

V. Inversión extranjera directa en la Argentina. Crisis, reestructuración y nuevas tendencias después de la convertibilidad

***Gabriel Bezchinsky, Marcelo Dinenzon, Luis Giussani, Omar Caino,
Beatriz López y Silvia Amiel¹***

Resumen

La inversión extranjera directa ha sido importante en varios momentos de la historia económica argentina. En particular, dentro del esquema de la convertibilidad y la reforma del Estado de los noventa –que incluía privatizaciones de las empresas de servicios públicos– tomó la forma de transferencias accionarias dirigidas principalmente a actividades extractivas y de servicios. El fin de la convertibilidad y dio paso a un nuevo esquema macroeconómico; las respuestas a las consecuencias de la devaluación, y el posterior desempeño de la IED dentro de dicho esquema para el período 2002-2006 es el tema de estudio del presente capítulo.

Los primeros años de análisis pueden considerarse de “saneamiento patrimonial”: en respuesta al deterioro inmediato de la relación activos/pasivos por la devaluación del peso, la generalidad de las firmas dedicó sus aportes a cancelar deuda, y algunas emprendieron procesos de reestructuración de pasivos. Las diferencias estuvieron en la duración del ajuste: el nuevo esquema de precios relativos favorable a los transables permitió una más rápida recuperación de la rentabilidad en dicho sector, haciendo que a partir de 2004 aparecieran allí aportes para nuevos proyectos. Se analizan también nuevas tendencias que se observan en el período: la irrupción de las firmas “translatinas” brasileñas; los servicios transables y el despegue del sector automotriz.

1. Introducción

La inversión extranjera ha jugado un rol destacado en el proceso de desarrollo económico argentino prácticamente desde los inicios del estado moderno. En efecto, desde fines del siglo

¹ Con la colaboración de Marisol Rodríguez Chatruc.

XIX el capital extranjero fue clave para desarrollar la infraestructura de transporte y servicios imprescindibles para la consolidación y crecimiento del modelo agro-exportador.

Luego, durante el período de industrialización por sustitución de importaciones hubo una primera etapa (fundamentalmente la de los dos primeros gobiernos de Perón) de retracción del capital extranjero. Sin embargo, a partir de fines de la década del cincuenta, con la llegada de Frondizi que liberalizó las condiciones para la inversión extranjera, la misma cobró nuevo impulso, concentrándose fundamentalmente en la industria, y en particular en los sectores automotriz y químico-petroquímico.

Finalmente, durante la década del noventa, en el marco de un amplio proceso de reformas aplicado por el gobierno de Menem, que incluyó la convertibilidad, la apertura comercial y financiera, la desregulación y la privatización de empresas del Estado, se produjo una nueva oleada de inversión extranjera, que se concentró fuertemente en la compra de empresas públicas prestadoras de servicios o de actividades extractivas, fundamentalmente la petrolera. La forma predominante de la inversión extranjera durante este período fue la de las transferencias accionarias, lo que se verificó tanto en el proceso de privatizaciones como en la venta de empresas privadas a inversores extranjeros que se produjo con mayor intensidad en la segunda mitad de la década.

La crisis del régimen de convertibilidad produjo un profundo quiebre no sólo económico, sino también político y social. En lo que hace específicamente a las condiciones para la inversión extranjera, la crisis generó una serie de cambios significativos. El que primero se hizo sentir fue el deterioro de la situación patrimonial, dado el peso de la deuda en dólares en muchas de estas empresas. A partir de allí, sin embargo, el alto y sostenido crecimiento económico desde mediados de 2002, el cambio de precios relativos a favor de los bienes y servicios transables, el abaratamiento relativo de los salarios, el tipo de cambio favorable a la exportación, posibilitaron una rápida reestructuración de los pasivos empresariales y disminución de la relación deuda/activos. Esta disminución, sin embargo, fue mucho más rápida en los sectores vinculados con la producción de bienes transables que en las de servicios, aunque operó en todo el espectro de actividades.

Lejos de haber provocado una fuga masiva del capital extranjero, este nuevo período puede ser caracterizado como de reacomodamiento para operar en un nuevo escenario. No se han registrado más que salidas aisladas de empresas en algunos sectores, y han ingresado jugadores nuevos, particularmente las empresas brasileñas. La renta se ha recuperado notablemente, aunque también con diferencias entre sectores.

Este trabajo analiza la evolución de la inversión extranjera en la Argentina en el período post-convertibilidad, 2002-2005. En la sección 2 se reseñan brevemente las principales características de lo que dio en llamarse la “oleada” de inversión extranjera de la década del noventa. Se describen las tendencias generales, así como los patrones de distribución sectorial de la inversión, los países de origen, las fuentes de financiamiento, y se reseñan los principales impactos que, según han sido analizados en investigaciones realizadas en los últimos años, la inversión extranjera ha tenido sobre el balance de pagos, y sobre la dinámica de la producción de bienes y servicios.

La sección 3 reseña los principales cambios ocurridos desde el fin de la convertibilidad, tanto en el país como a nivel internacional, y que constituyen el marco en el que la inversión extranjera se desarrolla, y en el que los inversores toman sus decisiones. Se mencionan algunos de los principales cambios que se advierten en el funcionamiento de la economía local (tanto a nivel macro como microeconómico), y se describen brevemente las tendencias de la inversión extranjera directa a nivel global en lo que va de la década.

En la sección 4 se presentan las tendencias de la inversión extranjera en Argentina en el período 2002-2006. Se describe el fenómeno del desendeudamiento de las empresas a través de distintos mecanismos, que incluyen aportes de las casas matrices, reestructuración, cambio de

accionistas, etc., y que se produjo en el marco de un sostenido incremento de la renta de las empresas extranjeras que se ha producido en los últimos años, con matices según los distintos sectores de actividad. Se presentan asimismo algunas nuevas tendencias que se observan en este período, como la presencia destacada de empresas brasileñas (que no habían tenido un rol importante en la etapa anterior) en los flujos de inversión, y algunas dinámicas sectoriales que consideramos importante destacar y cuya evolución parece interesante seguir en los próximos años.

Finalmente, la sección 5 se destina a presentar algunas conclusiones, y a plantear algunos interrogantes sobre el futuro y desafíos de política pública que surgen del análisis precedente.

2. ¿De dónde venimos? La inversión extranjera directa –IED- en Argentina durante los años noventa

Durante la década pasada, la Inversión Extranjera Directa (IED) representó una parte importante del financiamiento externo de la economía argentina. El contexto internacional y las reformas introducidas en la economía argentina sustentaron la fuerte corriente de financiamiento bajo la forma de inversiones directas del exterior, que alcanzaron a representar alrededor del 2,1% del PIB en promedio para el período 1992-1998, con pico del 8,5% en 1999. Los flujos en concepto de IED mostraron una tendencia creciente desde un promedio de 4 000 millones (1992-1995), a una media de 8 000 (1996-1998) hasta alcanzar el pico de 24 000 en 1999, monto obtenido como consecuencia de la compra de YPF. Ahora bien, si se analizan los flujos de capital en concepto de IED como fuente de financiamiento externo a la economía, la estimación muestra algunos años, como 1999 y 2000, en los cuales la importancia de las operaciones de canjes o rescates de acciones (la mayor de las cuales ha sido la realizada por Repsol YPF en 1999) condiciona sensiblemente la lectura de las cifras.²

Dentro del programa de reforma del Estado aplicado a principios de los noventa, tuvo un lugar destacado la privatización y concesión de un amplio conjunto de empresas del sector público. Inicialmente, los consorcios que adquirieron estas empresas estaban formados por inversores extranjeros, grupos económicos locales y bancos con sede en el exterior, con lo cual se lograba reunir la experiencia específica en el negocio, la ingeniería financiera necesaria para poder participar en las privatizaciones, y el manejo de las relaciones de *lobby* local. Esto dio lugar a una nueva modalidad de IED en la cual los no residentes, en lugar de instalarse en el país con filiales, participan en empresas con porcentajes de entre 10% y 50%, aunque manteniendo poder de decisión. Posteriormente, los bancos extranjeros y muchos grupos económicos locales vendieron las participaciones accionarias a los socios extranjeros.

En cuanto al destino de la IED durante la década, pueden señalarse dos etapas. En una primera etapa, correspondiente a los años 1991-1993, los flujos de IED estuvieron impulsados por el proceso de privatizaciones y concesiones al sector privado; el 51% de IED de este período

² Estas transacciones de canje de acciones no representan un financiamiento neto para el período considerado. En algunos casos corresponden a ingresos registrados previamente bajo otros conceptos. Estas operaciones figuran como un flujo en concepto de IED, pero no afectan los flujos netos de capital estimados en el balance de pagos ya que tienen su contrapartida negativa en inversión de cartera en acciones argentinas en poder de no residentes y/o en el aumento de la tenencia de acciones extranjeras por parte de residentes. Al igual que las cifras del total de IED, la IED neta de contrapartida muestra al año 1999 como el de mayor flujo de fondos, influenciado por los 3 600 millones que obtuvieron los gobiernos nacional y provinciales por la privatización de YPF, entre otras transacciones. Luego de esa operación, los flujos caen fuertemente en el año 2000 a 5 400 millones (son los menores ingresos desde el año 1994) para llegar a 1 500 en el 2002 (ver cuadro V.3).

corresponde a operaciones de privatización de activos públicos. Esta participación fue disminuyendo a lo largo de la década. En una segunda etapa, a partir de 1994 y hasta fines de la década, las fusiones y adquisiciones de empresas privadas reemplazaron a las privatizaciones como principal fuente de ingresos de IED. Lo anterior pone en evidencia el significativo peso que tuvo la transferencia de empresas, tanto públicas como privadas, durante los noventa. De los flujos totales de IED que ingresaron al país entre 1992 y 2000, casi un 60% corresponde a compras de empresas privadas o estatales.

Es importante resaltar que gran parte de las inversiones realizadas por empresas extranjeras se financió mediante endeudamiento externo. Entre 1992 y 1998 el sector privado no financiero se endeudó con el exterior en más de 35 000 millones de dólares, de los cuales casi las tres cuartas partes correspondieron a endeudamiento de inversores extranjeros.

A partir de 1994, las transferencias accionarias de empresas privadas adquirieron una gran relevancia, no sólo por los montos alcanzados sino también por la amplitud de los sectores económicos involucrados. En una primera etapa se destacaron el sector comunicaciones, petróleo y las empresas del sector electricidad, gas y agua, para luego incorporarse una gran parte de los sectores de la industria manufacturera y, finalmente, los sectores financiero y comercial.

CUADRO V.1
IED POR SECTOR DE DESTINO
(En porcentaje)

	1992-94	1995-96	1997-98	1999-00	2001-02	2003-04	1992-02
IED Total (en millones de dólares)	10 862	12 560	16 453	34 404	4 315	5 926	84 520
Petróleo	18,4	11,8	8,6	59,6	41,5	30,3	34,3
Minería	0,1	6,5	0,5	0,2	5,6	3,2	1,7
Industria Manufacturera	30,3	39,5	27,1	10,0	24,0	39,9	23,1
Alimentos, bebidas y tabaco	16,0	9,5	3,7	4,8	(2,9)	11,6	6,8
Textil y curtidos	0,2	0,8	0,2	(0,2)	(0,0)	(0,0)	0,1
Papel	(0,4)	3,9	2,6	0,3	(2,7)	2,2	1,2
Química, caucho y plástico	8,2	13,8	6,1	4,2	13,1	8,2	7,3
Cemento y cerámicos	1,0	0,4	2,2	(0,1)	(0,5)	1,0	0,6
Metales comunes y elab. de metales	1,4	0,4	4,0	0,2	18,5	6,2	2,5
Maquinarias y equipos	(1,2)	1,4	1,3	0,9	(2,8)	(0,2)	0,5
Industria automotriz y eq. de transporte	5,1	9,3	7,0	(0,2)	1,5	10,9	4,2
Servicios	44,7	37,2	51,9	23,0	18,5	11,2	32,4
Electricidad, Gas y Agua	30,9	14,3	14,9	4,1	7,1	3,7	11,3
Comercio	4,3	6,7	5,2	2,3	14,8	1,3	4,3
Transporte y Comunicaciones	2,4	6,2	6,7	13,3	(8,6)	(4,1)	7,2
Bancos	7,1	10,0	25,1	3,3	5,2	0,2	9,6
Otros	6,5	5,0	11,9	7,2	10,4	15,4	8,4

Fuente: elaboración propia en base a DNCI INDEC.

Por su parte, el proceso de fusiones y adquisiciones de empresas argentinas se aceleró a partir de 1997 y alcanzó un monto acumulado durante el período 1990-1999 estimado en 55 475 millones de dólares. A su vez, el 87,6% de los montos destinados a fusiones y adquisiciones durante ese período fue llevado adelante por empresas de capital extranjero, y dentro de dicha contribución más de la mitad corresponde a compras de empresas locales. Estos datos permiten concluir que el proceso de fusiones y adquisiciones estuvo dominado por la adquisición de empresas de capital local por parte de firmas extranjeras.

En el año 1999 se produce la operación más significativa: la venta de YPF. Dicha transferencia accionaria modifica por sí sola los flujos financieros, el stock y la renta de la IED. A partir de ese momento se verifica una profunda caída en la cantidad y el monto de las operaciones. Esta disminución de la compra de empresas de capital nacional por parte de inversores directos tiene varias explicaciones: el fin de las privatizaciones, el agotamiento de la inversión en ciertos sectores (debido a que prácticamente no quedaron empresas de capital nacional), la recesión, y el cambio en la tendencia mundial.

Durante el período 1992-2002 más del 40% de los flujos de IED estuvo dirigido hacia el sector servicios. A su vez, la industria petrolera, recibió poco más de un tercio de dichos flujos. De esta forma, el sector manufacturero quedó en tercer lugar con un 21,7%.

En lo que respecta a los países de origen, el *boom* de inversión extranjera directa de la década del noventa estuvo liderado por firmas españolas, cuya inversión representó un 37,7% del total de IED durante el período 1992-2002.³ En segundo lugar, encontramos a las firmas de origen estadounidense, que habían sido la principal fuente de IED en el pasado. Las firmas chilenas se convirtieron en una importante fuente de IED ocupando un tercer puesto (13,5%) durante el intervalo 1995-1996.⁴ Se destacan también las firmas de origen francés, que ocuparon un segundo lugar durante la década de 1990 dentro de las inversiones de origen europeo.⁵

CUADRO V.2
IED POR PAIS DE ORIGEN
(En porcentaje)

	1992-94	1995-96	1997-98	1999-00	2001-02	2003-04	1992-04
España	1,9	10,1	19,3	71,8	8,7	7,8	35,7
Estados Unidos	40,3	35,8	26,9	14,3	9,9	9,9	22,7
Francia	10,6	5,1	9,5	6,4	30,6	(5,1)	7,8
Chile	9,3	13,5	5,5	(1,0)	(2,8)	0,8	3,8
Italia	3,2	6,7	5,7	3,5	5,0)	7,1	4,2
Países Bajos	5,0	2,6	11,8	0,1	(3,0)	21,4	4,7
Alemania	2,8	2,1	6,2	0,5	6,4	7,8	2,9
Reino Unido	5,6	2,1	2,9	(0,2)	1,4	(14,8)	0,6
Otros Países	21,2	22,1	12,2	4,7	53,8	65,1	17,6

Fuente: elaboración propia en base a DNCI INDEC.

Una de las consecuencias del *boom* de IED a través de las adquisiciones y de las privatizaciones de los noventa fue el aumento de la participación de las firmas extranjeras en las ventas de las 1 000 firmas más grandes, pasando de un 39% en 1992 a 67% en 2000. Durante el mismo período, el número de firmas extranjeras entre las 1000 mayores firmas se duplicó (de 199 a 427 firmas).

³ En un principio, estos capitales se dirigieron hacia empresas públicas privatizadas como telecomunicaciones, transporte aéreo, energía y agua; hacia fines de la década se enfocaron en el sector bancario y en la industria petrolera.

⁴ Los principales sectores de destino fueron, en este caso, generación y distribución de electricidad y comercio minorista.

⁵ Estas inversiones se dirigieron principalmente a los sectores de comunicaciones, energético, automotriz, bancario y al comercio minorista.

CUADRO V.3
FLUJO DE INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA IED
(En millones de US\$)

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Flujo de IED	4 431	2 793	3 635	5 609	6 949	9 160	7 291	23 988	10 418	2 166	2 149	1 652	4 584	5 008
Reinversión de utilidades	857	878	898	659	398	726	788	-144	261	-3 306	-924	-808	193	655
SPF*	62	192	-166	143	13	51	178	6	67	-242	-529	-705	-379	-183
SPNF**	795	686	1 064	516	385	675	610	-150	194	-3 064	-396	-102	572	838
Aportes	474	628	1 287	1 685	2 011	2 580	3 179	4 116	2 793	3 650	4 516	3 011	3 155	4 057
SPF*	129	226	268	369	303	734	891	497	322	116	585	1 042	537	644
SPNF**	345	402	1 019	1 316	1 708	1 846	2 288	3 619	2 470	3 534	3 931	1 969	2 618	3 413
Deuda con empresas vinculadas	371	251	387	700	1 525	1 159	802	1 627	1 088	1 000	-2 992	-515	1 178	-481
Privatizaciones	2 344	935	136	1 113	580	892	334	4 192	30	25	0	0	0	0
Transf. accionarias s/privado	385	101	927	1 453	2 434	3 803	2 188	14 196	6 247	796	1 549	-36	59	777
SPF*	0	0	58	0	431	1 581	688	81	1 056	119	0	0	0	0
SPNF**	385	101	869	1 453	2 003	2 222	1 500	14 115	5 191	677	1 549	-36	59	777
Flujos netos de canjes	4 431	2 793	3 635	5 610	6 949	9 160	7 191	13 039	5 402	2 169	1 554	1 652	4 584	5 008

Fuente: DNCI.

Nota: * Sector privado financiero, ** Sector privado no financiero.

La IED no se limitó solamente a realizar aportes positivos a la cuenta financiera durante la década.⁶ Las estrategias de las empresas extranjeras contribuyeron a profundizar los déficits acumulados en la cuenta corriente de la balanza de pagos, especialmente de la balanza de servicios reales y rentas de la inversión. La relación entre remisión de utilidades y ganancias totales fue de 44% entre 1992 y 1994 y llegó a tomar un valor de 80% entre 1995 y 2000, alcanzando un máximo de 529% en 2001.

En conclusión, si bien el aporte de la IED a la cuenta financiera es evidente, también lo es el hecho de que las firmas extranjeras que se instalaron en el país durante la década tendieron a exportar poco –contribuyendo a profundizar déficits comerciales acumulados– y a generar importantes salidas de capitales.

3. ¿Qué cambió desde el inicio de esta década?

Desde comienzos de la presente década se produjeron algunos cambios significativos que ayudan a comprender la evolución de la inversión extranjera en el país en el período bajo análisis. En efecto, tanto los cambios en el contexto macroeconómico e institucional local como las variaciones en los flujos de inversión extranjera a nivel global y en América Latina en particular constituyen algunos de los factores de contexto que deben ser considerados. A continuación se reseñan brevemente estos factores.

a) Los cambios en las condiciones locales para la IED

Luego de una pronunciada caída del producto entre mediados de 2001 y el primer trimestre de 2002, que concluyó un largo período de recesión iniciado a mediados de 1998, comenzó un proceso de crecimiento sostenido, que ya lleva más de cuatro años a tasas inusualmente altas para la economía argentina. La recuperación tuvo un período inicial de crecimiento moderado (que abarcó el segundo y tercer trimestres de 2002) motorizado por las exportaciones netas, producto de la caída abrupta de las importaciones, y de la continuidad de la caída (aunque a un ritmo más lento que en los trimestres previos) de los componentes de la absorción doméstica. Hacia fines de 2002 comenzó un período de fuerte crecimiento liderado por el consumo privado, y fundamentalmente por la inversión, componente que dio cuenta del 57% del crecimiento del PBI en este período. Finalmente, desde el segundo semestre de 2004 se observa un mayor dinamismo de las exportaciones, que explican un tercio del crecimiento del producto entre ese semestre y el segundo semestre de 2005, mientras que dos tercios se explican por la demanda doméstica (Ver Rapetti, 2005).

Los sectores más fuertemente afectados por la crisis fueron los productores de bienes, mientras que en el caso de los sectores de servicios la caída no fue tan pronunciada. La recuperación, en cambio, fue mucho más fuerte y sostenida en el caso de los primeros que en el de los segundos.

El colapso de la convertibilidad implicó modificaciones importantes en el funcionamiento y la configuración de la economía, y por lo tanto en las condiciones locales que inciden en las decisiones de inversión de las empresas extranjeras en el país. La depreciación real del tipo de cambio estuvo asociada con amplios movimientos de los precios relativos internos: disminuciones de los precios relativos de los servicios (privados y públicos), y de los salarios reales, mientras que se incrementaban los retornos sobre la producción agropecuaria (a pesar de los derechos de exportación) y los márgenes industriales. Los movimientos de precios relativos y

⁶ Representó el 60% de los ingresos netos de la cuenta capital y financiera en el período 1992-1999.

la incidencia del desempleo determinaron un fuerte deterioro en la distribución del ingreso; a su vez, la valorización real de los activos en divisas probablemente contribuyó a ampliar adicionalmente la polarización en la distribución de la riqueza (ver Heymann, 2006). En suma, puede decirse que la devaluación de 2002 generó un sesgo a favor de los sectores productores de bienes y servicios transables y un abaratamiento relativo de la mano de obra. Para un análisis detallado de los cambios producidos en el funcionamiento de la economía desde el fin de la convertibilidad (ver capítulo II de este documento).

b) El colapso de la Convertibilidad y los inversores extranjeros

En la década del noventa, paralelamente al significativo aumento de las corrientes de IED hacia los países en desarrollo, tuvo lugar el inicio del sistema de justicia arbitral en materia de inversiones. Argentina pronto se convirtió en uno de los más fervientes partidarios del esquema bilateral adhiriendo al Centro Internacional de Arreglo de Diferencias relativas a Inversiones (CIADI), del Banco Mundial. En dicha década Argentina suscribió un importante número de Tratados Bilaterales de Inversión (TBI), que incrementaban la credibilidad del país a los ojos de los inversores extranjeros. Actualmente, existen 56 acuerdos vigentes.

La Ley de Convertibilidad validaba la posibilidad de realizar contratos domésticos en moneda extranjera, y las inversiones vinculadas con el proceso de privatizaciones recibieron un tratamiento peculiar: tarifas fijadas en dólares con un esquema de indexación que seguía la inflación norteamericana. Luego de la devaluación, mediante la sanción de la Ley 25.565 de emergencia económica a inicios del año 2002 se pesificaron (y se congelaron) a 1 peso por dólar las tarifas de los servicios públicos privatizados durante los años noventa.

Esta alteración de las condiciones contractuales generó un aluvión de demandas ante el CIADI. Actualmente el país enfrenta 42 demandas, que incrementan el pasivo contingente en un monto cercano a los 20 000 millones de dólares. (Ver Mortimore y Stanley, 2006).

Los tratados establecieron que en caso de que los inversores sufran pérdidas debido a que sus inversiones o ganancias en el país resultaran afectadas por una emergencia nacional, recibirían de parte de la Argentina un trato conforme al derecho internacional y no menos favorable que el que la Argentina acuerde a sus propios inversores o a los propios inversores de cualquier tercer Estado. Por otra parte, también podría pensarse en plantear que las medidas adoptadas, entre éstas la devaluación, no fueron realizadas con el ánimo de perjudicar a determinado sector, haciendo hincapié en el carácter no discriminatorio de las mismas, ni contrarias a algún compromiso particular, por ejemplo el contraído con una prestadora de servicios públicos. (Ver Stanley, 2004)

Desde el punto de vista del gobierno argentino, la finalidad del estándar de trato justo y equitativo no es brindar una garantía general y absoluta de estabilidad, previsibilidad y rentabilidad a los inversores, sino protegerlos del trato gravemente injusto o arbitrario. En este sentido, los tratados bilaterales de inversión no pueden ser entendidas como pólizas de seguro de las inversiones contra todo cambio o contra crisis económicas.

c) La IED global: tendencias recientes

Luego del *boom* de la IED experimentado en la década del noventa, los flujos de IED globales disminuyeron abruptamente en 2001 (ver gráfico V.1), y mostraron una tendencia decreciente en los dos años subsiguientes, con una caída más leve en el año 2003.⁷ Este comportamiento global

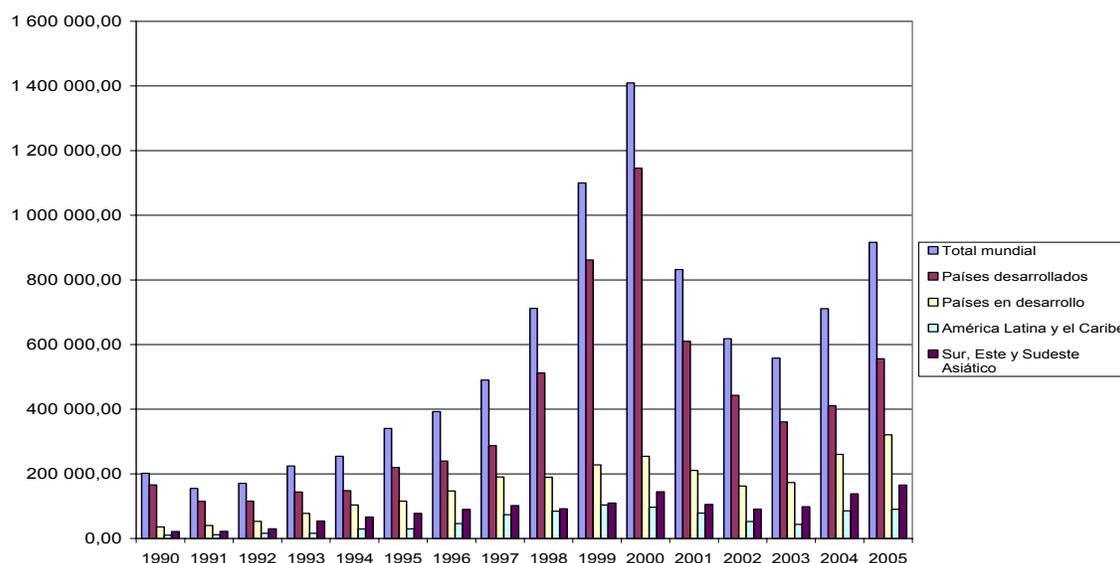
⁷ Según la UNCTAD, el fuerte descenso en los flujos en 2001 se debió a la desaceleración del crecimiento en los países desarrollados y a la menor actividad bursátil, que llevaron a una

fue el resultado de movimientos disímiles entre regiones y países. Entre los países desarrollados, Estados Unidos registró en 2003 una fuerte recuperación que compensó el generalizado descenso de los flujos de IED que afectó a todos los demás países desarrollados. Dentro de los países en desarrollo, América Latina fue la única región en la que la IED siguió reduciéndose durante 2003 –por cuarto año consecutivo– mientras aumentaba tanto en Asia como en África y en Europa central y del este.

La recuperación de los flujos mundiales tuvo lugar en 2004 y continuó en 2005 impulsada por un mayor nivel de FyA (tanto en valor como en cantidad). En términos globales, los flujos mundiales de ingreso de IED, crecieron un 27% en 2004 y un 29% en 2005. En cuanto al destino de los flujos de IED, la mayor parte de la recuperación quedó explicada en 2004 por el importante aumento experimentado por los países en desarrollo. No obstante, el desempeño fue heterogéneo: en 2005 la región de Asia vivió un aumento del orden del 76% en relación con los flujos promedio del período 1995-1999 mientras que América Latina y el Caribe recibieron ingresos de IED un 44% superiores al promedio correspondiente a dicho período.

Los países desarrollados continuaron liderando las emisiones de IED durante 2005, aunque existe una tendencia al aumento de la emisión de IED proveniente de economías en desarrollo y en transición, que en la actualidad poseen una participación del 17% en estos flujos.

GRÁFICO V.1
FLUJOS DE INGRESO DE IED
(Millones de dólares)



Fuente: elaboración propia en base a datos de UNCTAD (base de datos FDI/TNC).

Desde el punto de vista sectorial, hasta 2004 la distribución de la IED se había mantenido relativamente similar a la de años anteriores. Sin embargo, en 2005 las estadísticas sobre FyA

desaceleración de las inversiones en el exterior, particularmente a través de fusiones y adquisiciones (FyA), que habían sido el motor del crecimiento previo. La tendencia en los dos años siguientes se debió al lento crecimiento económico mundial, a los menores valores del mercado accionario y a la disminución de las utilidades de las corporaciones (UNCTAD, 2004).

muestran que el sector primario ha aumentado su importancia, mientras cayó la importancia tanto de las manufacturas como de los servicios, aunque estos últimos siguen siendo el sector preponderante en las FyA desde el año 1995. Por el contrario, la participación de las manufacturas en las FyA presenta una tendencia decreciente desde principios de los noventa e incluso dicha participación llegó, en 2005, a registrar su mínimo nivel histórico.⁸ Por su parte, el extraordinario crecimiento de la IED en el sector primario⁹ es muy reciente y se concentró en minería, responsable de gran parte del reciente crecimiento de la IED global. La industria del petróleo fue la principal receptora de IED en 2005 con una participación del 14% en el total de FyA.

d) Tendencias recientes en América Latina y el Caribe

En los últimos 15 años la región experimentó cambios en las tendencias de entrada de IED. En el período 1991-1995 la entrada de IED tuvo un promedio anual de 20 200 millones de dólares, pasando a 70 600 millones de dólares en 1996-2001. A partir de este último año descendió bruscamente, comenzando a recuperarse parcialmente recién en 2004 hasta superar los 68 000 millones de dólares. Vale la pena destacar que en los últimos 15 años no sólo hubo fluctuaciones en los montos de IED sino también en la composición de dichos flujos, perdiendo las privatizaciones su posición preponderante.

Si bien América del Sur siempre ha recibido más IED que México y la Cuenca del Caribe, ha sido afectada por una volatilidad mucho mayor, lo cual se debió probablemente a que muchas de las inversiones recibidas estaban vinculadas a privatizaciones consistentes en una sola operación.

La composición de la IED recibida por las dos subregiones siempre ha presentado diferencias. México y la Cuenca del Caribe en general han recibido una mayor proporción de inversiones orientadas a la búsqueda de eficiencia, cuyo objetivo ha sido el establecimiento de plataformas de exportación de manufacturas. Por su parte, América del Sur ha recibido una mayor proporción de inversiones destinadas a la búsqueda de mercados de servicios y de manufacturas. Asimismo, existen diferencias entre ambas regiones en cuanto al origen de las inversiones: la mayoría de las realizadas en México y la Cuenca del Caribe proviene de Estados Unidos, mientras que en América del Sur la mayor parte son de origen europeo.

La participación de las empresas transnacionales en las ventas de las 500 empresas más grandes de la región, pasó de 26% a 43% en el período 1990-1999 y luego se redujo a 29% en 2004. Al mismo tiempo, las empresas nacionales, tanto privadas como estatales, se vieron favorecidas por altos precios internacionales de los productos básicos que producen y, por ende, mejoraron su situación en comparación con las empresas extranjeras incluidas en las 500 empresas más grandes. El desempeño exportador de las transnacionales también fue sufriendo cambios. Si consideramos las exportaciones realizadas por las 200 mayores empresas exportadoras, la participación de las empresas transnacionales aumentó del 19% al 47% entre 1990 y 2000, para luego reducirse la 36% en 2004. En conclusión, las participaciones de las empresas transnacionales en el total de las ventas y exportaciones de las mayores empresas de la región, sufrieron aumentos notables durante la década del noventa y registraron bajas en lo que va de la década del 2000 aunque aún se mantienen en niveles absolutos superiores a los de antes del auge.

⁸ Excluyendo el año 2000 en el cual la mayor FyA transfronteriza de la historia (de Vodafone-Mannesmann) distorsionó las participaciones en favor de los servicios.

⁹ Su participación en las FyA se sextuplicó en 2005.

CUADRO V.4
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: ENTRADAS NETAS DE INVERSIÓN EXTRANJERA
DIRECTA 1991-2005
(En millones de dólares)

	1991-1995b	1996-2000b	2001-2005b	2004	2005c
México	6 804,60	12 608,80	18 805,80	18 244,40	17 804,60
Centroamérica	659,2	2 340,20	2 250,70	2 728,80	2 745,00
Costa Rica	257,1	495,2	593,1	617,3	653,2
El Salvador	19	309,5	373	465,9	477
Guatemala	93,5	243,7	203,9	154,7	167,8
Honduras	42,2	166,1	219,7	293	190
Nicaragua	37,9	229,2	194,2	185,6	230
Panamá	209,4	896,5	666,8	1 012,30	1 027,00
El Caribe	945,1	2 519,10	2 857,90	2 861,20	2 971,30
Jamaica	126,1	349,6	603,8	601,6	601,6
Republica Dominicana	227	701,5	853,2	758,4	898,8
Trinidad y Tabago	308,3	681,5	681,7	600	600
Otros	283,7	786,5	719,1	901,2	870,9
Total México y la Cuenca del Caribe	8 408,90	17 468,10	23 914,40	23 834,30	23 520,80
Mercosur	6 445,20	36 757,10	19 883,10	22 822,10	20 398,50
Argentina	3 781,50	11 561,10	2 980,60	4 273,90	4 662,00
Brasil	2 477,40	24 823,60	16 480,70	18 145,90	15 066,30
Paraguay	103,8	185,1	53,9	69,9	69,9
Uruguay	82,5	187,2	367,9	332,4	600,3
Comunidad Andina	3 685,50	10 746,70	9 701,10	7 674,00	16 918,50
Bolivia	158,4	780,2	271,1	62,6	-279,6
Colombia	911,9	3 081,10	3 946,20	3 117,00	10 192,10
Ecuador	368,1	692,4	1 370,10	1 160,30	1 530,20
Perú	1 304,20	2 000,80	1 794,00	1 816,00	2 518,80
Venezuela (Rep. Bol. de)	943	4 192,20	2 319,80	1 518,00	2 957,00
Chile	1 666,20	5 667,00	5 087,70	7 172,70	7 208,50
América del Sur	11 797,00	53 170,70	34 671,90	37 668,80	44 525,40
Total América Latina y el Caribe	20 205,80	70 638,90	58 586,20	61 503,20	68 046,30

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de datos del Fondo Monetario Internacional.

Notas: a No se incluyen los centros financieros. Las cifras de IED corresponden a las entradas de inversión extranjera; b Promedio anual; c Datos disponibles hasta el 24 de abril de 2006.

En los últimos años, América del Sur ha recibido mayores volúmenes de IED que México y la Cuenca del Caribe en términos absolutos, pero los flujos han sido menos estables. Entre 1991 y 1995 y entre 1996 y 2000, el promedio anual de ingresos de IED a América del Sur se quintuplicó, de 11 800 a 53 200 millones de dólares, antes de descender nuevamente a 34 700 millones de dólares. Mientras que las inversiones en México y la Cuenca del Caribe se duplicaron, de 8 400 a 17 500 millones de dólares y luego se mantuvieron en aproximadamente 23 900 millones.

Si comparamos con otras regiones, veremos que América Latina y el Caribe continua recibiendo una proporción cada vez menor de las corrientes mundiales de IED. En la década de 1980, la región captaba un 12% y diez años después, sólo un 10%. En la presente década recibió apenas más del 8% de la IED mundial.

e) El fenómeno de las translatinas

En los últimos años han empezado a cobrar importancia para la economía mundial las nuevas empresas transnacionales surgidas en los países en desarrollo y en las economías en transición. En el caso de América Latina, estas empresas se conocen como “translatinas”.

Las principales translatinas se encuentran en los sectores de industrias básicas, alimentos y bebidas y ciertos servicios. Gran cantidad se concentra en industrias básicas como petróleo y gas natural, minería y cemento. Muchas de las translatinas más modernas han realizado actividades en el área de servicios como telecomunicaciones, comercio minorista, transporte aéreo de pasajeros y electricidad.

Las translatinas provienen principalmente de Brasil, Chile y México. En el caso de Argentina, que fue pionera en la región en lo que hace a la expansión internacional de sus empresas, sufrió en los últimos años un fuerte proceso de venta de la mayoría de sus grandes empresas nacionales con presencia en el exterior a inversores extranjeros, como veremos más adelante.¹⁰ La IED en el exterior de Brasil se ha basado en estrategias de búsqueda de mercados y de recursos naturales. En un comienzo, fue motivada por la búsqueda de diversificación de las fuentes de producción de petróleo y para promover exportaciones especialmente de productos básicos. En Chile, las inversiones de las translatinas se han centrado en una cantidad limitada de actividades basadas principalmente en las ventajas comparativas que poseen los recursos naturales (como silvicultura), las manufacturas basadas en recursos naturales (especialmente metales) y los servicios (ventajas temporales ofrecidas por la energía eléctrica y los fondos de pensión y ventajas de tipo más permanente en comercio minorista, bebidas y transporte aéreo). Las translatinas mexicanas obtuvieron buenos resultados, aunque la mayoría orientó sus estrategias hacia la búsqueda de mercados.

Puede decirse que las translatinas son relativamente pocas comparando con otras regiones emergentes exitosas. En 2003, sólo siete de las 50 principales empresas transnacionales emergentes (no financieras) de países en desarrollo medidas según sus activos eran de América Latina y el Caribe mientras que 40 eran de Asia en desarrollo.

4. ¿Qué pasó con la inversión extranjera directa en Argentina en los últimos años?

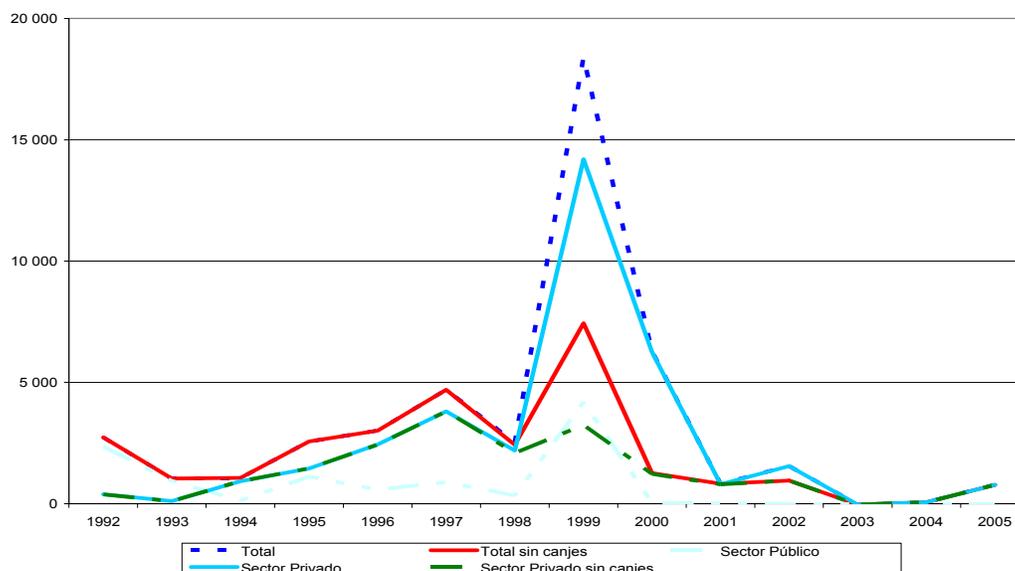
a) La evolución de los flujos de inversión

A partir de finales de la década del noventa se produce un profundo cambio en la tendencia de los flujos de inversión extranjera directa (IED), acompañando el cambio en los flujos financieros internacionales, el comienzo de la recesión en el país, el agotamiento del proceso de privatizaciones y transferencia de acciones en ciertos sectores, y la creciente incertidumbre acerca de la sustentabilidad de las políticas económicas vigentes. Luego de la crisis y el abandono de la convertibilidad, en el año 2003, la inversión extranjera llegó a las cifras más bajas, por alrededor de US\$ 1 600 millones.

¹⁰ Sin embargo, cabe mencionar algunos casos destacados como el de Techint, líder mundial en la producción de tubos sin costura, que continúa con su expansión tanto a nivel regional como global. Otro caso destacado, aunque de menor envergadura relativa es el de Arcor, una de las empresas líderes en la producción de golosinas a nivel mundial, que cuenta con plantas en varios países de América Latina, y con presencia comercial en casi todo el mundo.

A partir de 2004 los flujos se recuperan alcanzando valores significativos, especialmente si los consideramos en términos del producto. En estos términos, los flujos 2002 - 2005 se ubican por encima del 2% del producto en promedio, valores similares al promedio 1992-1998, y alcanzan más del 2.5% en 2004 y 2005. Sin embargo, a diferencia de los noventa, no puede hablarse de una oleada de IED, así como tampoco de una retirada del capital extranjero.

GRÁFICO V.2
FLUJOS DE IED 1992-2005
(En miles de millones de dólares)



Fuente: elaboración propia en base a datos de DNCI INDEC.

Como es habitual al analizar las estimaciones de IED, lo importante no sólo está en las cifras agregadas sino al interior de las mismas y en la búsqueda de información complementaria que permita conocer cuáles son las características más significativas de las transacciones. Ya que muchas veces los aumentos en los flujos no se traducen en mayor formación de capital en el país receptor, dado que los flujos medidos incluyen transacciones no relacionadas con la inversión en capacidad de producción sino que las fusiones y adquisiciones son muchas veces la principal explicación del aumento en los flujos.¹¹

Este período, como analizaremos en adelante, podría ser considerado como de reacomodamiento de los balances de las empresas tras la crisis, en el cual buena parte de las importantes transacciones de IED están vinculadas con este objeto, muy particularmente en los sectores productores de servicios.

b) Devaluación, default y desendeudamiento

Una de las consecuencias del cambio ocurrido desde la crisis de la convertibilidad es que el país pasó de recibir ahorro externo (déficit de cuenta corriente) en los noventa, a ahorrar en el exterior (superávit de cuenta corriente) a partir del año 2002. Similar comportamiento se replica en gran parte de las empresas: en los noventa predomina el aumento de activos *vis-à-vis* mayor

¹¹ Ver por ejemplo el aumento de los flujos mundiales en el 2005, UNCTAD (2006).

endeudamiento externo; en los años recientes, se destaca en cambio la significativa reducción de la deuda externa de las empresas no financieras por alrededor de US\$ 20 000 millones entre fines de 2001 y fines de 2005. Este exceso de ahorro sobre la inversión en la economía, es compartido a nivel mundial por buena parte de las economías emergentes, y su análisis forma parte del debate acerca de los desequilibrios globales y los excesos de ahorro o la escasez de la inversión. Esto es, más allá de lo particular del país en relación a la profunda crisis por la que ha transitado, el fenómeno es común a los mercados emergentes (Raghuram y Rajan, 2006).

En el análisis de riesgo de los balances de las empresas, el valor del capital acompaña el ciclo (la valuación de los activos), y la deuda puede convertirse en una sobrecarga difícil de sobrellevar en períodos de crisis profundas.

En este sentido, cuando nos preguntamos sobre el comportamiento de las empresas en este período, vamos a comprobar que buena parte de los esfuerzos –no menores- del período estuvieron orientados a reordenar o “sanear” sus balances, y así readecuar sus estructuras de financiamiento. Y obviamente esto ha tenido efectos sobre la política de inversiones

El conjunto de transacciones para recomponer los pasivos ha incluido cancelaciones, capitalizaciones, reestructuraciones y condonaciones de deuda. Como resultado, la deuda externa del sector privado no financiero, como se ha mencionado, se redujo en US\$ 20 000 millones entre fines de 2001 y fines de 2005, explicando las capitalizaciones y las condonaciones y/o quitas el 60% de esta reducción.

Las empresas ante la crisis: cambios de comportamiento empresario

Las principales consecuencias que tuvieron los cambios macroeconómicos de fines de 2001 y principios de 2002, sobre las empresas de IED pueden resumirse como sigue:

- ✓ Aumentó más de tres veces el valor en pesos de la deuda en dólares con no residentes,
- ✓ Se registró una profunda caída de la demanda interna, y por lo tanto, de los ingresos en pesos ligados a esta,
- ✓ Para muchas empresas se interrumpió la posibilidad de acceso al crédito, tanto interno como externo,
- ✓ El sector público no implementó políticas de salvataje respecto de las deudas de las empresas con no residentes,
- ✓ Dada la magnitud de la crisis, las perspectivas sobre la futura evolución de la economía argentina se volvieron altamente inciertas.

El nivel de endeudamiento de las empresas de IED, medido por el coeficiente de pasivos/activos, a nivel agregado pasó del 51 % en 2001 al 67% en 2002. En el período 1995-1998, en promedio, había sido de 45%.

El salto de 2002 se produjo debido a un crecimiento de los pasivos mucho más pronunciado al crecimiento registrado en los activos, en razón del descalce existente en ese entonces entre pasivos en dólares – que recibieron el impacto de una fuerte depreciación del peso - y activos e ingresos en pesos – que se encontraron con condiciones de demanda desfavorables y regulaciones de tarifas de los servicios privatizados.

El impacto no fue igual para todas las empresas. Para poder comprender las respuestas de las empresas de IED a esta nueva situación, es conveniente hacer una discriminación básica. La depreciación de la moneda, con la consecuente baja de los costos de producción en dólares, y el aumento registrado en los precios externos de un grupo de *commodities*, por una parte, y la regulación de los precios de los servicios privatizados por el otro, reactualizó la importancia de la

distinción entre aquellas empresas ligadas al sector no transable y al transable de la economía. El aumento del coeficiente pasivos sobre activos, se verificó con más fuerza para las empresas del sector no transable, cuyo coeficiente pasó del 52% en 2001 al 81% en 2002.

En este trabajo, se tiene presente esta clasificación, y se separa, adicionalmente, al sector petrolero, debido a sus particularidades y a la importancia que este último adquirió dentro del grupo de empresas de IED del resto de los bienes transables. También se analiza en forma separada al sector financiero, de gran importancia para la IED durante los noventa.

La reacción de las empresas ante las consecuencias de los cambios del contexto macroeconómico tuvo, más allá de los sectores en los que se encuentran, ciertos elementos comunes, en tanto que las distinciones se registraron principalmente en la duración del proceso de ajuste, y en la intensidad y forma en que el mismo fue realizado. En relación con la dinámica de los pasivos financieros, la característica general fue la estrategia de desendeudamiento. En muchos casos hubo cambios de accionistas relacionados con estas políticas, o en función de expectativas muy negativas sobre la evolución futura de la economía.

Las políticas de desendeudamiento se llevaron a cabo a través de cancelaciones con fondos de las empresas, con aportes de los accionistas, o mediante reestructuraciones de deuda.

Los aportes de capital durante el período 2002–2005 constituyeron el componente más importante de IED, con montos anuales muy significativos, dedicándose principalmente a la cancelación de deuda. Por otro lado, las principales reestructuraciones que se llevaron a cabo en el período correspondieron a empresas que explicaban el 40% - 45% de la deuda externa total del sector privado no financiero a fines de 2001 (sin deuda entre filiales), y el 70% de la deuda en títulos a la misma fecha.

Estas políticas, y la revaluación del peso a partir de 2003, llevan a que ya en 2004, los coeficientes pasivo/activo tanto del sector petrolero como del sector transable alcanzaran niveles similares a los previos a la crisis. En tanto para el caso del sector no transable, dicho coeficiente en 2005 se encontraba todavía algunos puntos por encima del nivel que tenía en 1998. Para el agregado de empresas de IED, el coeficiente de fines de 2005 se encontraba ligeramente por debajo de 1998.

Saneamiento financiero de las empresas

Los aportes y las capitalizaciones como instrumento de reordenamiento de pasivos

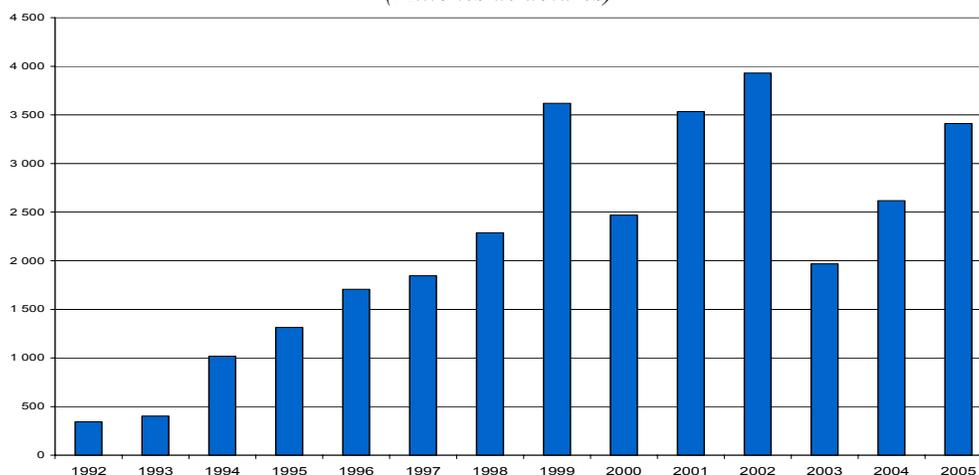
Los aportes de capital¹² representaron casi el 30% de los flujos entre 1992 y 2001, siendo el componente más estable, aunque su composición fue cambiando a través de los años. Luego de la crisis, crecientemente se orientaron a sostener la estructura patrimonial de las empresas, a costa de los aportes dirigidos a financiar nuevos proyectos. De este modo se convirtieron en el componente más importante de los flujos para el período 2002–2005, con montos anuales muy significativos en términos de la serie: el año 2002 muestra el pico de la serie 1992–2005.

El análisis de la composición de los aportes muestra que el destino principal de los mismos en este período ha sido la cancelación de deuda, en su mayor parte deuda intra-corporativa. Esta es una de las características salientes de los flujos de IED de los años recientes:

¹² El objetivo de estos aportes puede estar vinculado con un período de ampliación de la firma en el que la empresa utiliza los fondos para incrementar su capacidad instalada o para comprar otra compañía residente. Otra explicación posible es que la empresa puede necesitar aportes de su controlante para afrontar pérdidas recurrentes o para capitalizar deudas (ambos casos incluidos en “sostenimiento de la estructura patrimonial”).

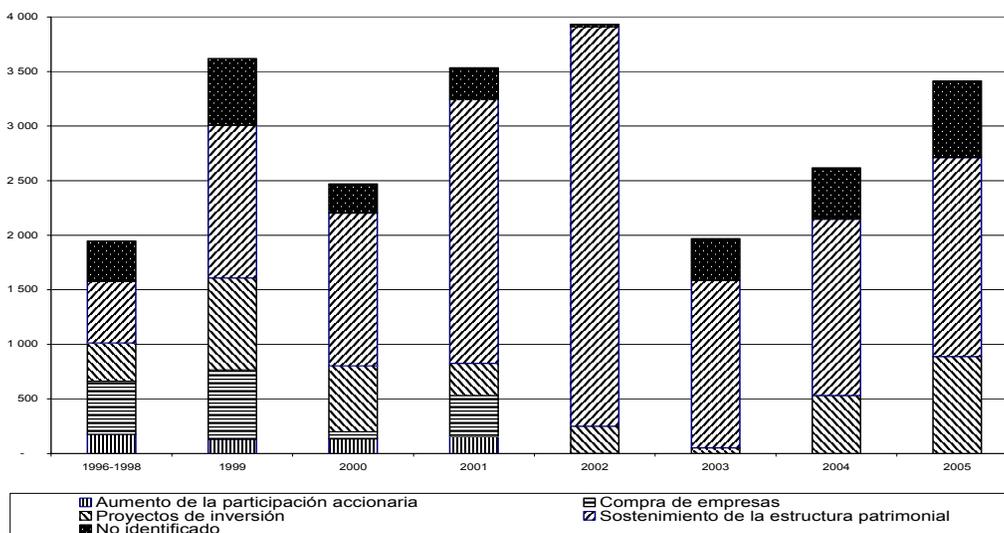
las capitalizaciones prácticamente explican el total de los aportes de los años 2002 (el nivel más alto de la serie), y 2003. Los aportes para ampliaciones y nuevos proyectos recobran importancia a partir del año 2004 según la información preliminar disponible. En este sentido la primera lectura de las estimaciones de IED muestra una participación absolutamente dominante de los aportes en el total. Sin embargo, si se netean de los aportes aquéllos destinados a cancelación de deuda (capitalizaciones), la estimación de los aportes prácticamente desaparece en los años 2002 y 2003, y los mismos comienzan a tomar nuevamente importancia a partir de 2004.

GRÁFICO V.3
APORTES DE IED DEL SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO
(Millones de dólares)



Fuente: elaboración propia en base a datos de DNCI INDEC.

GRÁFICO V.4
DESTINO DE LOS APORTES DE IED
(Millones de dólares)



Fuente: elaboración propia en base a datos de DNCI INDEC.

En general, las obligaciones con matrices y filiales constituyeron la mayor parte de las capitalizaciones. La utilización de esta modalidad de transacción se concentra (55% del total) en las empresas del sector transable, principalmente en la industria automotriz y en la industria química. En el sector no transable (45% restante) se destacan las realizadas en el sector transporte y comunicaciones.

Las empresas de IED “tradicionales”, 100% filiales de empresas transnacionales, dan cuenta de la mayor parte de las capitalizaciones. Mientras que este tipo de transacción ha sido menos utilizada por las empresas de IED que responden a nuevas modalidades surgidas en los noventa (consorcios en empresas de servicios públicos, fondos de inversión).

En síntesis, las capitalizaciones de deuda fueron uno de los principales instrumentos para el reordenamiento de los pasivos de las empresas tras la devaluación y dan cuenta de alrededor del 35% de la reducción de la deuda externa de las empresas no financieras entre fines de 2001 y fines de 2005.

El Sector Financiero: aportes para cancelar deuda

Los flujos de inversión extranjera directa del sector financiero para el período 2002-2005, se componen básicamente de aportes de capital, los cuales alcanzan cifras similares a los observados durante la segunda mitad de la década pasada, y de los resultados de las entidades,¹³ que muestran a partir de 2002, y como consecuencia de la crisis económica, una marcada disminución. Si bien en los años posteriores, debido a la recuperación de la economía, dichos resultados han mostrado un mejor desempeño, los mismos aún no alcanzan valores positivos.

Cabe destacar que los aportes de capital en su mayoría estuvieron vinculados con capitalizaciones de deudas realizadas por las casas matrices de las entidades financieras y fueron principalmente destinados a la cancelación de líneas de crédito y obligaciones negociables.

Con respecto a las líneas de crédito, que hasta el año 2004 habían sido la principal fuente de financiamiento del sector, registraron una fuerte y continua caída a lo largo del período 2001-2005, período en el cual la deuda externa del sector privado financiero disminuye aproximadamente US\$ 11 300 millones. Los principales rubros que explican dicha caída son: las líneas de crédito (US\$ 6 106 millones), los bonos y títulos (US\$ 2 962 millones), y las obligaciones diversas (US\$ 1 043 millones).

Las transferencias accionarias, que fueron lo más destacado del sector a fines de los noventa, prácticamente desaparecieron (de hecho hubo compras de bancos extranjeros por parte de residentes y también bancos extranjeros que dejaron el país). Esta retracción se manifiesta en la participación de los bancos extranjeros en los depósitos que cae de alrededor del 40% en el 2000 al actual 26%.

Reestructuración de pasivos

Otro factor importante en el reordenamiento de pasivos del período fueron las reestructuraciones. La recesión y la crisis en la economía implicaron para muchas empresas serias dificultades para cumplir con sus compromisos financieros. Con el fin de evitar o solucionar situaciones de incumplimiento de dichas obligaciones, un porcentaje importante de las empresas del sector privado se vio en la necesidad de reestructurar dicha deuda. Al tercer trimestre de 2006 las empresas en su gran mayoría han completado reestructuraciones de la deuda externa sin la intervención del gobierno (Marx y otros, 2006).

¹³ La estimación de los resultados de las entidades financieras considera únicamente a los resultados operativos, los cuales se encuentran compuestos por: resultados por intereses, resultados por servicios, gastos administrativos y cargas impositivas.

Se analizaron un total de 40 empresas que reestructuraron sus pasivos, o se encuentran en proceso de reestructuración, de las cuales el 70% (28 de esas empresas) corresponden a empresas de IED.

Las empresas más afectadas por la crisis, pertenecen a los sectores de comunicaciones, generación y distribución de energía eléctrica, gas y agua. Estos rubros en conjunto suman cerca del 70% del total de la deuda reestructurada total.

Algunas pocas empresas reorganizaron sus pasivos rápidamente y sin ingresar previamente en cesación de pagos. En estos casos no hubo quitas a los valores nominales de la deuda. El objetivo de estas negociaciones fue mejorar los perfiles de vencimiento y reducir el costo financiero de la deuda, vía reducción de la tasa de interés.¹⁴

En la mayoría de los casos las reestructuraciones implicaron algún grado de reducción en el valor nominal de la deuda, ofreciendo un menú de opciones a los acreedores: recompra de deuda con descuento, bonos con un valor nominal menor o bonos con menores intereses. Otras alternativas fueron el canje por nuevas acciones y el no reconocimiento de intereses devengados.

Una característica destacable de las emisiones de deuda utilizadas en los canjes, es que en general incluyen cláusulas de “condicionalidad” de las cuales las más importantes son el rescate obligatorio con fondos excedentes, limitaciones a la distribución de dividendos, y limitaciones a las nuevas inversiones de las empresas.

El resultado de todas estas operaciones de reordenamiento de los pasivos de las empresas se reflejó en la evolución de sus coeficientes de endeudamiento.

Evolución del coeficiente de endeudamiento de las empresas

En 2001, antes de la depreciación de la moneda, las empresas de IED, tomadas en conjunto, presentaban un coeficiente de pasivos sobre activos de 50%. En los años anteriores, dicho coeficiente no era muy diferente (47% en 1996/1997). Por lo tanto, a pesar de la caída del nivel de actividad y las dificultades macroeconómicas, el coeficiente continuaba en los valores alcanzados previamente.

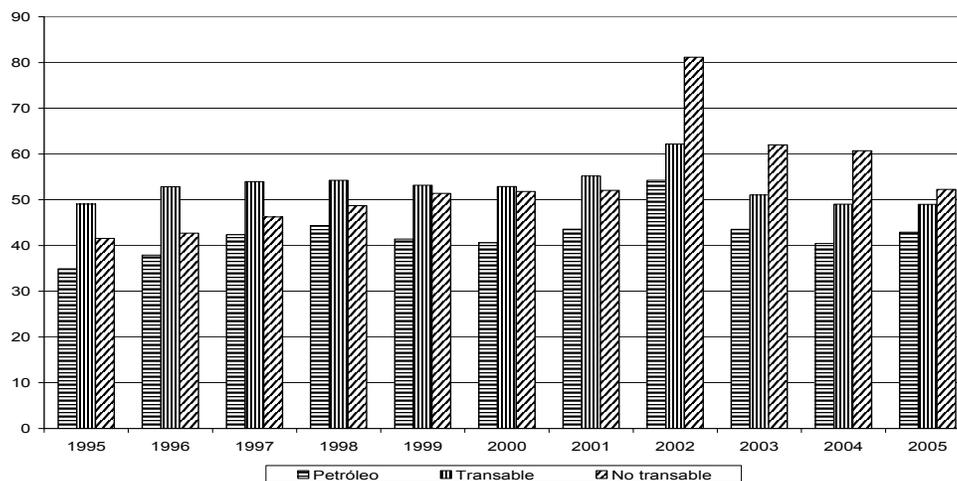
La depreciación de la moneda aumentó el coeficiente en 2002 al 70%, deteriorando así fuertemente la situación patrimonial de las empresas. Este efecto se originó en el peso de la deuda externa en los balances, ya que en 2002 los pasivos en moneda extranjera representaron el 90% de los pasivos totales. Esto afectó las perspectivas de las empresas dado el descalce de monedas existente entre ingresos en pesos y obligaciones en dólares, principalmente para las productoras de no transables.

El aumento del coeficiente producto de la depreciación del peso no se distribuyó de manera uniforme entre las distintas actividades económicas. Los mayores aumentos se registraron en: Cemento y cerámicos; Electricidad, gas y agua; y Telecomunicaciones; todos sectores productores de bienes y servicios no transables. Los sectores donde se verificaron aumentos más importantes del coeficiente, concentran la mayor parte del total de deuda reestructurada en estos años.

A partir del 2003, se registró una rápida reducción de los coeficientes de endeudamiento, como resultado de las políticas de desendeudamiento de las empresas, de la revaluación nominal del peso (15% en 2003) y de la rápida recuperación de la economía argentina, que mejoró los resultados de las firmas.

¹⁴ Las empresas petroleras consideradas y Telefónica son los casos más representativos de esta modalidad y cerraron las reestructuraciones antes de finalizado el 2003 (Edesur también reestructuró bajo esta modalidad pero cerró su acuerdo en 2004).

GRÁFICO V.5
APALANCAMIENTO (PASIVO/ACTIVO)
(Por clasificación económica)



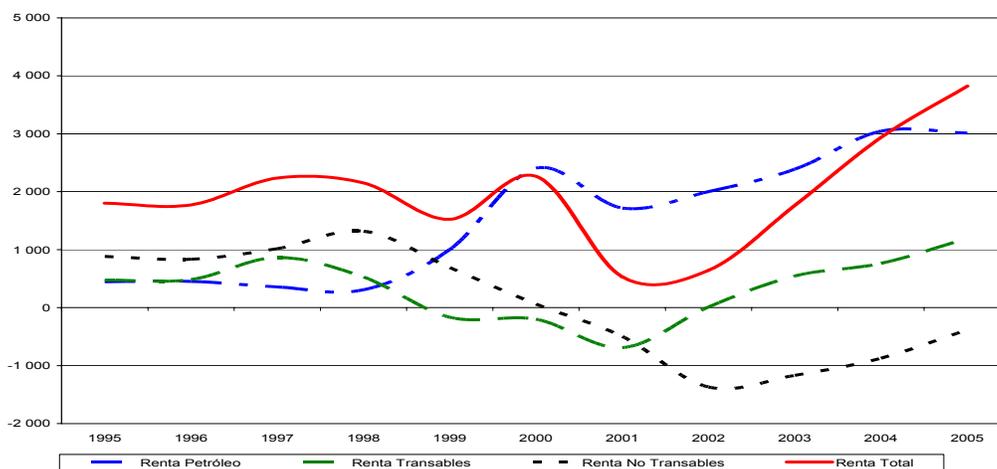
Fuente: elaboración propia en base a datos de DNCI INDEC.

En el año 2005 estos indicadores de endeudamiento de las empresas volvieron a los valores previos a la crisis. En el sector transable (petróleo y resto de transables) el coeficiente correspondiente a 2005 se ubicó incluso por debajo de los valores de 1997.

Recuperación de la rentabilidad

La renta de las empresas de IED comenzó a caer a partir del año 1998, con el inicio de la recesión. Esto no se ve en las estimaciones totales, por el mayor peso que toma el sector petrolero a partir de 1999 con la compra de YPF por parte de Repsol. De tal manera que el aumento de la renta de las empresas petroleras compensa la pronunciada caída de la misma para el resto de las empresas.

GRÁFICO V.6
RENTA DE EMPRESAS DE IED POR CLASIFICACIÓN ECONÓMICA
(En millones de dólares)



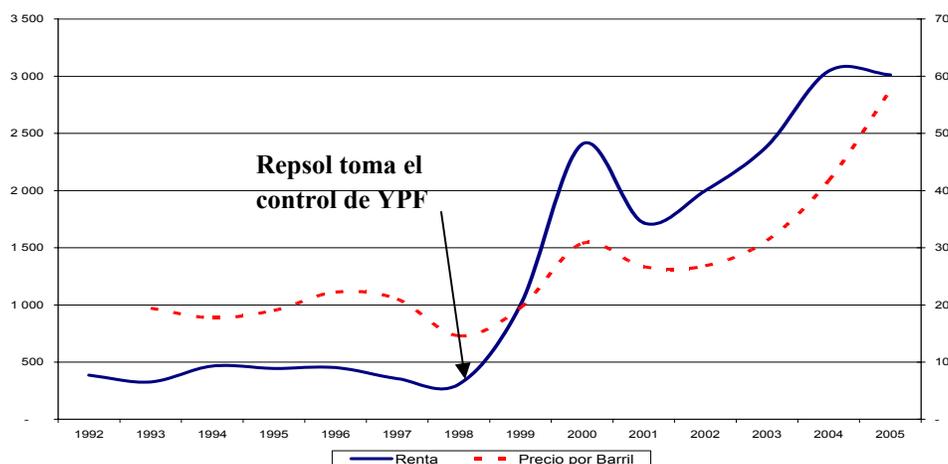
Fuente: elaboración propia en base a datos de DNCI INDEC.

Tras la crisis, una característica destacada es la recuperación sostenida de la renta. Este es un fenómeno generalizado, no obstante lo cual hay comportamientos marcadamente distintos entre las empresas productoras de bienes transables y las de no transables. En el primer caso la recuperación es más temprana y también más fuerte y se produce inmediatamente después de la devaluación, mientras que en los no transables es más tardía y menos pronunciada.

La renta de IED depende básicamente de los precios internacionales de los bienes (particularmente del petróleo), del nivel de actividad, del tipo de cambio y los costos internos, de las tarifas de servicios, y del reordenamiento de los pasivos de las empresas ya que la renta mejora con la reducción de los coeficientes de endeudamiento.

La renta de las empresas petroleras aumenta con las sucesivas compras de empresas a partir de 1999 y se torna un componente muy importante de la renta total. Su comportamiento es muy diferente al del resto de las empresas ya que en los últimos años crece de la mano del aumento del precio del petróleo.

GRÁFICO V.7
RENTA DEL SECTOR PETROLERO Y PRECIO DEL BARRIL
(Millones de dólares)



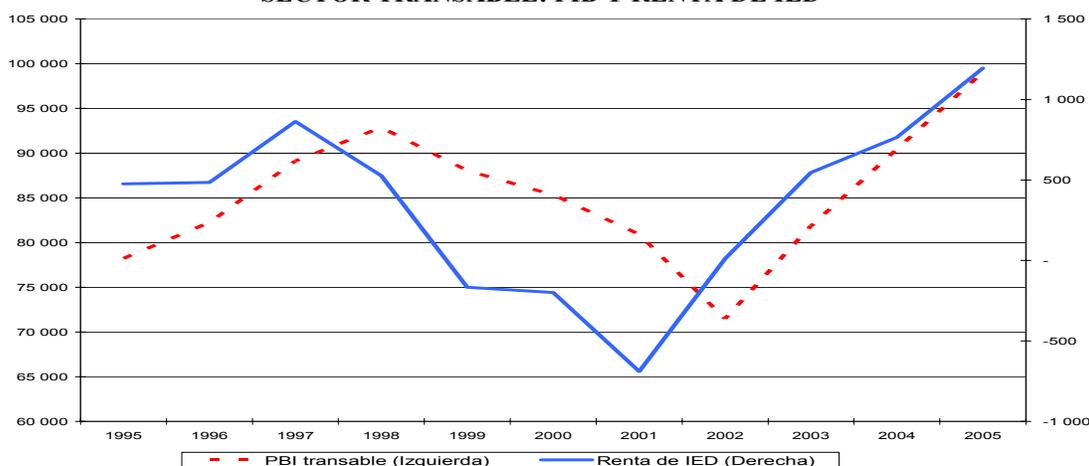
Fuente: elaboración propia en base a datos de DNCI INDEC.

En el agregado de las empresas del sector transable, la renta cae a partir de 1997 y se recupera muy rápidamente tras la devaluación hasta alcanzar en los últimos años niveles superiores a los del año 1997. La mejora de la rentabilidad tras la devaluación se ha reforzado en muchos sectores industriales, con la evolución favorable de los precios internacionales y la demanda externa.

Nótese que la actividad cae sostenidamente desde 1998 hasta 2002; mientras que la renta comienza a recuperarse ya en el 2002 tras la devaluación. Tanto el nivel de actividad del sector como la renta se encuentran ya por encima del de 1998.

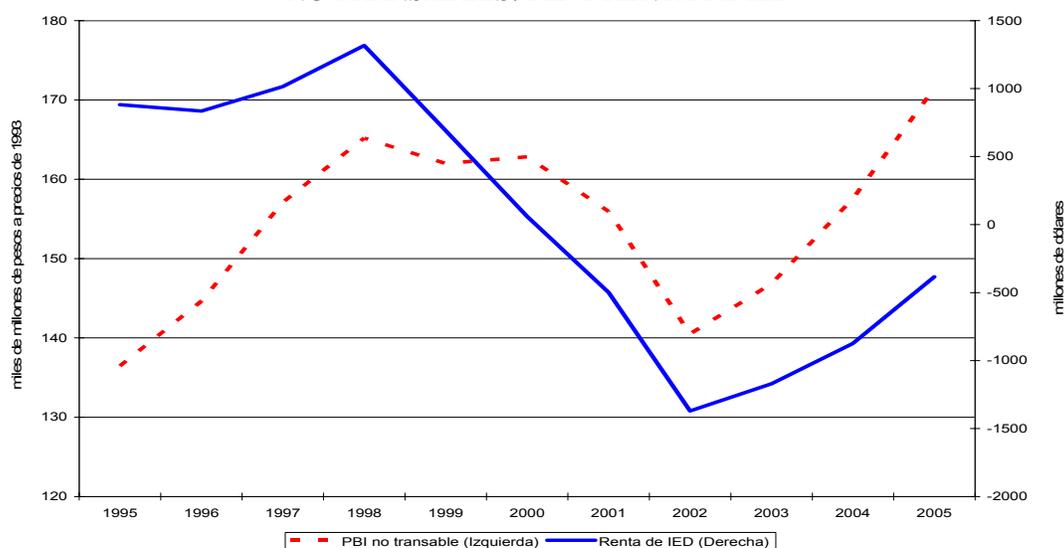
La renta del sector no transable, que comprende básicamente a los servicios, cae a partir de 1999 como consecuencia de las fuertes pérdidas que pasan a tener los sectores de transporte aéreo y el sector comercial, mientras que la mayor parte de los servicios privatizados, incluidos en el sector Electricidad, Gas y Agua, y en Comunicaciones, mantienen sus resultados positivos hasta el año 2001. La caída de la renta se profundiza con la crisis en 2002, para luego comenzar la recuperación; no obstante hasta el año 2005 todavía se mantiene en valores negativos.

GRÁFICO V.8
SECTOR TRANSABLE: PIB Y RENTA DE IED



Fuente: elaboración propia en base a datos de DNCI INDEC.

GRÁFICO V.9
NO TRANSABLES: PIB Y RENTA DE IED



Fuente: elaboración propia en base a datos de DNCI INDEC.

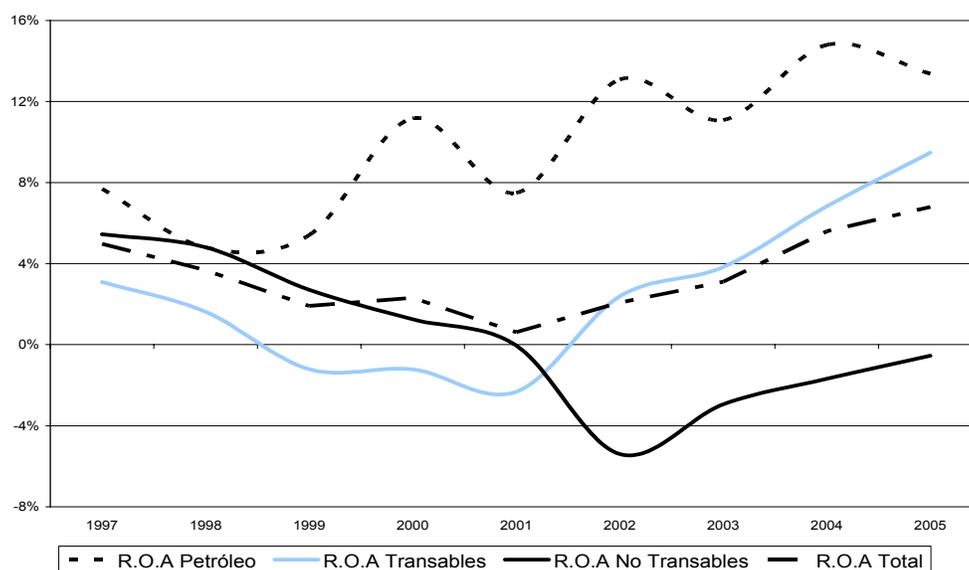
A diferencia del sector transable, el nivel de actividad de los no transables se ameseta entre 1998 y 2000, para luego caer. Su recuperación comienza en 2003, pero a un ritmo inferior al de los transables, tomando fuerza en 2004 y 2005. La mejora en la renta acompaña al producto, aunque aquí juegan también otros factores. Por ejemplo, la evolución de los precios del sector y las tarifas de las empresas privatizadas, que influyen para que, aún con un producto superior al de 1998, la renta todavía esté muy por debajo de los niveles entonces alcanzados. El análisis del indicador resultado sobre activos (ROA) de las empresas de IED permite sintetizar los temas analizados.¹⁵ Más allá de las limitaciones para interpretar su valor (por los problemas vinculados

¹⁵ Se construyó el índice de resultados sobre activos (ROA) en base a los resultados de las empresas de IED registrados en el Balance de Pagos (los cuales se asemejan al resultado operativo) y el activo de las

problemas vinculados con la valuación tanto de los activos como de la renta), rescatamos su utilidad para analizar la tendencia. El indicador cae sostenidamente con la caída en el nivel de actividad desde 1997 hasta alcanzar su nivel más bajo en el año 2001 con la crisis, para luego comenzar una fuerte recuperación hasta alcanzar un valor de casi 7% en 2005.

Tal cual hemos visto ya al analizar la renta de las empresas, el comportamiento es marcadamente diferente según sea el sector considerado. El sector petróleo alcanzó un ROA de 13% en 2005 y ha tenido una tendencia creciente para todo el período observado. El resto del sector transable muestra un ROA de 3% en 1997, valor a partir del cual cae y se vuelve negativo; se recupera fuertemente tras la devaluación y en 2005 llega a un valor de 9%. En cambio, las empresas del sector no transable muestran un ROA del 5% en 1997, superior al del grupo de transables, que cae en este caso hasta el año 2002 para luego comenzar la recuperación (en 2005 todavía la renta estimada es negativa para el sector).

GRÁFICO V.10
ROA POR SECTORES Y ROA TOTAL



Fuente: elaboración propia en base a datos de DNCI INDEC.

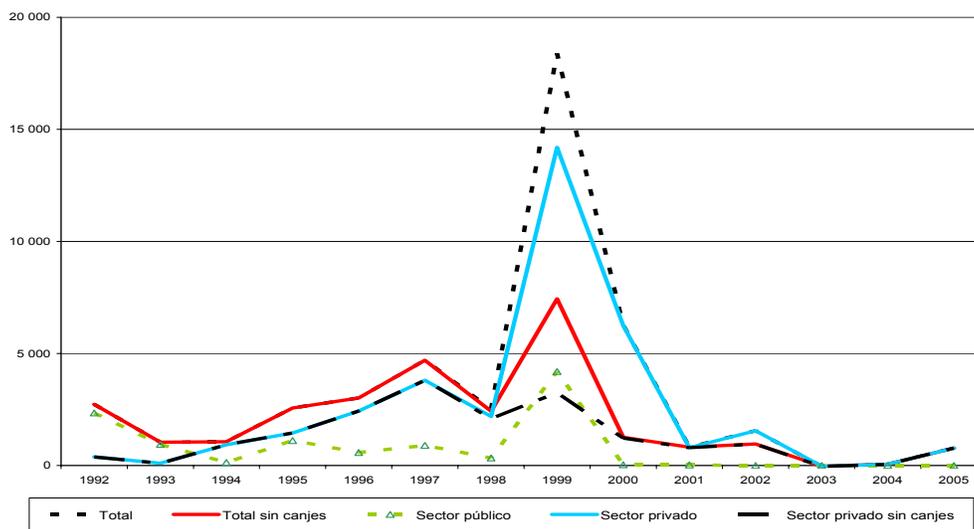
Transferencias accionarias: otra vía de salida de la crisis

En los noventa, las transferencias accionarias¹⁶ fueron el componente más importante de los flujos de IED, representando el 56% de los mismos, correspondiendo al sector privado el 46% y a las privatizaciones el 16% del total. De tal modo, la importancia y participación de las empresas de IED en la economía argentina creció. La magnitud de este incremento se refleja en la ENGE, el valor de producción de las firmas de IED aumenta de manera sostenida pasando de representar el 60% en 1993 al 83% en el año 2004.

mismas empresas tomado de la Encuesta Nacional de Grandes Empresa, realizada anualmente por el INDEC (ENGE).

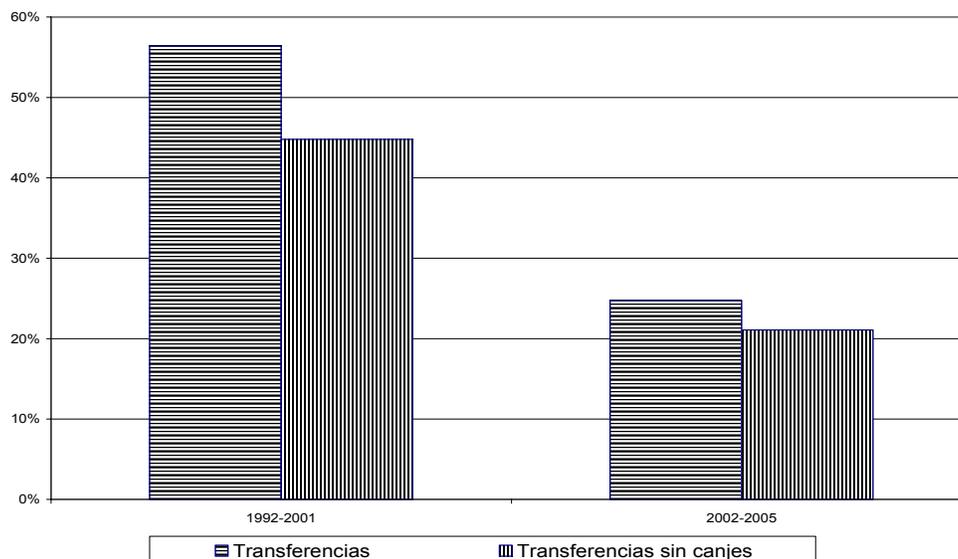
¹⁶ Cabe aclarar que estas transacciones implican una redistribución del capital físico existente (los activos de las empresas) y no un aumento del mismo.

GRÁFICO V.11
TRANSFERENCIAS ACCIONARIAS
(Millones de dólares)



Fuente: elaboración propia en base a datos de DNCI INDEC.

GRÁFICO V.12
PARTICIPACIÓN DE LAS TRANSFERENCIAS EN EL TOTAL DE FLUJOS DE IED



Fuente: elaboración propia en base a datos de DNCI INDEC.

Período 2002–2006. En comparación con los noventa, es muy evidente la pérdida de importancia relativa de la venta de paquetes accionarios en las transacciones de IED y en el financiamiento externo del país. De hecho, las transacciones registradas en el balance de pagos (por US\$ 2 700 millones) comprenden principalmente la venta de Pecom Energía, el canje de acciones de Siderca por Tenaris y la venta de Loma Negra. Sin embargo estas cifras subvaloran o reflejan solamente una porción del movimiento ocurrido en las empresas. Por un lado, los flujos por las

por las operaciones “reversas”, o sea por las compras de residentes a no residentes (NR) restan en el total de transacciones registradas en el balance de pagos. Por otro lado, no se registran las operaciones que son transferencias de acciones cuando las dos partes, compradora y vendedora, son NR. Por último, los bajos precios de las transacciones, como consecuencia de la crisis, afectan el valor total registrado.

Las transferencias, sin distinción del país de origen de las partes, de las principales adquisiciones prácticamente cuadruplican el valor de lo registrado en el balance de pagos.¹⁷ Casi el 70% de este valor total lo explican transacciones entre no residentes.

CUADRO V.5
COMPRA VENTA DE EMPRESAS ENTRE EL AÑO 2002 Y 2006
(Millones de dólares)

Tipo de operación	Cantidad de operaciones	Monto de las operaciones
Residente vende a no residente (Incremento de la IED)	38	3 054
Residente compra a no residente (Disminución de la IED)	23	-333
Operación entre no residentes (No varía la IED)	39	7 311
Valor Absoluto de las Transacciones		10 698
Monto Registrado en IED		2 721
Cambios de accionistas de empresas privatizadas	Cantidad de operaciones	Monto de las operaciones
Residente vende a no residente (Incremento de la IED)	3	183,5
Residente compra a no residente (Disminución de la IED)	11	-239,5
Operación entre no residentes (No varía la IED)	3	239,0
Valor Absoluto de las Transacciones		662,0
Monto Registrado en IED		-56,0
Compras por parte de Empresas Brasileñas	Cantidad de operaciones	Monto de las operaciones
Residente vende a no residente (Incremento de la IED)	5	1 662,9
Residente compra a no residente (Disminución de la IED)	0	0,0
Operación entre no residentes (No varía la IED)	12	2 116,8
Valor Absoluto de las Transacciones		3 779,6
Monto Registrado en IED		1 662,9

Fuente: elaboración propia en base a datos de DNCI INDEC.

Se puede deducir que las transferencias accionarias del período 2002-2006 respondieron a distintos factores, entre los principales: a) las condiciones creadas por la crisis de 2001 y las políticas públicas adoptadas respecto de ellas; b) las estrategias globales de las empresas transnacionales (que llevaron a importantes transferencias a nivel de las casas matrices de empresas mineras y petroleras); c) la irrupción de Brasil como inversor de importancia; y d) la recuperación económica en los últimos años que abre nuevas perspectivas de negocios.

La crisis llevó a algunas empresas con niveles de deuda externa significativos, y que no contaban con casas matrices que las apoyaran, a transferir sus paquetes accionarios.¹⁸ El

¹⁷ Aún sin valorizar ciertas transacciones como ser capitalizaciones de deuda por parte de nuevos accionistas –caso Acindar- o adquisiciones a nivel de la empresa matriz –caso Movicom o gran parte de las compras de mineras-.

congelamiento de las tarifas de los servicios privatizados por una parte, y la ausencia de esquemas públicos de salvataje por otra parte, ayudaron en este sentido.

Las compras por parte de residentes se concentran en los servicios privatizados, sector en el cual el bajo valor de las transacciones está más influenciado por los reducidos precios que por la importancia de las operaciones. Por último, en estos años se observa claramente la irrupción de Brasil como un inversor de importancia, ya que estas compras dan cuenta de alrededor del 35% del valor total de las transacciones.

Las principales transferencias accionarias del período 2002-2006 que involucran a no residentes se estiman en unas 100 operaciones por un monto acumulado de aproximadamente US\$ 11 000 millones.

En valor absoluto entonces, las transferencias accionarias más importantes son en el sector petróleo (Pecom Energía, Vintage, Pioneer) y de alimentos y bebidas (Quilmes), cemento (Loma Negra), metales (por el canje de Tenaris) y servicios varios.

CUADRO V.6
CAMBIOS DE MANO DESDE EL 2002 A JUNIO DEL 2006
(Millones de dólares)

	Residente vende a no residente	Operación entre no residentes	Residente compra a no residente	Valor absoluto de las transacciones	Monto registrado
AByT	101	2263	-57	2422	44
Cemento	648			648	648
Comercio	21	315		336	21
Comunicaciones	67	194	-	260	67
EGyA	100	115	-209	424	-109
Metales	634	-		634	634
Minería	-	1269		1269	-
Petróleo	1157	2918	-6	4082	1151
Otros	326	238	-60	623	266
TOTAL	3054	7311	-333	10698	2721

Fuente: elaboración propia en base a datos de DNCI INDEC.

El monto total de las transacciones se determina principalmente por operaciones puntuales de gran magnitud, ya que explican más del 80% de lo relevado, observándose una aceleración en 2005 y 2006. En montos más del 60% de las transacciones analizadas se concretaron en estos años.

Las operaciones entre NR representaron el 68% del total del período. El resto son básicamente operaciones de venta de residentes a NR, donde tienen un papel predominante las compras de las empresas de Brasil, dado que equivalen al 55% del valor total de este tipo de transacciones. Por su parte las compras de residentes a NR representan sólo 3% del monto total de transferencias accionarias.

¹⁸ Cabe destacar que ha habido cambio de accionistas en más del 70% de empresas que reestructuraron su deuda en estos años.

Dentro de las operaciones entre NR, se destacaron las correspondientes al sector petrolero (40%), minería (17%) y alimentos y bebidas (31%). Las transferencias a nivel de las casas matrices de las empresas petroleras y mineras se relacionan con el aumento de estas transacciones a nivel mundial en estos sectores ya que las mismas explican buena parte del aumento global de la IED en 2005 (UNCTAD, 2006). Las compras de residentes a NR sumaron US\$ 333 millones y estuvieron fuertemente concentradas en el sector electricidad, gas y agua (63%).

RECUADRO V.1 PETRÓLEO. UN SECTOR “EXTRANJERO”

En Argentina hay una larga historia de empresas petroleras de capital extranjero. Pero es a partir de los noventa en que las empresas de IED adquieren la preponderancia absoluta en la extracción de crudo y gas, ya que en la actualidad, más del 96% de la extracción de petróleo y de gas está en manos de empresas de IED. Este aumento en la participación se da en dos pasos. Primero por la desregulación del sector (reconversión de los contratos de explotación, privatización de áreas centrales y secundarias). Luego por la venta de paquetes accionarios a no residentes (Repsol-ASTRA, Amoco-Bridas formando Pan American Energy, REPSOL-YPF, Chevron-San Jorge, y Petrobras-Pecom).

Este predominio de las empresas de IED tiene marcados efectos en los flujos y obviamente en la renta. El sector pasa a ser un ejemplo en el cual, debido a que no quedan empresas de relevancia en manos de residentes, o las tienen por medio de una empresa en el exterior, para adquirir una empresa petrolera residente se debe acordar la transacción con un no residente. Es por ello que el importante movimiento de fusiones y adquisiciones que ha habido en el sector no se registra como transacción en el balance de pagos, ya que son transacciones entre dos empresas no residentes.

Desde el año 2002 se han realizado cuatro operaciones de gran magnitud, Petrobras-Pecom, OXY-Vintage, Apache-Pioneer y Apache-PAF, las cuales suman un monto superior a los US\$ 3 700 millones. Sólo la primera operación, realizada en el 2002, fue entre un residente y un no residente, y por lo tanto fue registrada en el balance de pagos. Es interesante resaltar que las últimas transacciones se han realizado con una alta valorización en dólares por reservas comprobadas, lo que indica que las empresas compradoras tienen buenas expectativas respecto de la evolución futura de la actividad.

Fuente: elaboración propia.

c) Nuevas dinámicas

A continuación se reseñan algunos hechos novedosos que caracterizan la IED en los años recientes, más allá de lo analizado en relación al reordenamiento de los balances de las empresas.

La importancia de Brasil en los años recientes

Hasta principios de la década del noventa la inversión directa de Brasil en Argentina no eran significativa. Recién cobró algún impulso durante los primeros años del Mercosur. Más tarde, a partir de 2001 se volvió una tendencia muy dinámica, que continúa hasta la fecha. Como resultado de este proceso Brasil se convirtió en uno de los cinco principales orígenes de la IED en Argentina. La IED de Brasil a partir de 2001 se concretó fundamentalmente a través de compras de empresas ya existentes, no de la creación de nuevos emprendimientos productivos.¹⁹ Se destacaron las compras de Acindar, Pecom, Quilmes, Loma Negra, y en menor medida Swift Armour.

¹⁹ Esto fue así con la salvedad de Mega, empresa petroquímica en la que Petrobrás posee una participación del 34%.

CUADRO V.7
INVERSIONES EXTRANJERAS POR ORIGEN DE CAPITAL
(Millones de dólares – flujo)

	2002	2003	2004	2005	Acumulado 2002-2005
Estados Unidos	283	893	1 773	3 128	6 078
España	32	574	2 575	2 306	5 487
Brasil	1 559	179	339	1 747	3 824
Gran Bretaña	370	543	553	802	2 268
Canadá	362	455	296	339	1 452
Resto	803	1 258	2 385	2 552	6 997

Fuente: elaboración propia en base a datos del CEP.

CUADRO V.8
STOCK DE CAPITAL POR PAÍS DE ORIGEN DE LA IED. 2004
(Millones de dólares)

País	Monto	Porcentaje
España	11 210	22
Estados Unidos	10 986	22
Holanda	4 386	9
Francia	3 213	6
Brasil	2 737	5
Resto	18 051	36

Fuente: DNCI.

Por otra parte Argentina se constituyó en uno de los cinco principales destinos de la IED de Brasil, si se excluyen los paraísos fiscales.²⁰

CUADRO V.9
PRINCIPALES DESTINO DE LA IED DE BRASIL *
(Millones de dólares)

	Inversión directa a partir del 10%					Préstamos entre matrices y filiales				
	2001	2002	2003	2004	2005	2001	2002	2003	2004	2005
Argentina	1 625	1 503	1 549	1 722	2 068	164	121	100	77	72
España	1 657	2 953	1 775	2 934	3 324	16	12	19	41	15
Estados Unidos	1 401	1 830	2 100	2 552	4 163	134	280	193	264	176
Portugal	697	1 186	1 066	945	864	37	15	13	22	11
Uruguay	3 121	1 547	2 810	1 657	1 748	482	693	831	676	621

Fuente: elaboración propia en base a datos del Banco Central de Brasil

Nota: * exceptuados los paraísos fiscales.

²⁰ Resulta llamativa la ausencia de Bolivia en la información del Banco Central Do Brasil (BCB), como otro destino importante de la inversión externa de ese país, a pesar de la significativa presencia de Petrobras en su economía. Sin embargo, hay que considerar que en la información del BCB los llamados paraísos fiscales dan cuenta como destino de buena parte de las inversiones directas en el exterior, aún cuando el destino final de las inversiones sea otra economía. Por lo tanto el asiento de la mayor parte de las inversiones de Brasil en esos centros financieros le quita poder informativo a los indicadores disponibles sobre su efectiva asignación geográfica.

Tal vez la integración regional haya promovido este fenómeno nuevo. De hecho su expansión coincidió con los primeros años del Mercosur. De todos modos, las compras de empresas que realizaron en el período las empresas brasileñas, exceden significativamente las realizadas en la región. En 2005, los flujos de IED de Brasil hacia Argentina, Paraguay y Uruguay sumaron US\$ 3 899 millones, y los dirigidos a Estados Unidos, España y Portugal sumaron US\$ 8 350 millones. Por otra parte no parece verificarse que la IED de Brasil adopte diferente modalidad en el Mercosur respecto de las características adoptadas en otros países. No exhibe como objetivo, al menos por ahora, promover la integración de las cadenas productivas de ambos países. Se ha comportado, más bien, siguiendo los patrones tradicionales: búsqueda de mercados y / o de recursos naturales. Otro factor explicativo a tener en cuenta es el proceso de internacionalización de empresas de Brasil. Tomó impulso ya comenzada la década del 90. Anteriormente no era muy significativo. Para 2001, se estimó un *stock* de IED de Brasil en el mundo de casi US\$ 50 000 millones. En 2005, ese stock alcanzó a US\$ 79 000 millones. Un proceso de este tipo, relativiza la importancia que pudiera haber tenido en ese proceso el Mercosur. Por último cabe recordar que buena parte de la IED de Brasil en Argentina se realizó durante una de las peores crisis económicas del siglo pasado. En este contexto el valor de las empresas argentinas medido en dólares se redujo sensiblemente, y un número importante de ellas atravesaba dificultades financieras.

Como indicador de la fuerte expansión de las inversiones de las empresas brasileñas en el período 2002 – 2005, pueden consultarse las cifras estimadas por el Centro de Estudios para la Producción de la Secretaría de Industria, Comercio y PyMe-CEP. Muestran que los flujos de inversión directa de Brasil acumulados en el país entre 2002 y 2005, superaron los acumulados durante los 12 años anteriores (1990–2001). Por otra parte la inversión extranjera brasileña en 2002–2005 se concentró sectorialmente mucho más. En tanto que durante el período 1990-2001 el 91% del flujo acumulado abarcó 14 sectores, en el período 2002–2005 ese porcentaje equivale a las inversiones que recibieron sólo tres sectores: alimentos y bebidas, materiales para la construcción, y petróleo y gas, donde los inversores brasileños pasaron a controlar empresas líderes: la segunda o tercera petrolera del país, el primer fabricante de cerveza (además de distribución de gaseosas), el primer fabricante de cemento, el principal frigorífico exportador, y también se constituyeron en el segundo grupo en importancia con control de plantas siderúrgicas.

Las principales inversiones realizadas a partir de 2001 comprendieron: la compra de la petrolera Pecom por parte de Petrobrás en 2002, la de la Cervecería Quilmes por parte de AmBev en 2002 y 2005, la de la cementera Loma Negra por parte de Camargo Correa en 2005 y la de la siderúrgica Acindar por parte de la compañía Belgo Mineira. A esta lista cabe agregar la del frigorífico Swift Armour por parte de Friboi. Un párrafo aparte merecen las pequeñas inversiones. En tanto que el 91% de la IED de Brasil del período 2002–2005 (US\$ 3 492 millones) se concentró en 3 sectores, y si se incluye el sector metalúrgico – con inversiones por US\$ 125 millones –, cuatro sectores representaron casi el 95% de la IED de Brasil, el otro 5 % (US\$ 206 millones) se distribuyó entre los otros catorce sectores que recibieron inversiones: Automotriz y autopartes, Comercio, Comunicaciones, Derivados de petróleo y gas, Editoriales e imprentas, Energía eléctrica, Fabricación de productos de caucho, Maquinaria y equipo, Minería, Otros servicios, Petroquímica, Químicos, Textiles y prendas de vestir, y Transporte. De este segundo grupo se destacan: Químicos (US\$ 43 millones), Comercio (US\$ 38 millones), Derivados de petróleo y gas (US\$ 31 millones), Petroquímica (US\$ 22 millones) y Textiles y prendas de vestir (US\$ 21 millones).²¹

Las empresas brasileñas de inversión directa, en realidad, pueden clasificarse en dos categorías. Grupos económicos brasileños propiamente dichos y grupos transnacionales, con su centro regional en Brasil, dado que es el mayor mercado. Este último es el caso de la Compañía

²¹ Datos del CEP.

Belgo Mineira, que forma parte del Grupo Arcelor Brasil, que a su vez es controlado por Mittal Steel, grupo indio - anglo. También podría ser asimilado a esta situación, el caso de AmBev, que resultó de la fusión de las dos principales fábricas de cerveza de Brasil y a su vez es controlada por la belga Interbrew.

Las empresas adquiridas se dedican, en general, a recursos naturales o producen bienes destinados al mercado interno. Como ya se dijo, no están en sectores que generen encadenamientos con el aparato productivo de Brasil. No parecen, por otra parte, ser emprendimientos productivos diferentes de los que las empresas brasileñas pueden encarar en otros países. Por lo tanto no resulta evidente que respondan a un proyecto de integración productiva que se esté dando en el marco del Mercosur.

Breve reseña de algunos sectores dinámicos

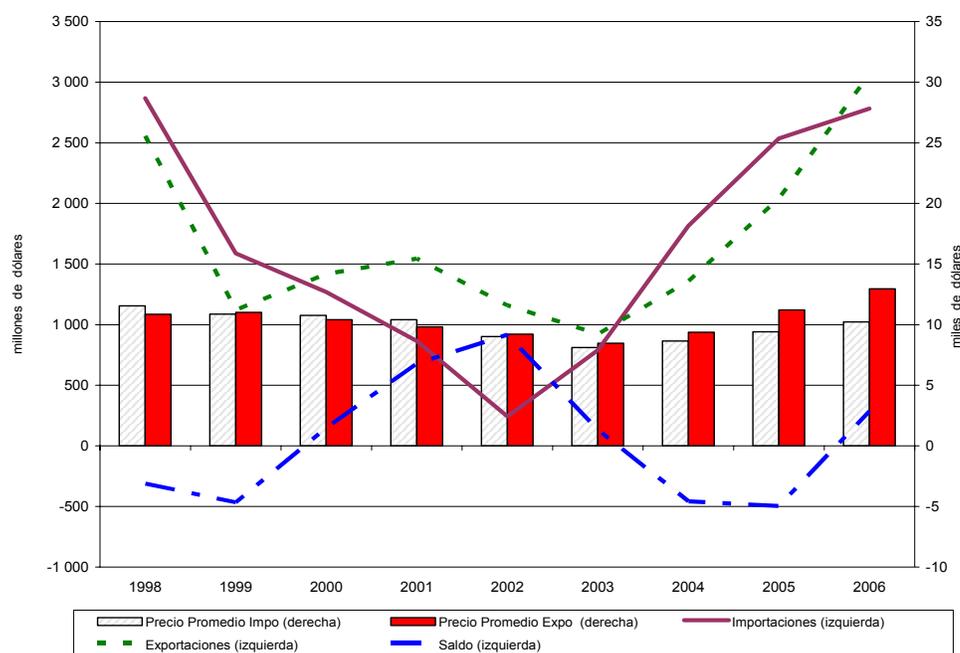
Automotriz y autopartes

El complejo automotriz argentino está integrado por empresas terminales dedicadas al montaje, que son empresas IED y un segmento de empresas autopartistas, de variados tamaños y características, que pueden ser independientes o controladas por las terminales.

En los últimos tres años el sector recobró impulso, se observan inversiones en todas las terminales, siendo las más significativas las de Volkswagen, Toyota y Peugeot, en menor medida Ford y Daimler Chrysler. Los primeros flujos de inversiones estuvieron orientados a reordenar los balances de las empresas, luego al incremento de la capacidad de producción de las plantas ya instaladas y en menor medida a nuevos lanzamientos. Esta tendencia fue acompañada por un aumento de las exportaciones y una mayor diversificación de los destinos de ventas.

En 2006 se logra un superávit comercial como consecuencia tanto del aumento de unidades exportadas como de un precio promedio mayor debido a la especialización en modelos más sofisticados. Este proceso fue acompañado por un aumento de la diversificación de los destinos de ventas.

GRÁFICO V.13
EVOLUCIÓN DEL COMERCIO AUTOMOTRIZ



Fuente: elaboración propia en base a ADEFA e INDEC.

Durante 2006, se obtuvieron niveles récords de producción (432 mil unidades, según la Asociación de Fábricas de Automotores-ADEFA), en paralelo con cierta especialización en la producción de automóviles que apuntan a un mercado más sofisticado y de mayor poder adquisitivo. Se puede observar que entre 2001 y 2006 la producción aumenta más de 142 mil unidades: triplica la producción de la pick up Toyota Hilux, casi se duplica la producción de Ford Ranger, aumenta cinco veces la producción de Grand Vitara, duplica la producción del furgón Sprinter y también se inicia la producción de Peugeot 307 y de la nueva Toyota Hilux SW4 (de mayor categoría que las Hilux anteriores). Por otro lado se dejan de producir, entre otros modelos: Volkswagen Gol, Ford Escort y Fiat Siena.

Si bien la utilización de la capacidad instalada no es plena -a agosto de 2006 era de 60% según datos de INDEC-, hay proyectos de inversión puntuales para ampliar la producción de utilitarios, principalmente para ser exportados. En el sector productor de autopartes se anunciaron proyectos de inversión destinados al desarrollo de piezas locales con los objetivos de sustituir importaciones y comercializar en el exterior. Con un tipo de cambio que otorga mayores incentivos a direccionar la demanda hacia la industria nacional, y regulaciones que benefician el uso de partes locales, la demanda a este sector es creciente.

Las autopartes dan cuenta de alrededor del 70% del costo de producción de un automóvil. Dado que el proceso de producción automotriz es crecientemente global, la red de proveedores directos está integrada por empresas vinculadas a las terminales o por empresas independientes con el tamaño suficiente para acompañar a las terminales en sus diferentes localizaciones. En este sentido las empresas autopartistas que son proveedoras de automotrices a escala internacional presentan algunas ventajas sobre los fabricantes locales. Esto se traduce en un proceso de creciente concentración y transnacionalización a través de adquisiciones, fusiones o nuevos ingresos de empresas extranjeras en el sector autopartista. Actualmente las empresas autopartistas destinan el 60% de las ventas al mercado interno y dan cuenta del 15,7 % de las ventas externas del sector industrial (AFAC). En tanto que los destinos principales de estas exportaciones son Brasil (47%), USA (14%) y México (6%), país este último con el que se espera aumentar el comercio por convenios suscriptos recientemente, el resto de las exportaciones está distribuido en destinos atomizados. En cambio las importaciones de componentes provienen principalmente de Brasil (35%).

Los nuevos servicios transables

Las políticas de desregulación de la actividad económica y de privatizaciones en los noventa crearon las condiciones para el ingreso masivo de IED en el sector servicios.²² Más allá de las particularidades del país, el comportamiento coincide con la expansión a nivel mundial de la IED destinada a servicios no financieros. Ahora bien, anteriormente, una característica de estas inversiones era concentrarse en los sectores EGA, Comercio, y Transporte y Comunicaciones, para abastecer el mercado interno de los países receptores. En los años recientes comienzan a ganar importancia las actividades de *offshoring* o relocalización (tercerización en muchos casos) de servicios orientados a la exportación por parte de las empresas, dando lugar a la llamada “revolución transable” en los servicios (ver UNCTAD, 2004). En el país la actividad ha crecido significativamente tras la devaluación, y el potencial de crecimiento es muy importante.²³ La relocalización de los servicios de las corporaciones a nivel mundial comienza a ganar importancia cuando se combinan el abaratamiento de costos (tras la devaluación) y la capacidad ociosa disponible (por la crisis y recesión) tanto de recursos físicos como de recursos humanos calificados. Dadas las características de las inversiones relacionadas con este tipo de actividad

²² Los servicios receptores de los flujos fueron principalmente los financieros (bancos) y los no financieros (electricidad, gas y agua –EGA-, comercio y transporte y comunicaciones –TyC-).

²³ Estas actividades estaban inicialmente muy concentradas en un pequeño grupo de países (Irlanda, India, Canadá e Israel) mayormente en desarrollo de software y otro tipo de servicios IT.

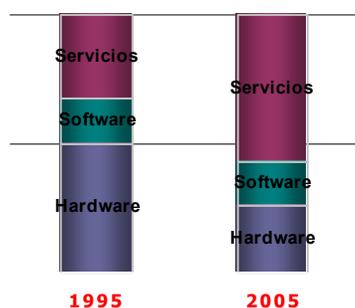
(bajo “capital hundido”, producto exportado de alto valor agregado), la importancia de estos servicios probablemente no se vea tanto en los montos de IED recibidos, como en la absorción de empleo y en la evolución de sus exportaciones. Las estimaciones disponibles en el balance de pagos muestran en los últimos años un crecimiento sostenido de la exportación de este tipo de servicios. Las exportaciones de servicios de informática e información, otros servicios empresariales, y servicios personales pasaron de US\$ 700 millones en el año 2001 y US\$ 900 millones en el año 2002, a más de US\$ 2 000 millones en 2006. Esto es, una tasa anual de aumento promedio del 24%, mientras que las exportaciones de bienes crecen al 16% - en buena medida por mejores precios.

RECUADRO V.2 EL CASO DE IBM

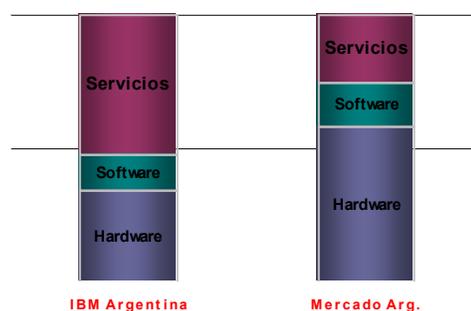
IBM tiene una larga historia en el país, que comienza en 1923, con la importación de máquinas tabuladoras. La producción industrial está asociada con la inauguración de la Planta Martínez en 1961, orientada a abastecer al mercado interno. En 1975 se produce la primera impresora para exportación.

En 1980 comienza una nueva etapa, cuando se produce el ingreso en el campo de la electrónica y una relación más estrecha con la casa matriz, accediendo a sus laboratorios de desarrollo. De esta forma se convierte en usuario líder de tecnologías de proceso de punta, participando activamente en el mercado mundial junto con otras plantas de la corporación en la producción de impresoras, tarjetas controladoras y unidades lectoras de cintas magnéticas de alta velocidad (Vispo y Kosacoff, 1991).

Distribución de las ventas totales de IBM a nivel mundial



Distribución de las ventas de IBM Argentina en comparación con el mercado local de TICs



A mediados de la década del noventa, IBM a nivel mundial comenzó un proceso de cambio en el foco del negocio, lo que llevó a que la facturación por servicios pasara en una década del treinta a más del 55% de la facturación total de la empresa, de 23 000 a 50 000 millones de dólares, a expensas de la venta de hardware, que hasta ese momento representaba más del 50% de la facturación global de la empresa.

La conjunción del cambio de estrategia de la corporación y el cambio en las condiciones económicas en la Argentina incidieron en que la filial local pudiera posicionarse ventajosamente dentro de esa estrategia global.

En Argentina, actualmente un 52% de la facturación total de IBM proviene de servicios (si se suma software, llega al 65%), a diferencia del mercado local de TICs, en el que resulta dominante la venta de hardware, con el 58%, y el rubro servicios da cuenta de apenas el 25% del total.

IBM posee en Martínez, provincia de Buenos Aires, el mayor centro de servicios informáticos del país. El parque tecnológico en el que se invirtieron unos US\$ 50 millones, fue inaugurado en 2001, y desde allí IBM presta servicios de *data center*, *contact center*, *printing factory*, *software factory*, *integrated technology lab*, y *business processes* para clientes de Argentina y el resto de América Latina. Cuenta con el estándar internacional “Reliability 3+”, lo que lo ubica al nivel de los principales centros tecnológicos de servicios del mundo.

La empresa exporta alrededor de un 25% de su producción de software a 12 países, entre ellos Estados Unidos, Brasil, México, España, Turquía, Grecia, Italia y Hungría. Desde 2002 cuenta con certificación CMM nivel 3, habiendo sido la primera empresa en Argentina en alcanzar ese estándar.

A fines de 2005 IBM anunció inversiones por US\$ 100 millones para los próximos cinco años, lo que le permitió ampliar en 600 personas su dotación de personal, que se suman a los 500 que había incorporado en 2005, llegando a un total de 3 500 profesionales empleados en la empresa.

Fuente: elaboración propia.

Hotelería

Entre 1990 y 2001 en Argentina el turismo creció 125% y en el mundo 73%.²⁴ Desde la devaluación mejoró el atractivo del sector favorecido por la Ley de promoción al turismo de 2004 que le otorga un valor estratégico. En ese sentido, la evolución de la cuenta viajes del balance de pagos, que registra el gasto por turismo, muestra el crecimiento del turismo receptivo.

La inauguración de complejos hoteleros en todo el país también refleja la importancia que ha adquirido esta actividad, que representa cerca del 8% del PIB y da empleo a un millón y medio de personas de manera directa e indirecta.²⁵ Según la Secretaría de Turismo de la Nación (STN), en el período 1991-2002 empresas nacionales con franquicia de cadenas internacionales invirtieron aproximadamente US\$ 770 millones. Fueron inversiones en hoteles 5 estrellas internacionales, como Caesar, Hyatt y NH, asociadas a la propuesta económica conveniente que ofrecía la Argentina. En 2003 y 2004, de los 433 millones de pesos que se invirtieron, las cadenas internacionales dieron cuenta del 30%. Por otro lado, información del CEP de 2002 a 2006 muestra proyectos de inversión por un valor aproximado de US\$ 840 millones. La industria hotelera está concentrada principalmente en Buenos Aires pero también se han desarrollado oportunidades de negocios en otras ciudades como Mendoza, Rosario, Córdoba, Tucumán, Calafate, Ushuaia y en el Noroeste argentino. En su mayor parte la hotelería apunta al turismo especialmente extranjero o al argentino "ABC1". La Dirección de Inversiones Turísticas de la STN informó que en la actualidad se encuentran en construcción más de 200 nuevos hoteles en todo el país. Tanto por cadenas internacionales como por nacionales.

Los hoteles con nombres de cadenas internacionales generalmente son vistos como un símbolo de IED. Sin embargo esta apreciación puede ser incorrecta. La realidad es que cada vez más en el sector hay disociación entre propiedad del hotel y su administración. En este sentido, las cifras de inversiones no son una buena estimación de la inversión extranjera ya que, en línea con la tendencia internacional, las cadenas internacionales están en muchos casos presentes en el país a través de: *joint-ventures*, gerenciamiento de hoteles, y franquicias. El modelo de "deshacerse de lo físico" está creciendo rápidamente en la región.

La "Nueva" Minería

Históricamente, la minería en Argentina fue una actividad marginal (a excepción del petróleo y el cemento) con establecimientos menores y alejados de las tecnologías de punta, regulada mediante el Código de Minería, Ley N° 1.919, sancionada en 1887, aún en vigencia.

Hasta la década del noventa, debido a la falta de desarrollo de este sector, las operaciones de IED en el mismo fueron muy poco significativas. En el año 1993, se sanciona la Ley de Inversiones Mineras, que promueve las inversiones en el sector otorgándoles sustanciales

²⁴ Organización Mundial del Turismo. "Guía de oportunidades de inversión para el sector turismo", Secretaría de Turismo de la Nación.

²⁵ Cifras expuestas por la vicepresidenta de la Federación Empresaria Hotelero- Gastronómica (FEHGRA), Elena Bonete.

beneficios (estabilidad fiscal por 30 años, importación libre de derechos de maquinarias e insumos, regalías del 3% y la libertad para disponer de las utilidades).

Esta nueva ley, junto al interés que hubo a mediados de los noventa de explorar y explotar nuevas áreas en diversas partes del mundo, motivaron que se incremente la exploración en nuestro país, lo cual lleva a que en el año 1997 se inaugure la mayor mina de Argentina, Bajo de la Alumbrera y en 1998 la segunda empresa minera en importancia, Cerro Vanguardia, en Santa Cruz.

En el sector se distinguen generalmente dos tipos de empresas: las menores, que realizan la prospección minera para localizar un sitio con potencial geológico de interés económico, y las grandes empresas mineras que compran los pre-proyectos, y luego, en caso de comprobarse su viabilidad, realizan las inversiones necesarias para llevarlo adelante.

CUADRO V.10
PRINCIPALES PROYECTOS Y PROSPECTOS MINEROS EN ARGENTINA

Proyecto / Prospecto	Provincia	Propiedad	Minerales	Estado	Año	Inversiones (en millones)
Bajo la Alumbrera	Catamarca	Xstrata (Suiza), Wheaton River y Northern Orion (Canadá)	Cobre y Oro	En Producción	1997	US\$ 1 200
Cerro Vanguardia	Santa Cruz	Anglogold (Sudafrica) y Formicruz (Argentina)	Oro y Plata	En Producción	1998	US\$ 240
Veladero	San Juan	Barrick Gold Corporation (Canadá)	Oro y Plata	En Producción	2006	US\$ 455
Salar del Hombre Muerto	Catamarca	Fmc Lithium Corp (USA)	Litio	En Producción	1998	US\$ 137
Minera Aguilar	Jujuy	Glencore (Suiza)	Plomo, Plata y Zinc	En Producción	2001	
Borax Argentina	Salta	Borax Argentina	Boratos	En Producción		
Farallon Negro	Catamarca	Yacimientos Mineros Agua de Dionisio (Argentina)	Oro, Plata y Mn	Prod marginal		
Agua Rica	Catamarca	Northern Orion (Canadá)	Oro, Plata y Mo	En estudio		\$ 6 000
Pirquitas	Jujuy	Silver Standard Resources (USA)	Plata y Estaño	En estudio		\$ 100
Pascua Lama	San Juan	Barrick Gold Corporation (Canadá)	Oro y Plata	En estudio		
Manantial Espejo	Santa Cruz	Pan American Silver (canadá)	Oro y Plata	En estudio		
Pachón	San Juan	Xstrata (Suiza)	Cobre y Mo	En estudio		
Potasio Río Colorado	Mendoza	Rio Tinto (Reino Unido)	Potasio	En estudio		\$ 2 000
San José / Huevos Verdes	Santa Cruz	MHC (Perú) y Minera Andes (Canadá)	Oro y Plata	En estudio		\$ 270
Gualcamayo	San Juan	Yamana Gold (Canadá)	Oro, Plata y Cobre	En estudio		
Cerro negro	Santa Cruz	Andean Resources	Oro	En estudio		
San Jorge	Mendoza	Northern Orion (Canadá)	Cobre	En estudio		\$ 110

Fuente: elaboración propia en base a datos de la Secretaría de Minería de la Nación.

Los desarrollos de los nuevos proyectos generan ingresos en concepto de IED bajo la forma de aportes y/o deuda con matrices (que son repagados con las utilidades una vez que comienza la producción), mientras que las adquisiciones y/o fusiones de empresas ocurren a nivel global y por lo tanto no se ven en las cifras locales de IED.

Durante los últimos años se produjo a nivel mundial una fuerte alza en el proceso de fusiones y adquisiciones. Sin embargo, la escasa historia minera, ha limitado el desarrollo de las capacidades de las empresas nacionales del sector. Es por ello que la mayor parte de las transacciones, tanto entre las empresas menores como en las de escala mundial, han sido entre no residentes.

Este sector, sin embargo aún tiene un gran potencial de crecimiento. Durante 2006 se puso en marcha otra nueva gran explotación: la mina Veladero, ubicada en la provincia de San Juan y dedicada a la extracción de oro y plata. La progresiva maduración de distintos proyectos de inversión actualmente en estudio (Agua Rica, en Catamarca; San José y Manantial Espejo, en Santa Cruz; Pascua Lama, Pachón y Guacamayo, en San Juan; Río Colorado, en Mendoza; Pirquitas, en Jujuy; entre otros) reforzaría la tendencia observada hasta la actualidad, convirtiendo a la minería en una de las actividades de mayor crecimiento de las exportaciones.

Sin embargo, la creciente conciencia ambiental de las poblaciones afectadas y el impacto negativo de ciertas explotaciones mineras abren interrogantes sobre la evolución del sector.

5. Conclusiones

El período transcurrido desde el fin de la convertibilidad puede ser caracterizado como de desendeudamiento y reestructuración. A partir de la devaluación, los niveles de endeudamiento de las empresas crecieron en forma significativa, en un contexto en el que además la demanda interna se había retraído severamente, y la ausencia de crédito tanto interno como externo ponía a las empresas en una situación delicada.

Sin embargo, la rápida, fuerte y sostenida recuperación de la actividad, junto con los cambios en los precios relativos que favorecen a las actividades exportadoras, y el cambio de expectativas que se produjo sobre el rumbo de la economía del país, conformaron un escenario favorable, que seguramente llevó a muchas de las empresas extranjeras que estaban operando en el país a evaluar positivamente las posibilidades de una rápida recuperación de la rentabilidad y de posiciones de mercado.

Lejos de haberse producido una salida masiva de empresas extranjeras del país, podría decirse que las empresas se han reordenado internamente en un período de tiempo muy corto, aprovechando la expansión de la actividad económica.

Este fenómeno tiene matices sectoriales y de tipos de empresas. En efecto, en los sectores de servicios privatizados y en el sector financiero se han producido algunos casos de salidas de empresas y de transferencias accionarias vinculadas con la reestructuración de pasivos. En el caso de la inversión extranjera más “tradicional”, la rápida recuperación del nivel de actividad y el cambio en los precios relativos permitieron que se produjera un proceso de desendeudamiento que prácticamente está concluido en un tiempo muy corto y sin subsidios por parte del Estado.

Aún en el caso de las empresas de servicios privatizados, si bien la renta no se ha recuperado como en el caso de las empresas dedicadas a la producción de bienes o servicios transables, es importante resaltar el hecho de que, tras la reestructuración de pasivos y la transferencia de acciones (por las que han ingresado como propietarios empresas o fondos de origen nacional), el sector tiene buenas perspectivas de rentabilidad, aún en el caso de un futuro incremento moderado de los niveles tarifarios.

En definitiva, hoy las empresas en general se encuentran patrimonialmente saneadas, y con buenas condiciones para encarar proyectos de inversión de relativa envergadura, que actualmente dependen más de cuestiones microeconómicas y sectoriales que macroeconómicas. En este contexto, se detectan algunos fenómenos novedosos que es importante resaltar.

Uno de los fenómenos novedosos que se están produciendo en esta etapa es el creciente peso de Brasil como inversor en la economía argentina. Esta importancia está dada no sólo por su incidencia en los flujos totales de inversión, sino además por el hecho de que los inversores brasileños han adquirido empresas que son líderes o jugadores importantes en los sectores de actividad en los que actúan (frigoríficos, cerveza, cemento, petróleo, acero), pasando a convertirse en un actor importante para la economía del país.

Varios factores contribuyen para la explicación de esta nueva tendencia. En primer lugar, la estrategia de los grandes grupos económicos brasileños, que en los últimos años se han expandido fuertemente en el exterior. En segundo lugar, el apoyo del Estado brasileño, que impulsa activamente la internacionalización de las grandes empresas nacionales. En tercer lugar, es necesario tener en cuenta que algunas de las empresas no son en realidad brasileñas, sino empresas controladas por transnacionales de otros países, que adquieren empresas en la Argentina y en otros países como parte de una estrategia global.

Lo que parece claro es que prácticamente en ninguno de los casos destacados aparece una lógica vinculada con la profundización del Mercosur. Las empresas brasileñas como inversores en el país no buscan generar esquemas de complementación regional, sino que responden casi exclusivamente a la lógica de la obtención de cuotas de mercado o de explotación de recursos naturales.

Esto abre un campo de acción posible para la política pública, que hasta el momento no se ha explorado. Podría pensarse que es posible coordinar con el gobierno de Brasil un conjunto de incentivos para que la internacionalización de las empresas de ese país generen mayor complementación regional.

En cuanto a la evolución reciente de la IED, se destaca la recuperación de los aportes para nuevos proyectos a partir de 2004. Dentro de esta nueva dinámica, consideramos importante resaltar la evolución en algunos sectores, tanto tradicionales receptores de IED (agro, automotriz, hotelería) como “nuevos” (servicios transables, minería). Se trata de sectores muy diversos pero que, a partir de las condiciones macroeconómicas favorables, muestran nuevos horizontes para la inversión extranjera, a la vez que plantean nuevos desafíos para la política pública en áreas como la regulación ambiental o la formación de recursos humanos calificados.

Finalmente, en lo que respecta a la estrategia para promover la inversión extranjera, en la que el país parece estar dando algunos pasos (si bien por ahora aislados) en los últimos meses, cabe realizar algunos comentarios.

En primer lugar, es evidente que una gran parte de la tarea de promoción de nuevas inversiones no pasa por atraer nuevas empresas, sino por lograr que las empresas que ya están instaladas en el país (que son buena parte de las principales corporaciones globales en los distintos sectores de actividad) incrementen su actividad local y, fundamentalmente, que desarrollen en Argentina proyectos que permitan insertar a su filial dentro de la estrategia de la corporación, produciendo aquí bienes (o partes) y servicios globales.

En este sentido, debe tenerse en cuenta que los gerentes de las filiales locales deben competir en “licitaciones internas” dentro de sus respectivas corporaciones. Parece necesario entonces definir una estrategia de negociación con los gerentes locales que les permita ganar posiciones en sus corporaciones para localizar o aumentar inversiones en el país en actividades con crecientes niveles de valor agregado local y para la firma a nivel global.

Asimismo, parece importante desarrollar una estrategia específica orientada a la captación de inversiones en “nuevos” sectores (fundamentalmente en los de servicios transables) y de nuevos jugadores globales, como la India, entre otros.

Bibliografía

- Alem, A. C., Cavalcanti, C. E. (2005), “O BNDES e o apoio a internacionalizacao das empresas brasileiras: algumas reflexoes”, *Revista de BNDES*. Rio de Janeiro.
- Bouzas, R. y D. Chudnovsky (2004), *Foreign direct investment and sustainable development. The recent Argentine experience*.
- CEP, Centro de Estudios de la Producción (2006), “Inversión de Firms Extranjeras en Argentina”, *Novedades empresarias*, CEP, Buenos Aires.
- CEPAL (2005), *La Inversión Extranjera en América Latina y el Caribe*, CEPAL, Naciones Unidas, Santiago de Chile.
- Correia, D. y Tadeu Lima, G. (2006) “A internacionalizacao produtiva das empresas brasileiras: breve descricao e analise geral.” Workshop sobre Internacionalizacao de empresas, FEA-USP. Sao Paulo.
- Dunning, J. (1992), “Multinational enterprises and the global economy”, Addison-Wesley, Gran Bretaña.
- Fernández R., Pernice S. y Streb J. (2006), “In search for the Right Metric for Corporate Bond Markets in Argentina: One Size Does Not Fit All”, *AAEP Anales 2006*.
- FMI (1993), *Manual de Balanza de Pagos* (Quinta Edición), FMI, Washington.
- Giussani, L. A. y L’hospital, M. F. (2003), *La Inversión Extranjera Directa en Argentina 1992-2002*, Dirección Nacional de Cuentas Internacionales, República Argentina, Ministerio de Economía, Secretaría de Política Económica, Instituto Nacional de Estadísticas y Censos.
- Heymann, D. (2006), “Buscando la tendencia: crisis macroeconómica y recuperación en la Argentina”, *Serie Estudios y Perspectivas* N° 31, CEPAL, Buenos Aires.
- Kulfas, M. y otros (2002), *Inversión extranjera y empresas transnacionales en la economía argentina*, *Serie Estudios y Perspectivas*, Oficina de la CEPAL en Buenos Aires.
- Lane, P. y Milesi Ferretti, G. (2006), “The External Wealth of Nations Mark II. Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970-2004”, (2006) *IMF Working Papers* WP/06/69, Washington.
- Lugones, G.(coord.), Peirano, F., Suárez, D., Giudicatti, M. y Anlló, G. (2005), “Análisis del perfil de especialización y de las estrategias innovativas de las firmas argentinas”, Proyecto: Sistema Nacional y Sistemas Locales de Innovación, Estrategias Empresarias y Condicionantes Meso y Macroeconómicos, SECyT.
- Mantega, G. (2005) *La importancia das exportacoes de servicos e da internacionalizacao das empresas brasileiras*. BNDES. Brasil.
- Marx, D., Bruno, J. y Paris, M. (2006), “Una experiencia de la deuda corporativa. Argentina 2001-2006”, *AGM Finanzas*, Buenos Aires.
- Mortimore, M. y Stanley, L.E. (2006), “Obsolescencia de la protección a los inversores extranjeros después de la crisis argentina”, *Revista de la CEPAL*, N° 88, Abril de 2006.
- Raghuram G. y Rajan, R. (2006), “Investment Restraint, The Liquidity Glut, and Global Imbalances”, Conference on Global Imbalances organized by the Bank of Indonesia, Bali, Nov 16, 2006, disponible en <http://www.imf.org/external/np/speeches/2006/111506.htm>
- Rapetti, M. (2005), “La Economía Argentina durante la Post-Convertibilidad: Evolución, Debates y Perspectivas”, Economics Working Group, *Documento de Políticas Económicas* N° 5.
- Stanley, L. E. (2004), “Acuerdos bilaterales de inversión y demandas ante Tribunales Internacionales: la experiencia argentina reciente”, *Serie Desarrollo Productivo* N° 158, CEPAL, Santiago de Chile.
- Tratado sobre Promoción y Protección Recíproca de Inversiones celebrado entre la República Argentina y los Estados Unidos de América [TBI], 14 de noviembre de 1991.

- UNCTAD (2004), *World Investment Report 2004*, United Nations, New York y Ginebra.
- _____ (2005), *World Investment Report 2005*, United Nations, New York y Ginebra.
- _____ (2006), *World Investment Report 2006*, United Nations, New York y Ginebra.
- Vispo, A. y Kosacoff, B. (1991), “Difusión de tecnologías de punta en Argentina. Algunas reflexiones sobre la organización de la producción industrial de IBM”, *Documento de trabajo* N° 38, Oficina de la CEPAL en Argentina, Buenos Aires.
- Yannaca-Small, C. (2004), “Indirect Expropriation” and the “Right to Regulate” in International Investment Law”, OECD Directorate for Financial and Enterprise Affairs, *Working Paper on International Investment* No. 2004/4.