

## Grandes empresas industriales

# Un enfoque micro del ciclo posconvertibilidad

## Los casos de Acindar, Aluar y Siderar\*

Rodrigo Pérez Artica\*\*

El artículo presenta una caracterización de los procesos que afectaron el crecimiento corporativo de tres grandes empresas industriales que operan en el ámbito local (Acindar, Aluar y Siderar) entre los años 2000 y 2007. Asimismo, se procura explotar esta óptica para ofrecer elementos de juicio auxiliares que queden a disposición de futuros intentos de caracterización del ciclo. Valiéndose esencialmente de información contable -integrada tanto por datos cuantitativos, como por declaraciones recogidas en memorias y notas-, se intenta cumplir aquel propósito a partir de la descripción y análisis de un conjunto acotado de variables, a saber: (a) el acceso a financiamiento, evaluado en función de la generación interna de fondos y de los niveles de endeudamiento de las empresas a lo largo del tiempo; (b) el examen de la forma que ha ido adoptando el crecimiento de las firmas, realizada a partir de la inspección de los distintos componentes del activo, que permiten obtener una idea de: (i) la inversión en ampliación de capacidad instalada, o *crecimiento interno*; (ii) el *crecimiento externo*, esto es, la expansión a través de la adquisición de otras firmas (o de aumentos de participación en el capital de otras); (iii) el crecimiento del capital de trabajo, o (iv) la demanda de activos financieros.

\* El presente artículo expone resultados parciales del trabajo grupal realizado bajo el PGI "Grandes empresas de capital nacional desde mediados de los '90" (SGCyT-UNS, 24/E071).

\*\* Universidad Nacional del Sur (UNS). Becario del CONICET.

## 1. Introducción

No pocas discusiones se han suscitado en el último quinquenio en torno de la caracterización del proceso de crecimiento económico experimentado en la Argentina desde mediados de 2002. En especial -y como suele ocurrir con otras experiencias de expansión más o menos prolongadas- algunas intervenciones han girado alrededor de su sustentabilidad y capacidad para torcer las tendencias del largo plazo en la economía local.

Así, la atención ha sido dirigida hacia temas como la función del tipo de cambio real, la existencia o no de un efectivo proceso de industrialización, la vigencia de restricciones externas a la acumulación; etc. Ciertamente, el estudio de variables macroeconómicas y sectoriales resulta de gran utilidad al momento de precisar las tendencias generales del proceso. Sin embargo, la dinámica cíclica agregada puede encubrir una alta diversidad de comportamientos micro, e incluso quitarle nitidez a una apreciación directa de las firmas que la conducen. En tal sentido, no parecen abundar en aquella literatura trabajos que se propongan dar cuenta -aunque más no sea, parcialmente- de esta dinámica cíclica, a partir de la observación inmediata de los recorridos de crecimiento seguidos por empresas puntuales que -dados su tamaño, pertenencia a alguna rama privilegiada, o dinamismo- se vuelva relevante estudiar<sup>1</sup>.

El presente trabajo tiene por finalidad específica presentar una caracterización de los procesos que afecta-

ron el crecimiento corporativo, entre los años 2000 y 2007, de tres grandes empresas industriales que operan en el ámbito local: Acindar, Aluar y Siderar. Asimismo, se procura explorar esta óptica para ofrecer elementos de juicio novedosos que queden a disposición de futuros intentos de caracterización del ciclo.

Un examen directo de estas tres empresas en el período establecido parece estar justificado, al menos, por:

(i) el predominio ejercido por las firmas en los negocios siderúrgico (Siderar y Acindar) y aluminio (Aluar);

(ii) el notorio protagonismo cobrado por ambas ramas en la fase abierta desde 2002, factor que se explica, a su vez, por: (a) el inusual incremento de su demanda mundial y términos del intercambio en el período, y (b) el dinamismo que adquirió su demanda doméstica, asociada directamente con la reactivación de la construcción, la industria automotriz, las ramas sustitutivas, y más tardíamente, la inversión industrial.

## 2. Planteo conceptual y metodológico del estudio

Como ha quedado establecido, el presente estudio empírico procura dar cuenta del proceso de crecimiento de tres grandes firmas durante un período puntual que abarca: (i) los últimos dos años de la crisis de la convertibilidad (2000-01); (ii) los cambios ocurridos durante 2002; y (iii) la fase de recuperación iniciada desde mediados de ese año. Desde un punto de

<sup>1</sup> A decir verdad, sí se hallan estudios que procuran cotejar las características macroeconómicas con algunos aspectos del desempeño de las grandes firmas en el ámbito local, con especial atención en los períodos previos al abordado en este artículo. Ver, por ejemplo, Basualdo (2006) y Basualdo, Nahón y Nochteff (2005).

vista conceptual, la propuesta consiste en determinar la magnitud y composición del acceso a fondos de financiamiento, por un lado, y las opciones de crecimiento a las que han acudido, por otro.

El estudio se vale esencialmente de información contable -integrada tanto por datos cuantitativos provenientes de los estados contables básicos trimestrales, como por declaraciones recogidas en memorias, notas y anexos<sup>2</sup>-. Así, se intenta cumplir aquel propósito a partir de la descripción y análisis de un conjunto acotado de variables, a saber:

- primero, el acceso a financiamiento se evalúa en función de la generación interna de fondos -indicada estimativamente a partir de evolución de las ganancias - y de los niveles de endeudamiento de la firma a lo largo del tiempo;
- segundo, el examen de las opciones de expansión implementadas y/o de la forma que ha ido adoptando el crecimiento de las firmas, se realiza a partir de la inspección de los distintos componentes del activo, que permiten obtener una idea de: (i) la inversión en ampliación de capacidad instalada, o *crecimiento interno*; (ii) el *crecimiento externo*, esto es, la expansión a través de la adquisición de otras firmas (o de aumentos de participación en el capital de otras firmas); (iii) el crecimiento del capital de trabajo, o (iv) la demanda de activos financieros, en adelante *financierización*.

Una exposición algo más precisa de

la metodología adoptada para el tratamiento de la información contable y la obtención de las variables económicas mencionadas se presenta en el anexo metodológico. Por cierto, tales variables sólo pueden proporcionar un panorama cuantitativo cuyo sentido no podría elucidarse cabalmente sin información cualitativa y complementaria. Así, en el trabajo las variables cuantitativas son combinadas con datos adicionales<sup>3</sup>, acerca de la distribución entre ventas domésticas y exportaciones, los sectores domésticos de donde proviene la demanda de cada firma, los ítems del costo que cambian o se mantienen inalterados a lo largo del ciclo, las características de las obras de inversión, etc. Finalmente, se consideran declaraciones y referencias de las propias empresas, en función de las cuales se ordena la exposición de los resultados. Esta presentación, a su vez, se divide en dos partes; una primera dedicada al estudio individual de cada firma, y otra, que persigue ofrecer una lectura global del proceso de crecimiento en las tres empresas en el ciclo.

### 3. Resultados. Análisis de los casos individuales

#### 3.1. ACINDAR

Acindar ha sido desde su creación durante la segunda guerra mundial uno de los principales actores en la siderurgia local, junto con la empresa estatal SOMISA y Siderca, propiedad del grupo Techint. Desde fines de la década de los '70 protagonizó un pro-

<sup>2</sup> Los estados contables de las firmas a estudiar son de disponibilidad pública, al tratarse de tres empresas cotizantes en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires. Más información acerca de su forma de presentación se ofrece en el anexo metodológico.

<sup>3</sup> También obtenidos de los balances, aunque auxiliados y, en ocasiones, puestos en perspectiva recurriendo a otras fuentes (diarios, revistas y bibliografía especializada).

ceso de concentración en el negocio de productos laminados no planos en caliente, que la transformó en el actor más fuerte del rubro. Las reformas de la década de los '90, en especial la privatización de SOMISA, alteraron la estructura de propiedad de la industria, permitiendo que Acindar y Techint se repartieran el mercado local<sup>4</sup>. Hacia 2001 desarrollaba sus actividades en tres negocios distintos: *siderúrgico, tubos y alambres*<sup>5</sup>.

### 3.1.1. Antes de la devaluación

Durante 2000/2001, la situación financiera de la firma era de suma fragilidad, como consecuencia de: (i) un elevado nivel de endeudamiento en dólares<sup>6</sup> que expuso a la firma a un alto riesgo de iliquidez y descalce de monedas; (ii) el contexto recesivo, que dificultaba el autofinanciamiento por márgenes puesto que hacía caer los precios de venta, y debilitaba la capacidad de compra de sus principales clientes domésticos<sup>7</sup> y (iii) la inestabilidad financiera local que dificultaba el acceso a crédito de la propia empresa, tanto por el alto costo influido por el riesgo país, como por la escasez de fondos prestables.

En diciembre de 2001 se declaró la cesación de pagos de los pasivos financieros "para utilizar todos sus recursos e ingresos en el pago de los insumos, materias primas, salarios y

demás prestaciones necesarias para la fabricación y entrega de productos", medida que no impidió una agudización de los problemas de liquidez: en ese mismo período debió incurrir en atrasos en pagos a proveedores y a empleados.

### 3.1.2. Ajuste y desendeudamiento

En aquel contexto, los balances correspondientes a II/2001 y IV/2001 anunciaron una serie de planes a desarrollar con el propósito de sortear las dificultades financieras; a continuación se enumeran junto con las consecuencias a que cada una dio lugar, al menos hasta 2007:

(1) *Racionalización*: Se implementó un programa de reducción de costos fijos y variables para mejorar la competitividad; la firma asegura haber valorizado estos esfuerzos por ganar productividad a lo largo del período que se inicia luego de la devaluación.

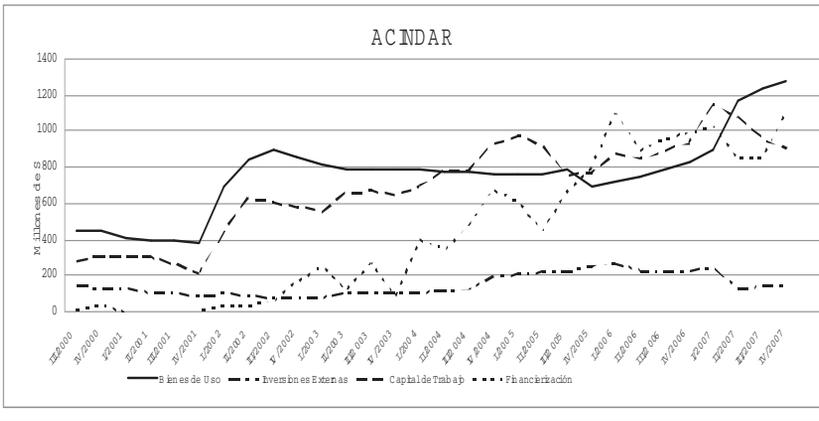
(2) *Liquidación de activos*: Se anunció una reformulación de la *estrategia de negocios* "concentrando su foco en el negocio siderúrgico y en la manufactura de productos para la construcción civil y reduciendo sus instalaciones fuera de Argentina...". Sin embargo, los negocios de *tubos* y *alambres* fueron conservados bajo la órbita de la empresa -evaluándose posibles ventas, asociaciones estratégicas o expansiones regionales-, hasta que

<sup>4</sup> Schvarzer y Papa (2005)

<sup>5</sup> Negocio "siderúrgico": planta de reducción directa, acería y laminados; productos para la industria como palanquillas, flejes, barras laminadas, o aceros para la construcción como viguetas, productos estructurales o perfilería; negocio tubos: con costura, negros, galvanizados y revestidos para conducción de fluidos líquidos y gaseosos y de uso estructural pesado, semipesado y liviano; y negocio alambres: variada gama de alambres y sus productos derivados, tanto de alto como de bajo carbono, cubriendo la demanda de distintos segmentos, industriales y comerciales.

<sup>6</sup> El ratio de endeudamiento (Pasivo/Activo) para fines de 2001 alcanzó el 81%, contra un promedio de 49% para los 9 años previos.

<sup>7</sup> De acuerdo con los propios balances, se trataba de Pymes racionadas en el acceso al crédito por el sistema financiero doméstico

**Gráfico N° 1. Acindar. Evolución de los componentes del Activo.**

en 2006 se vendieron las dos plantas de tubos a sendas empresas del grupo Techint: Tenaris y Siderar. El negocio alambres permaneció activo dentro de la firma hasta el último balance disponible.

Se anunció la concreción de una asociación estratégica con Belgo-Mineira Uruguay, por la cual el antiguo grupo controlante, la familia Acevedo, cedió la mitad del paquete accionario, del directorio y del comité ejecutivo de la empresa. El auxilio financiero del nuevo socio se verifica a partir de la compra inicial de US\$ 46 millones en nuevas acciones y US\$ 60 millones en obligaciones negociables convertibles. Así se inició el proceso de cambio de manos de la empresa, que culminó con la oferta pública de adquisición (OPA) del grupo ArcelorMittal de 2007. En diciembre de este último año, ArcelorMittal controlaba el 99.7% del paquete accionario de la firma<sup>8</sup> (gráfi-

cos N° 1, N° 2 y N° 3)\*.

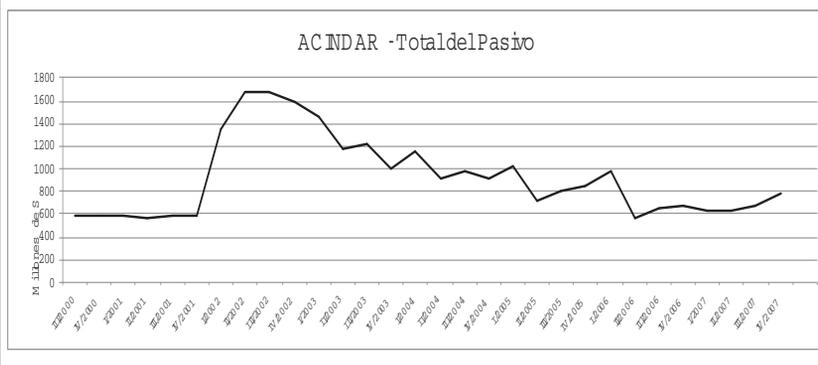
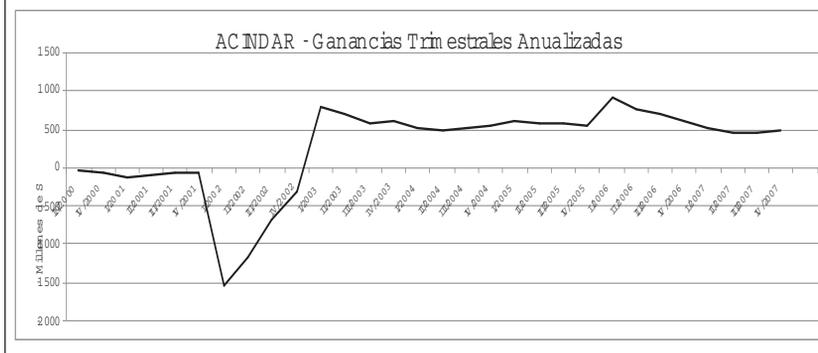
### 3.1.3. Los efectos de la devaluación

La devaluación del verano de 2002, dadas aquellas circunstancias, vino a impedir una inminente paralización financiera de la firma. Como siempre sucede, la alteración del tipo de cambio introdujo dos efectos sobre la situación financiera de la firma. Por un lado, el incremento de la rentabilidad operativa, producto de la modificación de precios relativos; por otro, una corrección de la situación patrimonial, al cambiar el valor en pesos de activos y pasivos nominados en moneda extranjera. Veamos:

*Actividad y rentabilidad operativa.* En efecto, ya a partir de III/2002 se comenzó a advertir una recuperación en los márgenes unitarios de las exportaciones y el fin de la caída en los despachos domésticos. Desde entonces, las *ventas internas* empe-

<sup>8</sup> Una parte significativa del pasivo total de Acindar pasó a ser propiedad del grupo que terminaría controlando su paquete accionario. En buena medida, por lo tanto, se trató de una maniobra de autoendeudamiento.

\* Nota de RE: este trabajo se publicará también en el sitio [www.iade.org.ar](http://www.iade.org.ar), en el cual los gráficos podrán apreciarse con mayor nitidez

**Gráfico N° 2. Acindar. Evolución del Pasivo.****Gráfico N° 3. Acindar. Evolución de las Ganancias.**

zaron a crecer, en monto, y especialmente en proporción al total de ventas<sup>9</sup>, conducidas por las ventas a la construcción (que llegó a representar aproximadamente la mitad de la demanda interna), el sector agropecuario, la industria automotriz y las inversiones en el resto de la industria. Las ventas al mercado externo también reaccionaron ante un nuevo contexto mundial de alta demanda y precios para el acero.

Tal incremento, junto con la conten-

ción de algunos ítems del costo (la energía eléctrica, el gas y los salarios) implicaron a su vez el aumento en los márgenes de beneficio. Consecuentemente, el cambio de escenario propició una inmediata recomposición de caja y regularización de atrasos con proveedores y empleados<sup>10</sup>. La misma empresa reconoce en su memoria al balance anual de diciembre de 2002, que el alivio financiero provenía directamente de la alteración de precios relativos que introdujo la devaluación<sup>11</sup>.

<sup>9</sup> Pasando de un 61% en 2002 al 87% en 2006.

<sup>10</sup> Logró un promedio de alrededor de \$ 600 millones de resultados operativos anuales desde 2003.

<sup>11</sup> "Esta dispar evolución de ingresos y costos fue determinante para que la ganancia bruta al 31 de diciembre de 2002 ascendiera a \$ 443,3 millones (o 41,7% de las ventas), comparados con \$ 204,3 millones (o 20,5% de las ventas) para el mismo período del año 2001. Respecto a las

Así, el EBITDA\*, tal vez una medida más precisa de la generación operativa<sup>12</sup>, pasó de valores menores al 10% de las ventas netas en 2001, hasta el 45% de ese valor durante 2004. Desde allí, la recuperación de costos provocó su caída hasta el 26% de las ventas durante 2007.

*Descalce de monedas.* Por otro lado, el más inmediato efecto de la devaluación fue acentuar el deterioro financiero de la firma, a causa del descalce de monedas al que estaba expuesta<sup>13</sup>. En tal sentido, a fines de 2003 se anunció un Acuerdo Preventivo Extrajudicial (APE)<sup>14</sup> con los acreedores financieros, en función del cual se reprogramó el pago del 100% de la deuda renegociada, en 18 cuotas semestrales iguales. El acuerdo incluyó cláusulas que condicionaban el uso de la liquidez, llevando a extremar los criterios de evaluación de eventuales inversiones, e implementaban un mecanismo de aplicación de excedentes de caja a la cancelación anticipada de los pasivos. En efecto, la totalidad de la deuda reprogramada fue cancelada anticipadamente en septiembre de 2006, en una

tercera parte del plazo inicialmente pautado. Acaso este hecho, sumado a las expectativas de pronta recomposición de los ítems del costo que se habían atrasado con la reciente devaluación, pongan de manifiesto la magnitud extraordinaria e inesperada de recursos que el ajuste cambiario puso a disposición de empresas de la importancia de Acindar.

### 3.1.4. Reanudación del crecimiento interno posdevaluación

Tal vez como contrapartida, la utilización de fondos propios para financiar la *ampliación de la capacidad productiva* recién comienza a considerarse seriamente desde fines de 2005. Al mismo tiempo que se declara haber logrado cancelar el 85,2% de la deuda reestructurada, y que un objetivo de la firma es conservar una prudente política financiera durante 2006, en la Memoria de 2005 se hace referencia a la formulación y aprobación de un plan de inversiones. Las motivaciones invocadas incluían “el sostenido crecimiento de la economía argentina y

---

expectativas sobre la evolución de los mercados se mantiene una estimación de muy lenta recuperación de la actividad económica interna, que comenzará a darse a lo largo del corriente año. Mientras tanto se mantendrán los porcentajes de venta al exterior, con una rentabilidad que se irá deteriorando en la medida que vayan aumentando los costos de insumos locales en términos de dólar” (Memoria, Estados Contables al 12/2002).

\* EBITDA es un indicador financiero representado mediante un acrónimo que significa en inglés “Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization”. El EBITDA se obtiene a partir del Estado de Resultados o Estado de Pérdidas y Ganancias de una empresa. Representa el margen o resultado bruto de explotación de la empresa antes de deducir los intereses (carga financiera), las amortizaciones o depreciaciones y el Impuesto sobre Sociedades.

<sup>12</sup> A las ganancias contables añade las amortizaciones, los intereses pagados y el impuesto a las ganancias devengado.

<sup>13</sup> Como se puede notar en el gráfico N° 2, observando la magnitud de la variación del pasivo durante I y II/2002, de las tres firmas indagadas, Acindar fue la más expuesta al descalce de monedas. En efecto, las pérdidas netas por revaluación de rubros patrimoniales, ascendieron a casi \$ 400 millones en I/2002, lo que explica el valor negativo de la serie “Ganancias Anualizadas” para ese punto, en el gráfico. N° 3.

<sup>14</sup> El APE es una figura recientemente introducida por la legislación argentina en virtud de la cual se requiere una aprobación de los dos tercios de los acreedores para ser homologado judicialmente.

sus perspectivas futuras, y la utilización de nuevas tecnologías para capturar las oportunidades del mercado internacional". El mismo consistía en la instalación de un nuevo tren de laminación que permitiría ajustar la calidad de los productos para el acceso a nuevos mercados "World Class", acompañando dicha instalación con la ampliación de la capacidad de los procesos de reducción directa y acería. En conjunto, las inversiones traerían consigo un aumento en la capacidad productiva del 25% a partir de la segunda mitad de 2007, e involucrarían un monto total de US\$ 100 millones, previéndose la utilización de 45 US\$ millones adicionales para la optimización de otras instalaciones.

### 3.1.5. Financierización

La misma adquirió dimensiones inéditas a la luz de su historia previa, al menos desde 1992<sup>15</sup>. Un incremento sostenido parece haberse desarrollado a lo largo de todo el período estudiado. Su dinámica, sin embargo, puede dividirse para un análisis en dos etapas: una primera de aceleración, entre 2003 y 2006, y otra de desaceleración, entre 2006 y 2007.

*Aceleración.* El proceso alcanza un ritmo inusitado en 2003, que se prolonga hasta comienzos de 2006: si se toma por inicio el trimestre I/2002, el primer dato del agregado de inversiones financieras es de \$ 38 millones, mientras que para I/2006 el mismo equivalía a \$ 1094 millones<sup>16</sup>.

*Desaceleración.* Durante 2006, el crecimiento tendencial de la financierización muestra un punto de inflexión. En efecto, exhibe una leve tendencia a caer, y sólo se observa un incremento decidido durante IV/2007. Esto parece estar explicado, al menos en parte, por: (i) comienza a evidenciarse desde 2006, una caída en los márgenes unitarios producto del reacomodamiento de costos, atenuándose el flujo de fondos disponibles (ii) durante 2006 se observa una de las caídas más pronunciadas en el pasivo total de la firma (más de \$ 414 millones), lo que puede haber requerido de parte de la liquidez conservada bajo la forma de financierización; (iii) por otro lado, desde 2006 comienzan a ejecutarse las obras de ampliación de la capacidad productiva, lo cual introdujo una aplicación de liquidez no observada desde el inicio del ciclo en 2002.

Con todo, estos dos hechos no redujeron significativamente el total de inversiones financieras, al punto que el incremento de la financierización durante el último trimestre observado volvió a posicionar el agregado por sobre su anterior punto máximo.

Un hecho adicional vinculado con el capital de trabajo merece ser registrado aquí. El mismo había venido creciendo conforme lo hacían los niveles de producción y ventas hasta I/2007. Desde entonces, los niveles de actividad comenzaron a mostrar algunos signos de desaceleración como consecuencia de: (a) paradas de planta

<sup>15</sup> Período para el cual se dispone de datos parciales, correspondientes a balances esquematizados.

<sup>16</sup> A su vez, parece tener lugar en forma estacionalizada, lo que podría guardar alguna relación con la dinámica resultante de los cobros y pagos de tesorería, y con el cronograma de pagos de la deuda reestructurada (los vencimientos semestrales tenían lugar en los meses de abril y octubre): su expansión se produce durante los trimestres IV y I, mientras que cierta retracción de menor intensidad se advierte en los trimestres II y III.

programadas por el proceso de ampliación; (b) interrupciones o disminuciones en el abastecimiento de gas o electricidad, que además de reducir la producción incrementaron su costo cuando condujeron a una sustitución por otros combustibles más caros, o a la firma de contratos de futuros a precios internacionales; (c) desaceleración en la demanda local e internacional. Por último y como consecuencia de lo anterior, la firma debió enfrentar una nueva reducción en sus márgenes unitarios<sup>17</sup>.

De modo que aquel último incremento en el volumen de la financierización, encuentra además una llamativa correspondencia con la caída en los montos del capital de trabajo que hasta ese momento habían venido subiendo. Tal vez esta coincidencia nos esté ilustrando acerca de los roles de la financierización en el ciclo: absorber parte de la liquidez que comienza a ser apartada de la producción y el comercio a medida que la fase de crecimiento se debilita.

En suma, la fase de desaceleración en la financierización se muestra afectada por:

(i) caídas en los márgenes, una mayor absorción de la liquidez disponible por parte del proceso de endeudamiento y la inversión, que actuaron reduciendo los montos financierizados;

(ii) menores requisitos del financiamiento operativo, que cuando se presentaron abrieron un nuevo canal de fondos disponibles para ser financierizados.

### 3.2. ALUAR

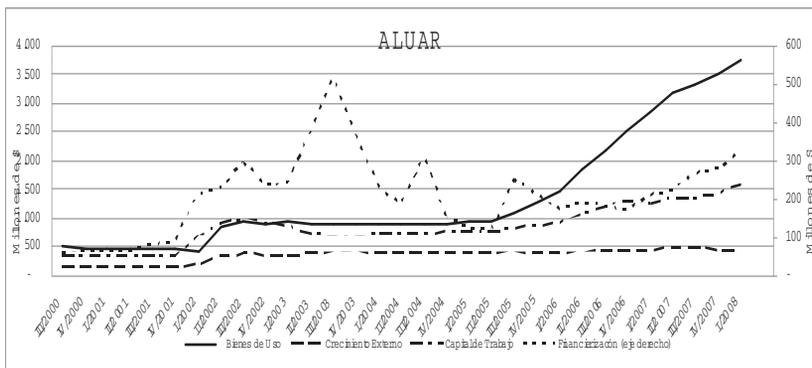
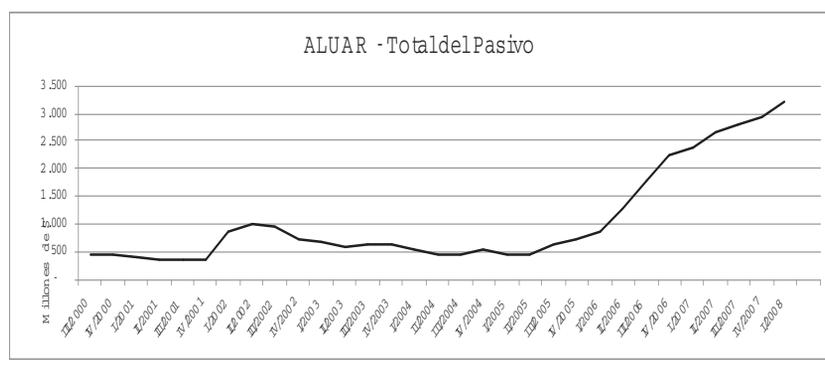
Aluar Aluminio Argentino S.A.I.C. es el único productor de aluminio primario del país. Sus actividades abarcan desde la obtención de aluminio en estado líquido hasta la fabricación de productos elaborados que se utilizan en distintas industrias. Su integración vertical se prolonga asimismo aguas arriba, mediante la producción y transporte de energía eléctrica, y la producción de ánodos<sup>18</sup>.

#### 3.2.1. Antes de la devaluación

*Primera expansión.* La crisis económica y financiera doméstica no parece haber afectado a Aluar del mismo modo que a Acindar. Por el contrario, las posibilidades de exportar y acceder al mercado financiero internacional, permitieron que la firma se encontrara en ese mismo período en pleno proceso de expansión. Durante 1999 ejecutó una inversión de US\$ 340 millones, que incrementó su capacidad productiva en un 40%, acudiendo para ello a financiamiento externo a través de la emisión de obligaciones negociables. El proyecto en cuestión terminó de desarrollarse durante el año 2000, y desde entonces la gene-

<sup>17</sup> Las ventas aumentaron un 11,8% frente a un aumento de costos del 20,7%, a causa del aumento del precio de los principales insumos: energía eléctrica, gas, salarios, mineral de hierro, chatarra. A decir verdad, la caída en los márgenes ya venía teniendo lugar desde 2006, ante la suba del precio de la energía eléctrica, el gas y los salarios.

<sup>18</sup> Más concretamente, sus principales divisiones son: (a) división primario: donde se obtiene el aluminio líquido y su solidificación en la planta de fundición bajo las distintas formas primarias o de aleación (lingotes, barrotos, bobinas, placas, etc), este constituye el principal negocio de la firma y su producción está destinada principalmente a la exportación; (b) división semielaborados: en la cual se producen lingotes aleados, alambón, zincalúmen y chapa hunter; y (c) la división elaborados: que fabrica perfiles para construcción, tubos, barras, chapas, rollos y papel aluminio.

**Gráfico N° 4.** Aluar. Evolución de los componentes del Activo.**Gráfico N° 5.** Aluar. Evolución del Pasivo.

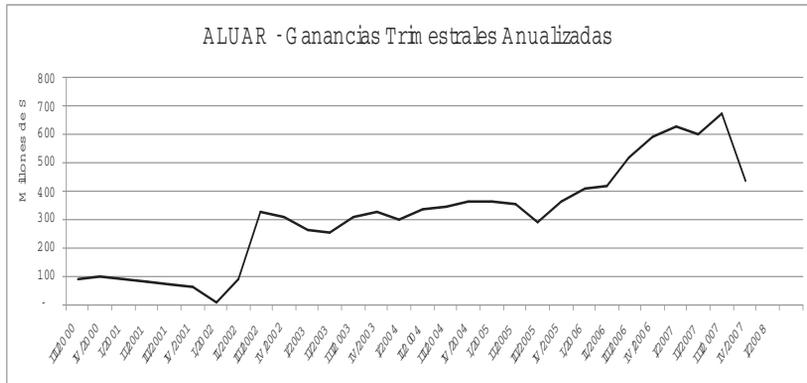
ración interna de fondos permitió la amortización de la deuda contraída<sup>19</sup>. Las perspectivas registradas en las memorias previas a la devaluación sugerían que el crecimiento recaería sobre los mercados internacionales: se pronosticaba la continuidad de la recesión interna en el corto plazo -que afectaba sobre todo a las divisiones elaborados y semielaborados-, y un mercado internacional en expansión<sup>20</sup> (gráficos N° 4, N° 5 y N° 6).

### 3.2.2. Dinámica posdevaluación

La devaluación tuvo por efecto directo un deterioro de la situación patrimonial de la firma, como consecuencia de la mayor exposición de pasivos que de activos en moneda extranjera. Aun así, tales pérdidas comenzaron a ser compensadas por incrementos en los márgenes unitarios desde 2002. En un principio, esta recuperación se

<sup>19</sup> Los balances anuales de II/2000 y II/2001, indican que el pasivo se redujo sucesivamente en \$ 61,6 millones y \$ 100,8 millones en cada ejercicio.

<sup>20</sup> En efecto, en 2000 y 2001, las exportaciones de aluminio primario crecieron un 50 y un 8% respectivamente, mientras las ventas domésticas cayeron 38 y 19 por ciento.

**Gráfico N° 6.** Aluar. Evolución de las ganancias

produjo mientras las ventas domésticas continuaban retrocediendo, y obedecía a la alteración en los precios relativos. Sin embargo, a partir del balance correspondiente a II/2003, comienzan a verificarse incrementos simultáneos en los márgenes y en las ventas domésticas, en especial para las divisiones elaborados y semielaborados.

*La demanda local e internacional.* Bajo el impulso de la reactivación de la demanda interna, la empresa comenzó a reorientar sus ventas en esa dirección. La crisis había reducido los despachos domésticos hasta sólo el 15% del total comercializado en 2002. De allí en más comenzaron a recuperarse hasta alcanzar una participación del 44%. Sus principales fuentes de demanda se concentraron en la construcción, la industria automotriz, metalmecánica y el sector eléctrico. No obstante esta mayor absorción interna, el mercado internacional conservó su atractivo. Pese a que en repetidas oportunidades las memorias incorporan perspectivas negativas acerca de la evolución del

precio del metal, en los hechos el mismo experimentó una tendencia creciente durante los últimos 5 años, aumentando aproximadamente un 100%, con particular intensidad durante 2005<sup>21</sup>. En efecto, esto se tradujo en un nuevo punto de inflexión en los niveles de ganancias que puede percibirse desde III/2005.

*Desendeudamiento.* El volumen de acceso a fondos propios que introdujo la nueva coyuntura permitió dar continuidad a la política de desendeudamiento que la compañía venía desarrollando desde 2000. A partir de los niveles ajustados por la devaluación, correspondientes a II/2002, el pasivo total comenzó a reducirse hasta I/2005, cayendo en total un 55 por ciento.

### 3.2.3. Segunda expansión interna. Sus condicionantes

Lo anterior ofrece un panorama del escenario en que se hallaba la empresa al momento de formular su proyecto de ampliación de la capacidad productiva. El mismo comienza a ser

<sup>21</sup> Información extraída de [www.infomine.com](http://www.infomine.com).

mencionado en la memoria al balance de II/2001 como un proyecto que incrementaría en un 50% la capacidad productiva -alrededor de 140.000 toneladas de aluminio primario anuales- y cuyo financiamiento requeriría de US\$ 950 millones. Esta inversión, por otra parte, era entendida “como primera etapa de un importante objetivo de crecimiento que permitirá reposicionar a la Compañía en el mercado internacional de los productores de aluminio primario, incrementando la rentabilidad a través de las economías de escala y de la diversificación hacia productos con mayor valor agregado” (Memoria a los Estados Contables, II/2005). Sería completada con una segunda etapa que incrementaría la capacidad instalada en otras 105.000 toneladas anuales.

La ejecución del proyecto, sin embargo, estuvo condicionada al cumplimiento de varios requisitos previos:

- (a) lograr la aprobación política de *beneficios fiscales* que reducirían el monto de la inversión total en un 25%. Ello se logró en febrero de 2005<sup>22</sup>.
- (b) obtener el *financiamiento* requerido. En abril de 2006 se aprobó la

estructuración del financiamiento diseñado<sup>23</sup>. En consecuencia, el endeudamiento comienza a crecer, inclusive desde antes, pasando de \$ 438 millones en II/2005 a \$ 3.215 millones en I/2008<sup>24</sup>.

### 3.2.4. La financierización

Como en el caso de Acindar, la financierización aparece en Aluar como un fenómeno peculiar del período estudiado, que no parece encontrar antecedentes similares al menos desde 1995. Tal proceso puede dividirse para su análisis en tres etapas nítidamente diferenciadas:

- (i) una primera, de *crecimiento acelerado* en la demanda de activos financieros tuvo lugar entre IV/2001 y III/2003. El total pasó de \$ 90 millones a \$ 577 millones en ese lapso.
  - a. En un primer momento este crecimiento se explica por el efecto de la revaluación en pesos de los títulos valores nominados en dólares. Pero esta fuente de crecimiento se detuvo, e inclusive retrocedió, a partir de II/2002.
  - b. De allí en más, una vez estabi-

<sup>22</sup> Desde que el proyecto comienza a ser mencionado en las memorias, la compañía inició un reclamo para reducir los plazos de recupero de los créditos fiscales del IVA, y conseguir un recorte en los costos financieros asociados. En febrero de 2005, con la aprobación de beneficios fiscales por un monto de 690 millones de pesos: 279 millones bajo la forma de devolución anticipada de IVA, y el resto a través de la amortización acelerada para el cómputo del impuesto a las ganancias.

<sup>23</sup> El mismo se haría en dos tramos: el primero, con la emisión de hasta US\$ 300 millones en obligaciones negociables amortizables en hasta 5 años, con 2 de gracia; el segundo, con la emisión de hasta US\$ 270 millones en obligaciones negociables y amortizables en 102 o 144 cuotas iguales y consecutivas

<sup>24</sup> Era menester, por otro lado, desbloquear dos restricciones energéticas para asegurar el correcto funcionamiento de las nuevas instalaciones: brindar un mayor grado de confiabilidad al *suministro eléctrico*: En parte, esto se logró con la culminación del tendido de una línea de extra-alta tensión, de 500 Kv desde la central hidroeléctrica Futaleufú (controlada por Aluar); se debía además asegurar el *abastecimiento de gas* requerido por las nuevas instalaciones. Se logró a través de un contrato con la petrolera Pan American Energy.

lizado el tipo de cambio, fue retomado el proceso de desendeudamiento que culminaría en I/2005. De lo que es posible concluir que, desde II/2002 la financierización prosiguió a partir de la adquisición de nuevos títulos e inversiones en el exterior, en un contexto en que los mismos experimentaban una caída en su valor nominal en pesos -como consecuencia de la apreciación gradual del tipo de cambio- y mientras otra porción de los fondos generados internamente eran destinados al pago de deuda<sup>25</sup>.

- (ii) la segunda etapa, que se extendió entre III/2003 y II/2005, de severa *reducción* de la demanda de activos financieros, que contrajo el monto total desde el pico alcanzado en III/2003 hasta los \$ 122 millones.

Se produjo mientras la firma aplicó su liquidez, principalmente, a: (i) continuar con su proceso de desendeudamiento y (ii) sostener el crecimiento del capital de trabajo, especialmente como consecuencia del incremento en el rubro bienes de cambio (en medio de una coyuntura de aumentos en los valores de las existencias);

- (iii) y una tercera etapa, abierta desde III/2005, en que la financierización retomó su crecimiento, aunque a un *menor ritmo*, hasta alcanzar los \$ 322 millones en I/2008.

Aquí la financierización avanzó

mientras la firma accedió a fuentes de financiamiento externo sensiblemente superiores en magnitud, que permitieron solventar la ampliación de la planta, y continuaron extendiéndose los montos del capital de trabajo.

### 3.3. SIDERAR

Siderar es la mayor empresa siderúrgica de la Argentina<sup>26</sup>. En 1992 fue conformada por el grupo Techint con la consolidación de Propulsora Siderúrgica y la antigua siderúrgica estatal Somisa<sup>27</sup>. Su control por el grupo Techint -como se mostrará, desde 2005 ejercido a través de Ternium- introduce algunos recaudos a contemplar en el análisis de sus balances. A saber, al actuar como una unidad productiva entre varias de un mismo grupo corporativo, el origen y las aplicaciones de fondos pueden no vincularse estrictamente con acontecimientos propios del escenario en que la firma se desempeña.

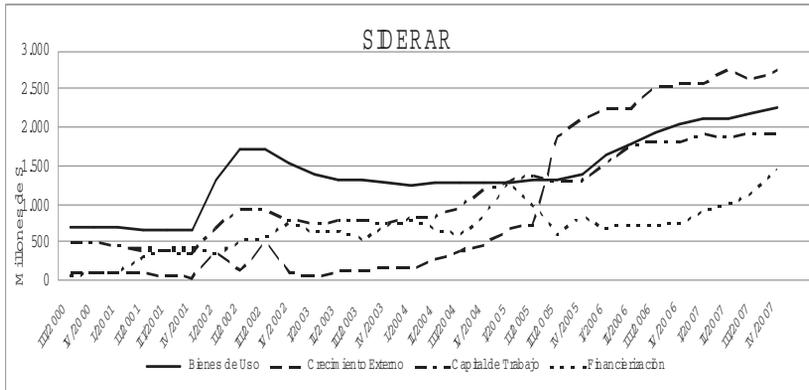
#### 3.3.1. Antes de la devaluación

De acuerdo con el balance anual de II/2001, la firma se veía en aquel momento afectada por dos frentes: la recesión interna que ya llevaba 3 años, y había provocado caídas en los despachos al mercado interno de 40% desde el pico de 1998 y la crisis en el mercado internacional del acero, caracterizada por una elevada sobreproducción y crecientes ventas a precios de *dumping* que sin embargo no impidió que aumentaran los volúmenes físicos exportados:

<sup>25</sup> No obstante, es posible advertir que mientras la financierización se acelera durante 2003, el proceso de desendeudamiento sufre una paralización transitoria, para luego reanudarse a partir de IV/2003.

<sup>26</sup> Fabrica aceros laminados en caliente y en frío, galvanizados, electrocincados, prepintados, hojalata, tubos estructurales y perfiles

<sup>27</sup> Schwarzer y Papa (ibídem).

**Gráfico N° 7. Siderar. Evolución de los componentes del Activo.**

Los resultados obtenidos desde el año 2000 reflejaban estas dificultades<sup>28</sup>. Sin embargo, la generación operativa de fondos se había conservado y al mismo tiempo se mantenía cierto fondeo en el mercado financiero. Los \$ 129 millones así obtenidos en 2001 permitieron financiar el reducido esquema de inversiones en bienes de uso -\$ 45 millones, enfocadas en la reducción de costos y la diversificación de productos comercializados- y la acumulación de fondos líquidos bajo la forma de Inversiones Corrientes -\$ 84 millones, destinados a la conformación de un fondo de liquidez decidido por la sociedad- como una conducta precautoria frente a una coyuntura interna de recesión y astringencia financiera. Cabe añadir, por último, que al igual que Acindar, Siderar reacciona en este escenario replanteando su *estrategia corporativa*. En su caso, sin embargo, la redefinición se limitaba a consolidar los procesos de logística y abastecimiento con el resto de las firmas del grupo Techint (**gráficos N° 7, N° 8 y N° 9**).

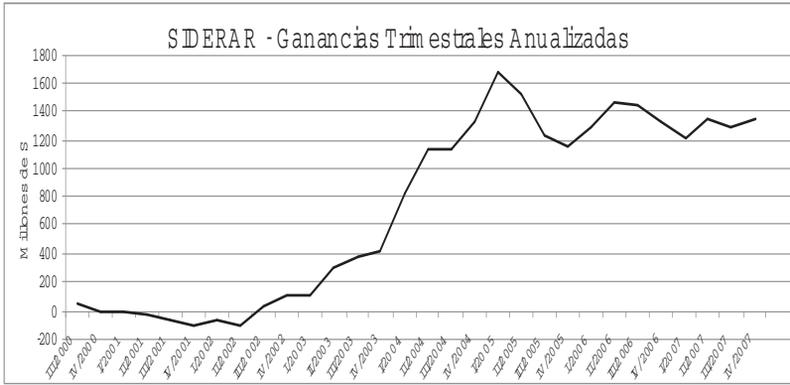
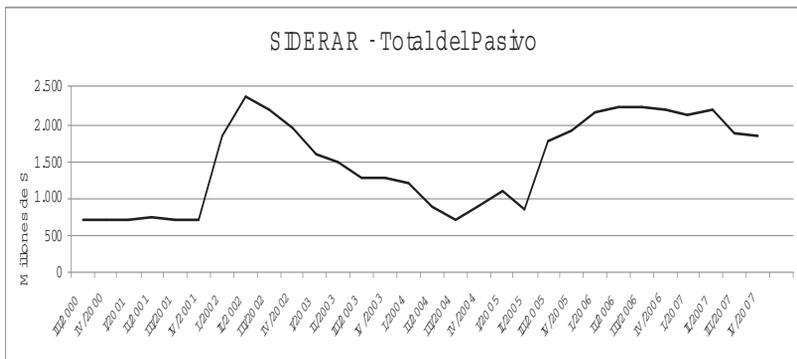
### 3.3.2. Dinámica posdevaluación. Ventas y Ganancias

De inmediato, el efecto recesivo de la devaluación acentuó la caída de las ventas domésticas de Siderar, que durante 2002 resultaron en uno de los volúmenes más bajos de la historia de la sociedad, representando sólo el 35% del total de despachos. Las exportaciones, por lo contrario, reaccionaron al nuevo esquema con un incremento anual del 32 por ciento.

Desde 2003, su rentabilidad y acceso a fondos propios se vieron notoriamente incrementados, afectados por dos conjuntos de variables:

(i) *La demanda doméstica e internacional* se incrementó desde ese entonces. En el ámbito interno, los impulsos provinieron en especial de la recuperación de la construcción, la industria automotriz, la fabricación de hojalata y la industria de artículos del hogar, en un proceso de sustitución de importaciones. Por ello, los despachos domésticos experimentaron una

<sup>28</sup> El tenue resultado operativo de 1,4 millones obtenido en 2000 fue seguido por pérdidas por \$ 32,2 millones para II/2001.

**Gráfico N° 8.** Siderar. Evolución del Pasivo.**Gráfico N° 9.** Siderar. Evolución de las ganancias.

fuerte aceleración durante 2003 -crecieron un 66% por ciento- que luego se fue apaciguando hasta llegar a 2006, donde nuevamente experimentaron una aceleración, permitida esta vez por un aumento en la capacidad instalada.

Las condiciones para exportar también se modificaron desde entonces, aunque su importancia relativa en el total de despachos fue disminuyendo gradualmente, hasta alcanzar sólo el 16% en 2007. Durante 2003, la empresa afirmaba haberse visto obligada a obtener un mayor nivel de diversificación de productos y países

de destino, como consecuencia de la competencia. Sin embargo, ya desde 2004 la demanda mundial de acero comenzó a consolidarse, sostenida por la recuperación de la economía mundial y, en especial, de la demanda china (que en 2004 ocupaba el 30% de la demanda mundial).

(ii) La evolución de los *precios relativos* internos. Como en los dos casos anteriores, los ingresos en pesos pudieron ser ajustados con el tipo de cambio, mientras que los costos totales se retrasaron parcialmente en la misma moneda producto de la inflexibilidad de ítems específicos: el costo

salarial y el precio del abastecimiento energético. Así, el EBITDA parte en 2001 de un valor equivalente al 10% de las ventas, y desde allí comienza a crecer hasta un máximo de 45%, en 2004.

Un nuevo rumbo parece haberse configurado en los márgenes a partir de 2005, esta vez en sentido descendente. Este condensó, a su turno, aumentos en dos grupos de ítems de la estructura de costos. Primero, los valores locales correspondientes a salarios, tarifas energéticas, suministros y servicios comenzaron a recuperarse desde entonces. Segundo, nuevos aumentos en dólares de los insumos importados, principalmente en los minerales de hierro, carbón y coque, aleaciones y fletes. Como consecuencia, la proporción de ventas representada por el EBITDA se redujo desde el pico del 2004 hasta el 24% en 2007.

### 3.3.3. *Desendeudamiento*

Aunque en el peor momento de la crisis conservó su acceso a financiamiento externo y siempre estuvo en condiciones de cancelar pasivos con generación interna de fondos, Siderar también debió afrontar una renegociación de su deuda financiera, que tuvo lugar durante 2002<sup>29</sup>. Con todo, la favorable generación de caja comentada arriba permitió terminar de cancelar la totalidad de la deuda renegociada durante III/2004. En efecto, desde II/2002, la firma atravesó un enérgico proceso de reducción de pasivos que se prolongó hasta I/2005, durante el cual el pasivo total descendió un 60%. Durante 2005 y 2006, el pasivo volvió a experimentar un salto

a causa del crédito asumido para financiar la adquisición de Hylsamex. Sin embargo, la aplicación de fondos a la cancelación de pasivos prosiguió durante 2007, llegándose a cancelar la totalidad de la deuda bancaria y financiera de largo plazo.

### 3.3.4. *Reanudación del crecimiento interno y externo*

El nuevo esquema macroeconómico parece haber tenido una significativa incidencia en el reciente proceso de expansión de Siderar -y más en general, por el grupo Techint- durante el período considerado. El mismo operó, en primer lugar, a través de la expansión de la capacidad productiva local de la firma. El plan de inversiones en este ítem comprendió montos que de \$ 60 millones durante 2002, gradualmente ascendieron hasta los \$ 650 millones durante 2006, y \$ 400 millones en 2007. Se amplió la capacidad instalada de 2.7 a 4 millones de toneladas de acero anuales, lográndose también una mejora en la calidad de los productos, una disminución de costos y un aumento en la confiabilidad operativa de las instalaciones productivas.

Al mismo tiempo, Techint consumó a través de Siderar un proceso de consolidación de la oferta de aceros planos y largos en América latina, al parecer, como respuesta estratégica frente a la tendencia a tal proceso. Conllevó la adquisición de la siderúrgica mexicana Hylsamex -por un valor total de US\$ 2100 millones, de los cuales Siderar aportó US\$ 630 millones-, en conjunto con Industrial

<sup>29</sup> La misma involucró un total de \$ 473,6 millones -un 37% del total del pasivo- e introdujo límites mínimos sobre los niveles de exportaciones y máximos sobre la disponibilidad de las divisas generadas, las inversiones en bienes de uso y la distribución de dividendos.

Investment Inc., otra subsidiaria de Techint. Así se produjo la conformación de Ternium, sociedad domiciliada en Luxemburgo que controla directa o indirectamente a Siderar en la Argentina, Hylsa en México y Sidor en Venezuela.

### 3.3.5. *Financierización*

*Composición.* Tal vez este sea el caso en que más relevancia tenga realizar una discriminación al interior de las partidas individualizadas como financierización. Ello obedece a que entre ellas, se destaca un ítem que no representa directamente la demanda de un activo financiero puntual, sino que indica el control sobre una sociedad cuya actividad principal es la inversión financiera: Prosid Investment Inc. A su vez, esta partida específica parece imponer su tendencia sobre la dinámica de la financierización global de la firma, haciendo que la misma se incremente constantemente en montos absolutos a lo largo de la fase ascendente<sup>30</sup>.

*Aumento tendencial.* Es posible apreciar una tendencia sostenida a acrecentar la financierización que se conforma de momentos específicos en que la acumulación adquiere una intensidad más acentuada.

*Primera fase de aceleración.* Entre 2001 y 2002, la acumulación de activos financieros atraviesa una etapa de gran intensidad. De \$ 85 millones

en IV/2000 se pasa a \$ 740 millones en IV/2002. Este aumento se explica por causas distintas en cada año. En primer lugar, durante 2001 reflejando la mencionada política de acumulación precautoria de fondos líquidos; luego, durante 2002, obedeciendo en parte a los ajustes contables producto de la devaluación. Curiosamente, el crecimiento de la financierización durante el período más crítico de la convertibilidad fue tan acelerado que alcanzó montos en pesos equivalentes a los que se producirían, gracias a aquel artificio contable, durante 2002.

*Financierización y reciclaje.* Tras un breve lapso de retracción, los activos financieros retomaron su crecimiento desde III/2003, aunque sólo hasta II/2005, momento en que Siderar ejecutó las operaciones correspondientes a la adquisición de Hylsamex. Entonces, parte de los fondos recientemente financierizados -\$ 700 millones- fueron reasignados para solventar la adquisición, que además se encontraba financiada por el crédito mencionado en 3.3.3.

*Segunda aceleración.* Por último, desde III/2005 en adelante, se da inicio a una nueva etapa de crecimiento continuo en la financierización a lo largo de la cual ésta aumentó \$ 850 millones. Notablemente, ello sucedió mientras se ejecutaban las obras de inversión más importantes del período, y mientras la firma reanudaba su

<sup>30</sup> Por añadidura, no obstante su actividad principal declarada, Prosid fue originariamente creada para canalizar la participación de Siderar en el proceso de adjudicación de Sidor, la siderúrgica venezolana privatizada en 1998. Por ello todo aumento en la capitalización de Sidor o en el valor patrimonial de sus acciones repercute inflando el activo de Prosid. Esto introduce una dificultad, puesto que ante una situación como la previa se estaría contabilizando como financierización la participación en una firma productiva con la cual se mantienen lazos estratégicos. De todos modos fue posible inspeccionar la conformación de los activos de Prosid, a través de sus respectivos balances especiales, y discriminar qué parte del total corresponde a inversiones financieras y depósitos bancarios. Éstas últimas se han incluido en el total de inversiones financieras que se describe a continuación en el texto.

proceso de desendeudamiento a partir de III/2006.

#### 4. Análisis global de las tres firmas estudiadas y consideraciones finales

Acaso resulte oportuno señalar algunas características generales propias de la naturaleza de las firmas y la coyuntura que atraviesan, antes de analizar conjuntamente los tres casos de estudio escogidos. En primer lugar, es preciso contemplar que el período estudiado engloba una crisis económica -y social-, y una contigua fase de crecimiento, de duraciones e intensidades extraordinarias a la luz de la historia económica del país. Segundo, que la devaluación que separó ambas fases (y sus consecuentes efectos sobre los precios relativos), dio lugar a la mayor alteración del tipo de cambio real en la Argentina. Y tercero, que las firmas estudiadas, a juzgar por algunas observaciones extraídas de su estudio individual, reúnen rasgos inusuales aun en la escena de las grandes empresas que operan domésticamente: por ejemplo, el conservar su acceso a financiamiento internacional, o incluso sus planes de expansión, durante los momentos más agudos de la crisis.

Para empezar, podría afirmarse que mientras duró la crisis doméstica las tres compañías se vieron afectadas en forma dispar. Ciertamente, la recesión interna operó en el mismo sentido para todas (reduciendo los volúmenes y la participación de las ventas

domésticas en el total comercializado). Sin embargo, las siderúrgicas debieron enfrentar simultáneamente un recrudescimiento de la competencia mundial que las forzó a implementar estrategias de redefinición de la oferta y de los mercados externos atendidos. Aluar, por lo contrario, contó en ese momento con una demanda externa dinámica que le permitió sortear en mejores condiciones las dificultades comerciales locales. Asimismo, tal disparidad se extendió al acceso al mercado de capitales. Acindar debió enfrentar el escenario más hostil en este aspecto, que la forzó a declarar la cesación de pagos de su pasivo financiero, y agudizó sus problemas de liquidez. Las dos firmas restantes conservaron su fondeo externo: Siderar sólo financió operaciones e inversiones menores, mientras que Aluar se permitió financiar un programa de inversión que amplió su capacidad productiva en un 40 por ciento.

La financierización en este contexto de crisis sólo pareció adquirir dinamismo para el caso de Siderar. Las propias memorias correspondientes a II/2001 indican que al menos una parte de esta financierización -alrededor de \$ 350 millones en total- estuvo destinada a la formación de un fondo precautorio frente a los riesgos de la crisis. De los dos casos restantes, ambos conservaron sus niveles de financierización durante todo el período de crisis, Aluar mantuvo alrededor de \$ 80 millones, mientras que Acindar no mostró por esos años niveles relevantes de aplicaciones financieras<sup>31</sup>.

<sup>31</sup> Contrariamente a lo que indican los balances, de la lectura de Basualdo (2006) se desprende que las dos últimas empresas debieron experimentar una financierización algo más pronunciada, al menos durante 2001. Allí se señala que las tres firmas formaron parte de los 50 grupos empresarios con mayores transferencias de divisas al exterior durante 2001. En efecto, de acuerdo con ese trabajo, los montos girados ese año por cada uno de los grupos aquí estudiados son los

Desde 2002, la devaluación introdujo severas disrupciones que se podrán clasificar en dos grandes efectos:

- (i) por un lado, el *efecto patrimonial*, producto de la desequilibrada exposición de activos y pasivos en moneda extranjera; a causa de este descalce de monedas dos de las tres firmas debieron afrontar sendos procesos de renegociación de pasivos, que introdujeron luego restricciones sobre la disponibilidad de los excedentes de liquidez. Nuevamente, aquí los impactos fueron desparejos. Acindar parece haber sido la más golpeada, con pérdidas netas generadas por revaluación de activos y pasivos equivalentes a \$ 400 millones en 1/2002; y un proceso de saneamiento financiero que terminó por expulsar al antiguo grupo controlante y ceder la totalidad del paquete accionario a ArcelorMittal al cabo de 2007.
- (ii) por otro, los efectos de la alteración de *precios relativos y la recuperación de la demanda doméstica* sobre la rentabilidad y los flujos de generación operativa de fondos. La recuperación de los principales sectores locales demandantes de productos de acero y aluminio (construcción, inversión industrial, sector automotriz, producción de electrodomésticos) inauguró un proceso de expansión de las ventas domésticas, que además crecieron significativamente en proporción al total de ventas. Para-

dómicamente, este arbitraje entre los mercados interno y externo se produjo en un período abierto por una maxidevaluación y caracterizado por un marcado incremento en los precios internacionales. Este hecho, que en principio contradice las explicaciones tradicionales acerca de los efectos del aumento en moneda doméstica del precio de bienes exportables, no puede comprenderse sin contemplar al mismo tiempo la intensidad de la recuperación local, que permitió transferir al mercado interno los precios percibidos externamente.

A la vez que el propio precio experimentó un súbito incremento, la porción de los costos correspondientes a salarios y abastecimiento energético sufrió una inmediata contención desde 2002, que luego fue relajándose en la medida en que se observó un aumento del empleo y la acumulación de tensiones en el sistema energético. En un principio, esto dio lugar a un aumento inusual en los indicadores de generación interna de fondos, que fue agotando su curso desde 2005. Es sugente en este sentido la evolución del EBITDA presentada para los casos de Siderar y Acindar.

Recostado sobre este último punto, el nuevo esquema macroeconómico dio a luz a un fuerte proceso de desendeudamiento y crecimiento en las tres firmas analizadas. En primer

---

siguientes, Techint: US\$ 295.8 millones; Aluar-Fate US\$ 152,0 millones, y Acindar US\$ 80.5 millones. La forma predominante que asumieron tales transferencias (depósitos, activos con y sin renta) hace presumir que estos montos deberían estar registrados en los balances como activos financieros. Así, la inferioridad de los montos de financierización aquí registrados respecto a la mencionada fuga de divisas al exterior, puede obedecer, esencialmente, a dos hechos: (a) que los activos adquiridos en el exterior no coincidan con activos que aquí se registran como financieros (ej. inmuebles, o participaciones en firmas vinculadas); o bien (b) que dicha fuga no haya sido enteramente registrada en los balances.

lugar, desde II/2002 todas llevaron adelante una intensa reducción de pasivos, aunque en magnitudes y con duraciones desiguales<sup>32</sup>. A propósito, Basualdo, Nahón y Nochteff (2005) indican que este ritmo de desendeudamiento ha sido, durante 2002/2005, un hecho generalizado dentro del sector privado no financiero. Incluso, de su trabajo emerge como conclusión que el carácter cíclico que había distinguido al endeudamiento externo del sector durante la Convertibilidad, se revierte desde la devaluación. Allí se origina una fase de crecimiento sin crédito (más aun, con cancelación acelerada de deuda). En parte, esto parece confirmarse con los casos aquí estudiados: las fuentes de financiamiento de la actividad y la inversión en ese lapso se alteraron privilegiando el autofinanciamiento.

Ahora bien, un nuevo cambio en el apalancamiento parece configurarse durante 2005/2007 para los casos de Aluar y Siderar. Sus pasivos se incrementaron acentuadamente en este período, constituyendo la principal fuente de financiamiento de sus respectivos procesos de inversión<sup>33</sup>.

En efecto, las tres desarrollaron entonces diversos *planes de expansión* que extendieron su capacidad instalada en grandes proporciones y mejoraron el perfil comercial de su producción, ejecutando asimismo varias obras complementarias de

abastecimiento energético y optimización de procesos. En el caso de Siderar, esta expansión en la capacidad instalada fue concebida como parte de un crecimiento corporativo más amplio del grupo Techint que incluyó la adquisición de la siderúrgica mexicana Hylsamex y la conformación del conglomerado Ternium.

La *financierización*, como se mostró, cobró en este contexto de fuerte crecimiento dimensiones extraordinarias, a juzgar por los datos parciales disponibles desde 1995. Puede sostenerse que en un escenario de elevados niveles de acceso a fondos internos, las firmas hicieron de la financierización una aplicación sobresaliente, aunque no privilegiada, de la liquidez. No obstante, no parece haber en el análisis previo, ni en los datos disponibles, sustento suficiente para afirmar que la inclinación exhibida por las firmas a financierizar una parte de los fondos obtenidos, obedezca a una elección estratégica entre otras opciones igualmente viables. Primero, pues la misma financierización se presenta por momentos como una aplicación *residual*, que absorbe la liquidez que no puede hacerse circular, a causa de obstrucciones transitorias o permanentes -aunque siempre relativas al caudal de fondos a disposición-, por otros ámbitos de la acumulación. Segundo, porque para las tres firmas, la financierización parece desatarse

<sup>32</sup> Acindar redujo sus pasivos en un 65%, hasta 2006; Aluar en un 55%, terminando en 2005; y Siderar en un 70% hasta 2004. Es llamativa en este sentido, la convergencia de las tres firmas al reducir sus ratios de endeudamiento (Pasivo Total/Activo Total) hasta niveles aproximados al 20 por ciento.

<sup>33</sup> Los pasivos de Siderar y Aluar se incrementaron en ese lapso a tasas del 300 y 700% respectivamente. También Basualdo, Nahón y Nochteff (2005) reconocen que las empresas exportadoras han podido recurrir a emisión primaria de deuda. De todos modos -muy posiblemente por los alcances temporales de la muestra considerada- no se le adjudica allí a la reanudación del endeudamiento, la entidad que adquiere para estas empresas durante 2005/2007. Sería interesante evaluar el grado en que este cambio de conducta hacia el financiamiento externo se extendió entre las grandes empresas locales a lo largo de esta última etapa de la fase ascendente del ciclo.

en esta coyuntura, condicionada por una inusitada afluencia de liquidez que permitió además la recuperación financiera y el crecimiento corporativo ya analizados.

## Anexo metodológico

La *base de datos* confeccionada utiliza los balances trimestrales publicados por las firmas cotizantes en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, disponibles en el sitio web de la misma y el de la Comisión Nacional de Valores. Los mismos presentan dos estados principales: el *estado de resultados* y el *estado de situación patrimonial*. Para una exposición más detallada de la información contenida en los estados contables ver Resoluciones Técnicas 8 y 9 de la Federación Argentina de Consejos Profesionales en Ciencias Económicas (FACPCE). A continuación se expone brevemente la forma en que han sido obtenidas las variables analizadas en el estudio.

*Generación interna de fondos*: una cuantificación aproximada se obtiene conociendo los resultados (ganancia o pérdida) generado en cada período. Esto es lo que indican los gráficos de ganancias trimestrales anualizadas.

*Financiamiento externo*: aun cuando al interior del pasivo se encuentran distintos tipos de obligaciones -comerciales, financieras, fiscales-, y con distintos plazos de vencimiento, es posible asumir que a través del *pasivo total* se advierten los límites y oportunidades de financiamiento externo con que cuenta la firma en cada período.

Por otro lado, una inspección a las variaciones internas del activo a lo largo del tiempo establecería indicios acerca de la forma que ha ido adoptando el crecimiento de la firma: (i) *crecimiento interno*: el rubro bienes de uso puede emplearse para evaluar el progreso de la capacidad instalada y la ejecución de proyectos de ampliación; (ii) los rubros del activo corriente afectados a las operaciones de la firma indican la evolución del *capital de trabajo*, y sus variaciones al alterarse el nivel de actividad; (iii) algunos ítems del rubro Inversiones del activo no corriente permiten apreciar las participaciones de la firma en sociedades vinculadas o controladas y las estrategias de *crecimiento externo*; (iv) por último, dispersos en distintos rubros del activo se exhiben activos financieros no vinculados directamente con la actividad principal de la firma, que podrían entenderse como una *financierización* de fondos.

## Bibliografía

- Acindar. "Memorias y Estados Contables", Balances anuales y trimestrales varios.
- Aluar. "Memorias y Estados Contables", Balances anuales y trimestrales varios.
- Basualdo, E. M. (2006) *Estudios de historia económica argentina. Deuda externa y sectores dominantes desde mediados del siglo XX a la actualidad*, FLACSO/Siglo XXI Editores Argentina, Buenos Aires.
- Basualdo E., Nahón C, y Nochteff, J.(2005) "Trayectoria y naturaleza de la deuda externa privada en la Argentina. La década del noventa, antes y después". Proyecto SECYT- BID 1201/OC-AR PICT 2003 N° 14.072 ("Deuda externa e integración eco-

nómica internacional de la Argentina. 1990 – 2004”); Área de Economía y Tecnología de la FLACSO Sede Argentina.”

Schvarzer, J., Papa, J. (2005) “La producción y la capacidad instalada en la industria siderúrgica y del aluminio. Un balance de los cambios empresarios, tecnológicos y de mercado durante las últimas dos décadas” CESP, FCE-UBA.

Siderar. “Memorias y Estados Contables”, Balances anuales y trimestrales varios.









