gráfico 8). Entre 2003 y 2006 la fuga de la industria fue relativamente baja, promediando unos 6.903 millones de dólares anuales. Entre 2007 y 2011 subió considerablemente, con un pico en el año 2008. Durante estos años promedió 12.637 millones de dólares anuales. Entre 2012 y 2015 cayó, pero esto se debió exclusivamente a los controles cambiarios y a la remisión de utilidades, pues los precios de transferencia permanecieron muy altos. En estos años el promedio fue de 8.754 millones de dólares. Entre 2016 y 2019, al levantarse dichas restricciones la FAE y la remisión volvieron a crecer y la fuga agregada promedió 14.704 millones de dólares anuales.

**Gráfico 8. Evolución de los distintos componentes de la fuga de capitales de la industria argentina. Millones de dólares. 2003-2019.**



Fuente: elaboración propia en base a AFIP, BCRA y Comtrade.

### VII.2.1. La formación de activos externos (FAE)

La FAE de la industria argentina es considerable. Más allá de que en líneas generales sigue la dinámica de la FAE del conjunto de la economía hay algunos años con comportamiento particular. Durante 2003 y 2006, si bien los valores son relativamente bajos al compararlo con el resto de la serie, se tornan muy altos si lo comparamos con la FAE del conjunto de la economía. En estos años explicó el 82% de la FAE total, incluso orilló los 2 mil millones de dólares en 2005, año en el que la FAE total fue negativa, es decir hubo repatriación de capitales al considerar la economía en su conjunto. Entre 2007 y 2011, en cambio representó una quinta parte de la FAE total. Durante 2012 y 2015 prácticamente no hubo FAE de la industria argentina, producto de las restricciones a la compra de dólares. Pero pese a dichas restricciones otros actores de la economía continuaron con la compra de dólares para atesoramiento por lo que la FAE de la industria apenas explica un 4% de la FAE total en estos años. Entre 2016 y 2019 creció de manera exponencial, en línea con lo que ocurrió en el conjunto de la economía y dio cuenta del 24% de la FAE total.

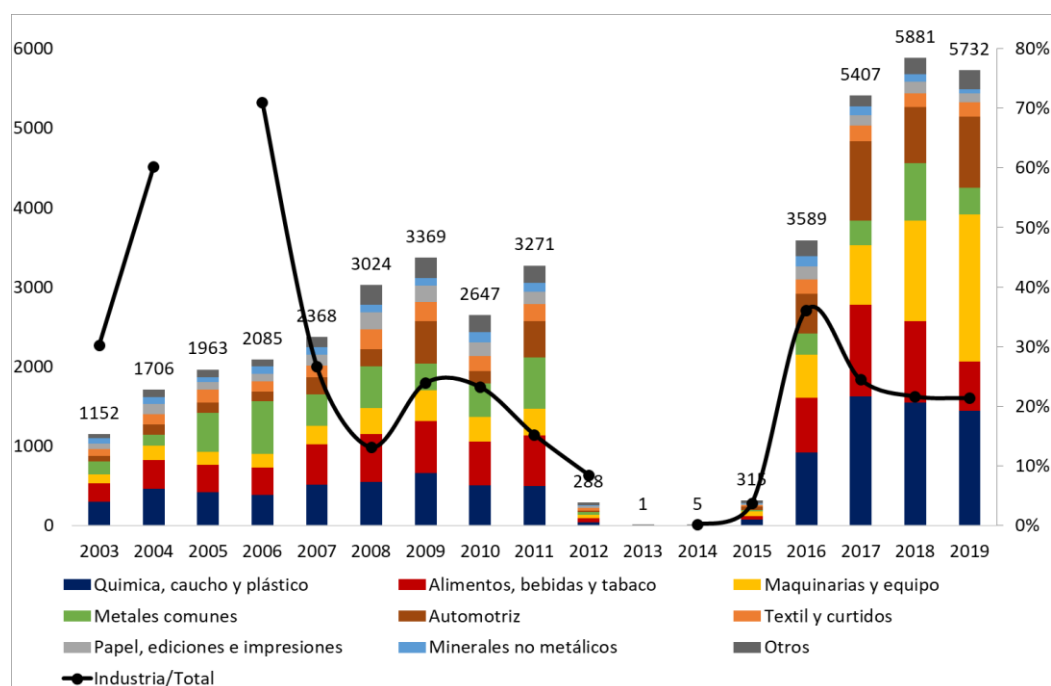
A nivel desagregado por ramas (gráfico 9), entre 2003 y 2019 la industria química, junto a las de caucho y plástico (CIU 24 y 25) explicaron un 23% de la FAE industrial total, que ascendió a los 42.805 millones. Este guarismo es superior incluso al de la rama de alimentos y bebidas, por mucho la de mayor facturación y exportaciones. Dicha rama, junto a la de tabaco (CIU 15 y 16) dieron cuenta del 18% de la FAE total industrial.

Los bienes de capital (CIU 29, 30, 31, 32 y 33) explicaron un 16% de la FAE industrial durante el periodo analizado, con un crecimiento muy notable entre 2015 y 2019, especialmente en 2018 y 2019. En este bienio la FAE de las ramas de bienes de capital superó incluso la de las industrias química, de caucho y plástico, que como mencionamos fueron las de mayor FAE al considerar el periodo 2003-2019.

Las ramas de metales comunes y los productos elaborados de metal (CIU 27 y 28) explicaron el 13% de la FAE industrial y la automotriz y de transporte (CIU 34 y 35) el 12%.

De manera conjunta todas las actividades mencionadas explican el 82% de la FAE industrial total, de manera que la concentración en términos de facturación se evidencia también en la FAE. El resto de las ramas (textil, papel, minerales no metálicos, etc.) tienen una participación mucho menor.

**Gráfico 9. Evolución de la formación de activos externos (FAE) de la industria argentina por rama. Millones de dólares y como porcentaje de la FAE de total de la economía (eje derecho). 2003-2019.**



Fuente: elaboración propia en base al BCRA.

Nota: los años 2005 y 2013 fueron obviados en la serie del porcentaje de la FAE industrial sobre la FAE total de la economía porque ésta última fue negativa en dichos años.

Pero la concentración de la FAE no se da solamente a nivel de ramas, sino también a nivel de empresas. Entre diciembre de 2015 y noviembre de 2019 el 1% de las mayores empresas compradoras netas de la industria manufacturera<sup>36</sup> (156 firmas) demandó el 81,1% de los dólares demandados por empresas, y dicho guarismo asciende al 92,9% de los montos totales al considerar el 10% de las mayores empresas compradoras netas (1.565) (cuadro 4). Dichos porcentajes son muy similares al considerar al conjunto del “sector real”<sup>37</sup> (cuadro A.1 del anexo estadístico).

<sup>36</sup> El nivel de desagregación del BCRA permite identificar las siguientes ramas industriales: “Alimentos, Bebidas y Tabaco”, “Industria Automotriz”, “Industria de Papel, Ediciones e impresiones”, “Industria Química, Caucho y Plástico”, “Industria Textil y Curtidos”, “Maquinaria y Equipos”, “Metales Comunes y Elaboración”, “Otros Industria Manufacturera”, y “Productos Minerales no Metálicos (Cementos, Cerámicos y Otros)”.

<sup>37</sup> El BCRA incluye en el “sector real” a los siguientes sectores: Agricultura, Ganadería y Otras Actividades Primarias, Agua, Alimentos, Bebidas y Tabaco, Comercio, Comunicaciones Construcción, Electricidad (Generación, Transporte, Distribución), Entretenimiento, Gas (Extracción, Transporte, Distribución), Gastronomía, Industria Automotriz, Industria de Papel, Ediciones e impresiones, Industria Química, Caucho y Plástico, Industria Textil y Curtidos,

**Cuadro 4. Mercado de Cambios. Compradores netos de activos externos de la Industria manufacturera (billetes y divisas). Período: 17/12/15 al 27/10/19.**

	Decil	Escala de compras netas		Cantidad de clientes		Compras netas de activos externos en ME		
		Desde	Hasta	Cantidad por decil	Porcentaje de cantidad de clientes	Total por decil	Porcentaje de las compras netas totales	Compras netas medias por decil
		USD	USD	Unidades	%	Millones de USD	%	USD
Deciles	1	1	1.400	1.566	10	1	0,0	596
	2	1.400	4.500	1.565	10	4	0,0	2.769
	3	4.500	10.000	1.566	10	11	0,1	7.032
	4	10.000	19.000	1.565	10	21	0,1	13.684
	5	19.000	33.700	1.566	10	40	0,3	25.443
	6	33.700	60.000	1.565	10	72	0,5	45.972
	7	60.000	110.000	1.566	10	130	0,9	83.069
	8	110.000	212.160	1.565	10	240	1,6	153.469
	9	212.233	531.931	1.566	10	522	3,6	333.599
	10	531.949	749.265.912	1.565	10	13.653	92,9	8.723.723
Percentiles del decil 10	91	531.949	609.389	157	1	90	0,7	572.353
	92	609.558	703.332	156	1	103	0,8	657.450
	93	704.316	825.992	157	1	120	0,9	761.499
	94	828.043	1.003.303	156	1	142	1,0	907.970
	95	1.003.723	1.238.700	157	1	175	1,3	1.113.038
	96	1.239.133	1.629.942	156	1	220	1,6	1.407.183
	97	1.630.277	2.305.000	157	1	304	2,2	1.933.218
	98	2.308.842	3.883.444	156	1	462	3,4	2.960.963
	99	3.886.117	10.841.403	157	1	973	7,1	6.197.937
	100	10.952.065	749.265.912	156	1	11.066	81,1	70.937.417
<b>Total</b>				<b>15.655</b>		<b>14.695</b>	<b>100,0</b>	<b>938.664</b>

Fuente: BCRA

Nota: los sectores considerados son “Alimentos, Bebidas y Tabaco”, “Industria Automotriz”, “Industria de Papel, Ediciones e impresiones”, “Industria Química, Caucho y Plástico”, “Industria Textil y Curtidos”, “Maquinaria y Equipos”, “Metales Comunes y Elaboración”, “Otros Industria Manufacturera”, y “Productos Minerales no Metálicos (Cementos, Cerámicos y Otros)”.

Por otro lado, más allá de la diferencia cuantitativa que hay en la FAE a lo largo del periodo analizado, hay una diferencia cualitativa. Entre 2003 y 2012 los dólares que se fugaban provenían en buena medida del excedente generado en la esfera productiva, en el marco de una economía que crecía de manera sostenida con superávit comercial (Rua y Zeolla, 2018). La FAE que tuvo lugar entre 2016 y 2019, en cambio, tuvo como fundamento la ganancia generada en la esfera financiera a partir del esquema de *carry trade*, y fue financiada principalmente a partir de la deuda pública que creció de manera exponencial durante estos años (BCRA, 2020) (gráfico A.3 del anexo).

## VII.2.2. Remisión de utilidades y dividendos

La remisión de utilidades y dividendos de las multinacionales que operan en la Argentina es un componente importante de la fuga de capitales considerando la

---

Informática, Maquinaria y Equipos, Metales Comunes y Elaboración, Minería, Oleaginosas y Cereales, Otros Industria Manufacturera, Petróleo, Productos Minerales no Metálicos (Cementos, Cerámicos y Otros), Transporte, Turismo y Hotelería.

extranjerización de la estructura productiva argentina y la “retención inversora” de estas firmas, que se expresa en la baja reinversión de sus utilidades. Entre 2002 y 2013 apenas el 12,2% de las utilidades y dividendos generadas por el sector privado no financiero a partir de la inversión extranjera directa se reinvertió (Bekerman y Vazquez, 2016). Al analizar la remisión de utilidades en relación a la IED los guarismos también son considerables en tanto el 22% de la IED total entre 2005 y 2016 escapó de la Argentina en forma de remisión de utilidades y dividendos. Este porcentaje asciende al 29,6% para el sector industrial, lo que marca que esta práctica es aún más marcada en la industria que en el conjunto de la economía<sup>38</sup>.

La dinámica de la remisión de utilidades y dividendos de las empresas industriales entre 2003 y 2019 tiene algunas características similares a la de la FAE, pero también algunas diferencias. Entre 2003 y 2006 la remisión de utilidades fue relativamente baja, pero a partir de 2007 tuvo un salto importante.

La crisis internacional impactó negativamente y las casas matrices usaron a las filiales en países periféricos para obtener liquidez, especialmente en el año 2008 (García Zanotti, 2022). La remisión de utilidades recién disminuyó en 2012, de la mano de mayores controles. El Gobierno llevó adelante negociaciones con empresas multinacionales para que postergaran la remisión de utilidades e implementó una serie de cambios normativos que desalentaron esta práctica. El BCRA impuso requisitos de solvencia a las entidades financieras para poder distribuir utilidades, en 2012 se aprobó la nueva ley de Mercado de Capitales (26.831) y en 2013 se sancionó la ley 26.893 que modificó el impuesto a las Ganancias e incluyó la distribución de utilidades y dividendos, y los resultados provenientes de las transacciones de acciones, bonos, títulos y otros valores en la base imponible de dicho tributo. Así entre 2012 y 2015 la reinversión de utilidades superó a la remisión de las mismas, tras varios años en los que había ocurrido lo contrario (Schorr y Wainer, 2020).

Sin embargo, el aumento de la reinversión de la utilidades tuvo más que ver con un factor contable que con un aumento real de la formación de capital en el país. La reinversión de utilidades es calculada de manera residual, como la diferencia entre las

---

<sup>38</sup> Estos guarismos no consideran la salida de divisas que realizan las multinacionales por otras vías, como el pago de royalties y honorarios, el pago de intereses por deudas intrafirma o los precios de transferencia. Por caso, se estima que entre 2003 y 2015 el pago de intereses intrafirma superó los 860 millones de dólares anuales, mientras que las remesas al exterior por regalías y honorarios profesionales pasaron de 960 millones de dólares en 2002 a 4.973 millones en 2015 (Wainer, 2018).

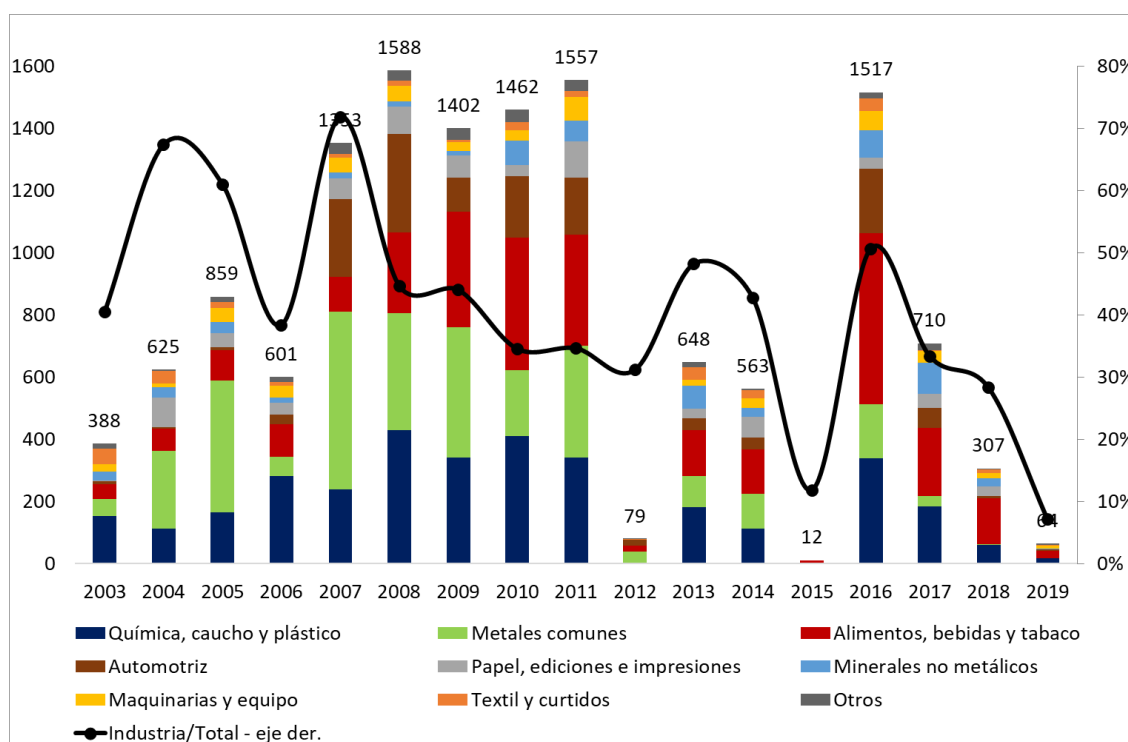


utilidades devengadas y las distribuidas. Las filiales buscaron otras formas de fugar ese excedente como la deuda intrafirma (Bekerman y Vazquez, 2016), la compra de títulos públicos nominados en moneda extranjera, el mercado informal de divisas o la realización de inversiones de carácter financiero en la plaza doméstica (Wainer, 2018).

En 2016, al levantarse dichas restricciones la remisión volvió a los altos niveles previos, pero disminuyó considerablemente en los años siguientes (gráfico 10). Si bien esta caída en la remisión de utilidades entre 2017 y 2019 se evidencia también en el conjunto de la economía, fue más pronunciada en la industria: en 2016 la industria explicó el 51% de la remisión de utilidades y dividendos total de la economía argentina, en tanto en 2019 apenas representó el 7%. Evidentemente, este mecanismo de fuga no fue el más utilizado por las empresas que operan en la economía argentina durante el gobierno de Cambiemos. Mientras la FAE creció de manera considerable, y como veremos a continuación, los precios de transferencia se mantuvieron muy altos e incluso crecieron en el margen, la remisión de utilidades y dividendos se redujo.

A nivel de rama la que más remitió utilidades al exterior durante 2003 y 2019 fue, al igual que con la FAE, la industria química (en conjunto con la de caucho y plástico), aunque seguida muy de cerca por los metales comunes y productos elaborados de metal, y la rama de alimentos y bebidas (en conjunto con la del tabaco).

**Gráfico 10. Evolución de la remisión de utilidades y dividendos de la industria argentina por rama. Millones de dólares y como porcentaje de la remisión de utilidades y dividendos del total de la economía (eje derecho). 2003-2019.**



Fuente: elaboración propia en base al BCRA.

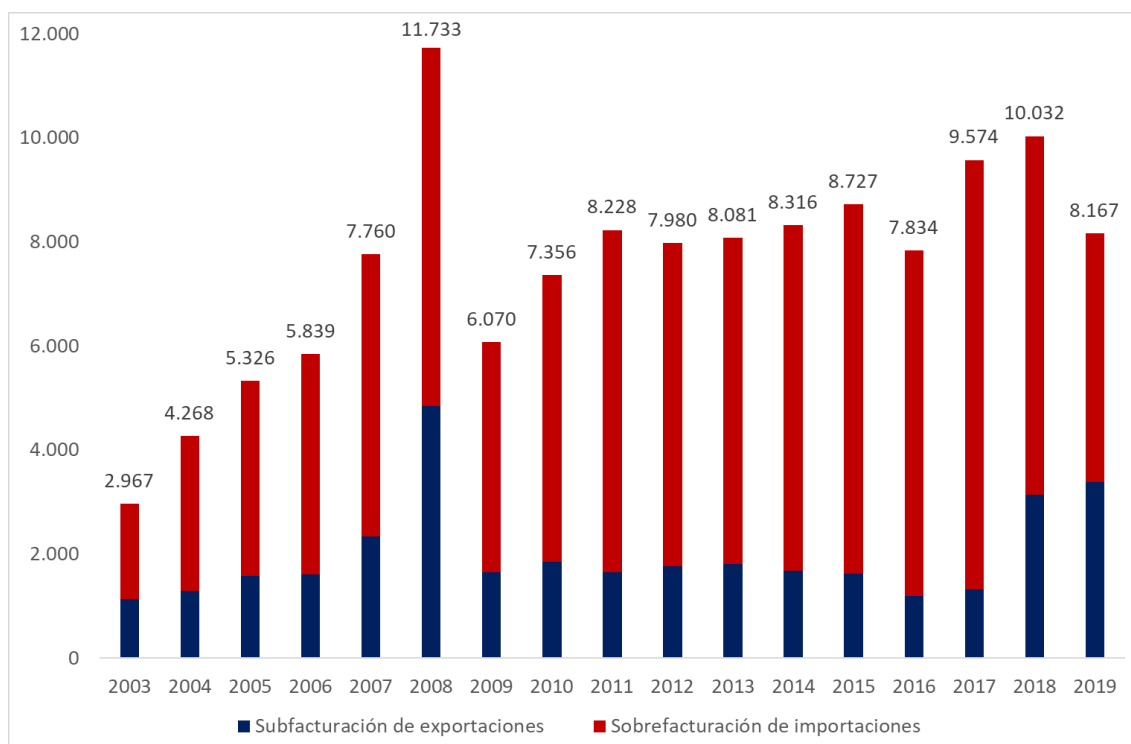
### VII.2.3. Los precios de transferencia

Finalmente, los precios de transferencia (subfacturación de exportaciones y sobrefacturación de importaciones) merecen especial atención pues las divisas que escapan del sistema financiero por esta vía son realmente importantes, incluso muy por encima de la FAE y la remisión de utilidades. Entre 2003 y 2019 los precios de transferencia explicaron casi el 70% de la fuga, contra el 23% de la FAE y el 7% de la remisión de utilidades. Su dinámica entre 2003 y 2019 fue más homogénea que la de la FAE y la remisión de utilidades, en buena medida porque al ser una práctica ilegal y muy difícil de controlar no tuvo las regulaciones que sí tuvieron la FAE y la remisión de utilidades, especialmente entre 2011 y 2015.

Entre 2003 y 2006 los precios de transferencia fueron relativamente bajos, promediando unos 4.600 millones de dólares anuales (gráfico 11). A partir de 2007 pegaron un salto promediando 8.450 millones de dólares anuales, con escasa volatilidad más allá de algunos picos en 2008 y 2018 (11.733 y 10.032 millones, respectivamente) y un mínimo en 2009 (6.070 millones). A partir de 2016 los precios de transferencia

aumentaron, especialmente por el aumento en la subfacturación de exportaciones en 2018 y 2019, pese a que en aquel año el Gobierno flexibilizó la obligación de liquidar las divisas de las exportaciones (que luego eliminaría en 2017) y levantó los controles a la compra de dólares.

**Gráfico 11. Evolución de los precios de transferencia de la industria argentina.**  
Millones de dólares. 2003-2019.



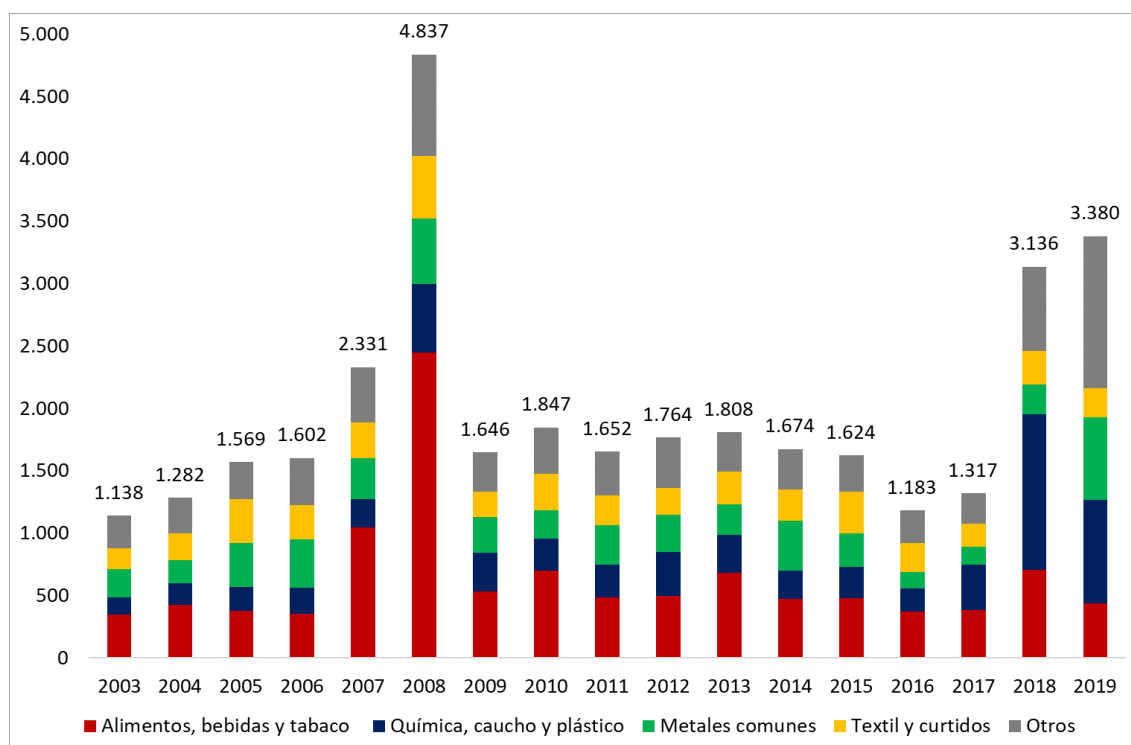
Fuente: elaboración propia en base a Comtrade.

Las razones para facturar un valor distinto al de la transacción comercial real podrían exceder al mecanismo de fuga de capitales, pues podría haber incentivos de evasión impositiva. En este sentido, vale la pena explorar la evolución de las alícuotas efectivas de los derechos de exportación y los aranceles sobre la importación de productos industriales. Las alícuotas implícitas de los derechos de exportación sobre las manufacturas de origen industrial se mantuvieron relativamente estables a lo largo del periodo, en general por debajo del 5%. La alícuota implícita sobre las exportaciones de manufacturas de origen agropecuario sí experimentó algunos cambios. Entre 2003 y 2006 estuvo en torno al 15% y luego comenzó a crecer hasta ubicarse en torno al 20% entre 2008 y 2012, para luego caer nuevamente (Lavarello y Mancini, 2017). Este aumento puede haber reforzado el incentivo a subfacturar exportaciones durante aquellos años.

En relación a los aranceles a la importación de manufacturas, ni el promedio simple ni el ponderado de los aranceles efectivamente aplicados experimentó grandes cambios entre 2003 y 2019. Según datos del Banco Mundial, en ambas variables se observa una leve tendencia creciente entre 2005 y 2015, y una estabilización entre 2015 y 2019, pero de cualquier manera es un cambio más bien marginal. Teniendo en cuenta el enorme valor de la sobrefacturación de importaciones y que al hacerlo los importadores deben pagar un impuesto mayor queda en evidencia que el incentivo cambiario y el mecanismo de fuga tiene una relevancia mucho mayor que el de la evasión impositiva en la práctica de los precios de transferencia.

Al analizar más detenidamente la dinámica de la subfacturación de exportaciones se observa que la misma es relativamente constante en términos absolutos (gráfico 12). Si bien durante 2003 y 2006 fue relativamente más baja, en línea con el resto de los mecanismos de fuga, la diferencia respecto al resto de la serie es menor. Durante estos años el promedio orilló los 1.400 millones de dólares anuales, mientras que entre 2007 y 2019 el promedio fue de 2.169 millones. Ahora, al excluir los años 2008, 2018 y 2019, donde hubo aumentos muy marcados, el promedio anual baja a 1.685 millones. De hecho, si consideramos el monto de la subfacturación en relación a las exportaciones industriales totales, durante los primeros años de la posconvertibilidad el ratio es superior al resto de la serie. Entre 2003 y 2006 estuvo en torno al 6,2%, mientras que entre 2007 y 2019 promedia un 5,7%, aun considerando los picos de 2008, 2018 y 2019, cuyo promedio asciende al 10,8% de las exportaciones industriales totales (cuadro 5).

**Gráfico 12. Evolución de la subfacturación de exportaciones de la industria por rama. Millones de dólares. 2003-2019.**



Fuente: elaboración propia en base a Comtrade.

A nivel de ramas, la elaboración de alimentos y bebidas (junto a la de tabaco) explican la mayor parte de la subfacturación, con aumentos muy fuertes en 2007 y 2008, año del conflicto por la Resolución 125<sup>39</sup> y en el que se generó una burbuja especulativa en el precio de los commodities (Grondona y Burgos, 2015). La siguen, muy por detrás, la industria química (junto a caucho y plástico), los metales comunes y productos elaborados de metal y la industria textil y curtidos. Ahora bien, si consideramos la relación de la subfacturación en relación a las exportaciones, las industrias textil y de curtidos resultan por mucho las de mayor subfacturación. Las mismas subfacturaron un 29,5% de sus exportaciones durante 2003 y 2019 (con un pico del 66,2% en 2019), cuando la industria en su conjunto subfacturó el 5% de las exportaciones totales. Considerada de esta manera la rama de alimentos y bebidas no resulta tan subfacturadora: pese a que en términos absolutos prácticamente duplica en subfacturación a las ramas que la siguen y explica más de un tercio de la subfacturación industrial total, subfacturó “apenas” el 3,4% de sus exportaciones entre 2003 y 2019 (cuadro 5). Esta estimación resulta menor a la

<sup>39</sup> La misma procuraba aplicar derechos de exportación móviles al trigo, al maíz y la soja, y sus derivados, en función del precio internacional de dichos commodities.

que realizaron Grondona y Burgos (2015) a partir de la metodología de comparación diaria respecto de una cotización<sup>40</sup>, la cual es más precisa y por lo tanto conveniente cuando se cuenta con los datos. Estos autores estimaron la subfacturación de exportaciones de aceite y harina de soja en valores cercanos a los 1.000 millones de dólares anuales entre 2010 y 2013 representando el 10% del valor de las exportaciones analizadas de estos productos en 2010, el 7% en 2011, el 13% en 2012 y el 9% en 2013.

**Cuadro 5. Evolución de la subfacturación de exportaciones, las exportaciones y la proporción de las primeras en relación a las segundas, de la industria por rama. Millones de dólares y porcentaje. 2003-2019<sup>41</sup>.**

	Subfacturación de exportaciones						Exportaciones						Subfacturación de exportaciones/Exportaciones					
	Alimentos y Bebidas	Productos químicos	Textil	Metales básicos	Otros	TOTAL	Alimentos y Bebidas	Productos químicos	Textil	Metales básicos	Otros	TOTAL	Alimentos y Bebidas	Productos químicos	Textil	Metales básicos	Otros	TOTAL
2003	344	141	168	226	260	1.138	9.025	2.474	842	1.638	3.398	17.376	3,8%	5,7%	20,0%	13,8%	7,6%	6,6%
2004	423	175	216	183	285	1.282	10.491	3.208	1.023	1.821	4.245	20.788	4,0%	5,5%	21,1%	10,0%	6,7%	6,2%
2005	374	195	351	351	298	1.569	11.554	3.783	1.029	2.458	5.396	24.220	3,2%	5,2%	34,1%	14,3%	5,5%	6,5%
2006	354	206	271	391	380	1.602	13.737	3.807	1.069	3.007	7.651	29.271	2,6%	5,4%	25,3%	13,0%	5,0%	5,5%
2007	1.047	221	285	332	445	2.331	17.120	4.564	1.099	3.355	8.910	35.048	6,1%	4,8%	25,9%	9,9%	5,0%	6,6%
2008	2.450	549	506	520	812	4.837	21.714	6.218	1.063	4.214	11.110	44.319	11,3%	8,8%	47,6%	12,3%	7,3%	10,9%
2009	531	312	202	283	317	1.646	17.641	4.891	766	3.424	8.727	35.451	3,0%	6,4%	26,3%	8,3%	3,6%	4,6%
2010	698	260	296	222	371	1.847	18.264	5.724	1.050	4.654	11.582	41.273	3,8%	4,5%	28,2%	4,8%	3,2%	4,5%
2011	484	263	242	314	349	1.652	22.770	7.212	1.034	5.543	13.988	50.547	2,1%	3,6%	23,4%	5,7%	2,5%	3,3%
2012	495	350	213	302	405	1.764	21.785	6.849	913	5.199	13.198	47.944	2,3%	5,1%	23,3%	5,8%	3,1%	3,7%
2013	682	301	265	247	313	1.808	21.707	5.930	897	4.456	13.486	46.477	3,1%	5,1%	29,6%	5,5%	2,3%	3,9%
2014	473	226	256	396	322	1.674	21.490	6.010	924	4.221	11.098	43.743	2,2%	3,8%	27,7%	9,4%	2,9%	3,8%
2015	475	255	335	265	295	1.624	18.756	4.750	705	3.786	8.170	36.166	2,5%	5,4%	47,6%	7,0%	3,6%	4,5%
2016	371	186	233	131	263	1.183	19.369	5.264	644	3.462	7.077	35.815	1,9%	3,5%	36,2%	3,8%	3,7%	3,3%
2017	384	360	183	145	245	1.317	18.515	5.214	666	4.150	8.141	36.686	2,1%	6,9%	27,4%	3,5%	3,0%	3,6%
2018	704	1.249	269	238	677	3.136	17.581	3.399	455	2.712	6.079	30.226	4,0%	36,7%	59,1%	8,8%	11,1%	10,4%
2019	438	827	234	664	1.218	3.380	18.847	3.111	353	2.411	5.686	30.408	2,3%	26,6%	66,2%	27,5%	21,4%	11,1%
TOTAL	10.289	5.249	4.291	4.544	6.038	30.410	300.364	82.407	14.533	60.512	147.942	605.758	3,4%	6,4%	29,5%	7,5%	4,1%	5,0%

Fuente: elaboración propia en base a Comtrade.

Por su parte, la sobrefacturación de importaciones resulta un mecanismo sumamente importante para acceder a divisas por parte de la industria argentina. La misma se mantuvo muy alta en los años en los que no hubo controles cambiarios, lo cual resulta llamativo pues las empresas podían acceder a las divisas de manera legal, sin necesidad de sobrefacturar las importaciones. Esta práctica sobrepasa a la subfacturación de exportaciones, tanto en términos absolutos como en relación al monto comercializado. Entre 2003 y 2019 escaparon 94.469 millones de dólares por esta vía, más que triplicando el monto de subfacturación de exportaciones, lo cual en parte se explica por el carácter estructuralmente deficitario de la industria argentina, pero especialmente porque la

<sup>40</sup> Esta metodología consiste en comparar a el promedio diario del precio de cada registro aduanero con el precio de una cotización conocida (por ejemplo, los precios del Golfo de Mexico, del mercado de Chicago, etc.) a la fecha de embarque.

<sup>41</sup> El valor de las exportaciones surge de la agregación de cada uno de los bienes sobre los que se pudo calcular la subfacturación de exportaciones, es decir los que tienen información sobre el valor exportado por la Argentina y el valor importado por el resto del mundo desde este país.

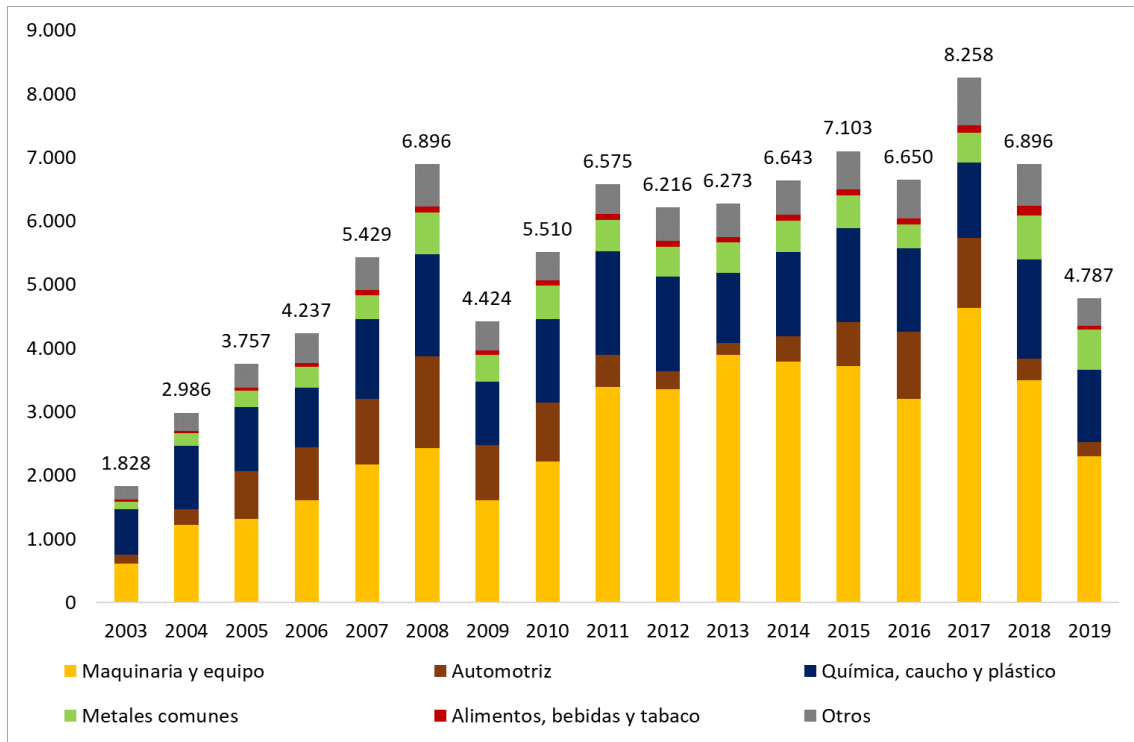
sobrefacturación de importaciones es más utilizada que la subfacturación de exportaciones, hecho que se evidencia en el ratio sobrefacturación/importaciones, el cual alcanzó el 15% entre 2003 y 2019 (cuadro 6). Esto resulta llamativo pues si bien ambas maniobras les permiten a los agentes hacerse de divisas (ya sea retener las generadas por la exportación o acceder a más de las que le correspondería por la importación) la subfacturación de exportaciones permite evadir derechos de exportación, mientras que la sobrefacturación de importaciones acrecienta el monto a pagar por los aranceles que recaen sobre las mismas.

El incentivo a sobrefacturar importaciones en tiempos de controles cambiarios no recae solo en la capacidad de acceder a los dólares, sino a hacerlo a un precio muy por debajo del que rige en los mercados cambiarios paralelos (dólar blue, MEP, contado con liquidación, etc.). De hecho, los importadores podrían comprar dólares a partir de maniobras financieras o directamente en el mercado ilegal, pero a un costo muy superior. La brecha existente entre la cotización oficial y las paralelas alienta la sobrefacturación de importaciones.

La dinámica de la sobrefacturación de las importaciones de la industria tiene una tendencia creciente más marcada que la de la subfacturación de exportaciones. Durante los primeros años de la posconvertibilidad la sobrefacturación fue relativamente baja, pero constantemente creciente hasta alcanzar un pico en el año 2008. Tras caer en 2009 se mantuvo alta y con una leve tendencia creciente hasta alcanzar un nuevo máximo en 2017, para volver a caer en 2018 y 2019 (gráfico 13). Esta dinámica es muy similar a la de las importaciones industriales durante esta etapa, pues el ratio “sobrefacturación de importaciones/importaciones” varía relativamente poco año tras año. El mismo suele estar en torno al 15%, con desvíos que en general no superan los dos puntos porcentuales.

A nivel de ramas, maquinaria y equipo es por mucho la de mayor sobrefacturación de importaciones en términos absolutos (44.969 millones de dólares entre 2003 y 2019), seguida por la industria química y de caucho y plástico (21.064 millones), la automotriz (11.003 millones) y la de metales comunes (7.515 millones).

**Gráfico 13. Evolución de la sobrefacturación de las importaciones de la industria por rama. Millones de dólares. 2003-2019.**



Fuente: elaboración propia en base a Comtrade.

En relación a las importaciones, maquinaria y equipo también es la rama que más sobrefactura, pues el monto sobrefacturado alcanza a casi una cuarta parte de sus importaciones. Las ramas de metales comunes y la industria química sobrefacturan el 13,8% y 13,2% de sus importaciones, respectivamente. La industria automotriz es la menos sobrefacturadora en estos términos: un 6,8% de sus importaciones. La rama de alimentos y bebidas sobrefactura por un valor equivalente al 15% de sus importaciones en línea con la industria en su conjunto, pero en términos absolutos el monto es relativamente pequeño (1.383 millones de dólares entre 2003 y 2019), pues tiene una penetración importadora baja (cuadro 6).



**Cuadro 6. Evolución de la sobrefacturación de importaciones, las importaciones y la proporción de las primeras en relación a las segundas, de la industria por rama. Millones de dólares y porcentaje. 2003-2019<sup>42</sup>.**

	Sobrefacturación de importaciones							Importaciones							Sobrefacturación de importaciones/Importaciones						
	Alimentos y bebidas	Productos Químicos	Maquinaria y Equipo	Metales básicos	Automotriz	Otros	TOTAL	Alimentos y bebidas	Productos Químicos	Maquinaria y Equipo	Metales básicos	Automotriz	Otros	TOTAL	Alimentos y bebidas	Productos Químicos	Maquinaria y Equipo	Metales básicos	Automotriz	Otros	TOTAL
2003	30	723	618	116	131	210	1.828	229	3.874	2.968	874	1.625	1.288	10.859	13,1%	18,7%	20,8%	13,3%	8,1%	16,3%	16,8%
2004	44	1.004	1.222	192	241	282	2.986	254	5.074	4.891	1.542	3.688	1.811	17.260	17,4%	19,8%	25,0%	12,4%	6,5%	15,6%	17,3%
2005	49	1.011	1.311	260	751	375	3.757	265	5.871	6.472	2.032	4.870	2.266	21.776	18,5%	17,2%	20,3%	12,8%	15,4%	16,6%	17,3%
2006	61	941	1.607	321	837	470	4.237	293	6.657	7.822	2.428	6.209	2.673	26.081	21,0%	14,1%	20,5%	13,2%	13,5%	17,6%	16,2%
2007	74	1.252	2.169	385	1.032	517	5.429	423	8.604	9.654	3.220	8.123	3.304	33.328	17,6%	14,6%	22,5%	12,0%	12,7%	15,6%	16,3%
2008	97	1.612	2.428	655	1.441	664	6.896	524	10.714	11.404	4.423	10.909	4.065	42.038	18,5%	15,0%	21,3%	14,8%	13,2%	16,3%	16,4%
2009	71	994	1.610	419	871	461	4.424	427	7.391	8.023	2.799	7.133	3.152	28.926	16,5%	13,4%	20,1%	15,0%	12,2%	14,6%	15,3%
2010	82	1.306	2.216	525	935	446	5.510	629	10.456	11.479	3.834	11.834	4.093	42.325	13,1%	12,5%	19,3%	13,7%	7,9%	10,9%	13,0%
2011	101	1.636	3.397	486	493	462	6.575	792	12.841	14.467	4.491	14.373	5.008	51.971	12,8%	12,7%	23,5%	10,8%	3,4%	9,2%	12,7%
2012	93	1.488	3.351	470	283	532	6.216	650	12.248	13.161	4.028	13.510	4.297	47.895	14,2%	12,1%	25,5%	11,7%	2,1%	12,4%	13,0%
2013	78	1.105	3.893	481	189	527	6.273	656	12.333	13.855	3.926	15.209	4.246	50.225	11,8%	9,0%	28,1%	12,3%	1,2%	12,4%	12,5%
2014	85	1.328	3.791	497	394	548	6.643	584	11.738	13.174	3.713	10.629	3.840	43.678	14,5%	11,3%	28,8%	13,4%	3,7%	14,3%	15,2%
2015	91	1.479	3.719	517	694	602	7.103	582	11.241	12.991	3.641	9.958	4.068	42.482	15,7%	13,2%	28,6%	14,2%	7,0%	14,8%	16,7%
2016	95	1.312	3.208	383	1.047	605	6.650	654	9.952	12.075	2.720	11.769	4.081	41.252	14,5%	13,2%	26,6%	14,1%	8,9%	14,8%	16,1%
2017	118	1.185	4.631	476	1.101	747	8.258	793	10.603	14.861	3.680	14.972	4.297	49.205	14,8%	11,2%	31,2%	12,9%	7,4%	17,4%	16,8%
2018	156	1.554	3.502	690	337	657	6.896	826	10.384	13.716	3.931	11.709	4.279	44.845	18,9%	15,0%	25,5%	17,6%	2,9%	15,4%	15,4%
2019	59	1.134	2.298	640	227	429	4.787	639	10.159	12.797	3.161	6.021	3.347	36.124	9,2%	11,2%	18,0%	20,3%	3,8%	12,8%	13,2%
TOTAL	1.383	21.064	44.969	7.515	11.003	8.534	94.469	9.219	160.141	183.808	54.443	162.540	60.117	630.268	15,0%	13,2%	24,3%	13,8%	6,8%	14,2%	15,0%

Fuente: elaboración propia en base a Comtrade.

### VIII. Composición de los activos

La composición de los activos de las empresas industriales también da cuenta de un proceso de financiarización en sus estrategias de acumulación. El punto más sugerente en este sentido es la disminución del peso de los bienes de uso dentro del total de activos. Los mismos incluyen inmuebles, instalaciones, equipos, rodados, etc. en definitiva el capital productivo de una empresa. Los mismos pasaron de explicar el 39,2% del total en 2003 al 31,2% en 2019, es decir su participación disminuyó en 8 p.p (gráfico 14). Si consideramos el año 2017 la disminución es mucho mayor en tanto en este año el peso de los bienes de uso en el total de activos fue de apenas 21,2%, producto de una marcada tendencia decreciente entre 2003 y 2017 que se revirtió en 2018 y 2019. Sin embargo, esta caída constante es explicada en buena medida por la forma de valuación de los bienes de uso en los balances contables, que hasta el año 2018 se hizo a precios históricos. Asimismo, el fuerte aumento en 2018 y 2019 se debe principalmente al ajuste por inflación contable de dichos activos. Si bien no es posible saber cuánto de la disminución a lo largo del periodo 2003-2017 responde al efecto contable y cuánto a una verdadera caída en el peso de los bienes de uso, el ajuste por inflación contable realizado en 2018 y 2019 permite comparar directamente los valores punta a punta. En este sentido se

<sup>42</sup> El valor de las importaciones surge de la agregación de cada uno de los bienes sobre los que se pudo calcular la sobrefacturación de importaciones, es decir los que tienen información sobre el valor importado por la Argentina y el valor exportado por el resto del mundo hacia este país.

evidencia una importante reducción de la participación de los bienes de uso en los activos totales de las empresas industriales.

El resto de los activos, en general, tienen una duración de corto plazo, por lo que están valuados a precios corrientes o en todo caso a precios históricos, pero con un menor plazo de desvalorización. Por esta razón parte del crecimiento de su participación en el total de activos responde a un factor contable: al desactualizarse el valor de los bienes de uso aumenta el valor relativo de todos los otros activos. Pero más allá de este punto, hay un crecimiento genuino de ciertos activos, que aumentaron su participación incluso al excluir los bienes de uso del análisis.

En primer lugar, los créditos pasaron de explicar el 24,5% de los activos al 30,3% entre 2003 y 2019. Esto responde principalmente al pago financiado, el cual es una práctica corriente en prácticamente todas las actividades económicas productoras de bienes. Sin embargo, no deja de sorprender que dichos créditos expliquen casi un tercio del total de activos de las empresas industriales, un valor similar al de los bienes uso. En la rama de productos informáticos y electrónicos dicho porcentaje superó el 48% (vs apenas 8,4% de los bienes de uso) y en la automotriz orilló el 36% en 2019 (vs 28,6% de los bienes de uso).

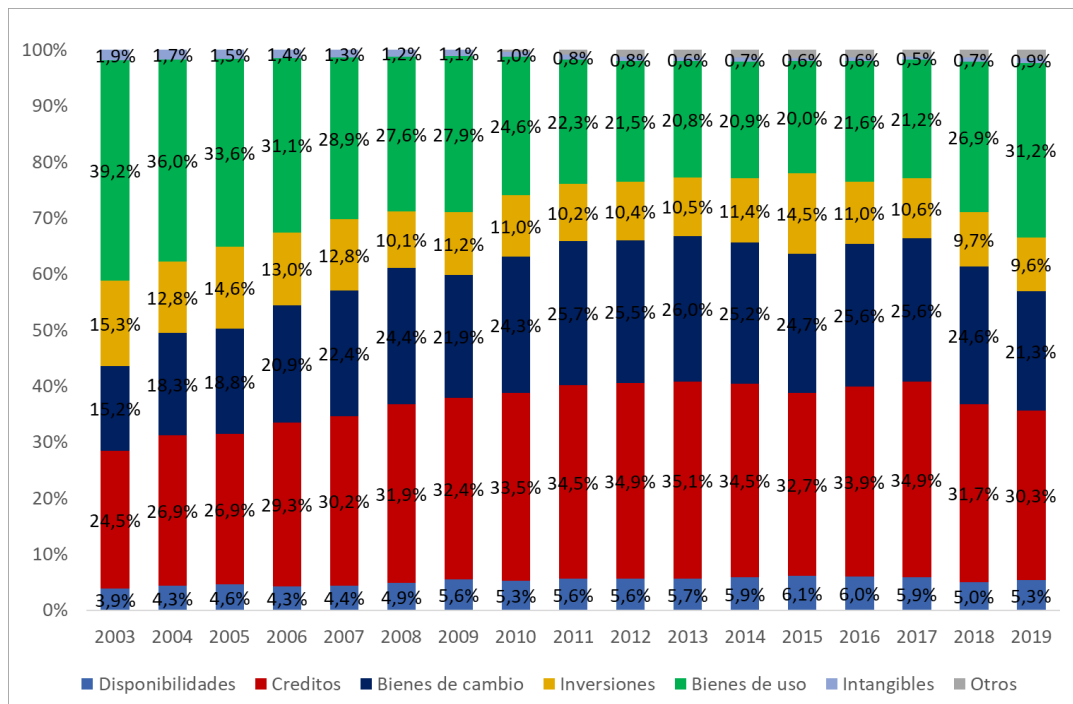
Los bienes de cambio, por su parte, aumentaron su participación en los activos desde un 15,2% a un 21,3% entre 2003 y 2019. En este último año, dicho porcentaje fue especialmente alto en ramas como la fabricación de prendas de vestir (42%) y la textil (28%) pero también aumentó entre puntas en ramas de mayor tamaño como la de alimentos y bebidas, producto de las inversiones y las nuevas tecnologías que permitieron ampliar la capacidad de almacenamiento de ciertos bienes (Cassini, García Zanotti y Schorr, 2019). En las ramas con fuerte orientación exportadora (la mencionada alimentos y bebidas, metales comunes, productos químicos, etc.) esta práctica les permite especular con los precios internacionales y las variaciones del tipo de cambio para maximizar sus ganancias.

Otro activo que ganó participación a lo largo del periodo fue “disponibilidades”, al pasar del 3,9% del total en 2003 a 5,3% en 2019. Esto va de la mano de una mayor aversión al riesgo y la incorporación de activos líquidos, comportamiento que se profundiza en momentos de mayor incertidumbre o de crisis, como los años 2009, 2014 y 2019.

Por otro lado, además de los bienes de uso, otros activos que perdieron peso en el total fueron los intangibles e “inversiones”. Los primeros incluyen principalmente a las patentes y tienen un valor marginal. En 2003 representaban el 1,9% del total de activos y en 2019 apenas el 0,9%, lo que da cuenta de los pobres esfuerzos y/o escasa capacidad para generar innovaciones de la industria argentina.

Los activos “inversiones” incluyen acciones, títulos públicos, obligaciones, fondos comunes, etc. por lo que dan cuenta de un comportamiento financiero, de hecho, son uno de los componentes básicos de la variable “inversión financiera” (ver sección “Metodología de investigación”). Los mismos perdieron participación en el total de activos entre 2003 y 2019, al pasar del 15,3% al 9,6%. En este sentido, la financiarización de la industria, parece estar más asociada a la preferencia por la liquidez y a prácticas especulativas en la operatoria comercial, como la retención de bienes de cambio o la venta financiada, que a inversiones financieras propiamente dichas<sup>43</sup>. A nivel de ramas, destaca la de metales comunes, cuya participación de las inversiones en los activos, pese a que disminuyó entre puntas, superó el 27% en 2019, muy por encima del promedio industrial.

**Gráfico 14. Evolución de la composición de los activos de las empresas de la industria argentina. 2003-2019. En porcentajes.**



Fuente: elaboración propia en base a AFIP.

<sup>43</sup> Rabinovich (2019) encuentra un comportamiento similar al estudiar las empresas no financieras de los Estados Unidos (ver sección “Antecedentes”).

## **Resumen y reflexiones finales**

El desempeño de la industria manufacturera argentina durante la posconvertibilidad (2003-2019) ha sido errático. Durante los primeros años de este período tuvo un crecimiento extraordinario, en línea con lo que ocurrió con la actividad económica en general, pero a partir de 2011, cuando el contexto macroeconómico se tornó desfavorable la producción industrial ingresó en un sendero decreciente, profundizando la disminución del coeficiente de industrialización de la economía argentina, que ya venía experimentándose en los años previos. Asimismo, tampoco hubo un cambio sustancial en la estructura industrial: el grueso de la producción continúa concentrado en unas pocas ramas, en general de escaso valor agregado y contenido tecnológico.

En parte, este desempeño se explica por la lógica de acumulación llevada adelante por las firmas del sector, en particular las de mayor tamaño, que evidenciaron una fuerte “reticencia inversora”, confirmando la hipótesis inicial. La escasa inversión productiva no se deriva de la falta de ahorro o del estrangulamiento de la tasa de ganancia, pues el excedente generado por las firmas superó sistemáticamente a los recursos destinados a la ampliación del capital productivo. Más bien se explica por una lógica de maximización de ganancias con visión cortoplacista y especulativa que derivó en distintas prácticas financieras.

La primera responde a inversiones financieras propiamente dichas (acciones, títulos públicos, obligaciones, fondos comunes, etc). A lo largo del periodo 2003-2019 la inversión en activos financieros (junto al crecimiento de las “disponibilidades”) superó a la inversión en bienes de uso. Empero, la suma de la inversión productiva y la financiera en general resulta menor que los resultados operativos de la industria. Es decir, que parte del excedente que generaron las firmas no lo destinaron ni a la ampliación del capital productivo, ni a la adquisición de activos financieros.

De hecho, si bien naturalmente la inversión financiera quita recursos que podrían destinarse a la inversión productiva, no hay una clara correlación negativa entre ambas variables. Incluso en muchos casos su comportamiento fue similar: aumentaron o disminuyeron de manera conjunta.

Estos hallazgos contrastan con la hipótesis inicial. En primer lugar, porque la inversión financiera resultó mayor a la productiva, hecho que marca la magnitud del problema. Pero, al mismo tiempo, porque no se evidencia una correlación negativa entre

ambas variables. La explicación está en la magnitud de la fuga de capitales, variable que no es captada por la inversión productiva ni la financiera.

El excedente que las firmas no destinan a la inversión productiva ni a la financiera toma la forma de “fuga de capitales” a través de distintos canales. Uno de los principales es la FAE y la remisión de utilidades y dividendos, en el caso de las empresas multinacionales. Estas son, dentro de ciertos umbrales, prácticas comunes y que responden al normal funcionamiento de las empresas, pero son excesivamente altas en la Argentina, en buena medida por la alta inflación, las tensiones cambiarias, las constantes expectativas de devaluación y los desequilibrios macroeconómicos generales que aquejan a la economía argentina. Entre 2003 y 2019 casi un tercio de los resultados operativos de las firmas industriales se fugó por esta vía, aun considerando los años entre 2012 y 2015, en los que hubo férreos controles y tanto la FAE como la remisión de utilidades fueron marginales. Además de quitar fondos que podrían ser destinados a la inversión productiva, estas prácticas resultan especialmente dañinas pues aumentan la presión sobre las reservas internacionales del país y agravan la restricción externa.

En este sentido, la hipótesis inicial se confirmó a medias. En línea con lo esperado, la FAE y la remisión de utilidades son prácticas sumamente utilizadas por las empresas, en particular las de mayor tamaño. Con todo, no son la vía más utilizada para fugar capitales, lugar que ocupan los precios de transferencia.

La magnitud de los montos fugados vía precios de transferencia excede por mucho lo esperado, especialmente en años en los que no existían controles cambiarios. Esta práctica ilegal, que consiste en facturar por un valor distinto al que realmente se realiza la transacción de exterior, explica casi el 70% del valor fugado entre 2003 y 2019 y casi el 96% de los resultados operativo declarados. La sobrefacturación de importaciones explica la mayor parte de los precios de transferencia, en parte por el carácter estructuralmente deficitario de la industria argentina, pero principalmente porque es una práctica más utilizada (la sobrefacturación de importaciones representa el 15% del total de las importaciones industriales, mientras que la subfacturación de exportaciones representa el 5% de las exportaciones). Llamativamente los precios de transferencia no cayeron sustancialmente al relajar los controles cambiarios y las regulaciones al comercio exterior entre 2016 y 2019. Los controles cambiarios y la existencia de una brecha entre el tipo de cambio oficial y los dólares paralelos (blue, MEP, contado con liquidación, etc.) pueden generar un mayor incentivo a sobrefacturar importaciones, pero evidentemente el

principal determinante de esta práctica tiene que ver con la reducción de la ganancia declarada en la economía doméstica y su “desvío” hacia un país que opere como guarida fiscal.

La financiarización de las empresas industriales argentinas toma principalmente la forma de fuga de capitales, pero no se agota allí. También se evidencia en la composición de los activos de las firmas. Entre 2003 y 2019, como resultado que se desprende de la “reticencia inversora” hubo una caída en el peso de los activos “bienes de uso”, y un aumento de los créditos, los bienes de cambio y las disponibilidades. La financiarización de la industria argentina excede el destino dado a sus recursos, ya que alcanza a comportamientos cotidianos de la operatoria de las firmas, confirmando la hipótesis inicial.

Si bien la venta financiada es parte del normal funcionamiento de las firmas, especialmente en una economía con alta inflación, los valores para la industria argentina son excesivamente altos, en muchos casos superando el valor del capital productivo.

Por su parte, el aumento de los bienes de cambio responde a un comportamiento especulativo, especialmente presente en las ramas de mayor orientación exportadora, que buscan maximizar sus ganancias reteniendo la mercadería esperando cambios en los precios internacionales y/o principalmente un aumento del tipo de cambio. El hecho de que un puñado de firmas de gran tamaño concentre un porcentaje muy alto de las exportaciones del país implica un problema pues aumenta su capacidad de influir sobre el tipo de cambio, y en tanto se benefician de su aumento, tienden a operar en este sentido.

Finalmente, el crecimiento del peso de las disponibilidades en el total de activos responde a una preferencia por la liquidez, lo que expresa cierta aversión al riesgo, en parte explicada por la incertidumbre que generan los desequilibrios macroeconómicos de la Argentina.

Los agentes económicos en general, y los capitalistas en particular, se comportan de acuerdo a incentivos. El objetivo del empresario es maximizar sus ganancias. Si las condiciones para hacerlo están dadas en el sistema financiero, los recursos tenderán a invertirse allí. Por eso, la tarea del Estado debe concentrarse en generar los incentivos para que los empresarios destinen sus recursos a la inversión productiva, y preferentemente en sectores estratégicos. Esto combina políticas de corto, mediano y largo plazo.

En este sentido, una primera tarea es sostener los equilibrios macroeconómicos básicos. El déficit fiscal y de cuenta corriente, la alta inflación y la distorsión de precios relativos, el atraso cambiario y las expectativas de devaluación, las devaluaciones periódicas, la existencia de tipos de cambio paralelos, el endeudamiento externo, etc. son factores que de ninguna manera contribuyen a generar previsibilidad y un contexto favorable para la inversión productiva. Ahora bien, con una macroeconomía ordenada tampoco alcanza. Durante los primeros años de la posconvertibilidad hubo un contexto macroeconómico favorable, y sin embargo las empresas exhibieron “reticencia inversora”, fugaron capitales y tuvieron distintas prácticas “financiarizadas” (aunque en menor grado que en los años posteriores). Esto pone de manifiesto la importancia y la complejidad del problema, que por otro lado no es exclusivo de la Argentina, sino que es una tendencia mundial.

Por eso, más allá de una macroeconomía sólida el Estado debe regular, controlar y llevar adelante una política de fomento que oriente la inversión a los sectores estratégicos. Debe combinar una política de penalización a las prácticas ilegales como los precios de transferencia, desaliento a las prácticas nocivas como la inversión financiera, la FAE o la remisión de utilidades, y de incentivos a las prácticas virtuosas como el aumento de la inversión productiva, la I+D, la creación de empleo registrado, etc.

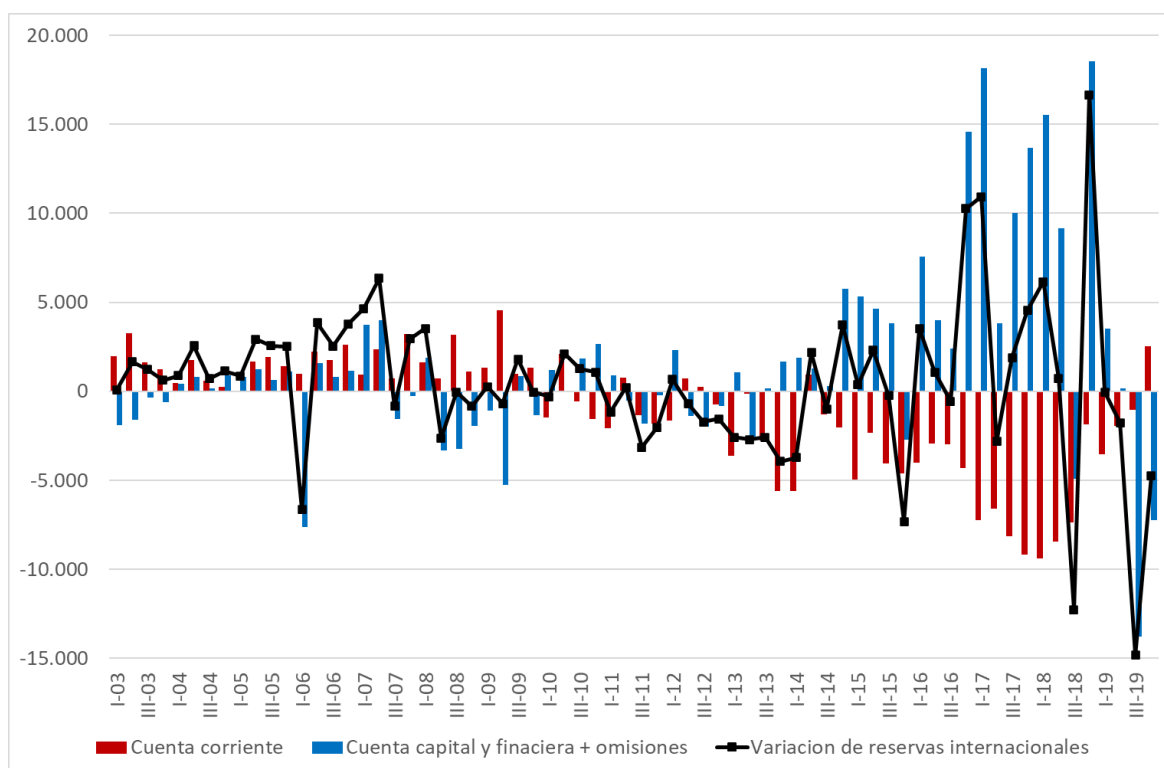
Evidentemente esto requiere del fortalecimiento de las instituciones del Estado en al menos dos sentidos. En primer lugar, implica fortalecer las instituciones y el poder político del Estado para no sucumbir a los intereses del capital privado. La concentración y extranjerización del capital en la Argentina ha diezclado la capacidad de gestión del Estado, pues muchas veces ha cooptado sus instituciones e impuesto sus intereses. La elaboración de un plan de desarrollo en el mediano y largo plazo requiere no solo predisposición política, sino también fortalecimiento de las instituciones para aceptar los canales de diálogo con el sector privado, pero sin permitir la cooptación de aquellas por parte de éste.

En segundo lugar, es necesario mejorar las capacidades técnicas y la coordinación interministerial. Esto permitiría mejorar la elaboración, implementación y el monitoreo de los distintos instrumentos para evitar efectos “no deseados” de la política de fomento, como por ejemplo otorgar beneficios a empresas para promover inversiones que de todas maneras se hubieran realizado y que por lo tanto solo engrosan la ganancia de grandes empresas que terminan fugándose por distintas vías.

## Anexo estadístico

### Gráfico A.1. Evolución de los principales componentes de la Balanza de Pagos.

En millones de dólares.

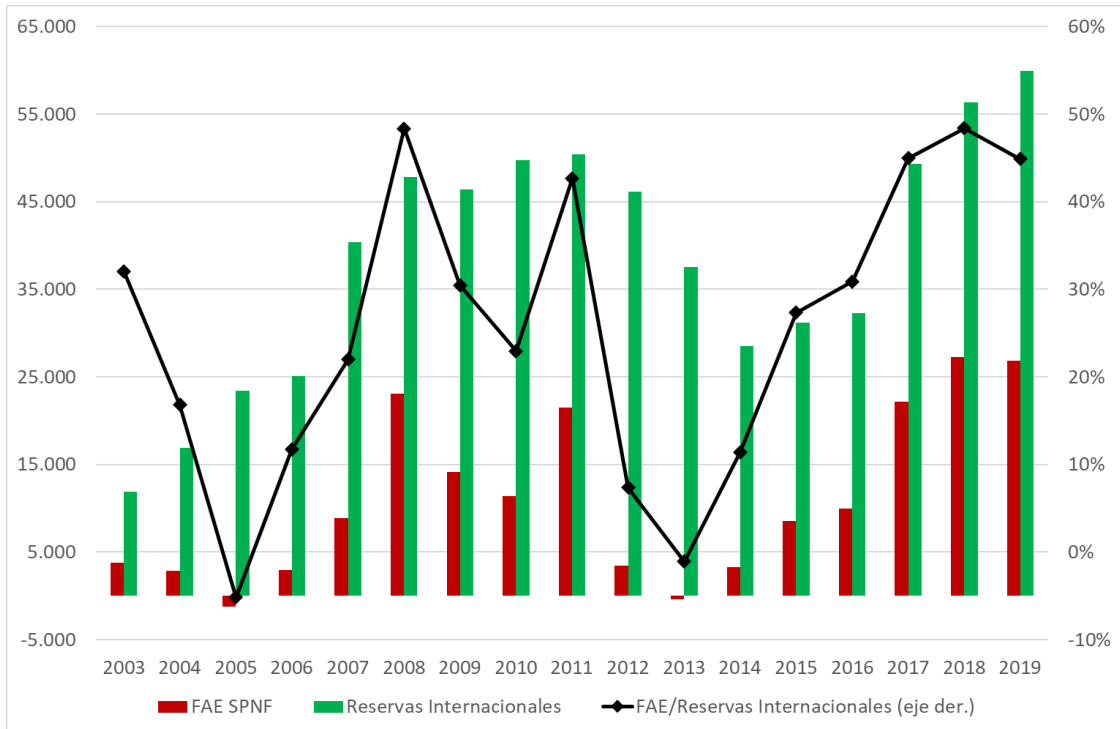


Fuente: elaboración propia en bases a información del INDEC.

Nota: hasta el I-16 se utilizaron las series del Indec según el Manual de Balanza de Pagos 5 (MBP 5). Entre el II-16 y IV-19 las series de Cuenta Corriente y variación de reservas internacionales corresponden al MBP 6, y la cuenta capital y financiera surge como la diferencia entre ambas.

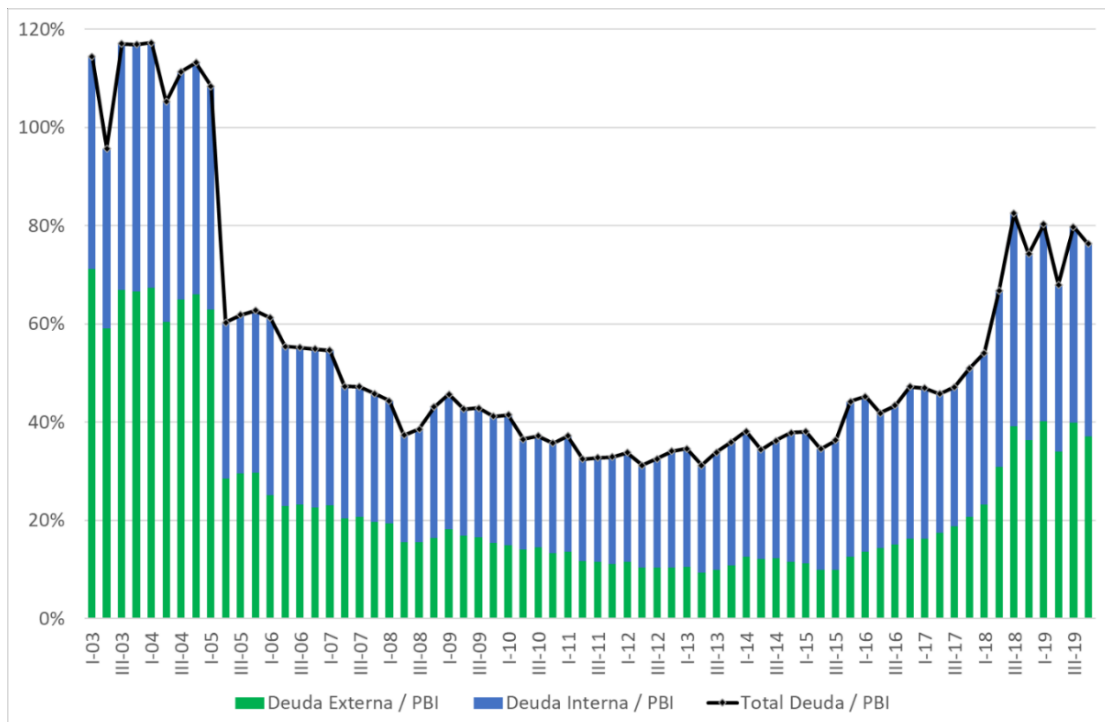


**Gráfico A.2. Evolución de las Reservas Internacionales del BCRA, la formación de activos externos del sector público no financiero (FAE SPNF) y la relación entre ambas variables. En millones de dólares y porcentajes.**



Fuente: elaboración propia en base a información del BCRA.

**Gráfico A.3. Evolución del stock de deuda bruta de la administración central por residencia del tenedor. En porcentaje de PBI.**



Fuente: elaboración propia en base a información del Ministerio de Economía e INDEC.  
 Nota: los valores del PBI del año 2003 fueron calculados asignando las variaciones del PBI base 1993 a los valores del PBI base 2004.

**Cuadro A.1 Mercado de Cambios. Compradores netos de activos externos del Sector Real (billetes y divisas). Período: 17/12/15 al 27/10/19.**

Decil	Escala de compras netas		Cantidad de clientes		Compras netas de activos externos en ME			
	Desde	Hasta	Cantidad por decil	Porcentaje de cantidad de clientes	Total por decil	Porcentaje de las compras netas totales	Compras netas medias por decil	
	USD	USD	Unidades	%	Millones de USD	%	USD	
Deciles	1	0	1.000	5.484	10	3	0,0	457
	2	1.000	3.000	5.484	10	10	0,0	1.865
	3	3.000	6.330	5.484	10	25	0,1	4.512
	4	6.331	11.300	5.484	10	48	0,1	8.838
	5	11.300	20.000	5.483	10	85	0,2	15.498
	6	20.000	35.799	5.484	10	148	0,4	27.071
	7	35.800	67.260	5.484	10	272	0,8	49.666
	8	67.280	137.680	5.484	10	535	1,5	97.558
	9	137.700	371.629	5.484	10	1.239	3,5	226.005
	10	371.643	1.148.933.483	5.483	10	33.069	93,3	6.031.159
Percentiles del decil 10	91	371.643	426.686	548	1	218	0,7	397.272
	92	426.700	492.378	548	1	251	0,8	457.339
	93	492.500	587.721	549	1	295	0,9	537.649
	94	587.993	700.926	548	1	352	1,1	642.078
	95	701.190	867.863	549	1	428	1,3	779.295
	96	868.110	1.125.174	548	1	542	1,6	988.777
	97	1.125.281	1.586.517	548	1	730	2,2	1.331.638
	98	1.586.893	2.635.210	549	1	1.122	3,4	2.043.720
	99	2.640.851	6.153.247	548	1	2.187	6,6	3.990.589
	100	6.168.312	1.148.933.483	548	1	26.945	81,5	49.170.121
<b>Total</b>				<b>54.838</b>		<b>35.435</b>	<b>100,0</b>	<b>646.176</b>

Fuente: BCRA

Nota: El BCRA incluye en el “sector real” a los siguientes sectores: Agricultura, Ganadería y Otras Actividades Primarias, Agua, Alimentos, Bebidas y Tabaco, Comercio, Comunicaciones Construcción, Electricidad (Generación, Transporte, Distribución), Entretenimiento, Gas (Extracción, Transporte, Distribución), Gastronomía, Industria Automotriz, Industria de Papel, Ediciones e impresiones, Industria Química, Caucho y Plástico, Industria Textil y Curtidos, Informática, Maquinaria y Equipos, Metales Comunes y Elaboración, Minería, Oleaginosas y Cereales, Otros Industria Manufacturera, Petróleo, Productos Minerales no Metálicos (Cementos, Cerámicos y Otros), Transporte, Turismo y Hotelería.

**Referencias bibliográficas**

Abeles, M., Pérez Caldentey, E., y Valdecantos, S. (2018): “*Estudios sobre financierización en América Latina*”. Santiago de Chile: CEPAL.

Aglieta, M. y Breton, R. (2001): “Financial systems, corporate control and capital accumulation”, *Economy and Society*, vol. 30, Issue 4, 433-466.

Alfaro, L., Kalemli-Ozcan, S., y Volosovych, V. (2020): “Sovereigns, Upstream Capital Flows and Global Imbalances”. *Journal of European Economic Association*, vol.

12, iss. 5, (actualizado octubre 2020). Dataset disponible online en: <http://sovereign-to-sovereign-flows.com/Welcome.php>, 1240-1284.

Allami, C. y Cibils, A. (2009): “El curioso caso de la financiarización en la postconvertibilidad”. *III Jornadas de Economía Política*, Universidad de General Sarmiento. Los Polvorines, Provincia de Buenos Aires.

Allami, C. y Cibils, A. (2017): “Financiarización en la periferia latinoamericana: Deuda, commodities y acumulación de reservas.”, *Revista Estado y Políticas Públicas* N° 8 pp. 81-101.

Araujo, E. B.; Bruno, M. y Pimentel, D. (2012): “Financialization against Industrialization: a regulationist approach of the Brazilian Paradox”. *Revue de la régulation. Capitalisme, institutions, pouvoirs*, (11).

Arceo, E. (2011): *El largo camino a la crisis. Centro, periferia y transformaciones en la economía mundial*. Cara o Ceca. Centro Cultural de la Cooperación Floreal Gorini, Buenos Aires.

Arrighi, Giovanni (1994): *The long twentieth century*. Nueva York, Verso [trad. esp.: El largo siglo xx, Madrid, Ediciones Akal, 1999].

Ashman, S.; B. Fine; and S. Newman (2011): “The Crisis in South Africa: Neoliberalism, Financialization and Uneven and Combined Development.” *Socialist Register* 47, 174–95.

Astarita, R. (2010): “Economía política de la dependencia y el subdesarrollo. Tipo de cambio y renta agraria en la Argentina”. Buenos Aires: Universidad Nacional de Quilmes.

Azpiazu, D. (2011): *La concentración en la industria argentina a principios del siglo XXI*, Buenos Aires, Cara o Ceca/Centro Cultural de la Cooperación Floreal Gorini/Editorial Atuel, 2011.

Azpiazu, D; Manzanelli, P. y Schorr, M. (2011): *Concentración y extranjerización. La Argentina en la posconvertibilidad*, Capital Intelectual.

Auvray, T. y Rabinovich, J. (2017): “The financialisation-offshoring nexus and the capital accumulation of US nonfinancial firms”, *CEPN - Centre d'Economie de l'Université Paris Nord*.

Banco Central de la República Argentina -BCRA- (2020): “Mercado de cambios, deuda y formación de activos externos, 2015-2019”, Buenos Aires.

Baran, P. A., y Sweezy, P. M. (1966): *Monopoly capital: An essay on the American economic and social order*. New York: NYU Press.

Barba, A., y Pivetti, M. (2009): “Rising household debt: Its causes and macroeconomic implications—a long-period analysis”. *Cambridge Journal of Economics*, 113-137.

Baker, M. y Wurgler, J. (2002): "Market Timing and Capital Structure", *The Journal of Finance*, Vol. LVII, No 1.

Basualdo, E. y Kulfas, M. (2002): “La fuga de capitales en la Argentina”, en *La globalización económico-financiera. Su impacto en América Latina*, Gambina, Julio (Comp.), CLACSO, Buenos Aires.

Becker, J.; J. Jager; B. Leubolt; and R. Weissenbacher. (2010): “Peripheral Financialization and Vulnerability to Crisis: A Regulationist Perspective.” *Competition and Change* 14, nos. 3–4: 225–47.

Beckert, J. (1996): “What is Sociological about Economic Sociology? Uncertainty and the Embeddedness of Economic Action”. *Theory and Society*, 25(6), 803-840.

Beirne, J. y Fratzscher, M. (2013): “The pricing of sovereign risk and contagion during the European sovereign debt crisis”. *Journal of International Money and Finance* 34: 60-82.

Bekerman, M. y Vázquez, D. (2016): “Inversión extranjera directa y estructura productiva en la posconvertibilidad”. *Revista Desarrollo Económico*, vol. 56, N° 219:207-244.

Bekerman, M., Dulcich, F., y Gaite, P. (2018): “La inserción comercial externa de la Argentina en la última década: su impacto sobre la estructura productiva”. *H-Industri@: Revista De Historia De La Industria, Los Servicios Y Las Empresas En América Latina*, (23), 115-142.

Bekerman, M., Dulcich, F., y Gaite, P. (2020): “La caída de las exportaciones industriales a Brasil, ¿cuánto afectó a la producción argentina?” *Economía e Sociedade* v. 29, n. 2 (69), p. 609-638.

Bernat, G. (2011): “Crecimiento de la Argentina: del stop and go al go (slowly) non stop”, en *Boletín Informativo Techint*, 335, Buenos Aires.

Binswanger, M. (1999): *Stock Markets, Speculative Bubbles and Economic Growth*, Edwar Elgar.

Brainard, W. C., y Tobin, J. (1968): “Pitfalls in financial model building”. *The American Economic Review*, 58(2), 99-122.

Bonnizi, B. (2013): “Financialization in developing and emerging countries: a survey.” *International Journal of Political Economy*, 42(4), 83-107.

Borio, C., y Disyatat, P. (2010). *Global imbalances and the financial crisis: Link or no link?* (No. 346). Bank for International Settlements.

Bortz, P.G. (2016): *Inequality, Growth and 'Hot Money*, Edward Elgar, Cheltenham, UK.

Bortz, P.G. y Kaltenbrunner, A. (2017): "The International Dimension of Financialization in Developing and Emerging Economies". *Development and Change* - Wiley Online Library.

Boyer, R. (2000): "Is a finance-led growth regime a viable alternative to Fordism? A preliminary analysis". *Economy and Society*, 111-145.

Boyer, R. (2007): *Crisis y regímenes de crecimiento: una introducción a la teoría de la regulación*. Miño y Dávila.

Bruno, V., y Shin, H. S. (2014): "Cross-Border Banking and Global Liquidity". *The Review of Economic Studies*, vol. 82, no 2, 535-564.

Burgos, M. (2012): "La ruta de la soja: aportes para el entendimiento de la relación Argentina-China", *Revista del Centro Cultural de la Cooperación* 16.

Cassini, L. (2015): "Reinversión de utilidades y concentración en la industria manufacturera argentina en la posconvertibilidad", *Realidad Económica*, N° 292.

Cassini, L., García Zanotti, G. y Schorr, M. (2019): "Estrategias de financiarización en las producciones primarias de Argentina durante los gobiernos del kirchnerismo, 2003-2015". *Ciclos en la Historia, la Economía y la Sociedad*. 53, 195-220.

Castells, M.J. y Schorr, M. (2015): "Cuando el crecimiento no es desarrollo. Algunos hechos estilizados de la dinámica industrial en la posconvertibilidad" en *Cuadernos de Economía Crítica*, N°2, Buenos Aires.

Chesnais, F. (2001): *La mundialización financiera*, Buenos Aires: Losada. Prólogo e Introducción (pp. 7-43).

Correa, E., Vidal, G., & Marshall, W. (2012): "Financialization in Mexico: trajectory and limits". *Journal of Post Keynesian Economics*, 35(2), 255-275.

Crotty, J. (2003): "The neoliberal paradox: The impact of destructive product market competition and impatient finance on nonfinancial corporations in the neoliberal era". *Review of Radical Political Economics*, 35(3), 271-279.

Crotty, J. (2005): "The Neoliberal Paradox: The Impact of Destructive Product Market Competition and 'Modern' Financial Markets on Nonfinancial Corporation Performance in the Neoliberal Era", in *Epstein, G. (ed.), Financialization and the World Economy*, Northampton, MA, Edward Elgar.

Dallery, T. (2009): "Post-Keynesian theories of the firm under financialization." *Review of Radical Political Economics*, 41(4):492-515.

Davis, L. E. (2017): “Financialization and the non-financial corporation: An investigation of firm-level investment behavior in the United States”. *Metroeconomica*, 69(1), 270- 307.

Del Pont, M; Panigo, D. y Todesca Bocco, C. (2018): “El contexto macroeconómico global: financiarización y proteccionismo”, en *Hay otro camino: Economía política para el empleo, el crecimiento y la justicia social*, Ediciones Colihue.

Demir, F. (2007): “The Rise of Rentier Capitalism and the Financialization of Real Sectors in Developing Countries.” *Review of Radical Political Economics* 39, no. 3: 351–59.

Demir, F. (2009): “Financial liberalization, private investment and portfolio choice: Financialization of real sectors in emerging markets”. *Journal of Development Economics*, 88(2), 314–24.

Dulcich, Federico (2016): “Los fundamentos de la inflación en la Argentina de la postconvertibilidad: un análisis a partir de un modelo VAR estructural”. *Cuadernos del CIMBAGE* N° 18. Buenos Aires.

Duménil, G., y Lévy, D. (2004): “The real and financial components of profitability (United States, 1952–2000)”. *Review of Radical Political Economics*, 36(1), 82-110.

Epstein, G. (2001): “Financialization, rentier interests, and central bank policy”. Amherst, MA: Department of Economics, University of Massachusetts.

Epstein G.A. (2005): “Introduction: Financialization and the World Economy”, *Financialization and the World Economy*, ed. G.A. Epstein, 3-16. Cheltenham: Edwar Elgar.

Federal Reserve (2006): “The Use and Counterfeiting of United States Currency Abroad, Part 3”, United States Treasury Department.

Ferrantino, M. J. y Wang, Z. (2008): “Accounting for discrepancies in bilateral trade: The case of China, Hong Kong, and the United States”, *China Economic Review*, 19, issue 3, p. 502-520.

Ferrer, A. (2007): “Globalización, desarrollo y densidad nacional.” En publicación: *Repensar la teoría del desarrollo en un contexto de globalización. Homenaje a Celso Furtado*. Vidal, Gregorio; Guillén R., Arturo. (comp).

Ferrer, A. (2017): *La economía argentina en el siglo XXI. Globalización, desarrollo y densidad nacional*. Buenos Aires, Argentina: Capital Intelectual.

Fine, B. 2010. “Neoliberalism as Financialization.” En *Economic Transitions to Neoliberalism in Middle-Income Countries: Policy Dilemmas, Economic Crises, Forms of Resistance*, ed A. S

Foster, J.B (2007): “The financialization of capitalism”, *Monthly Review*, 58 (11).

Frenkel, R. (1983): “Mercado financiero, expectativas cambiarias y movimientos de capital”, *El trimestre económico*, 50, 2014-2076.

Frenkel, R. (2003): “Globalización y crisis financieras en América Latina”. *Revista de la CEPAL*.

Frenkel, R. y Rapetti, M. (2011): “Fragilidad externa o desindustrialización ¿Cuál es la principal amenaza para América Latina en la próxima década?”. Naciones Unidas Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).

Gaite, P. (2017): “Estructura productiva y dependencia. Un estudio sobre la industria argentina en la posconvertibilidad”. *H-Industri@: Revista De Historia De La Industria, Los Servicios Y Las Empresas En América Latina*, (21), 76-96.

Gaggero, A., y Nemiña, P. (2022): “Origen y consolidación de la dolarización del mercado inmobiliario en Argentina”. *Ensayos de Economía*, 32(60).

Gaggero, A. y Schorr, M. (2016), “La cúpula empresaria durante los gobiernos kirchneristas: balance y legados de una etapa” en *Realidad Económica*, N° 297, Buenos Aires.

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

Gaggero, J., Casparrino, C. y Libman, E. (2007): “La fuga de capitales. Historia, presente y perspectivas”, CEFID-AR, Documento de Trabajo No 14.

Gaggero, J, Kupelian, R. y Zelada, M.A. (2010): “La fuga de capitales II. Argentina en el escenario global”, CEFID-AR, Documento de Trabajo N° 29.

Gaggero, J., Rua, M. y Gaggero, A. (2013): “Fuga de capitales III. Argentina (2002-2012). Magnitudes, evolución, políticas públicas y cuestiones fiscales relevantes” CEFID- AR, Documento de Trabajo N° 52.

Gaggero, J., Rua, M. y Gaggero, A. (2013b): “Argentina. Fuga de capitales (2002-2012)”, *AABA/CITY UNIVERSITY/TJN Research Workshop on BEPS and the Future of Corporate Taxation* (co-organised by the Association for Accountancy & Business Affairs and Tax Justice Network), Londres.

Gaggero, J., Rua, M. y Gaggero, A. (2015): “Los activos "offshore" de los argentinos”; Ediciones Infojus; *Derecho Público* 10, 125-158.

Gaggero, J., Rua, M. y Gaggero, A. (2015b): “Principales características e impacto macroeconómico de la fuga de capitales en Argentina”, *Problemas del desarrollo*, vol.46 no.182, Ciudad de México.

García Zanotti, G. D. (2020): “Trayectorias divergentes en la financiarización de las grandes empresas extranjeras no financieras de Argentina y Brasil durante el nuevo milenio (2000-2017)”. Tesis de Doctorado en Desarrollo Económico. Quilmes: Universidad Nacional de Quilmes.

Garriz, A. I., y Gallo, P. E. (2012): “Sector automotriz : estructura de rentabilidad e importancia para explicar el desempeño de la balanza comercial Argentina” . En *V Jornadas de Economía Crítica* (pp. 1-16). Buenos Aires.

Grondona, V. (2014): “Fuga de capitales. La manipulación de los precios de transferencia”, CEFID-AR, Documento de Trabajo N° 58, Buenos Aires.

Grondona, V. y Burgos, M. (2015): “Estimación de los precios de transferencia. El caso del complejo sojero”, CEFID-AR, Documento de Trabajo N° 71.

Grullon, G., y Michaely, R. (2002): “Dividends, share repurchases, and the substitution hypothesis”. *The Journal of Finance*, 57(4), 1649-1684.

Guttman, R., y Plihon, D. (2010): “Consumer debt and financial fragility”. *International Review of Applied Economics*, 24(3), 269-283.

Hall, Robert E., y Jorgenson, D. (1967): “Tax Policy and Investment Behavior,” *American Economic Review*, 57.

Heidanowski, C.E. (2021): “¿Qué hacer con los Tratados Bilaterales de Inversión?”, Red Argentina de Profesionales para la Política Exterior.

Hein, E. (2013): "Finance-dominated capitalism and re-distribution of income: a Kaleckian perspective". *Cambridge Journal of Economics*, bet038.

Hilferding, R. (1910): *El Capital Financiero*. Madrid: Tecnos, 1973.

Heyn, I. y Moldován, P. (2011): “La política comercial en las Estructuras Productivas Desequilibradas: el caso de las licencias no automáticas de importación.” *Ensayos en honor a Marcelo Diamand*, coordinado por Pablo Chena, Norberto Crovetto y, Demian Panigo, Miño y Dávila-CEIL-PIETTE-UNM.

Ize, A. y E. Levy Yeyati (2003): “Financial Dollarization”. *Journal of International Economics*, Vol. 59 (marzo), Págs. 323-47.

Kalecki, M. (1956): “Teoría de la dinámica económica”. FCE.

Karwowski, E. (2012): “Financial Operations of South African Listed Firms: Growth and Financial Stability in an Emerging Market Setting”, *III conference international do ieSe*, Mozambique September 3-4.

Karwowski, E., Stockhammer, E. (2016). ‘Financialisation in emerging economies: a systematic overview and comparison with Anglo-Saxon economies.’ *Post Keynesian Study Group, Working Paper No. PKWP1616*.

Keynes, J. M. (1936): “*The General Theory of Employment, Interest, and Money*”. London: Macmillan.

Kraus, A. y Litzenberger, R.H. (1973): "A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage". *Journal of Finance*. 28 (4): 911–922.



Krippner, G. R. (2005): "The financialization of the American economy". *Socio-economic review*, 3(2), 173-208.

Lall, S. (2000): "The Technological Structure and Performance of Developing Country Manufactured Exports, 1985-98", *Oxford Development Studies*, 28:3, 337-369, DOI: [10.1080/713688318](https://doi.org/10.1080/713688318)

Lanata, J. (2004): *ADN. Mapa genético de los defectos argentinos*. Planeta.

Lapavistas, C. (2011): "Theorizing financialization". *Work, employment and society*, 611-626.

Lavarello P. Y Mancini M. (2017) "Política Industrial y recuperación manufacturera en Argentina" en *Cimoli, M., Castillo, M., Porcile, G., & G. Stumpo (editores), Políticas Industriales y tecnológicas en América Latina*, Cepal.

Lazonick, W. and O'Sullivan, M. (2000): "Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance", *Economy and Society*, vol. 29, no. 1, 13–35.

Leiva, F. I. y Malinowitz, S. (2007): "Financialization in the Americas: Evidence and Consequences". In *Meeting of the Latin American Studies Association*. Montreal.

Libman, E. (2009): "La Fragilidad Financiera en el Centro y la Periferia". Trabajo presentado en el *II Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira*.

Madeiras, C.A. y Trebat, N (2018): "Las finanzas, el comercio y la distribución del ingreso en las cadenas globales de valor: implicancias para las economías en desarrollo y América Latina" en *Abeles, M., Pérez Caldentey, E. y Valdecantos, S. (edits.): Estudios sobre financierización en América Latina*, CEPAL, Santiago de Chile, 2018.

Magdoff, H., y Sweezy, P. M. (1987): *Stagnation and the financial explosion*. New York: NYU Press.

Manzanelli, P. (2015): "Grandes corporaciones y formación de capital en la Argentina 2002-2012", *Tesis Doctoral en Ciencias Sociales*, Facultad de Ciencias Sociales - Universidad de Buenos Aires.

Manzanelli, P. (2019): "¿En el mundo del revés? La cúpula empresaria y la inversión en Argentina 2002-2016. *Realidad Económica*, 321.

Manzanelli, P. y Schorr, M. (2012): "¿Y dónde está Schumpeter?", *Miradas al Sur*.

Milberg, W. (2008): "Shifting sources and uses of profits: Sustaining US financialization with global value chains". *Economy and Society*, 37(3), 420–451.

Milberg, W. y Winkler, D. (2013): *Outsourcing economics: Global value chains in capitalist development*, Cambridge: Cambridge University Press.

Minsky, H. P. (1986): *Stabilizing an unstable economy*, New York: McGraw-Hill.

Minsky, H. P. (1990): "Money manager capitalism, fiscal independence and international monetary reconstruction". *The Future of the Global Economic and Monetary System*, 209-218.

Minsky, H. (1992): "The Financial Instability Hypothesis". En M. Swaer, *Handbook of Radical Political*.

Myers, Stewart C. y Majluf, Nicholas S. (1984): "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have". *Journal of Financial Economics* 13 (2): 187-221

Modigliani, F., y Miller, M. H. (1967): "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment". 1958, 261-297.

Onaran, Ö. (2011): "The crisis in Western and Eastern EU: Does the policy reaction address its origins?". *Greenwich Papers in Political Economy* 16286, University of Greenwich, Greenwich Political Economy Research Centre.

Onaran, Ö; Stockhammer, E. y Grafl, L. (2010): "Financialisation, income distribution and aggregate demand in the USA". *Cambridge Journal of Economics* 35(4):637-661.

Orhangazi, Ö. (2008): "Financialisation and capital accumulation in the non-financial corporate sector: A theoretical and empirical investigation on the US economy: 1973–2003". *Cambridge Journal of Economics*, 32(6), 863-886.

Orhangazi, Ö. (2008a): *Financialization and the US Economy*, Cheltenham: Edward Elgar.

Palma, G. 1998. "Three and a Half Cycles of 'Mania, Panic, and [Asymmetric] Crash': East Asia and Latin America Compared." *Cambridge Journal of Economics* 22, no. 6: 789–808.

Pérez Ártica, R. (2020). "El desempeño cambiario del sector automotriz en Argentina y el impacto de la inversión". *Estudios económicos*, 37 (74), 5-35.

Pérez Ártica, R. y Rabinovich, J. (2020): "Cash holdings and the financialisation of Latin American nonfinancial corporations". *SSRN Electronic Journal*.

Phillips, K. (1994): *Arrogant capital: Washington, Wall Street, and the frustration of American politics*, New York, NY: Little, Brown and Co.

Powell, J. (2013): "Subordinate Financialization: A Study of Mexico and Its Non-Financial Corporations." *PhD dissertation*, SOAS, University of London.

Rabinovich, J. (2019): "The Financialisation of the Nonfinancial Corporation. A Critique to the Financial Turn of Accumulation Hypothesis." *Metroeconomica* 70 (4):738–775.

Rennhack, R., y Nozaki, M. (2006): “Dolarización financiera en América Latina”. En A. Armas, A. Ize, & E. Levy Yeyati (eds.), *Dolarización Financiera. La agenda de política* (pp. 77-105). Banco Central de Reserva del Perú.

Rua, M. y Zeolla, N. (2018): “Desregulación cambiaria, fuga de capitales y deuda: la experiencia argentina reciente”, *Problemas del desarrollo*, no.194, Ciudad de México.

Sawyer, M. C. (1989), ‘The challenge of radical economy’, *Barnes and Noble Books, Maryland*.

Santarcangelo, J., y Perrone, G. (2012): “Transformaciones, rentabilidad y empleo en la cúpula industrial. Análisis de la cúpula automotriz en la postConvertibilidad”. *H-Industria*, 6 (10), 1-34.

Schorr, M. y Manzanelli, P. (2013): “*Argentina en la posconvertibilidad: ¿desarrollo o crecimiento industrial?*” *Estudios de economía política*, Miño y Dávila, chapter La extranjerización de la industria argentina en la posconvertibilidad. Un análisis del poder económico sectorial, pp. 55–81.

Schorr, M. y Wainer, A. (2020): “Financiarización y dinámica inversora de las grandes empresas en la Argentina durante el ciclo de gobiernos kirchneristas”, *Realidad Económica*, n° 332, 39-72.

Schteingart, D. y Coatz, D. (2015): “¿Qué modelo de desarrollo para la Argentina?”, *Techint; Boletín Informativo*; 349; 8-2015; 49-88.

Schteingart, D. y Tavosnanska, A. (2021): “Del retorno de la desindustrialización al coronavirus (2016-2020)” en *La industria argentina en su tercer siglo Una historia multidisciplinar (1810-2020)*, Marcelo Rougier (coord.), Ministerio de Desarrollo Productivo de la Nación, Ciudad Autónoma de Buenos Aires.

Soto, R. (2013): “América Latina: Entre la financiarización y el financiamiento productivo”. *Problemas del desarrollo*, 44(173), 57-78.

Stockhammer, E. (2004): “Financialization and the slowdown of accumulation”, *Cambridge Journal of Economics*, vol. 28, 719–41.

Stockhammer E. (2006): "Shareholder value orientation and the investment-profit puzzle". *Journal of Post Keynesian Economics* 28(2):193-215.

Sturzenegger, F. (2020): “El déficit fiscal en los últimos diez años”. *Foco Económico. Un blog Latinoamericano de economía y política*.

Szenkman, P. (2019): “Vaca Muerta. Estimación del impacto y la demanda de gas para trazar una hoja de ruta a 2030”. VIII Conferencia Anual de la Sociedad Argentina de Economía Regional.

Tellalbasi, I. y Kaya, F. (2013): “Financialization of Turkey industry sector”. *International Journal of Financial Research*, 4(3), 127.

Tori, D. y Onaran, Ö. (2018): “The effects of financialisation on investment: evidence from firm-level data for the UK”. *Cambridge Journal of Economics*, 42(5), 1393- 1416

Torija Zane, E. y Gottschalk, R. (2018): “Patrones financieros y de inversión en America Latina desde la perspectiva del comportamiento empresarial”, en Abeles, M., Pérez Caldentey, E. y Valdecantos, S. (edits.): *Estudios sobre financierización en América Latina*, CEPAL, Santiago de Chile, 2018.

Tovar García, D. (2007): “Desarrollo institucional y desarrollo financiero”. *Problemas del desarrollo* 38(150), 11-41.

Tovar García, D. (2012): “Financial Globalization and financial development in Latin America”. *Cuadernos de Economía* 31 (57), 89-111.

Van der Zwan, N. (2014): “Making sense of financialization”. *Socio-Economic Review*, 12(1), 99–129. doi:10.1093/ser/mwt020

Wainer, A. (2018): “La restricción externa al crecimiento en Argentina en el periodo kirchnerista (2003 - 2015)”, *Semestre Económico*, 21(47), 95-122.

Zaiat, A. (2012): *Economía a contramano. Cómo entender la economía política*. Planeta.

Zeolla, N.H. (2021): “Dimensión nacional e internacional de la financierización en América Latina: un estudio en base a Estados Contables de Grandes Empresas no Financieras de 2000 a 2015”. Tesis de Doctorado. Universidad de Buenos Aires.