



**LOS GANADORES  
DE LA ARGENTINA DE MACRI**

***“Una caracterización  
de la cúpula empresarial”***

---

**EQUIPO DE TRABAJO**

**PABLO TISCORNIA**

**ANA RAMERI**

**COORDINACIÓN**

**TOMAS RAFFO - CLAUDIO LOZANO**

## **Actualidad de las principales empresas de la cúpula económica. Resumen extraído del análisis de los balances contables, publicados en la Bolsa de Valores**

Una de las primeras medidas de gran trascendencia durante los primeros meses del gobierno de Macri fue la devaluación de la moneda nacional, que respecto al dólar fue de aproximadamente un 50%. La historia nos cuenta que este tipo de medidas atentan principalmente a los sectores asalariados y con mayor profundidad a los más vulnerables por afectar directamente el nivel de precios, generando una transferencia de ingresos y, consecuentemente, erosionando el poder adquisitivo de la población. A su vez, producen ganancias exorbitantes en los sectores concentrados, principalmente, exportadores.

El informe sobre la *Cúpula Económica Luego del Primer Año de Macri, análisis de las ventas, ganancias y diferencias de cambio* puso al descubierto alguno de los efectos producidos por la devaluación. Tal publicación se abocó a medir algunos de los ítems más importantes que cada empresa presenta en sus balances contables, y con ello reconstruir una serie de indicadores que den cuenta de las consecuencias que tuvo la devaluación en la cúpula empresarial. Los datos fueron extraídos de los balances contables que presentaron las principales empresas que operan en Argentina, en la Bolsa de Valores. Se trata de 54 firmas que conforman la ***Cúpula en la Bolsa***. A su vez nuestro informe también da cuenta de la ***Cúpula Estable en la Bolsa***, se trata de las 10 empresas que se encontraban entre las primeras 10 posiciones del ranking de Revista Mercado tanto en 2001 como en 2014, que también cotizan en la Bolsa.

En el Cuadro N°1 se podrán apreciar, en detalle, las ventas de cada una de las firmas que integran la cúpula de 54 empresas. Observamos que sólo YPF concentra el 21% de las ventas de la cúpula., seguido por Tenaris con el 10% de la participación en el total.

En síntesis, el 50% de las ventas se encuentran concentradas únicamente en el sector financiero, petrolero y siderúrgico. Se trata de tres sectores de actividad altamente vinculados entre sí.

**Cuadro N°1: Ventas de la Cúpula de 54 Empresas seleccionadas; volumen acumulado al IT2016 y participación en el total. En millones de pesos.**

Empresas	Ventas	
	IT2016	Participación %
		IT2016
YPF	\$ 42.957	20,8%
Tenaris	\$ 18.482	8,9%
Bco Santander Río	\$ 9.584	4,6%
Esso	\$ 9.404	4,6%
Bco Galicia	\$ 8.909	4,3%
Pan Amer. Energy LLC	\$ 8.008	3,9%
Bco Macro	\$ 7.323	3,5%
Bco Francés	\$ 6.964	3,4%
Molinos Río de la Plata	\$ 6.826	3,3%
Ternium	\$ 6.681	3,2%
Imp. Y Exp. Patagonia	\$ 6.340	3,1%
Petrobras	\$ 6.120	3,0%
HSBC Bank Argentina	\$ 4.522	2,2%
Pampa Energía	\$ 4.227	2,0%
Bco ICBC	\$ 4.213	2,0%
Bco Patagonia	\$ 4.070	2,0%
Telecom Arg.	\$ 3.928	1,9%
<b>Promedio de ventas</b>	<b>\$ 3.826</b>	<b>1,9%</b>
Arcor	\$ 3.282	1,6%
Mastellone Hermanos	\$ 3.140	1,5%
Edenor	\$ 2.990	1,4%
Banco Supervielle	\$ 2.638	1,3%
Edesur	\$ 2.582	1,2%
Aluar	\$ 2.568	1,2%
Bco Hipotecario	\$ 2.557	1,2%
New San	\$ 2.473	1,2%
Tarjeta Naranja	\$ 2.251	1,1%
Clisa Comp. Lat. de Infraestruct. y Serv.	\$ 2.184	1,1%
Aeropuertos Argent.	\$ 2.111	1,0%
Banco Itaú Argentina	\$ 1.694	0,8%
Carsa	\$ 1.574	0,8%

Alto Paraná	\$ 1.557	0,8%
Ledesma	\$ 1.444	0,7%
Transp. Gas del Sur	\$ 1.414	0,7%
Quickfood	\$ 1.219	0,6%
Banco Comafi	\$ 1.130	0,5%
Petroq. Comodoro Rivadavia	\$ 1.110	0,5%
Holcim (Juan Minetti)	\$ 1.072	0,5%
Central Puerto	\$ 1.034	0,5%
Solvay Indupa	\$ 805	0,4%
Los Grobo Agropecuaria S.A.	\$ 765	0,4%
Celulosa	\$ 750	0,4%
Grupo Clarín	\$ 729	0,4%
Endesa Costanera	\$ 438	0,2%
Autopistas del Sol	\$ 406	0,2%
Benito Roggio e Hijos	\$ 359	0,2%
MetroGas	\$ 357	0,2%
Mirgor	\$ 331	0,2%
Caputo	\$ 270	0,1%
Cresud	\$ 248	0,1%
Camuzzi Gas Pampeana	\$ 207	0,1%
Ind. Metal. Pescarmona	\$ 181	0,1%
Petrolera del Cono Sur	\$ 159	0,1%
Agrometal	\$ 20	0,0%
Irsa	\$ 5	0,0%
<b>Total - 54 empresas</b>	<b>\$ 206.610</b>	<b>100,0%</b>

Fuente: Elaboración propia en base al Ranking cúpula empresarial 200 empresas (año 2014) y empresas que cotizan en bolsa. IT 2016.

A partir de los datos elaborados para el informe mencionado, el presente trabajo se organiza en dos secciones. La primera pretende exponer el peso de los sectores que conforman las diferentes firmas en el conjunto de la economía, que fueron analizadas previamente; la segunda busca mostrar el comportamiento -a través del indicador participación- de la cúpula conformada por el panel de 10 empresas estables más las empresas que lograron mejores niveles que las mismas pero que no necesariamente sostuvieron estos niveles entre

el 2001 y el 2014. Efectivamente realizamos un nuevo agrupamiento que dio como resultado la exclusividad de los bancos al interior de esta nueva segmentación.

A partir de lo observado en los balances empresarios, los cuadros expuestos en ambas secciones reflejan la participación de las ventas, ganancia neta y diferencia de cambio que tienen los sectores y las distintas empresas respecto al total de cada ítem, durante el primer trimestre del 2016. Se encuentra información para el conjunto de la industria manufacturera (desagregada por sectores), construcción, comercio y algunos servicios como la actividad financiera, inmobiliaria, transportes y las telecomunicaciones.

### **Primera sección: Perfil sectorial de la cúpula que cotiza en la Bolsa: Los principales sectores de la cúpula empresaria en Argentina**

El Cuadro N°2 muestra el total acumulado en ventas para el primer trimestre del 2016 y el peso que cada sector ha tenido en el total. Se observa un marcado predominio de la actividad petrolera seguida por el sector financiero, sectores que concentran casi el 60% de la facturación total. Un poco más lejos, le sigue la Siderurgia con el 13,4%, Alimentos y bebidas con el 7,7% y Energía, Gas y Agua con una participación en la facturación total del 6,4%. En concreto sólo cuatro sectores concentran el 80% de la facturación de la cúpula empresaria (Petróleo, Finanzas, Siderurgia y Alimentos y bebidas).

**Cuadro N°2: Venta de la Cúpula de 54 empresas seleccionadas según sector; volumen acumulado y participación en el total durante el Primer Trimestre de 2016. En millones de pesos.**

<i>Sector</i>	<i>Ventas IT 2016</i>	<i>Participación</i>
Petróleo y derivados	\$ 66.648	32,3%
Financiero	\$ 55.855	27,0%
Siderurgia	\$ 27.730	13,4%
Alimentos y bebidas	\$ 15.910	7,7%
EGA	\$ 13.249	6,4%
Comercio	\$ 7.915	3,8%
Construcción	\$ 4.995	2,4%
Telecomunicaciones	\$ 4.657	2,3%
Transporte	\$ 2.517	1,2%
Electrodomésticos	\$ 2.473	1,2%
Ind. Papelera	\$ 2.307	1,1%
Agropecuario	\$ 1.013	0,5%
Química	\$ 805	0,4%
Automotriz	\$ 331	0,2%
Ind. Metalmecánica	\$ 200	0,1%
Inmobiliaria	\$ 5	0,0%
<b>Venta Total</b>	<b>\$ 206.610</b>	<b>100,0%</b>

Fuente: Elaboración propia en base al Ranking cúpula empresarial 200 empresas (año 2014) y empresas que cotizan en bolsa. IT 2015 y IT 2016.

En términos de la ganancia neta, podemos ver en el Cuadro N°3 que los sectores dominantes al interior de la cúpula continúan siendo las actividades financieras, aquellas vinculadas con el petróleo y la siderurgia. No obstante, el liderazgo se encuentra invertido con respecto a las ventas, siendo las ganancias netas de las empresas del sector financiero las que explican dos tercios de las ganancias totales. Le siguen el sector Petróleo y derivados con 19,7% y siderurgia con 11,4%. Agrupados, estos tres sectores concentran el 92,4% del conjunto de las utilidades generadas por la cúpula empresarial que cotiza en bolsa.

**Cuadro N°3: Ganancia Neta la Cúpula de 54 empresas seleccionadas según sector; volumen acumulado y participación en el total durante el Primer Trimestre de 2016. En millones de pesos.**

<i>Sector</i>	<i>Ganancia Neta IT 2016</i>	<i>Participación</i>
Financiero	\$ 7.770	61,3%
Petróleo y derivados	\$ 2.503	19,7%
Siderurgia	\$ 1.444	11,4%
Telecomunicaciones	\$ 887	7,0%
Electrodomésticos	\$ 866	6,8%
Alimentos y bebidas	\$ 377	3,0%
Transporte	\$ 316	2,5%
Comercio	\$ 260	2,0%
Construcción	\$ 137	1,1%
Automotriz	\$ 82	0,6%
Agropecuario	\$ 14	0,1%
EGA	-\$ 121	-1,0%
Química	-\$ 188	-1,5%
Inmobiliaria	-\$ 189	-1,5%
Ind. Papelera	-\$ 509	-4,0%
Ind. Metalmecánica	-\$ 969	-7,6%
<b>Ganancia Neta Total</b>	<b>\$ 12.679</b>	<b>100,0%</b>

Fuente: Elaboración propia en base al Ranking cúpula empresarial 200 empresas (año 2014) y empresas que cotizan en bolsa. IT 2015 y IT 2016.

El rubro diferencia de cambio (Gráfico N°4) pone en evidencia el grado de financiarización de la actividad de las empresas líderes que venimos mencionando. Es decir, la diferencia de cambio no solo consolidó la centralidad estructural de un puñado de empresas concentradas en no más de tres sectores, sino que permitió que los activos financieros dolarizados presentes en las firmas colocaran a esas actividades entre las principales de la cúpula económica. Como hemos visto, la diferencia de cambio se trata de un concepto que mide el impacto en moneda local de los efectos de modificar el tipo de cambio. Este impacto es mayor en la medida en que las empresas se encuentran fuertemente integradas a la actividad financiera. Por lo tanto, las variaciones positivas en sus ingresos no fueron a consecuencia de la nueva estructura de costos que produjo la devaluación, ni porque ésta haya inducido mayor dinamismo en inversión productiva, sino por la solidez financiera de las firmas. Esto deja en evidencia los efectos que puede tener una devaluación -como la que se llevó adelante el primer trimestre del 2016- en términos de las estrategias y las orientaciones que fijan el conjunto de las empresas en la economía argentina.

**Cuadro N°4: Diferencia de Cambio de 54 empresas seleccionadas según sector; volumen acumulado y participación en el total durante el Primer Trimestre de 2016. En millones de pesos.**

<i>Rubro</i>	<i>Diferencia de Cambio IT 2016</i>	<i>Participación</i>
Petróleo y derivados	\$ 16.317	114,42%
Financiero	\$ 2.283	16,0%
Siderurgia	\$ 114	0,80%
Comercio	\$ 47	0,33%
Automotriz	\$ 26	0,18%
Ind. Metalmecánica	\$ 1	0,01%
Química	-\$ 36	-0,26%
Alimentos y bebidas	-\$ 85	-0,59%
EGA	-\$ 237	-1,66%
Electrodomésticos	-\$ 256	-1,80%
Construcción	-\$ 318	-2,23%
Transporte	-\$ 375	-2,63%
Inmobiliaria	-\$ 454	-3,18%
Telecomunicaciones	-\$ 557	-3,91%
Ind. Papelera	-\$ 961	-6,74%
Agropecuario	-\$ 1.248	-8,75%
<b>Diferencia de Cambio Total</b>	<b>\$ 14.261</b>	<b>100,0%</b>

Fuente: Elaboración propia en base al Ranking cúpula empresarial 200 empresas (año 2014) y empresas que cotizan en bolsa. IT 2015 y IT 2016.

Lo que el análisis de la cúpula empresarial pudo poner al descubierto respecto a este ítem, fue *el alto grado de financiarización de las empresas en general* y, por sobre todo, el de aquellas empresas que, en principio, se definen como propias del sector productivo.

Los datos de los balances evidenciaron que para el primer trimestre del 2016 el ítem Diferencia de Cambio fue el principal generador de ingresos, tanto en términos absolutos como relativos. Y esto incluso en sectores en donde las utilidades se vieron perjudicadas por la devaluación. Yendo más allá, si descontamos los beneficios obtenidos por este ítem, las utilidades en estas empresas hubiesen sido incluso peores.

Esto nos lleva a cuestionarnos sobre las implicancias que pueden tener sobre el conjunto, las estrategias que las empresas más importantes de la cúpula establecen sobre qué, cómo y cuándo producir si sus ganancias provienen, no de la actividad productiva, sino eminentemente de la financiera. En efecto, la diferencia de cambio de las *Empresas de la Cúpula en la Bolsa* creció un **945,9%** en el período. Casi un mil por ciento de aumento es



lo que significó para las principales empresas la devaluación. Ahora bien, la misma lejos está de afectar de forma homogénea al conjunto de la economía. En ese sentido, si bien en el primer trimestre del 2016 las ganancias netas del conjunto de las firmas cayeron un 14,5%, hacia el interior de los sectores, se reducen un 46% en las firmas productivas, pero se incrementan en las financieras, un 36%. Con respecto a los niveles de venta, el conjunto de las empresas aumentaron su facturación un 35%.

### **Segunda sección: Las empresas financieras al interior de la cúpula estable**

En el informe presentado veremos en detalle el impacto de las ventas, la ganancia neta y la diferencia de cambio tanto en la *Cúpula en la Bolsa* como *Cúpula Estable en la Bolsa*.

En los siguientes cuadros podremos apreciar el comportamiento de la cúpula empresaria integrada por el panel de 10 empresas estables más las empresas que lograron mejores niveles que aquellos alcanzados por la empresa más “chica” de la cúpula estable.

En el informe anterior vimos cómo se reproduce -en el panel de 10 empresas- la tendencia general de la cúpula. Para este trabajo, hemos agregado aquellas empresas que tuvieron mejores niveles de venta, ganancia neta y diferencia de cambio y que no necesariamente cumplen el requisito de ser estables en la cúpula. El resultado da a luz una primera evidencia: estas empresas incluídas son, en su totalidad, bancos. Efectivamente, las firmas con mayor poder desde el punto de vista de las ventas son las petroleras (YPF, Esso), la siderurgia -cuyo máximo exponente en Argentina es el grupo Techint- y un conjunto de bancos extranjeros y con capitales nacionales. Asimismo, aparecen las empresas productoras de “Alimentos y bebidas” que, si bien se vieron golpeadas por los efectos desfavorables de la devaluación, continúan integrando este ranking (Cuadro N°5).

Al analizar en detalle, vemos que sólo YPF, Techint y Esso logran sostenerse en los puestos más altos de la cúpula, y que bancos tales como Santander Río, Galicia, Macro y Francés desplazan a las estables en cuanto a participación de sus ventas respecto al conjunto de las empresas seleccionadas.

**Cuadro N°5: Venta de la Cúpula de 10 Empresas Estables en la Bolsa más Bancos. Volumen acumulado y participación en el total para el Primer Trimestre de 2016. En millones de pesos**

Cúpula Estable + Bancos	Ventas IT 2016	Participación
YPF	\$ 42.957	26,7%
Techint*	\$ 25.162	15,7%
Bco Santander Río	\$ 9.584	6,0%
Esso	\$ 9.404	5,9%
Bco Galicia	\$ 8.909	5,5%
Pan Amer. Energy LLC	\$ 8.008	5,0%
Bco Macro	\$ 7.323	4,6%
Bco Francés	\$ 6.964	4,3%
Molinos Río de la Plata	\$ 6.826	4,2%
Imp. Y Exp. Patagonia	\$ 6.340	3,9%
Petrobras	\$ 6.120	3,8%
HSBC Bank Argentina	\$ 4.522	2,8%
Bco ICBC	\$ 4.213	2,6%
Bco Patagonia	\$ 4.070	2,5%
Telecom Arg.	\$ 3.928	2,4%
Arcor	\$ 3.282	2,0%
Mastellone Hermanos	\$ 3.140	2,0%
<b>Total Ventas</b>	<b>\$ 160.752</b>	<b>100,0%</b>

Fuente: Elaboración propia en base al Ranking cúpula empresarial 200 empresas (año 2014) y empresas que cotizan en bolsa. IT 2015 y IT 2016. \*El grupo Techint expresa los valores de Ternium y Tenaris.

En cuanto a las ganancias netas (Cuadro N°6), el sector financiero con los bancos Macro, Francés y Galicia a la cabeza, concentra casi un tercio del total de las utilidades, relegando al sector petrolero (YPF y Petrobras) al segundo puesto, cuya participación conjunta alcanza un 16,4% respecto al total (YPF 8,5% y Petrobras 7,9%).

**Cuadro N°6: Ganancia Neta de la Cúpula de 10 Empresas Estables en la Bolsa más Bancos; volumen acumulado y participación en el total para el Primer Trimestre de 2016. En millones de pesos**

Cúpula Estable + Bancos	Ganancia Neta IT 2016	Participación
Bco Macro	\$ 1.408	12,0%
Bco Francés	\$ 1.165	9,9%
Bco Galicia	\$ 1.146	9,7%
YPF	\$ 996	8,5%
Petrobras	\$ 931	7,9%
Telecom Arg.	\$ 925	7,9%
Techint*	\$ 907	7,7%
Bco Santander Río	\$ 840	7,1%
Bco Patagonia	\$ 754	6,4%
HSBC Bank Argentina	\$ 733	6,2%
Bco ICBC	\$ 725	6,2%
Pan Amer. Energy LLC	\$ 386	3,3%
Arcor	\$ 287	2,4%
Molinos Río de la Plata	\$ 281	2,4%
Esso	\$ 243	2,1%
Imp. Y Exp. Patagonia	\$ 221	1,9%
Mastellone Hermanos	-\$ 168	-1,4%
<b>Total</b>	<b>\$ 11.780</b>	<b>100,0%</b>

Fuente: Elaboración propia en base al Ranking cúpula empresarial 200 empresas (año 2014) y empresas que cotizan en bolsa. IT 2015 y IT 2016. \*El grupo Techint expresa los valores de Ternium y Tenaris.

Por último, en relación a la diferencia de cambio nuevamente vemos la importancia medular de las actividades petroleras, concentrando el 88,8% de la participación del ítem en cuestión, ubicándose muy por debajo los bancos extranjeros y en menor medida la rama “Alimentos y bebidas”. A su vez, aunque el grupo Techint haya tenido un desempeño favorable en sus ventas, obtuvo pérdidas por medio de este concepto (Cuadro N°7).

**Cuadro N°7: Diferencia de Cambio de la Cúpula de 10 Empresas Estables en la Bolsa más Bancos; volumen acumulado y participación en el total para el Primer Trimestre de 2016. En millones de pesos**

Cúpula Estable + Bancos	Diferencia de Cambio IT 2016	Participación
YPF	\$ 8.034	47,2%
Pan Amer. Energy LLC	\$ 7.083	41,6%
Bco Santander Río	\$ 699	4,1%
Esso	\$ 636	3,7%
Bco Galicia	\$ 339	2,0%
Bco ICBC	\$ 326	1,9%
Arcor	\$ 208	1,2%
HSBC Bank Argentina	\$ 206	1,2%
Bco Macro	\$ 182	1,1%
Molinos Río de la Plata	\$ 174	1,0%
Banco Supervielle	\$ 89	0,5%
Banco Itaú Argentina	\$ 87	0,5%
Bco Hipotecario	\$ 60	0,4%
Imp. Y Exp. Patagonia	\$ 22	0,13%
Petrobras	\$ 5	0,0%
Banco Comafi	-\$ 11	-0,1%
Techint*	-\$ 106	-0,6%
Tarjeta Naranja	-\$ 116	-0,7%
Mastellone Hermanos	-\$ 322	-1,9%
Telecom Arg.	-\$ 557	-3,3%
<b>Total</b>	<b>\$ 17.039</b>	<b>100,0%</b>

Fuente: Elaboración propia en base al Ranking cúpula empresarial 200 empresas (año 2014) y empresas que cotizan en bolsa. IT 2015 y IT 2016.

\*El grupo Techint expresa los valores de Ternium y Tenaris.

### Consideraciones finales

A lo largo del período 1976-2001 se produjo una transformación estructural del perfil productivo de las empresas, caracterizado por una fuerte concentración y centralización del capital y por un sesgo marcadamente extranjero de las principales empresas líderes de la actividad económica argentina. En los años posteriores a la crisis de 2001 esta tendencia no se revirtió y un puñado de empresas vinculadas con algunos sectores consolidaron su presencia en la cúpula empresarial local. Vastos estudios han analizado el comportamiento de las grandes empresas que operan en nuestro país, lo que llevó a la existencia de cierto consenso en la centralidad estructural y su consecuente capacidad de veto económico y político de estas empresas. Los datos mostrados previamente confirman que la tendencia a

partir del cambio de gobierno -ocurrido a fines de 2015- continúa siendo la consolidación del liderazgo de estas empresas en la cúpula y en la estructura productiva local. Se trata de los sectores petroleros, siderúrgicos, elaboradores de alimentos y bebidas y el sector financiero. A su vez, no podemos soslayar el papel de los bancos en el panel estable de 10 empresas de la cúpula.

El énfasis del trabajo se colocó en los efectos que tuvo la devaluación implementada por el gobierno de Cambiemos a fines de 2015. En términos del patrón de acumulación de capital, no sólo la devaluación se torna ineficaz para resolver los problemas del perfil productivo en general, sino que **agrava los problemas de la acumulación**, toda vez que se instituye en un mecanismo de captura de ganancias extraordinarias sin inversión. La devaluación le da aire y mucha liquidez a un régimen de acumulación que sólo puede producir ganancias a costa de otros actores sociales, mientras profundiza los problemas estructurales y la capacidad de veto de los principales agentes económicos.

A su vez vimos cómo las principales empresas productivas dependen fundamentalmente de la “diferencia de cambios” para compensar la pérdida en sus ganancias netas. Esto evidencia el elevado grado de financiarización de dichas empresas, donde sus acreencias con otros (Estado y empresas) es un canal importante y significativo para canalizar sus excedentes. Aquí nuevamente hay un juego de suma cero: lo que va a engrosar el ítem de diferencia de cambio es aquello que está ausente en el rubro inversiones, lo que redundará en una lógica de valorización financiera de los excedentes acumulados productivamente. En síntesis la configuración de la cúpula económica local demuestra una total **imbricación de las empresas productivas en la lógica de la valorización financiera**. Se trata de empresas directamente vinculadas con el mercado mundial, es decir **las exportadoras**.