



## **DOCUMENTO DE TRABAJO N° 19**

# **UNA APROXIMACIÓN AL ENDEUDAMIENTO EXTERNO DE LAS GRANDES EMPRESAS**

Autores: Eduardo M. Basualdo, Pablo Manzanelli y Leandro Bona

CIFRA - Centro de Investigación y Formación de la República Argentina

FLACSO - Área de Economía y Tecnología

Julio de 2023

## UNA APROXIMACIÓN AL ENDEUDAMIENTO EXTERNO DE LAS GRANDES EMPRESAS

### I. El planteo del problema: el drenaje de divisas para la cancelación de deuda del sector privado

El objetivo de este informe es el de evaluar la trayectoria de las emisiones de deuda en moneda extranjera del sector privado durante el período 2015-2022, procurando identificar a las empresas que resultaron decisivas en ese proceso. La importancia de este análisis no se agota en el intento de avanzar en el estudio del proceso de endeudamiento que tuvo lugar durante la segunda variante de la valorización financiera bajo la administración Macri, sino, más bien, en las consecuencias que tuvo ese fenómeno en el marco del gobierno del Frente de Todos.

Como se desarrolló en diversos trabajos previos<sup>1</sup>, la cancelación del capital y el interés de la deuda del sector privado consumieron buena parte del importante excedente comercial que se registró en el período 2020-2022, configurando, junto a otros factores, un escenario de escasez de reservas internacionales que en la actualidad constituye una de las principales limitantes para el sostenimiento del crecimiento económico y de la recuperación salarial.

Al respecto, cabe señalar que durante los primeros tres años del gobierno del Frente de Todos ingresaron divisas por 45.537 millones de dólares en concepto del saldo comercial de bienes. Pues bien, como consta en el Gráfico 1, un factor importante que impidió que el superávit comercial permita aumentar las reservas fue el drenaje de divisas para la cancelación de la deuda del sector privado ya que los pagos de intereses y préstamos financieros del sector privado acumularon 24.698 millones de dólares entre 2020 y 2022<sup>2</sup>. Esta situación no se modificó en 2023 ya que en el primer cuatrimestre ese déficit neto alcanzó a 2.424 millones de dólares cuando en el mismo período de 2022 había sido de 2.679 millones.

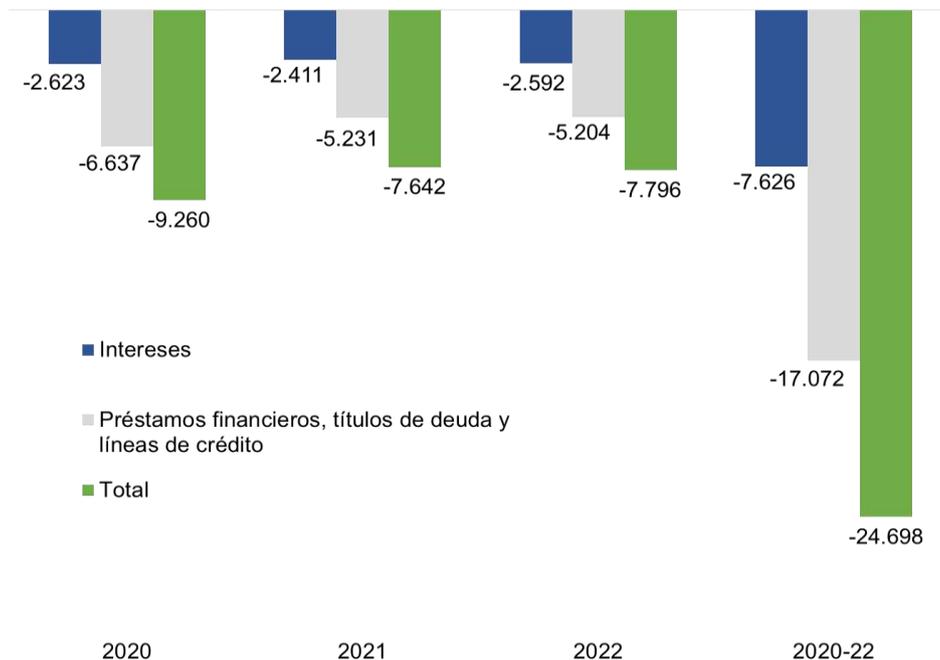
---

<sup>1</sup> Véanse los siguientes informes disponibles en el sitio web de CIFRA (<http://www.centrocifra.org.ar/>): Manzanelli P. y Calvo D.: “Informe de coyuntura N° 37”, CIFRA, diciembre de 2021; Manzanelli P. y Garriga, C.: “Informe de coyuntura N° 38”, CIFRA, abril de 2022; Manzanelli P. y Amoretti L.: “Informe de coyuntura N° 39”, CIFRA, septiembre de 2022; Manzanelli P. y Garriga C.: “Informe de coyuntura N° 40”, CIFRA, marzo de 2023.

<sup>2</sup> Ante esta situación el Banco Central emitió un documento en el que aclaraba que en lo que ellos denominan “Préstamos financieros” del sector privado se incluyen: 1) líneas de crédito en moneda extranjera con entidades locales que se liquidan en moneda local y que, por lo tanto, no afectan a las reservas; 2) los pagos por utilización de tarjetas de crédito en el exterior, que sí afectan a las reservas, aunque en el balance cambiario se registran en la cuenta de servicios; y 3) aunque en una magnitud marginal, se computan las obligaciones de los estados provinciales y organismos públicos que, curiosamente, el Banco Central los incluye en la cuenta del sector privado. En efecto, los dos ítems en los que no son las empresas privadas las que provocan una reducción de las reservas (1 y 3) totalizaron 5.645 millones de dólares entre enero de 2020 y abril de 2022 (4.833 y 812 millones de dólares, respectivamente). Cabe señalar que esta información no puede ser actualizada con la información disponible. Al respecto, véase: Banco Central de la República Argentina (2022): “Pagos de deuda externa financiera del sector privado 2020-2022”. Disponible en: <https://www.bcra.gob.ar/Pdfs/PublicacionesEstadisticas/Pagos-Deuda-Externa-Financiera-Privados-2020-2022.pdf>.

Vale la pena remarcar que, a pesar de las políticas que desplegó el Banco Central para forzar la restructuración de la deuda del sector privado a fines de 2020<sup>3</sup>, las divisas orientadas a tal fin no se redujeron significativamente. En el bienio 2021-2022 los pagos por intereses y capital de deuda del sector privado contabilizaron en promedio 7.719 millones de dólares, en tanto que en 2020 habían registrado 9.260 millones de dólares. Es decir, una reducción de apenas 1.541 millones de dólares por año. Se trata de un ahorro reducido si se considera que la autoridad monetaria había establecido que las empresas privadas refinancien al menos el 60% de los vencimientos de su deuda, al tiempo que se había restringido el acceso al mercado de cambios para la deuda intra-grupo, entre otras regulaciones<sup>4</sup>.

Gráfico 1. Saldo neto por intereses y préstamos financieros, títulos de deuda y líneas de crédito del sector privado (millones de dólares), 2020-2022



Fuente: elaboración propia en base al BCRA.

Para dimensionar la magnitud de las divisas concedidas al capital privado, cabe apuntar que por el pago de intereses y préstamos financieros del sector privado se registró un déficit de 2.516 millones de dólares en 2003 y de 2.204 millones en 2015 (Gráfico 2). Durante la administración Macri hubo un superávit promedio de 113 millones por el incremento de la deuda del sector privado. Así el déficit promedio anual

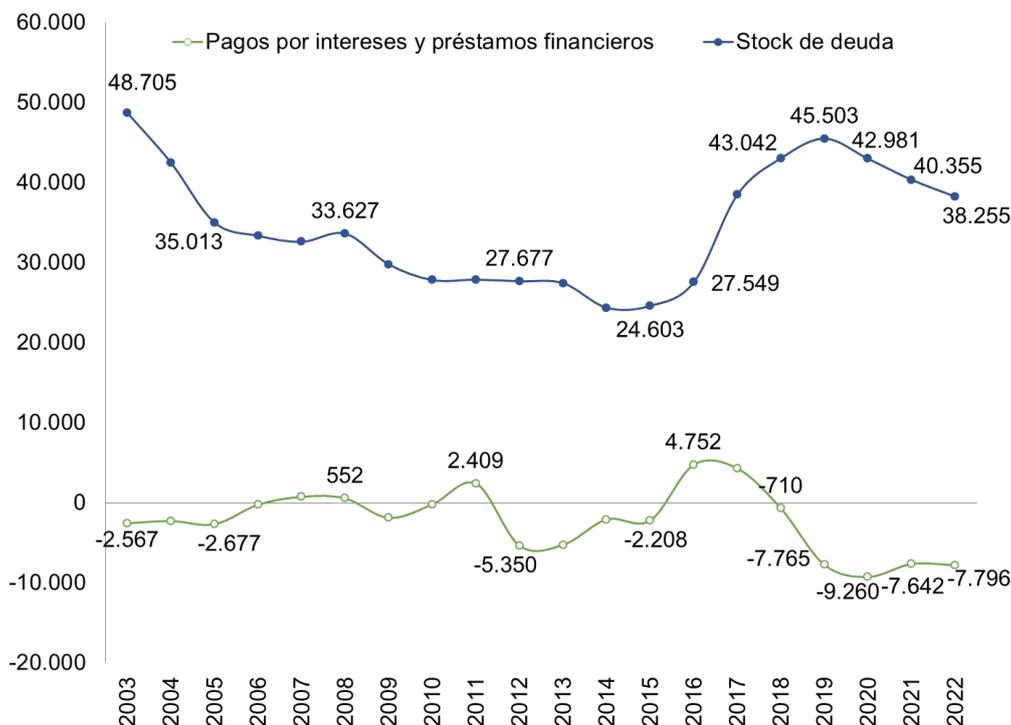
<sup>3</sup> Establecido en la comunicación A7106 del BCRA del 15 de septiembre de 2020.

<sup>4</sup> Al respecto, se destacan las siguientes regulaciones que se establecieron a fines de 2020: a) la restricción al pago de deuda entre empresas vinculadas (sea esta del mismo grupo, su controlada o controlante); b) la obligación de utilizar los dólares propios (activos externos líquidos depositados en el exterior) antes de poder comprar divisas para pagar deudas financieras o comerciales (por importaciones); c) la limitación al acceso al mercado de cambio solo para el pago de deuda declarada y documentada y, a partir de 2020, que fue liquidada en el mercado de cambios; d) la obligación de que las firmas refinancien al menos 60% de los vencimientos de deuda a un plazo promedio mínimo de dos años (excluyendo de la obligación a las deudas inferiores a 2 millones de dólares); etc.

de 8.292 millones de dólares durante el gobierno del “Frente de Todos” resulta elevado en términos históricos.

Incluso cuando se lo relaciona con el stock de deuda externa privada ese monto resulta elevado. Los pagos de intereses y préstamos financieros se ubicaron en torno al 20% entre 2020 y 2022, mientras que esta relación fue del 5,3% en 2003. Se trata de una comparación pertinente dado que en ese momento el stock de deuda externa financiera del sector privado era superior al actual (48.705 millones de dólares versus 40.530 millones en el promedio de 2020-2022). Por su parte, en 2015 las necesidades treparon al 9% del stock de deuda en un contexto en el que la deuda externa privada había caído a casi la mitad de la de 2003.

Gráfico 2. Sector privado: pagos por intereses y préstamos financieros, títulos de deuda y líneas de crédito y stock de deuda financiera con el exterior\* (millones de dólares), 2003-2022



(\*) A diferencia de las estadísticas de la deuda externa, en el mercado de cambios se incluye operaciones entre residentes. Asimismo, cabe mencionar que dado los cambios en la metodología que se hicieron en 2017 la serie antes y después de ese año no son estrictamente comparables.

Fuente: elaboración propia en base al BCRA.

En efecto, es tan evidente que esta situación obedece a la crisis de la deuda heredada del gobierno anterior como el hecho de que la forma que asumió su resolución en el gobierno actual fue, por acción<sup>5</sup> u omisión, concesiva al gran capital concentrado

<sup>5</sup> Al respecto, cabe señalar que en una entrevista radial del 9 de mayo de 2022, previa a su renuncia, el entonces Ministro de Economía M. Guzmán sostuvo que el gobierno discutió un esquema cambiario alternativo, pero se decidió darle “la oportunidad a las empresas del sector privado para ir capitalizándose porque eso es lo que hacen cuando pagan sus deudas... y el BCRA acumuló menos reservas que si las empresas se hubieran refinanciado”. Véase Radio Urbana Play (104.3 FM), Programa “De acá en más” del 09-05-2022. Disponible en: <https://ar.radiocut.fm/audiocut/martin-guzman-6764/>.

interno que, como se verá más adelante, es el determinante en la emisión de la deuda externa del sector privado.

## **II. La importancia y trayectoria de las obligaciones negociables en el endeudamiento del sector privado**

Identificar cuáles fueron las empresas que demandaron divisas para la cancelación del capital e interés de sus deudas tiene la dificultad de que, por razones de secreto estadístico, el Banco Central no publica esa información. Por esa razón, una forma alternativa de aproximarse a ese universo de firmas es observando cuáles fueron las empresas que emitieron deuda en moneda extranjera durante los últimos años y que, a modo hipótesis, tuvieron que demandar divisas al Banco Central para cancelar las amortizaciones y los intereses que devengaron las mismas.

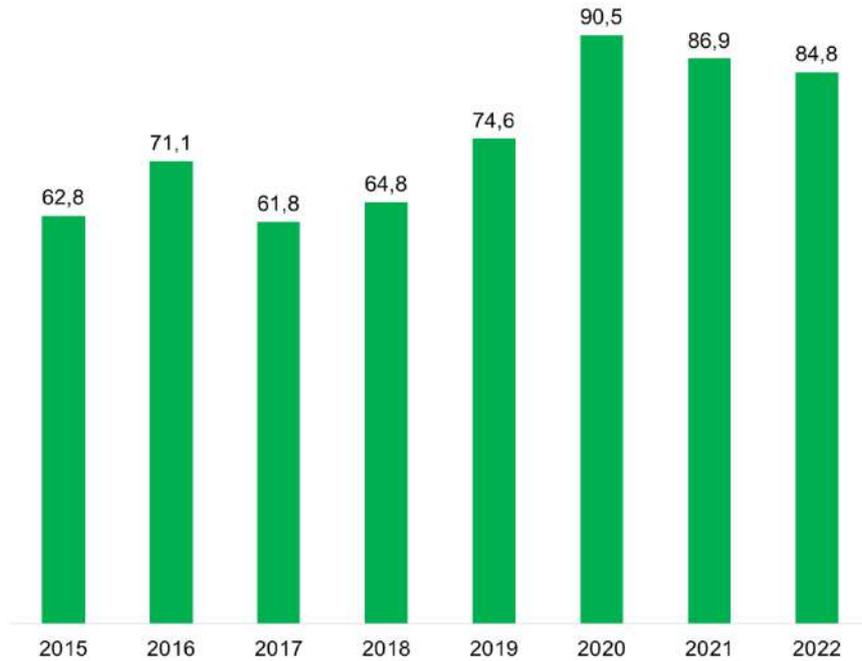
Pues bien, la Comisión Nacional de Valores suministra información sobre las emisiones de obligaciones negociables en moneda extranjera que hacen las empresas y, de esa manera, permite llevar adelante esta indagación de forma parcial, lo que amerita realizar dos aclaraciones.

La primera de ellas es de carácter temporal. Para llevar adelante esta investigación se consideró el período 2015-2022, es decir que, esencialmente, se toma en cuenta la etapa signada por la gestión de Cambiemos (2016-2019) y la del Frente de Todos (2020-2022). La razón de incorporar lo ocurrido durante el gobierno de Cambiemos guarda relación con que muy posiblemente allí se haya generado el grueso de los vencimientos de la deuda del sector privado que impactaron durante el trienio 2020-2022, aunque obviamente también se debe considerar este último período dado que los vencimientos de las obligaciones negociables suelen ser de corto plazo.

La segunda aclaración resulta especialmente importante para dimensionar la representatividad que alcanza el instrumento financiero bajo análisis en la deuda financiera del sector privado: las obligaciones negociables. Una primera aproximación a esta cuestión surge de observar la gravitación de las obligaciones negociables en el financiamiento de las empresas a través del mercado de capitales según el relevamiento de la Comisión Nacional de Valores, que incluye también otros instrumentos como son los fideicomisos financieros, la oferta pública de acciones, los cheques de pago diferido, facturas de créditos electrónico y pagarés. En esta aproximación se constata que las obligaciones negociables constituyen el instrumento más utilizado por las grandes empresas ya que acumula en promedio el 71,3% de su financiamiento en el período 2015-2022 (Gráfico 3). Su preponderancia se profundiza durante el trienio 2020-2022 donde su incidencia alcanza al 87,4% en promedio.

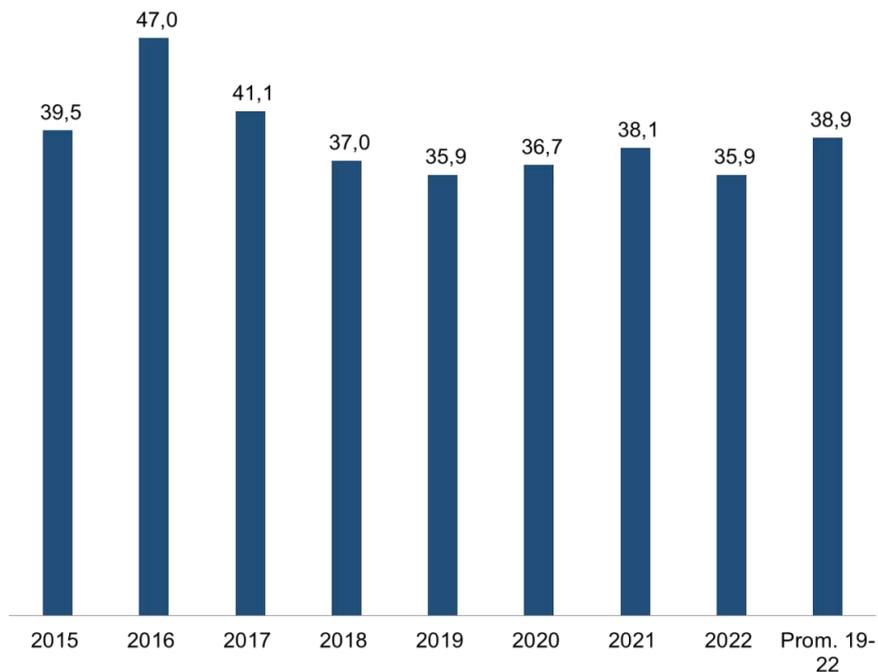
Una vez identificado que las obligaciones negociables constituyen el principal título de emisión del sector privado, una segunda evaluación remite a la posibilidad de identificar el peso relativo que tienen los títulos de deuda del sector privado en su stock de deuda financiera según los registros del Banco Central. Es decir, considerando también los préstamos financieros, la deuda por utilidades y dividendos impagos y lo que denomina el Banco Central como “otra deuda financiera”. Al respecto, en el Gráfico 4 se constata que los títulos de deuda representaron en promedio el 38,9% de la deuda financiera del sector privado en el período 2015-2022.

Gráfico 3. Incidencia de las obligaciones negociables en el financiamiento del sector privado a través del mercado de capitales (porcentajes), 2015-2022



Fuente: elaboración propia en base a datos de la CNV.

Gráfico 4. Incidencia de los títulos de deuda en el stock de deuda financiera con el exterior del sector privado (millones de dólares), 2019-2022

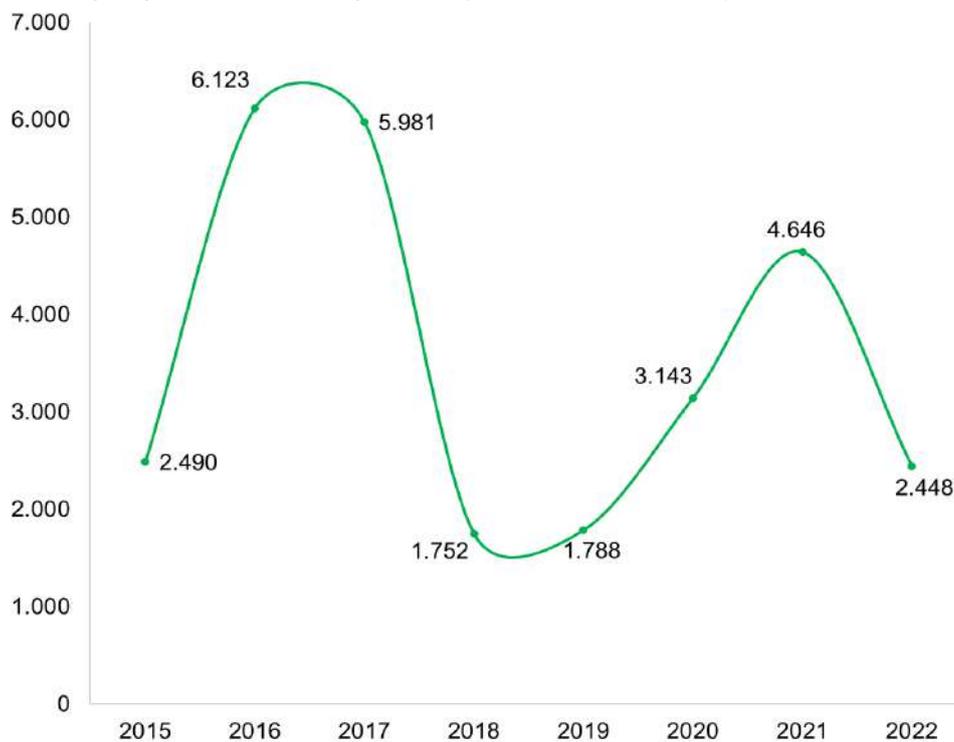


Fuente: elaboración propia en base al BCRA.

En efecto, queda demostrado que, si bien se trata de una aproximación parcial a partir de una muestra del endeudamiento total de las empresas, las obligaciones negociables constituyen uno de los principales instrumentos del financiamiento en moneda extranjera del sector privado.

En el período bajo análisis alrededor de 130 empresas de origen o radicadas en Argentina emitieron obligaciones negociables en moneda extranjera. En total, se realizaron colocaciones por 28.371 millones de dólares (Gráfico 5), con tasas y plazos variables pero caracterizados por un horizonte relativamente acotado de pago (un promedio de alrededor de 3,7 años) e intereses elevados en dólares que promediaron el 8% anual (Gráfico 6).

Gráfico 5. Evolución de las emisiones brutas de obligaciones negociables en dólares por parte del sector privado (millones de dólares), 2015-2022



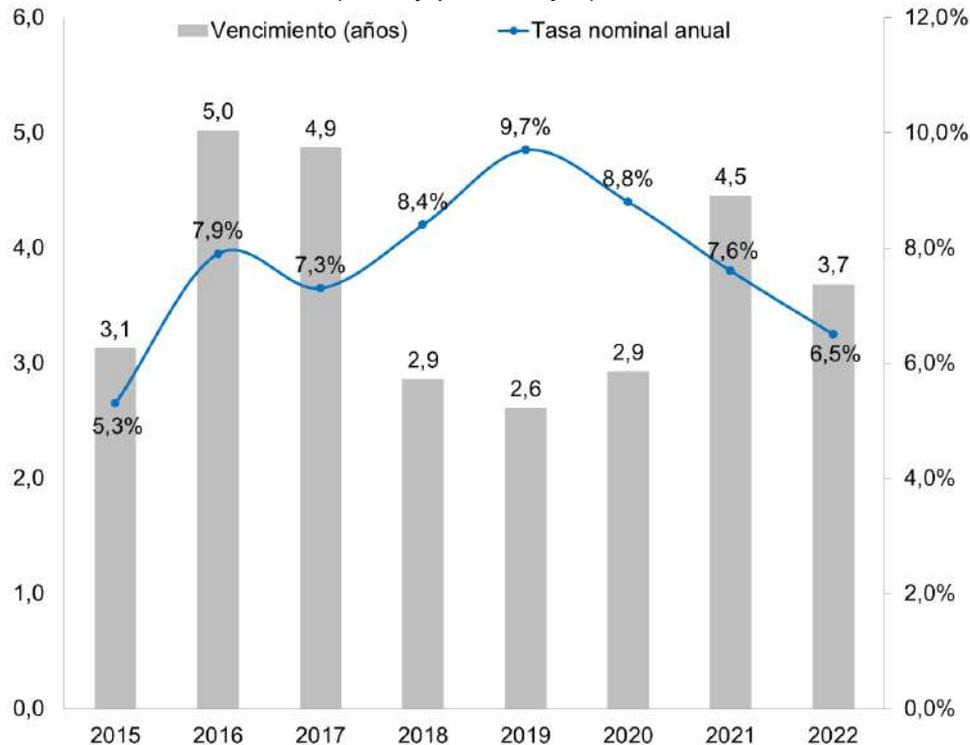
Fuente: elaboración propia en base a CNV.

Durante la administración Cambiemos se advierte un ascenso en las colocaciones, en especial durante sus dos primeros años, pero con tasas más elevadas que las que obtuvieron en 2015. Las colocaciones en dólares en 2016 treparon a 6.123 millones de dólares y en 2017 a 5.981 millones. Sin embargo, este ciclo se agotó en 2018 en el marco de la crisis de deuda que derivó en fuertes devaluaciones lo que, evidentemente, redujo la capacidad de endeudamiento externo del sector privado y empeoraron sus condiciones. Las colocaciones de las empresas de obligaciones negociables se redujeron a alrededor de 1.700 millones por año, las tasas subieron hasta el 9,7% en 2019 y los plazos de devolución del principal se redujo a 2,6 años.

Por su parte, en el gobierno del Frente de Todos se advierte una recuperación del endeudamiento del sector privado por esta vía registrando un promedio de 3.412 millones de dólares en el trienio 2020-2022. Las tasas se redujeron a un promedio de

7,6% anual y se amplió el horizonte de pago del capital a 3,7 años en promedio durante el período 2020-2022.

Gráfico 6. Promedios de vencimientos y tasas de las obligaciones negociables en dólares (años y porcentajes), 2015-2022



Fuente: elaboración propia en base a CNV.

### III. Las principales empresas que emitieron obligaciones en dólares: el predominio de los grupos económicos locales

En el Cuadro 1 se detallan las principales empresas que emitieron obligaciones negociables durante el gobierno de Cambiemos. La primera cuestión a remarcar es la elevada concentración de las colocaciones ya que apenas 25 firmas explicaron el 91,6% del total (14.334 millones de dólares sobre un total de 15.643 millones)<sup>6</sup>.

Esta concentración se acentúa si se considera que en varios casos se advierte que dos empresas tienen el mismo accionista mayoritario y por ende ejercen el control: Midlin con Pampa Energía y Transportadora Gas del Sur, el Grupo Elsztain con IRSA y Cresud, el Grupo Clarín con Cablevisión y Telecom, el Grupo Eurnekián con Aeropuertos Argentina 2000 y Compañía General de Combustibles, el Grupo Galicia con el Banco y Tarjeta Naranja. Así la cantidad se reduce de 25 firmas a 20 propietarios, que también tienen alguna empresa vinculada en la nómina (es el caso de Elsztain y su participación en TGLT y el Banco Hipotecario o de Brito del Banco Macro en Genneia).

<sup>6</sup> En el Anexo estadístico se listan todas las empresas que hicieron colocaciones en el período 2015-2022.

Cuadro 1. Colocaciones brutas de obligaciones negociables según empresas emisoras (millones de dólares y porcentajes), 2016-2019

	Colocaciones	Incidencia (%)
<b>1) Grupos económicos locales</b>	<b>7.773</b>	<b>49,7</b>
Grupo Midlin (Pampa Energía y Transportadora Gas del Sur)	1.550	9,9
Grupo Elsztain (IRSA y Cresud)	1.112	7,1
Grupo Clarín (Cablevisión y Telecom)	900	5,8
Eurdekián (Aeropuertos Arg. 2000 + Cía Gral Combustibles)	800	5,1
Grupo Galicia (Banco Galicia y Tarjeta Naranja)	726	4,6
Generación Mediterránea (Albanesi)	535	3,4
Arcor	500	3,2
Tecpetrol (Grupo Techint)	500	3,2
Banco Macro	400	2,6
Capex	300	1,9
CLISA (Grupo Roggio)	300	1,9
Aluar (Grupo Madanes)	150	1,0
<b>2) Estatales</b>	<b>3.967</b>	<b>25,4</b>
YPF	3.967	25,4
<b>3) Empresas transnacionales y conglomerados extranjeros</b>	<b>1.704</b>	<b>10,9</b>
Petrobras	500	3,2
Río Energy	600	3,8
John Deere Credit Cía Fciera	304	1,9
AES Argentina Generación	300	1,9
<b>3) Asociaciones de capital</b>	<b>891</b>	<b>5,7</b>
Genneia (Fondo de inversión + Brito)	558	3,6
TGLT (Fondo de inversión + IRSA)	175	1,1
Banco hipotecario (Elsztain + Estado)	157	1,0
<b>Subtotal</b>	<b>14.334</b>	<b>91,6</b>
Resto	1.309	8,4
<b>Total</b>	<b>15.643</b>	<b>100,0</b>

Fuente: elaboración propia en base a datos de CNV.

Como era de esperar la principal firma del país (YPF) es la que concentra la mayor parte de las emisiones (25,4% del total). No obstante, se advierte un fuerte predominio de las empresas que integran grupos económicos locales en la emisión de obligaciones negociables ya que representan el 49,7% del total de las colocaciones (7.773 millones de dólares). Al respecto, sobresalen los casos de los mencionados Grupo Midlin, Elsztain, Clarín, Eurdekián, Galicia y Brito, pero también participan grupos del calibre de Arcor, Techint (Tecpetrol), Capex, Roggio (CLISA), Madanes (Aluar) y Albanesi.

Otro grupo de firmas que emitieron obligaciones negociables en el período 2016-2019 de forma considerable fueron las transnacionales Río Energy, John Deere, AES y Petrobras, cuyas emisiones sumaron 1.704 millones (10,9% del total).

Tanto la elevada concentración, como el papel de YPF y la elevada presencia de los grupos locales son situaciones que se repiten en el análisis de las colocaciones durante el período 2020-2023 (Cuadro 2).

Cuadro 2. Colocaciones brutas de obligaciones negociables según empresas emisoras (millones de dólares y porcentajes), 2020-2022

	Colocaciones	Incidencia (%)
<b>1) Grupos económicos locales</b>	<b>5.884</b>	<b>53,7</b>
Eurdekián (Aeropuertos Arg. 2000 + Cía Gral Combustibles)	1.617	14,8
Grupo Elsztain (IRSA y Cresud)	764	7,0
CLISA (Grupo Roggio)	606	5,5
Generación Mediterránea (Albanesi)	588	5,4
Grupo MSU Uribelarrea (MSU y SPI Energy)	587	5,4
Telecom (Grupo Clarín)	412	3,8
PCR (Petroquímica Comodoro Rivadavia y Luz Tres Picos)	377	3,4
Arcor	372	3,4
Pampa Energía (Grupo Midlin)	293	2,7
Aluar (Grupo Madanes)	159	1,4
Mastellone	111	1,0
<b>2) Estatales</b>	<b>2.851</b>	<b>26,0</b>
YPF (YPF y Central Térmica Ensenada Barragán)	2.851	26,0
<b>3) Asociaciones de capital</b>	<b>1.456</b>	<b>13,3</b>
Pan American Energy (Bridas + BP)	776	7,1
Genneia (Fondo de inversión + Brito)	576	5,3
Banco hipotecario (Elsztain + Estado)	104	1,0
<b>4) Empresas transnacionales</b>	<b>278</b>	<b>2,5</b>
Vista Oil & Gas	278	2,5
<b>Subtotal</b>	<b>10.468</b>	<b>95,6</b>
<b>Total</b>	<b>10.952</b>	<b>100,0</b>

Fuente: elaboración propia en base a datos de CNV.

En cuanto a la concentración vale apuntar que apenas 20 firmas (16 propietarios) explicaron el 95,6% de las emisiones de obligaciones negociables desde enero de 2020 hasta 2022, siendo que las emisiones de YPF (y de su controlada Central Térmica Ensenada Barragán) representaron el 26% de las colocaciones del período.

Nuevamente los grupos locales, que con sus más y sus menos son los mencionados anteriormente, tienen el predominio de las emisiones: Eurdekián a través de sus controladas Aeropuertos Argentina 2000 y Compañía General de Combustibles, Roggio (CLISA), el grupo agropecuario Uribelarrea (MSU y SPI Energy), Clarín (Telecom), Elsztain (IRSA y Cresud y su vinculada Banco Hipotecario), Petroquímica Comodoro Rivadavia (y su controlada Luz Tres Picos), Arcor, Midlin (Pampa Energía), Madanes (Aluar), Mastellone y Albanesi. En conjunto contabilizaron emisiones por 5.884 millones de dólares que representaron el 53,7% del total de colocaciones de obligaciones negociables del período 2020-2022.

A ese predominio de los grupos económicos locales se debe sumar su presencia en otra fracción del capital: las asociaciones que colocaron 1.456 millones de dólares en el período (13,3% del total). Se trata de la incidencia que tiene el Grupo Brito en Genneia, el Grupo Bidas en Pan American Energy en asociación con los capitales ingleses (British Petroleum) y la mencionada presencia del Grupo Elsztain en el Banco Hipotecario.

#### **IV. Estimación de los vencimientos de las obligaciones negociables durante el gobierno del Frente de Todos**

Una vez identificado el universo de firmas que concentran la emisión de obligaciones negociables, resulta pertinente avanzar en las necesidades de divisas durante el período 2020-2022 que se desprenden de la carga de los vencimientos del capital y los intereses de esa deuda de modo tal de aproximarse a la problemática planteada al comienzo de este informe. Antes de abordar esta cuestión cabe esbozar algunas aclaraciones metodológicas ya que, dada la información disponible, se trata de una aproximación imperfecta.

La publicación de la Comisión Nacional de Valores de las estadísticas de emisiones de obligaciones negociables por empresa no incluye el régimen de amortización que se requiere para evaluar las necesidades divisas. Al respecto, cabe aclarar que ese organismo publica de manera discontinua informes mensuales con datos de las amortizaciones a partir de los cuales se desprende que la gran mayoría de las obligaciones negociables amortiza al vencimiento y en muy pocas ocasiones son escalonadas. De allí que, dada la ausencia de información completa sobre el régimen de amortización, se parte del supuesto de que todas las emisiones cancelan su principal al vencimiento. En cuanto a la tasa de interés, que también se necesita para la estimación de los vencimientos, el cálculo contempla las tasas de colocación de cada una de ellas dado que en este caso se cuenta con la información completa.

Por ende, si bien se trata de una estimación preliminar que no está exenta de imprecisiones, es esperable que los resultados se acerquen bastante a la situación efectiva ya que, como se mencionó, la gran mayoría de las obligaciones negociables amortiza al vencimiento. Más específicamente, de 160 colocaciones con información sobre la forma de amortización el 81,2% cancelaba el capital al vencimiento.

Hechas estas aclaraciones, cabe señalar que la necesidad estimada de dólares para cancelar los compromisos de obligaciones negociables alcanzó la suma de 10.157 millones de dólares durante el período 2020-2022 (Cuadro 3).

Esto no implica que todas las firmas hayan accedido al mercado de cambios por el monto total de sus vencimientos ya que pueden haber refinanciado una parte de los mismos. Podría ser el caso, por ejemplo, de YPF cuyos vencimientos totalizaron 2.792 millones de dólares entre 2020 y 2022, aunque en 2021 la petrolera realizó colocaciones por aproximadamente 2.160 millones de dólares que podrían haber sido utilizados para refinanciar una parte de sus obligaciones externas.

De acuerdo a las estimaciones realizadas, más del 95,5% de los vencimientos se concentraron en 34 firmas y 25 propietarios que tienen patrones similares a los evaluados respecto a las emisiones: más de la cuarta parte corresponden a YPF, y se constata la preponderancia de los grupos económicos locales con sus empresas

controladas o vinculadas (Elsztain, Brito, Clarín, Eurnekián, Galicia, Midlin, Arcor, Roggio, Techint, Capex, Mastellone, Aluar y Bidas a través de Pan American Energy).

En conjunto, estos grupos locales tuvieron vencimientos por casi 6.000 millones de dólares en el período de 2020-2022, lo que equivale al 58,7% del total. La importancia que tuvieron los vencimientos de esta fracción del capital se dimensiona al considerar que las estatales alcanzaron una participación del 27,5% (por los 2.792 millones de YPF), en tanto que las extranjeras –sean empresas transnacionales o conglomerados extranjeros– tuvieron una gravitación del 7,4% (750 millones de dólares). Finalmente, las empresas locales independientes representaron el 0,7% del total, equivalente a 68 millones de dólares.

Cuadro 3. Vencimientos de capital e intereses de las empresas que emitieron obligaciones negociables en moneda extranjera (millones de dólares y porcentajes), 2020-2022

	Vencimientos 20-22	Incidencia (%)
<b>1) Grupos económicos locales</b>	<b>5.966</b>	<b>58,7</b>
Grupo Elsztain (IRSA, Cresud, Banco Hipotecario, TGLT)	1.363	13,4
Grupo Brito (Banco Macro y Genneia)	916	9,0
Grupo Clarín (Cablevisión y Telecom)	760	7,5
Eurnekián (Aeropuertos Arg. 2000 y Cía Gral Combustibles)	757	7,5
Grupo Galicia (Banco Galicia y Tarjeta Naranja)	478	4,7
Grupo Midlin (Pampa Energía y Transportadora Gas del Sur)	436	4,3
Generación Mediterránea (Albanesi)	378	3,7
Arcor	182	1,8
CLISA (Grupo Roggio)	162	1,6
Grupo MSU Uribe Larrea (MSU y SPI Energy)	138	1,4
Empresa Distribuidora de Electricidad de Salta (EDESA)	92	0,9
Inversora Eléctrica de Buenos Aires	90	0,9
Tecpetrol (Grupo Techint)	85	0,8
Capex	62	0,6
Mastellone	36	0,4
Aluar (Grupo Madanes)	30	0,3
<b>2) Estatales</b>	<b>2.792</b>	<b>27,5</b>
YPF	2.792	27,5
<b>3) Empresas transnacionales y conglomerados extranjeros</b>	<b>750</b>	<b>7,4</b>
John Deere Credit Cía Fciera	274	2,7
Vista Oil & Gas	143	1,4
Río Energy	124	1,2
Petrobras	111	1,1
AES Argentina Generación	70	0,7
Celulosa	29	0,3
<b>4) Asociaciones de capital</b>	<b>124</b>	<b>1,2</b>
Pan American Energy (Bridas + BP)	124	1,2
<b>5) Empresas locales independientes</b>	<b>68</b>	<b>0,7</b>
Raghsa	68	0,7
<b>Subtotal</b>	<b>9.700</b>	<b>95,5</b>
<b>Total</b>	<b>10.157</b>	<b>100,0</b>

Fuente: elaboración propia en base a datos de CNV.

En efecto, la elevada concentración del endeudamiento externo del sector privado en grandes empresas y grupos económicos tanto en el gobierno de Cambiemos como en el del Frente de Todos, y la magnitud de esos vencimientos en este último período (más de 10.000 millones de dólares con un solo instrumento: las obligaciones negociables), invitan a reflexionar en torno a la política desplegada en tiempos de elevado superávit comercial y menores erogaciones al Fondo Monetario Internacional. Es decir, a un período que se tornaba crucial para acumular reservas internacionales para hacerle frente a la crisis de la deuda heredada del gobierno de Cambiemos. Pues bien, la canalización del superávit comercial hacia la cancelación de deuda de los grupos económicos y los defectos de la restructuración de la deuda pública constituyeron componentes sobresalientes de la crisis de reservas que limita en la actualidad las posibilidades de sostener el crecimiento económico y generar mejores posibilidades para aumentar la participación de los trabajadores en el ingreso.

## V. Anexo estadístico

Colocaciones brutas de obligaciones negociables según empresas emisoras (millones de dólares y porcentajes), 2015-2022

	2015	2016-2019	2020-2023	2015-2023
Aeropuertos Argentina 2000		400,0	641,0	<b>1.041,0</b>
AES Argentina Generación		300,0	22,2	<b>322,2</b>
Agroempresa Colón		5,1		<b>5,1</b>
Agrofina	7,2	58,1	11,0	<b>76,3</b>
Alianza Semillas		2,4		<b>2,4</b>
Aluar Aluminios Argentina		150,0		<b>150,0</b>
Amoblamientos Reno		0,2		<b>0,2</b>
Ángel Estrada y Cía		3,8		<b>3,8</b>
Anta del Dorado		1,0		<b>1,0</b>
Arcor SAIC		500,0	372,1	<b>872,1</b>
Asociados Don Mario		20,0		<b>20,0</b>
Automotores Pampeanos		0,8		<b>0,8</b>
BACS (Banco de Crédito y Securitización)		10,1		<b>10,1</b>
Balanz Capital Valores SA		50,5		<b>50,5</b>
Banco de Galicia BsAs		483,3		<b>483,3</b>
Banco Hipotecario	214,7	157,2	94,3	<b>466,2</b>
Banco Macro		400,0	17,0	<b>417,0</b>
Bioetanol Río Cuarto		1,0		<b>1,0</b>
Cablevisión		500,0		<b>500,0</b>
Capex		300,0		<b>300,0</b>
Catajuy SRL		0,5		<b>0,5</b>
Celulosa Argentina		126,6		<b>126,6</b>
Central Térmica Guemes		1,4		<b>1,4</b>
Cerealera Puntana		0,2		<b>0,2</b>
CGM Leasing Argentina		6,3		<b>6,3</b>
CLISA Argentina		300,0	270,0	<b>570,0</b>
Cía Gral de combustibles	122,6	400,0	236,7	<b>759,4</b>
Credishop SA		15,0		<b>15,0</b>
Cresud	40,9	246,3	212,6	<b>499,8</b>
Darío y Gustavo Bergamasco		0,6		<b>0,6</b>
Del Fabro Hnos y Cía		1,0		<b>1,0</b>
Desarrollos Nazareno		0,6		<b>0,6</b>
Dosam SRL		0,2		<b>0,2</b>
Dulcor		0,9		<b>0,9</b>
Edesur		5,0		<b>5,0</b>
El Caldén SRL		0,1		<b>0,1</b>
El Paso del Virrey		0,2		<b>0,2</b>
Electrnic System		21,9		<b>21,9</b>
Elyon SA		0,6		<b>0,6</b>

Empresa Distribuidora de Electricidad de Salta		65,0	34,3	<b>99,3</b>
Empresa Distribuidora y Comercializadora Norte		0,0	85,2	<b>85,2</b>
Era Energías Renovables Argentina		0,3		<b>0,3</b>
Esquina 3		1,5		<b>1,5</b>
Euro SA		3,5		<b>3,5</b>
Farlowin SA		0,9		<b>0,9</b>
Fincas del Rosario		0,2		<b>0,2</b>
Fortecar		0,9		<b>0,9</b>
Fundación San Cayetano		1,4		<b>1,4</b>
Gabriel Kelly y Cía		0,5		<b>0,5</b>
Gas Argentino SA	5,2	0,0		<b>5,2</b>
GDM Argentina		0,0	7,8	<b>7,8</b>
Generación Mediterránea		312,8	13,1	<b>325,9</b>
Generación Mediterránea y Central Térmica Roca		221,7	393,8	<b>615,5</b>
Genneia	30,2	558,3	397,1	<b>985,6</b>
Granville		0,5		<b>0,5</b>
Grupo Cohen		7,5		<b>7,5</b>
Impomotors		0,3		<b>0,3</b>
Induplak		0,7		<b>0,7</b>
Industrias Metalúrgicas Pescarmona		2,6	72,1	<b>74,7</b>
Inversora Eléctrica de BsAs		75,0		<b>75</b>
IRSA Inv y Representaciones		366,0	380,1	<b>746</b>
IRSA Prop. Comerciales		500,0		<b>500</b>
Inwin SA		0,7		<b>1</b>
John Deere Credit Cía Fciera		303,8	64,9	<b>369</b>
Josa SA		0,2		<b>0,2</b>
José Llenes SACIF		0,8		<b>0,8</b>
Laboratorios Richmond SACIF		0,0	7,6	<b>7,6</b>
Liag Argentina	6,4	15,0		<b>21,4</b>
LIPSA SRL		0,6		<b>0,6</b>
Los Grobo Agropecuaria	9,1	20,8		<b>29,9</b>
Marcos Schmucler		0,2		<b>0,2</b>
Mastellone		0,0	110,9	<b>110,9</b>
Maxisur		1,2		<b>1,2</b>
Medanito	2,0	20,0		<b>22,0</b>
Meranol		4,3		<b>4,3</b>
Metagro		0,2		<b>0,2</b>
Metalúrgica Sergio Strapazzon		0,4		<b>0,4</b>
Molinos Sytari		0,3		<b>0,3</b>
MSU Energy		0,0	371,5	<b>371,5</b>
MSU SA	8,4	15,0	35,7	<b>59,0</b>
New Arrecife		0,9		<b>0,9</b>
Newsan		30,4		<b>30,4</b>
Overseas Properties		0,1		<b>0,1</b>

Pampa Energía		1.050,0	292,8	<b>1.342,8</b>
Pan American Energy LI		120,0		<b>120,0</b>
Pan American Energy SL		0,0	405,2	<b>405,2</b>
Paranagro		0,5		<b>0,5</b>
Petroagro		14,7		<b>14,7</b>
Petrobras		500,0		<b>500,0</b>
Petrolera Aconcagua Arg		0,0	2,0	<b>2,0</b>
Petrolera Pampa	18,5	0,0		<b>18,5</b>
Petroquímica de Comodoro Riv		0,0	48,2	<b>48,2</b>
Plaza Logística		45,2	7,9	<b>53,1</b>
Publicidad Sarmiento		0,9		<b>0,9</b>
Puente Hermanos		49,2		<b>49,2</b>
Raghsa	57,9	119,7	58,3	<b>236,0</b>
Red Surcos		16,9		<b>16,9</b>
Riveiro SACIFA		8,7		<b>8,7</b>
Río Energy		600,0		<b>600,0</b>
Rizobacter Argentina	7,8	0,0	4,3	<b>12,1</b>
Roch SA	15	29,2		<b>44,2</b>
SA San Miguel	8,2	0,0	17,8	<b>26</b>
SEDA PICSA		8,3		<b>8,3</b>
SADESA	8,4	0,0		<b>8,4</b>
San Atanasio Energía		0,6		<b>1</b>
Southcross Logistics		0,4		<b>0,4</b>
Tantal Argentina		0,2		<b>0,2</b>
Tarjeta Naranja		242,5	16,0	<b>258,5</b>
Tecnoseeds		9,1		<b>9,1</b>
Tecpetrol		500,0	17,4	<b>517,4</b>
Telecom Argentina		400,0	388,9	<b>788,9</b>
Telecom Personal		77,9		<b>77,9</b>
TGL SA		175,0	21,7	<b>196,7</b>
Tito Dovio		0,8		<b>0,8</b>
Transportadora Gas del Sur		500,0		<b>500,0</b>
Vista Energy SA		0,0	97,5	<b>97,5</b>
Vista oil y gas		100,0	50,0	<b>150,0</b>
YPF Energía Eléctrica		500,0	60,0	<b>560,0</b>
YPF SA	2.100,0	3.466,9	2.654,5	<b>8.221,3</b>
<b>Total</b>	<b>2.662,4</b>	<b>15.542,0</b>	<b>7.993,2</b>	<b>26.197,6</b>

Fuente: elaboración propia en base a CNV.