



# No fue magia, fue Macri

---

## ***LA CÚPULA ECONÓMICA LUEGO DEL PRIMER AÑO DE MACRI***

### **ANÁLISIS DE LAS VENTAS, GANANCIAS Y DIFERENCIA DE CAMBIO**

---

ANEXO: EL QUIÉN ES QUIÉN DE LA CÚPULA EN LA BOLSA

#### **EQUIPO DE TRABAJO**

**PABLO TISCORNIA**

**ANA RAMERI**

**TOMAS RAFFO**

#### **COORDINACIÓN**

**TOMAS RAFFO - CLAUDIO LOZANO**

**2 de Febrero de 2017**

## Índice tentativo del informe

1. Síntesis y Conclusiones
2. Introducción. Contexto general
3. Ventas de las 54 empresas de la Bolsa en el tercer trimestre de 2016
4. El desempeño de las principales firmas de la Bolsa. Análisis de Ventas, Ganancia Neta y Diferencia de Cambio del primer trimestre de 2016
  - 4.1. Diferencia de cambio: Su significado y centralidad
5. Análisis sectorial.
  - 5.1. Los Subsectores Productivos: Ventas totales, Ganancia Neta y Diferencia de Cambio del primer trimestre de 2016.
6. Análisis del desempeño de las 10 empresas que conforman la cúpula estable en la Bolsa del primer trimestre de 2016.

## ANEXO

## 1. SINTESIS Y CONCLUSIONES

Las evidencias presentadas en este material permiten sostener que:

- A. En los primeros 9 meses de la gestión Cambiemos, las firmas que componen la Cúpula Económica que cotiza en la Bolsa **incrementó su facturación por encima del PBI** (Información proveniente del tercer trimestre de los balances contables presentados por las empresas). Mientras el PBI crece en términos corrientes un 34,8% anual, la facturación de estas firmas lo hace al 53,4%.
- B. Este mayor crecimiento de la facturación de la cúpula por sobre el PBI del conjunto de la economía indica -de manera aproximada- **el efecto concentrador de la política económica del nuevo gobierno (devaluación, tarifazos, aumento de la tasa de interés, etc).**
- C. El impacto inicial, es decir en los primeros 3 meses de gestión (balances del primer trimestre) fue distinto. En primer lugar las ventas de estas firmas crecieron levemente por debajo del PBI (35,3% las firmas y 38,2% el PBI). Lo cual indica que el **salto en la concentración económica provino en los 6 meses posteriores.**
- D. La **devaluación** lejos está de afectar de forma homogénea al conjunto de la economía y de resolver los problemas de acumulación de capital. 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%.
- E. Lo que creció exponencialmente es el rubro “Diferencia de Cambio”, que es el resultado -observado a partir de los balances empresarios- del cambio en la cotización de las divisas extranjeras (el dólar como expresión más común) **por efecto de la devaluación.** Este impacto es mayor en la medida en que más activos financieros dolarizados presenten las firmas. Se trata de un concepto que mide el impacto en moneda local de los efectos de modificar el tipo de cambio. Este rubro tuvo un **crecimiento exponencial del 945,9% anual.**

- F.** El impacto de este rubro, netamente por efecto devaluatorio, *supera el monto de ganancias netas*. En efecto, mientras las ganancias netas fueron de \$12.579 millones, las diferencias de cambio le permitieron a las firmas acumular \$15.310 millones.
- G.** De este modo, las diferencias de cambio *pegan un salto* en los balances de las firmas. Representaban apenas el 10% de las ganancias netas en el primer trimestre del 2015 y llegan a alcanzar el 120% en el primer trimestre del 2016.
- H.** Al diferenciar el tipo de empresas, se observa un *mercado sesgo Pro-Finanzas que es la contracara de una vocación Anti-Productiva*. En efecto, mientras las empresas productivas expanden un 32% su facturación, las financieras lo hacen un 46%.
- I.** En el rubro “Diferencias de Cambios” el impacto es inverso. Si bien las Financieras presentan un importante incremento del 374%; las Productivas son las que tienen el salto exponencial, en ellas este rubro crece al 1226%. Este dato indica la *imbricación que tienen estas supuestas empresas productivas en la lógica de la valorización financiera de capitales*.
- J.** Son las empresas directamente vinculadas con el mercado mundial, *las exportadoras, las que mejor impacto económico tuvieron en los primeros 3 meses de gestión*. En efecto, las firmas del sector “Agropecuario”, de “Alimentos y Bebidas” y de “Automotriz” son las que presentan incrementos en la facturación y las ganancias netas por encima del promedio de la cúpula.
- K.** El sector de “Energía, Gas y Agua” es, de los 5 sectores más importantes, el que más expandió su facturación. La misma creció un 116%; mientras el sector de “Petróleo y Derivados” lo hizo un 32%, el de “Siderurgia” lo hizo un 1%, el de “Alimentos y Bebidas” un 43%, y el de “Telecomunicaciones” lo hizo un 36%. Este comportamiento no es ajeno **al contexto de los tarifazos decretados por la Gestión Macri**.
- L.** Por último, es el sector de “Petróleo y Derivados” el que *concentra más del 90% de la acumulación positiva de las diferencias de cambios en la firmas productivas*. Son YPF y Pan American Energy las que de conjunto aumentaron en \$15.117 millones por este concepto, mientras que el conjunto de sectores productivos con diferencias de cambio productivo acumularon \$16.507 millones

## 2. INTRODUCCIÓN. CONTEXTO GENERAL

A nadie se le escapa que ni bien asumió el nuevo Gobierno -liderado por el PRO en la alianza Cambiemos- se puso en marcha una serie de medidas, que de la mano de la devaluación / eliminación y/o reducción de las retenciones / aumento de las tasas de interés / tarifazos en los servicios públicos, constituyeron un *deterioro significativo* en las condiciones de vida de la población, principalmente la más vulnerable, al acelerar el ritmo de los precios y profundizar la recesión del nivel de actividad económica. El efecto inicial de la combinación de este paquete de medidas fue la expansión del desempleo (en no menos de 360.000 nuevos desocupados) y el crecimiento de la población en situación de pobreza (no menos de 1 millón de nuevos pobres)<sup>1</sup>. Sin embargo, lo que no se ha presentado aún con suficiente exposición es la *contracara* de este proceso, a saber, aquellos actores sociales que se han beneficiado de estas medidas. Aquellos que por constituirse en el polo opuesto, y en tanto beneficiarios, canalizaron a su favor el proceso de *transferencia regresivo del ingreso puesto en marcha por la actual gestión*, que definen el carácter sesgado y PRO empresario del Ajuste. Nos referimos a las empresas más importantes que se desenvuelven en la economía doméstica.

De ellos se trata este informe. El objetivo del mismo es aproximarnos a los resultados que en materia de desempeño económico supuso para un conjunto seleccionado de empresas la devaluación de principios del 2016. Para eso, primero realizamos un ranking con las 200 empresas que más facturaron según la información que provee la Revista Mercado para el año 2015. Se trata del universo de firmas que conforman la *cúpula económica de nuestro país*. Por otro lado, se dispone de los balances contables de aquellas empresas que al cotizar en la Bolsa de Valores de Buenos Aires se ven obligadas a presentar trimestralmente dicha información. Para el período que estamos considerando, se trata de 90 empresas que trimestralmente informan sus resultados contables. De estas, 54 se encuentran en el ranking inicial de las 200 por su monto de facturación. En este caso se trata de las *empresas de la cúpula que cotizan en la bolsa* y que por ende nos permite contar con información de su desempeño económico más reciente y de manera más desagregada que el de la Revista Mercado. De este

---

<sup>1</sup> Para más información ver: <http://www.ipypp.org.ar/2016/11/16/5-nuevos-pobres-minuto-punto-partida-macri/>

subconjunto realizamos un tercer recorte basado en seleccionar de “las empresas de la cúpula que cotizan en la bolsa” aquellas que, en función de su facturación, se encuentran entre las 50 más importantes tanto en el año 2001 como en el 2014. Se trata de la *Cúpula económica concentrada y estable*.

En síntesis, contamos con dos rankings. El primero son las 54 empresas que presentan balances por cotizar en la Bolsa de Valores y, a la vez, se ubican dentro del ranking de las 200 empresas más importantes, son las que denominamos “*la Cúpula en la Bolsa*”; el segundo que siendo parte del primero, tiene la cualidad de ser el elenco estable de la cúpula empresaria argentina.

Antes de adentrarnos de lleno en el análisis del objetivo propuesto mostraremos las ventas de las 54 empresas de la Bolsa del primer trimestre de 2016, por ser el dato con mayor actualidad. Esto simplemente busca otorgar una breve actualización de los datos, para luego proceder con el detalle del informe realizado sobre el primer trimestre.

### **3. VENTAS DE LAS 54 EMPRESAS DE LA BOLSA EN EL TERCER TRIMESTRE DE 2016**

En el cuadro N°1 podemos ver el total de las ventas de las 54 empresas de la cúpula que cotizan en Bolsa. Tomamos el dato del tercer trimestre del 2016 correspondiente al período que va de Julio a Septiembre. Podemos decir que en total, las empresas vendieron un 53,4% entre 2016 y 2015 a igual período del año. Vale considerar que en dicho período el Producto Bruto Interno a precios corrientes (que sin ser equivalentes permite una misma unidad de comparación puesto que aunque conceptos distintos ambos se miden en función del precio y las cantidades que contienen) creció un 34,%. Es decir, para el período con que se cuenta información, durante los primeros 9 meses del 2016, la facturación de las firmas que componen *la cúpula en la bolsa se expandió por encima del conjunto de la economía*. Siendo precisos las ventas de este conjunto ultra reducido de firmas creció un 55% por encima que el conjunto global de la economía. Ello nos habla, de una manera aproximada, *del incremento en el poder de mercado de estas firmas*, o lo que es lo mismo, *del impacto concentrador en los primeros 9 meses de gestión de la política económica implementada*.

**Cuadro N°1: Ventas de la cúpula de 54 Empresas seleccionadas de la Bolsa; y Producto Bruto Interno a precios corrientes. 3T2015 y 3T2016. En millones de pesos**

Cúpula 54 Empresas	Rubro	Ventas en millones de pesos		
		3T 2015	3T 2016	Var. a/a
<b>Total TOP-54</b>		<b>\$ 210.082</b>	<b>\$ 322.224</b>	<b>53,4%</b>
<b>PBI corriente</b>		<b>\$ 6.469.930</b>	<b>\$ 8.203.813</b>	<b>34,8%</b>

Fuente: Elaboración propia en base a la facturación del Ranking cúpula empresarial 200 empresas y empresas que cotizan en bolsa. Año 2014

**4. EL DESEMPEÑO DE LAS PRINCIPALES FIRMAS DE LA BOLSA: ANÁLISIS DE LAS VENTAS TOTALES, GANANCIA NETA Y DIFERENCIA DE CAMBIO DEL PRIMER TRIMESTRE DE 2016**

A continuación realizaremos un análisis más detallado de la información referida al primer trimestre de 2016. Se trata del impacto inicial de las medidas del nuevo gobierno sobre los balances de las principales empresas del país.

De manera muy resumida, el cuadro N°2 nos muestra el desempeño de las 10 empresas que componen lo que denominamos *la Cúpula Estable en la Bolsa*. Ellas representan, en cantidad, el 5% del total de la cúpula de las 200 firmas de mayor facturación. Si lo vemos en función de las ventas concentran el 20% del total de facturación de las 200; algo más del 30% de la facturación de las primeras 50 firmas de la cúpula; y el 40% de la facturación del elenco estable de la cúpula (35 empresas). Se trata sin dudas de un conjunto reducido pero representativo de las principales empresas del país.

**Cuadro N° 2. Relación entre las ventas de las empresas en el Panel Bolsa-Cúpula respecto a las ventas de la Cúpula, Top 50 y estables 2001-2014. Año 2014. En millones de pesos**

	Total ventas 2014	% ventas panel / ventas cúpula 200	% ventas panel / cúpula 50	% ventas panel / ventas estables 2001-2014
<b>Panel estables bolsa-cúpula</b>	\$347.747	20,3%	31,2%	40,1%
<b>Empresas cúpula 200</b>	\$1.710.648			
<b>Empresas top 50</b>	\$1.115.641			
<b>Empresas estables 2001-2014*</b>	\$867.262			

Fuente: Elaboración propia en base a la facturación del Ranking cúpula empresarial 200 empresas y empresas que cotizan en bolsa. Año 2014.

A partir de los datos que arroja el **Cuadro N°3**, en los primeros 3 meses del 2016, y fruto de las medidas económicas de la actual gestión, las principales empresas de la Argentina que cotizan en la Bolsa expandieron su volumen de ventas un 35,3%, comparándolo con el mismo período del año anterior.

Si consideramos que el PBI corriente en ese mismo período se expandió un 38,2%, podemos concluir que la facturación de este conjunto seleccionado de firmas creció *levemente por debajo* del PBI. Es decir, en los primeros 3 meses el impacto de las medidas económicas fue menor en este conjunto de empresas que en el resto de la economía (no olvidar que en los 6 meses posteriores esta situación se revirtió drásticamente, como lo hemos señalado en el Cuadro Nro 1).



**Cuadro N°3: Ventas de la cúpula de 54 empresas seleccionadas; volumen acumulado y variación interanual al IT2015 y IT2016. En millones de pesos**

Cúpula 54 Empresas	Ventas		
	IT2015	IT2016	Var. a/a
Ventas	\$ 152.686	\$ 206.610	35,3%
PBI corriente	\$4.992.846	\$6.898.032	38,2%

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

Presentamos a continuación el listado de las 54 empresas que componen el universo de las firmas analizadas, según ranking de mayor facturación al primer trimestre del 2016.

**Cuadro N°4: 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.

Sin embargo, más allá del volumen de ventas, lo que también interesa observar es el monto final de la ganancia neta de las empresas en el período. Lo primero que es necesario aclarar es que ganancia y excedente no son lo mismo. Efectivamente, la ganancia neta presentada es prácticamente el último ítem de los balances, dado que a ella se llega luego de descontar al monto de facturación una serie de componentes, que van detrayendo de los costos y gastos de funcionamiento, que la empresa debe llevar adelante para desarrollar su actividad. En primer lugar se encuentran los costos de producción (o denominado “costo de ventas”) mi-

den el costo de producción de los bienes y servicios que la firma lleva adelante. A partir de la diferencia entre ventas y costos de ventas, se arriba al concepto de **ganancia bruta**, que es el equivalente, o un buen proxy, del concepto de **excedente económico**, aquel valor monetario que *excede* el costo de producción de los bienes y servicios que desarrolla la empresa. En segundo lugar, existen los gastos de administración y comercialización que las firmas incurrir para llevar adelante el proceso, no ya de producción, sino de realización de los bienes y servicios en el mercado, que en los balances se expresa como **ganancia operativa**. Se trata en un primer caso, de la *burocratización* de las estructuras empresarias, que suelen crecer a medida que se expande su tamaño.

En tercer lugar, una vez estimada la ganancia operativa -excedente menos gastos operativos y de comercialización-, los balances proceden a deducir los costos/ingresos financieros y lo pagado por el impuesto a la ganancia, en este último caso hablamos de la porción que el Estado se apropia del proceso de producción de riqueza generado por la firma en el marco del contexto de la economía doméstica. En este aspecto se empieza a socializar el excedente, es decir, a fluir por fuera del ámbito de la firma, aunque se encuentren estrechamente vinculados con la misma. De un lado el aporte financiero y del otro el Estado como ámbito social por excelencia, gracias al cual la empresa puede operar. Se llega de esta forma a la **ganancia neta**. Si nos ajustamos a este criterio, y respetamos la presentación de las firmas en los balances, resulta que en los primeros tres meses del 2016, la ganancia neta de las 54 empresas **cayó un 14,5%**, como muestra el Cuadro N°5. Es decir, de acuerdo a la presentación de las firmas, a pesar de que el monto de facturación se mantuvo casi en el mismo nivel del PBI, las principales empresas *ganan* menos.

**Cuadro N°5: Ganancia Neta de la Cúpula de 54 Empresas seleccionadas; volumen acumulado y variación interanual al IT2015 y IT2016. En millones de pesos**

Cúpula 54 Empresas	Ganancia Neta del Período		
	IT2015	IT2016	Var. a/a
<b>Ganancia Neta</b>	<b>\$ 14.823</b>	<b>\$ 12.679</b>	<b>-14,5%</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.

Como para el caso de las ventas, presentamos el listado de las 54 firmas ordenados según el ranking de las ganancias netas del primer trimestre del 2016.

**Cuadro N°6: Ganancia Neta de la Cúpula de 54 Empresas seleccionadas; volumen acumulado y participación en el total al IT2015 y IT2016. En millones de pesos**

Empresas	Ganancia Neta del Período	
	IT2016	Participación %
		IT2016
Bco Macro	\$ 1.408	11,1%
Bco Francés	\$ 1.165	9,2%
Bco Galicia	\$ 1.146	9,0%
YPF	\$ 996	7,9%
Petrobras	\$ 931	7,3%
Telecom Arg.	\$ 925	7,3%
New San	\$ 866	6,8%
Bco Santander Río	\$ 840	6,6%
Bco Patagonia	\$ 754	5,9%
Central Puerto	\$ 747	5,9%
HSBC Bank Argentina	\$ 733	5,8%
Bco ICBC	\$ 725	5,7%
Pampa Energía	\$ 673	5,3%
Ternium	\$ 640	5,0%

Aluar	\$ 536	4,2%
Pan Amer. Energy LLC	\$ 386	3,0%
Tarjeta Naranja	\$ 373	2,9%
Petroq. Comodoro Rivadavia	\$ 319	2,5%
Arcor	\$ 287	2,3%
Molinos Río de la Plata	\$ 281	2,2%
Tenaris	\$ 267	2,1%
Aeropuertos Argent.	\$ 262	2,1%
Esso	\$ 243	1,9%
<b>Promedio de Ganancia Neta</b>	<b>\$ 235</b>	<b>1,9%</b>
Bco Hipotecario	\$ 230	1,8%
Imp. Y Exp. Patagonia	\$ 221	1,7%
Banco Itaú Argentina	\$ 194	1,5%
Banco Suppervielle	\$ 148	1,2%
Cresud	\$ 109	0,9%
Mirgor	\$ 82	0,6%
Alto Paraná	\$ 62	0,5%
Ledesma	\$ 55	0,4%
Autopistas del Sol	\$ 54	0,4%
Banco Comafi	\$ 54	0,4%
Carsa	\$ 39	0,3%
Benito Roggio e Hijos	\$ 29	0,2%
Caputo	\$ 26	0,2%
Agrometal	-\$ 13	-0,1%
Holcim (Juan Minetti)	-\$ 24	-0,2%

Grupo Clarín	-\$ 38	-0,3%
Endesa Costanera	-\$ 50	-0,4%
Transp. Gas del Sur	-\$ 52	-0,4%
Petrolera del Cono Sur	-\$ 54	-0,4%
Quickfood	-\$ 78	-0,6%
Los Grobo Agropecuaria S.A.	-\$ 95	-0,7%
Camuzzi Gas Pampeana	-\$ 96	-0,8%
Edenor	-\$ 125	-1,0%
Mastellone Hermanos	-\$ 169	-1,3%
Solvay Indupa	-\$ 188	-1,5%
Irsa	-\$ 189	-1,5%
Clisa Comp. Lat. de Infraestruct. y Serv.	-\$ 212	-1,7%
Celulosa	-\$ 571	-4,5%
MetroGas	-\$ 587	-4,6%
Edesur	-\$ 631	-5,0%
Ind. Metal. Pescarmona	-\$ 956	-7,5%
<b>Total - 54 empresas</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 2016.

Hemos realizado un primer rodeo sobre el concepto de excedente y ganancia. El clásico y tradicional. El que las empresas y sus voceros quieren que se haga, aquel que demuestra que en Argentina las empresas “no ganan plata”. Sin embargo la realidad es mucho más rica que dos simples líneas de balance empresarial. Incluso mirando en detalle esas líneas empieza a mostrarse otro aspecto de esa realidad. Se trata de observar el efecto que supuso la devaluación en el balance de las firmas, al pasar de un día para el otro (ahí si las medidas se precipi-

tan) de una relación de tipo de cambio de 10 pesos equivalente a 1 dólar; a otro donde 1 dólar equivale a 15 pesos. Un aumento del 50% en el tipo de cambio impacta de lleno en aquellas variables atadas directamente a su cotización. Variables, que en un contexto de elevada liquidez de las firmas (por su aversión a invertir) se acumulan en los portafolios de las firmas (productivas o no) a manera de activos financieros. Se trata de las “ganancias o pérdidas por diferencias de cambio” que desarrollaremos a continuación.

#### ***4.1 Diferencia de cambio: Su significado y centralidad***

La diferencia de cambio es un ítem computado en los balances contables como componente de la ganancia neta, que a su vez se registra en el ítem Ingresos Financieros. En principio no es más que el resultado -positivo o negativo- que arroja la modificación del tipo de cambio. Efectivamente, la operación contable puede traducirse de múltiples formas, siendo la principal la que se asocia a los procesos de endeudamiento de las firmas. Cuando en la variación anual observamos que la diferencia es negativa, se trata de que el aumento del tipo de cambio modificó el total de deuda en pesos que la empresa tiene. Por ejemplo, si tenía deudas por un monto de USD100, antes de diciembre del 2015 debía \$1000 y posteriormente en enero del 2016 la deuda subió a \$1500, lo que equivale a un aumento del 50% de la deuda en pesos. En cambio, cuando la diferencia es positiva, el cálculo es el inverso. Se trata de empresas que son acreedoras de otras. Y por lo tanto si había prestado USD100 a \$1000, ahora recibirá USD100 que en el ejercicio contable se registraría a \$1500.

Si incorporamos este ítem, podemos observar con nitidez el impacto de la devaluación en los balances de las principales firmas. En efecto, como muestra el Cuadro N°7, 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. Es decir, de la noche a la mañana y no por arte de magia sino de la devaluación, las principales firmas vieron crecer notablemente este ítem de su balance. Merece el epíteto, “no fue magia, fue Macri y su devaluación”

**Cuadro N°7: Diferencia de cambio de la Cúpula de 54 Empresas seleccionadas; volumen acumulado y variación interanual al IT2015 y IT2016. En millones de pesos.**



Cúpula 54 Empresas	Diferencia de cambio (en millones de \$)		
	IT2015	IT2016	Var. a/a
<b>Diferencia de Cambio</b>	<b>\$ 1.464</b>	<b>\$ 15.310</b>	<b>945,9%</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.

Sintetizando entonces, en los primeros 3 meses de la gestión de Macri y vía su paquete de medidas económicas, las principales empresas tuvieron el siguiente performance:

- a. Aumentaron un 35% su nivel de facturación
- b. Redujeron un 14% sus ganancias netas, y
- c. Multiplicaron un 950% sus “diferencias de cambio”

En conclusión, la devaluación tuvo, en los primeros tres meses un impacto heterogéneo. *Nu- lo* en ventas, o por lo menos no de manera de sobresalir la facturación por encima del PBI. *Negativo* en las ganancias netas; y *Extraordinario* en las acreencias de las firmas. Este triple impacto a su vez indica que:

Los principales problemas de la acumulación del capital (sobre todo lo relativo a la inversión) que se manifiestan en el ámbito de los balances empresarios en el volumen de ventas pero principalmente en la masa de ganancias disponibles, no se han modificado. De este modo, la devaluación per se se torna ineficaz para resolver los problemas que presenta el patrón de acumulación en general (esto es así en tanto no induce por sí solo, la necesaria modificación del perfil productivo que este agotado régimen de acumulación reclama). Muy por el contrario, la devaluación *agrava los problemas de la acumulación*, toda vez que se instituye en un mecanismo de captura de ganancias extraordinarias sin inversión, casi por arte de magia, que no promueve sino que inhibe el esfuerzo inversor que conlleva toda re- planteo del esquema de negocios. La devaluación le da aire y mucha liquidez a un régimen de acumulación que vive de la valorización financiera y la producción de ganancias espùreas

(ajenas al riesgo y la innovación y realizadas a costa de otros sectores de la sociedad) mientras resiste su reforma estructural.

## 5. ANÁLISIS SECTORIAL

Desarrollaremos el análisis sectorial separando, en esta primera subdivisión, a las firmas del “sector financiero” separándolas del resto, a las que por motivos de presentación denominaremos “productivas”, a las que en una segunda subdivisión desglosaremos por su sector de actividad.

Como da cuenta el Cuadro N°8, al comparar las tasas de evolución de los tres agregados estudiados, según si pertenecen al sector financiero o al sector productivo, puede observar la mejor performance del sector financiero respecto al productivo. Ello es evidente para el caso de las dos agregados clásicos. En el volumen de ventas la expansión de la facturación del sector financiero fue del 46,1% mientras que las del sector productivo crecieron por debajo (un 32,2%). Donde es notorio la diferencia es en las ganancias netas. Allí donde las firmas productivas tienen una pérdida del 46,2%, las empresas financieras aumentaron un 36,1% sus ganancias netas. Por otro lado, resulta paradójico el resultado en el ítem “diferencia de cambios”, donde las firmas productivas muestran un crecimiento del 1226% mientras las propiamente financieras tuvieron un crecimiento menor pero relevante, del 374%.

**Cuadro N° 8: Tasa de variación interanual (IT2015 y IT2016). Ventas, Ganancia Neta y Diferencia de Cambio en ambos sectores de la Cúpula de 54 Empresas seleccionadas. En millones de pesos**

	Sector Financiero	Sector Productivo	Total Cúpula 54 Empresas
<b>Ventas</b>	<b>46,10%</b>	<b>32,2%</b>	<b>35,3%</b>
<b>Ganancia Neta</b>	<b>36,1%</b>	<b>-46,1%</b>	<b>-14,5%</b>
<b>Diferencia de Cambio</b>	<b>374,1%</b>	<b>1226,3%</b>	<b>945,9%</b>

Fuente: Elaboración propia en base a los balances de las empresas que cotizan en Bolsa de Valores.

Año 2016, 1er Trimestre

Las evidencias son elocuentes en mostrar el rasgo Pro Finanzas que se observó en el marco de los primeros 3 meses de gestión de la nueva administración gubernamental. Resulta claro que frente a un mismo paquete de medidas, el impacto diferencial en el sector financiero manifiesta la particular dinámica de este sector, y las variables que lo definen (entre ellas la intermediación financiera) y que impactan por sobre el efecto de la devaluación (es decir, se le agregan a ella). Ello explica el crecimiento superior de sus ventas respecto al sector productivo. Por otro, la evidencia de que mientras el sector productivo tiene ganancias netas menores que un año atrás mientras el sector financiero observa lo contrario, no debe dejar de relacionarse, en tanto gran parte de la poca ganancia o pérdida del sector productivo se debe al incremento en los costos financieros (nuevamente aquí juega la intermediación). Por ende lo que es costo y pérdida de un lado, es ganancia para el otro. El sesgo pro-financiero debe entenderse entonces como un sesgo anti-productivo.

Y lo más paradójico que refuerza nuestra conclusión del apartado anterior, es que son las empresas productivas las que dependen fundamentalmente de la “diferencia de cambios” para salvar la ropa de sus balances. Así las empresas “productivas” ya presentan un elevado grado de financierización, donde los papeles que detentan de acreencias con otros (estado, empresas, etc) 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” de estas firmas tan pocamente productivas, o que ya están inmersas en una lógica de valorización financieras de los excedentes que acumulan productivamente.

Si nos adentramos con un poco más de detalle en la comparación entre las empresas productivas y las financieras (cuadros N°9 y N°10), se observa que en el caso del sector financiero se trata de un puñado de bancos privados (12 en este panel), que representando el 22% del número de firmas, representa 26,5% del volumen de facturación (levemente por encima del promedio), pero fundamentalmente explican el 61,3% del total de la ganancia neta de este conjunto de empresas. Por el contrario, el sector productivo que representa el 78% de estas empresas, explica el 73,5% de la facturación (levemente por debajo del promedio) y apenas el 39,3% de la masa de ganancias netas. Nuevamente la paradoja se expresa en el ítem de diferencia de cambios. Mientras el sector financiero explica el 15% del total, el sector pro-

ductivo concentra el 85% de la misma. Tan dependiente es el sector productivo de esta variable financiera, que la misma supera más de 2,5 veces la masa de ganancias. O dicho de otro modo, sin este concepto, el sector productivo en lugar de presentar una ganancia neta de \$4.909 millones, tendría una pérdida de \$8.117 millones.

Este aspecto distorsionado de las firmas productivas no puede dissociarse del efecto que tuvo la devaluación. En efecto, previo a la misma, al 1er trimestre del 2015 el peso que tenía el ítem diferencia de cambios sobre las ganancias netas era prácticamente similar entre las empresas financieras (explicaban el 8,5% de las ganancias netas) y las empresas productivas (representaba el 10,7% de las mismas). Luego de la devaluación, las diferencias de cambios pasan a representar el 30% de las ganancias netas de las empresas financieras (lo que denota un crecimiento importante) pero en el caso de las firmas “productivas” el crecimiento es exponencial, pasan a representar el 265% de las ganancias netas de las mismas.

**Cuadro N° 9: Ventas, Ganancia Neta, Diferencia de Cambio y Relación Diferencia de Cambio sobre Ganancia neta del Sector Financiero; volumen acumulado y variación interanual al IT2015 y IT2016. En millones de pesos**

Sector Financiero	IT2015	IT2016	Var. a/a
Ventas	\$ 38.232	\$ 55.855	46,10%
Ganancia Neta	\$ 5.709	\$ 7.769	36,1%
Diferencia de Cambio	\$ 482	\$ 2.283	374,10%
Diferencia de cambio / Ganancia Neta	8,4%	29,4%	

Fuente: Elaboración propia en base a los balances de las empresas que cotizan en Bolsa de Valores.

Año 2016, 1er Trimestre.

**Cuadro N° 10: Ventas, Ganancia Neta, Diferencia de Cambio y Relación Diferencia de Cambio sobre Ganancia neta del Sector Productivo; volumen acumulado y variación interanual al IT2015 y IT2016. En millones de pesos**

Sector Productivo	IT2015	IT2016	Var. a/a
Ventas	\$ 117.498	\$ 155.276	32,2%
Ganancia Neta	\$ 9.112	\$ 4.909	-46,1%
Diferencia de Cambio	\$ 982	\$ 13.026	1226,3%
Diferencia de cambio / Ganancia Neta	10,8%	265,3%	

Fuente: Elaboración propia en base a los balances de las empresas que cotizan en Bolsa de Valores.  
Año 2016, 1er Trimestre.

### ***5.1. Los Subsectores Productivos: Análisis de las Ventas totales, Ganancia Neta y Diferencia de Cambio del primer trimestre de 2016***

En lo que sigue realizaremos una desagregación del sector productivo de las firmas analizadas de acuerdo a los subsectores a los que correspondan, para volver a analizar desagregadamente nuestras 3 variables. En el Cuadro N° 11 se presenta la información de las ventas para este conjunto desagregado de sectores productivos. Del mismo se desprende:

- a. Que 7 de los 15 subsectores (casi la mitad) tuvieron una expansión de sus ventas superior al conjunto de las empresas de la cúpula en la bolsa. En efecto, siendo el 35,3% el crecimiento promedio estos de sectores, superaron este crecimiento destacándose los casos de Electrodomésticos (aumento del 136,7%), el de “Energía, Gas y Agua” (crecimiento del 116,1%; contexto de los tarifazos) y del sector “Agropecuario” (incremento del 102,9%). Completan este grupo los subsectores de “Alimentos y Bebidas”, “Automotriz”, “Metal-mecánica” y “Transporte”. Son los ganadores en facturación de la cúpula productiva, y

tienen en común la expansión de su facturación por efecto de las medidas económicas, ya sea por que la gran mayoría de estos subsectores están vinculados con la exportación (por ende tienen ingresos dolarizados) o bien por las medidas dispuestas de aumento de sus precios por decisión gubernamental (el caso de los tarifazos en los servicios públicos).

- b. Que 5 de los 15 subsectores tuvieron un crecimiento similar al promedio. Lograron mantener sus posiciones en ventas. Aquí está el principal subsector productivo, el de Petróleo y Derivado (aumento del 32,7%) y otros importantes subsectores como Comercio (31,1%) y Telecomunicaciones (36,4%).
- c. Que 3 de los 15, tuvieron un crecimiento por debajo al promedio. Son los perdedores en ventas de la cúpula productiva de la bolsa. En él se encuentra el segundo sector en importancia en la cúpula productiva como es el caso de “Siderurgia” (que aumentó apenas el 1%), acompañado de dos sectores estrechamente vinculados con él, la Construcción (aumento del 19,3%) y el de Inmobiliaria (caída del 73,7%). Sin dudas aquí se observan los efectos recesivos en el mercado interno y en el sector de actividad del encarecimiento en dólares de las propiedades.

**Cuadro N°11: Ventas de la Cúpula de 54 empresas seleccionadas según rama de actividad; volumen acumulado y variación interanual al IT2015 y IT2016. En pesos.**

<i>Rubro</i>	<i>Venta IT 2015</i>	<i>Venta IT 2016</i>	<i>Var. a/a</i>
Agropecuario	\$ 499.029.000	\$ 1.012.652.000	102,9%
Alimentos y bebidas	\$ 11.127.369.919	\$ 15.909.531.953	43,0%
Automotriz	\$ 213.872.000	\$ 331.311.000	54,9%
Comercio	\$ 6.036.063.415	\$ 7.914.669.498	31,1%
Construcción	\$ 4.185.240.393	\$ 4.994.691.025	19,3%
EGA	\$ 6.131.998.497	\$ 13.249.108.365	116,1%
Electrodomésticos	\$ 1.044.578.764	\$ 2.472.743.042	136,7%
Ind. Papelera	\$ 1.712.880.000	\$ 2.306.874.000	34,7%
Inmobiliaria	\$ 19.000.000	\$ 5.000.000	-73,7%

Ind. Metalmecánica	\$ 123.726.531	\$ 200.353.028	61,9%
Petróleo y derivados	\$ 50.210.404.682	\$ 66.648.055.181	32,7%
Química	\$ 619.805.000	\$ 805.098.000	29,9%
Siderurgia	\$ 27.449.645.334	\$ 27.730.072.941	1,0%
Telecomunicaciones	\$ 3.415.212.850	\$ 4.657.321.123	36,4%
Transporte	\$ 1.665.245.419	\$ 2.517.314.950	51,2%

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

Si nos concentramos en la Ganancia Neta del Sector Productivos, observamos que para el período en cuestión, hubo un crecimiento negativo del 46%, mientras que en el conjunto de la Cúpula en la Bolsa las ganancias netas crecieron un 14,6%. Desagregando la información que provee el Cuadro N°12, se puede observar:

- a. Que 6 de los 15 subsectores tuvieron una performance positiva toda vez que sus ganancias netas netas crecieron más que el promedio de la cúpula. Es decir menos de la mitad de las empresas “productivas” han mejorado su posición en materia de ganancias netas. Dentro de este grupo conviene destacar aquellos que tuvieron una performance extraordinaria, en tanto pasaron de presentar pérdidas económicas a fuertes ganancias positivas. Se trata de 4 subsectores, 3 de los cuales están estrechamente vinculados con la exportación, como es el caso de “Alimentos y Bebidas”, “Agropecuario” y “Automotriz”. El siguiente subsector es el de “Electrodomésticos” que es el sector que más incrementó su ganancia neta. A este grupo, lo acompañan otros subsectores que aumentaron su ganancias por encima del promedio de la cúpula, pero no de un modo extraordinario (ya ganaban en el 2015 y ahora ganan más), es el caso de “Comercio” y de “Transporte”.
- b. En el grupo de los que no ganan más que el promedio de la cúpula se observa otra heterogénea situación. Por un lado aquellos que tienen ganancias positivas pero que han visto reducida la misma. Es el caso de importantes subsectores como es el caso de “Petróleo y Derivados” (-29%); Siderurgia (-56%); Construcción (-47%) y “Telecomunicaciones” (-

10%). Son importantes sectores que si bien siguen presentando ganancias positivas, estas presentan una caída respecto al año anterior.

- c. De los 5 subsectores restantes todos tienen pérdidas netas. Aquí cabe diferenciar aquellos sectores que el año anterior no tenía pérdidas sino ganancias, como el caso de la “Industria Papelera” y de “Energía, Gas y Agua” (donde presumiblemente es el peso de su deuda dolarizada el factor central de esta situación), de aquellos otros sectores que ya venían con pérdidas el año anterior, como es el caso de “industria metalmeccánicas”, “química” y el sector “inmobiliaria”.

**Cuadro N° 10: Ganancia Neta de la Cúpula de 54 empresas seleccionadas según rama de actividad; volumen acumulado y variación interanual al IT2015 y IT2016. En pesos.**

<i>Rubro</i>	<i>Ganancia Neta IT 2015</i>	<i>Ganancia Neta IT 2016</i>	<i>Var. a/a</i>
Agropecuario	\$ -437.728.000	\$ 14.376.000	103,3%
Alimentos y bebidas	\$ -148.332.987	\$ 376.507.326	353,8%
Automotriz	\$ -36.592.000	\$ 81.716.000	323,3%
Comercio	\$ 193.866.420	\$ 259.657.127	33,9%
Construcción	\$ 260.761.281	\$ 136.960.334	-47,5%
EGA	\$ 1.774.911.849	\$ -120.939.095	-106,8%
Electrodomésticos	\$ -51.346.703	\$ 866.103.705	1786,8%
Ind. Papelera	\$ 41.389.000	\$ -508.868.000	-1329,5%
Inmobiliaria	\$ -249.000.000	\$ -189.000.000	24,1%
Ind. Metalmeccánica	\$ -211.066.525	\$ -968.633.402	-358,9%
Petróleo y derivados	\$ 3.554.379.950	\$ 2.502.532.470	-29,6%
Química	\$ -126.588.000	\$ -188.193.000	48,7%
Siderurgia	\$ 3.290.959.134	\$ 1.443.567.186	-56,1%
Telecomunicaciones	\$ 995.556.454	\$ 886.994.543	-10,9%
Transporte	\$ 261.399.761	\$ 316.373.961	21,0%



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 lo que respecta al ítem “Diferencia de Cambios”, la información provista por el Cuadro 11, indica que de los 15 subsectores productivos, sólo 5 presentan una diferencia positiva. Por ende, el efecto positivo de la devaluación en empresas productivas acreedoras es más bien limitado antes que extendido (ello no quiere decir que estas firmas no estén asociadas a una lógica financiera, todo lo contrario, sino que es mayor el peso de sus deudas que el de sus acreencias. Lo que es notorio a resaltar es que el grueso de la montos positivos observados en “Diferencia de Cambios” prácticamente el 95% corresponde al sector de “Petróleo y Derivados”. Es este particular sector el que por sí sólo supera el monto global de “diferencias de cambios” del sector productivo en su conjunto (\$16.317 millones del sector petrolero versus \$15.310 millones del sector productivo global). Los otros 4 subsectores que presentan saldos positivos en el rubro son “siderurgia” (\$113,5 millones), “Comercio” (\$47,3 millones) y “Automotriz” (\$25,8 millones).

**Cuadro N° 11: Diferencia de cambio de la Cúpula de 54 empresas seleccionadas según rama de actividad; volumen acumulado y variación interanual al IT2015 y IT2016. En pesos.**

<i>Rubro</i>	<i>Diferencia de Cambio IT 2015</i>	<i>Diferencia de Cambio IT 2016</i>	<i>Var. a/a</i>
Agropecuario	\$ 133.539.000	\$ -1.248.231.000	-1034,7%
Alimentos y bebidas	\$ 67.519.583	\$ -84.706.124	-225,5%
Automotriz	\$ 14.040.000	\$ 25.827.000	84,0%
Comercio	\$ 14.374.980	\$ 47.395.380	229,7%
Construcción	\$ -61.828.876	\$ -317.773.692	-414,0%
EGA	\$ -192.662.609	\$ -237.087.217	-23,1%
Electrodomésticos	\$ -1.390.176	\$ -256.333.986	-18339,0%
Ind. Papelera	\$ -8.872.000	\$ -961.094.000	-10732,9%
Inmobiliaria	\$ -117.000.000	\$ -454.000.000	-288,0%
Ind. Metalmecánica	\$ 67.368.629	\$ 1.186.270	-98,2%
Petróleo y derivados	\$ 2.785.037.915	\$ 16.317.262.770	485,9%

Química	\$ -6.442.307	\$ -36.390.299	-464,9%
Siderurgia	\$ -149.805.347	\$ 113.578.201	175,8%
Telecomunicaciones	\$ -89.000.000	\$ -557.000.000	-525,8%
Transporte	\$ -47.683.651	\$ -374.980.285	-686,4%

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

## 6. ANÁLISIS DEL DESEMPEÑO DE LAS 10 EMPRESAS QUE CONFORMAN LA CÚPULA ESTABLE EN LA BOLSA

A continuación analizaremos estilizadamente la información proveniente de los datos de Ventas totales, Ganancia Neta y Diferencia de Cambio del primer trimestre de 2016, para la *Cúpula estable en la Bolsa*. Recordemos que la misma se caracteriza por contar con firmas cuya permanencia se sostiene desde el año 2001 hasta el 2014, según los datos que proporciona Revista Mercado. En este marco, en el Cuadro N°12 podemos observar su desempeño. En consonancia con los datos expuestos para el total de la cúpula de las 54, la variación interanual promedio en las ventas entre 2015 y 2016 es del 32%, no obstante hacia adentro del conjunto de las firmas podemos observar comportamientos dispares. Se observan dos extremos: Molinos Río de la Plata con crecimiento del 72% y Techint con una leve caída (-0,7%)

**Cuadro N° 12: Ventas de la Cúpula de 10 Empresas Estables en la Bolsa; volumen acumulado y variación interanual al IT2015 y IT2016. En millones de pesos**

Cúpula Estable	Ventas (en millones de \$)		
	IT2015	IT2016	Var a/a.
YPF	\$ 32.108	\$ 42.957	33,8%
Techint*	\$ 25.340	\$ 25.162	-0,7%
Esso	\$ 7.425	\$ 9.404	26,7%
Pan Amer. Energy LLC	\$ 5.882	\$ 8.008	36,1%
Molinos Río de la Plata	\$ 3.968	\$ 6.826	72,0%
Imp. Y Exp. Patagonia	\$ 4.813	\$ 6.340	31,7%
Petrobras	\$ 4.700	\$ 6.120	30,2%
Telecom Arg.	\$ 2.868	\$ 3.928	37,0%
Arcor	\$ 2.436	\$ 3.282	34,7%
Mastellone Hermanos	\$ 2.839	\$ 3.140	10,6%
<b>Total</b>	<b>\$ 77.440</b>	<b>\$ 102.435</b>	<b>32,2%</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 Cuadro N° 13 muestra la ganancia neta para las firmas de la cúpula estable en la Bolsa. A diferencia del ranking de las 54, en conjunto, esta cúpula no vio contraída su ganancia neta sino que experimentó de un leve incremento del 2,4%. No obstante debemos relativizar dicha afirmación porque un grupo de empresas han manifestado una pérdida importante en sus ganancias, como son los casos de YPF y el grupo Techint con caídas del 53,2% y 69,7% respectivamente. En la punta opuesta el grupo Arcor ha gozado entre 2015 y 2016 de un aumento descomunal en su ganancia, alcanzando una diferencia de casi el 1300%.

**Cuadro N°13: Ganancia Neta de la Cúpula de 10 Empresas Estables en la Bolsa; volumen acumulado y variación interanual al IT2015 y IT2016. En millones de pesos**

Cúpula Estable	Ganancia Neta (en millones de \$)		
	IT2015	IT2016	Var a/a.
Imp. Y Exp. Patagonia	\$ 4.813	\$ 6.340	31,70%
Petrobras	\$ 4.700	\$ 6.120	30,20%
Mastellone Hermanos	\$ 2.839	\$ 3.140	10,60%
YPF	\$ 2.127	\$ 996	-53,20%
Telecom Arg.	\$ 1.028	\$ 925	-10,00%
Techint*	\$ 2.992	\$ 907	-69,70%
Pan Amer. Energy LLC	\$ 447	\$ 386	-13,60%
Arcor	\$ -24	\$ 287	1289,60%
Molinos Río de la Plata	\$ 60	\$ 281	367,30%
Esso	\$ 190	\$ 243	28,30%
<b>Total</b>	<b>\$ 19.172</b>	<b>\$ 19.626</b>	<b>2,37%</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.

\*Las ventas de Techint corresponden a las de las empresas Tenaris y Ternium.

Por último, el Cuadro N°14 nos muestra el desempeño de las firmas desde el punto de vista de la Diferencia de Cambio. Si bien, la variación total interanual es positiva en un casi 507%, se observa una fuerte disparidad entre firmas que obtuvieron una diferencia sideral como la empresa Importadora y Exportadora de Gas del Sur con un 6338,7%, frente a Telecom con una pérdida por diferencia de cambio del 525,8%. A su vez, el dato sobresaliente es que son las petroleras las que concentran prácticamente la totalidad de la masa de recursos apropiadas por diferencias de cambios (es el caso principalmente de YPF y de Pan American Energy pero también de Esso).

**Cuadro N°14: Diferencia de cambio de la Cúpula Estable en la Bolsa; volumen acumulado y variación interanual al IT2015 y IT2016. En millones de pesos**

Cúpula Estable; 10 Empresas	Diferencia de cambio (en millones de \$)		
	IT2015	IT2016	Var a/a.
YPF	\$ 1.318	\$ 8.034	509,6%
Pan Amer. Energy LLC	\$ 1.130	\$ 7.083	526,8%
Esso	\$ 248	\$ 636	156,4%
Molinos Río de la Plata	\$ 48	\$ 174	266,1%
Arcor	\$ 87	\$ 208	138,4%
Petrobras	\$ 2	\$ 5	162,4%
Imp. Y Exp. Patagonia	\$ 0	\$ 22	6338,7%
Mastellone Hermanos	-\$ 64	-\$ 322	-405,1%
Telecom Arg.	-\$ 89	-\$ 557	-525,8%
Techint*	-\$ 178	-\$ 106	40,3%
<b>Total</b>	<b>\$ 2.502</b>	<b>\$ 15.176</b>	<b>506,60%</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.

## Anexo

En el presente ANEXO se encontrará el detalle pormenorizado del ítem Diferencia de cambio de la Cúpula de 54 Empresas seleccionadas con datos del Primer trimestre de 2015 y 2016 y las Ventas de Cúpula 54 Empresas seleccionadas con datos del Tercer trimestre de 2015 y 2016.

**Cuadro N° 15: Diferencia de cambio. Cúpula 54 Empresas seleccionadas; volumen acumulado, variación interanual y participación al IT2015 y IT2016. En millones de pesos. Por rubro**

Empresas	Diferencia de cambio				
	IT2015	IT2016	Var. a/a	Participación %	
				IT2015	IT2016
Camuzzi Gas Pampeana	\$ 0	\$ 8	28801,70%	0,00%	0,10%
Imp. Y Exp. Patagonia	\$ 0	\$ 22	6338,70%	0,00%	0,10%
HSBC Bank Argentina	\$ 5	\$ 206	3837,20%	0,40%	1,30%
Central Puerto	\$ -6	\$ 122	2239,40%	-0,40%	0,80%
Pampa Energía	\$ -9	\$ 99	1203,30%	-0,60%	0,60%
Benito Roggio e Hijos	\$ 2	\$ 22	1040,20%	0,10%	0,10%
Ternium	\$ 21	\$ 214	915,90%	1,40%	1,40%
Bco Galicia	\$ 34	\$ 339	898,20%	2,30%	2,20%
Edesur	\$ 0	\$ 1	767,50%	0,00%	0,00%
Edenor	\$ -53	\$ 327	723,30%	-3,60%	2,10%
Aluar	\$ 28	\$ 220	672,50%	1,90%	1,40%
Petrobras	\$ 89	\$ 564	533,70%	6,10%	3,70%
Pan Amer. Energy LLC	\$ 1.130	\$ 7.083	526,80%	77,20%	46,30%
YPF	\$ 1.318	\$ 8.034	509,60%	90,00%	52,50%
Bco Santander Río	\$ 129	\$ 699	442,60%	8,80%	4,60%
Banco Supervielle	\$ 17	\$ 89	412,00%	1,20%	0,60%

Bco Francés	\$ 53	\$ 250	371,70%	3,60%	1,60%
Banco Itaú Argentina	\$ 23	\$ 87	272,50%	1,60%	0,60%
Molinos Río de la Plata	\$ 48	\$ 174	266,10%	3,30%	1,10%
Agrometal	\$ 0	\$ 1	210,80%	0,00%	0,00%
Bco Patagonia	\$ 56	\$ 171	205,40%	3,80%	1,10%
Bco ICBC	\$ 108	\$ 326	200,50%	7,40%	2,10%
Caputo	\$ 2	\$ 5	190,80%	0,10%	0,00%
Bco Macro	\$ 64	\$ 182	183,60%	4,40%	1,20%
Bco Hipotecario	\$ 22	\$ 60	175,00%	1,50%	0,40%
Petroq. Comodoro Rivadavia	\$ 2	\$ 5	162,40%	0,10%	0,00%
Esso	\$ 248	\$ 636	156,40%	16,90%	4,20%
Arcor	\$ 87	\$ 208	138,40%	5,90%	1,40%
Cresud	\$ -1.237	\$ -188	84,80%	-84,50%	-1,20%
Mirgor	\$ 14	\$ 26	84,00%	1,00%	0,20%
Carsa	\$ 14	\$ 26	84,00%	1,00%	0,20%
Los Grobo Agropecuaria S.A.	\$ -54	\$ -11	79,40%	-3,70%	-0,10%
Grupo Clarín	\$ 0	\$ 0	0,00%	0,00%	0,00%
Tenaris	\$ -199	\$ -320	-60,70%	-13,60%	-2,10%
Quickfood	\$ 0	\$ 0	-83,10%	0,00%	0,00%
Ind. Metal. Pescarmona	\$ 67	\$ 0	-100,00%	4,60%	0,00%
Tarjeta Naranja	\$ -41	\$ -116	-182,00%	-2,80%	-0,80%
Banco Comafi	\$ 10	\$ -11	-205,80%	0,70%	-0,10%
Alto Paraná	\$ 10	\$ -11	-205,80%	0,70%	-0,10%
Irsa	\$ -117	\$ -454	-288,00%	-8,00%	-3,00%
Aeropuertos Argent.	\$ -65	\$ -303	-367,90%	-4,40%	-2,00%
Clisa Comp. Lat. de Infraestruct. y Serv.	\$ -47	\$ -223	-375,30%	-3,20%	-1,50%
Mastellone Hermanos	\$ -64	\$ -322	-405,10%	-4,30%	-2,10%
Solvay Indupa	\$ -6	\$ -36	-464,90%	-0,40%	-0,20%
Holcim (Juan Minetti)	\$ -20	\$ -126	-518,90%	-1,40%	-0,80%
Autopistas del Sol	\$ 17	\$ -72	-521,20%	1,20%	-0,50%
Petrolera del Cono Sur	\$ 0	\$ 0	-522,40%	0,00%	0,00%
Transp. Gas del Sur	\$ -61	\$ -382	-523,70%	-4,20%	-2,50%
Telecom Arg.	\$ -89	\$ -557	-525,80%	-6,10%	-3,60%
MetroGas	\$ -43	\$ -271	-535,30%	-2,90%	-1,80%

Endesa Costanera	\$ -22	\$ -142	-550,80%	-1,50%	-0,90%
Ledesma	\$ -4	\$ -145	-3982,20%	-0,20%	-0,90%
Celulosa	\$ -19	\$ -950	-4865,40%	-1,30%	-6,20%
New San	\$ -1	\$ -256	-18339,00%	-0,10%	-1,70%
<b>Total - 54 empresas</b>	<b>\$ 1.464</b>	<b>\$ 15.310</b>	<b>945,9%</b>	<b>100,0%</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.

**Cuadro N° 16: Ventas de la Cúpula de 54 Empresas seleccionadas de la Bolsa; volumen acumulado, variación interanual y participación al 3T2015 y 3T2016.**

Empresa	Rubro	Ventas				
		3T 2015	3T 2016	Var. a/a	Share %	
					3T 2015	3T 2016
YPF	Petróleo y derivados	\$ 36.631.000.000	\$ 50.293.000.000	37,3%	17,5%	15,7%
Mirgor	Automotriz	\$ 1.962.599.000	\$ 33.333.181.000	1598,4%	0,9%	10,4%
Bco Santander Río	Financiero	\$ 12.295.881.700	\$ 19.817.848.000	61,2%	5,9%	6,2%
Bco Galicia	Financiero	\$ 12.613.485.000	\$ 18.331.151.000	45,3%	6,0%	5,7%
Bco Macro	Financiero	\$ 11.335.214.000	\$ 15.892.173.000	40,2%	5,4%	4,9%
Tenaris	Siderurgia	\$ 14.687.607.480	\$ 16.084.404.180	9,5%	7,7%	4,6%
Bco Francés	Financiero	\$ 10.466.417.000	\$ 14.436.845.000	37,9%	5,0%	4,5%
Esso	Petróleo y derivados	\$ 8.053.320.000	\$ 11.073.044.000	37,5%	3,8%	3,4%
Pampa Energía	Energía, Gas y Agua	\$ 1.899.903.969	\$ 9.897.573.603	421,0%	0,9%	3,1%
Pan Amer. Energy LLC	Petróleo y derivados	\$ 10.996.000.000	\$ 9.767.000.000	-11,2%	5,3%	3,0%
HSBC Bank Argentina	Financiero	\$ 4.274.208.000	\$ 8.998.806.000	110,5%	2,0%	2,8%
Molinos Río de la Plata	Alimentos y Bebidas	\$ 5.213.417.000	\$ 8.584.058.000	64,7%	2,5%	2,7%
Bco ICBC	Financiero	\$ 6.136.690.000	\$ 8.508.223.000	38,6%	2,9%	2,6%
Bco Patagonia	Financiero	\$ 5.918.746.000	\$ 8.246.841.000	39,3%	2,8%	2,6%
Imp. Y Exp. Patagonia	Comercio	\$ 5.542.722.000	\$ 7.054.540.000	27,3%	2,6%	2,2%



Ternium	Siderurgia	\$ 5.956.970.000	\$ 7.034.041.000	18,1%	2,8%	2,2%
Petrobras	Petróleo y derivados	\$ 4.805.000.000	\$ 6.714.000.000	39,7%	2,3%	2,1%
Banco Superviella	Financiero	\$ 3.738.148.000	\$ 5.677.024.000	51,9%	2,7%	1,8%
Mastellone Hermanos	Alimentos y Bebidas	\$ 3.365.991.000	\$ 4.441.779.000	32,0%	2,1%	1,4%
Telecom Arg.	Telecomunicaciones	\$ 3.122.000.000	\$ 4.176.000.000	33,8%	1,5%	1,3%
Arcor	Alimentos y Bebidas	\$ 3.096.283.747	\$ 4.075.413.201	31,6%	1,5%	1,3%
Bco Hipotecario	Financiero	\$ 4.855.034.000	\$ 3.609.121.000	-25,7%	2,3%	1,1%
Edenor	Energía, Gas y Agua	\$ 1.063.743.000	\$ 3.456.817.000	225,0%	1,6%	1,1%
Solvay Indupa	Química	\$ 603.861.000	\$ 988.662.000	63,7%	1,3%	1,1%
Banco IITaú Argentina	Financiero	\$ 2.786.137.000	\$ 3.410.328.000	10,1%	1,3%	1,1%
Clisa Comp. Lat. de Infraestruct. y Serv.	Construcción y Productos relacionados	\$ 2.371.019.763	\$ 3.023.690.659	27,5%	1,1%	0,9%
Aeropuertos Argent.	Transporte	\$ 1.552.109.494	\$ 2.807.025.801	80,9%	0,7%	0,9%
Tarjeta Naranja	Financiero	\$ 1.858.566.000	\$ 2.632.041.000	41,6%	0,9%	0,8%
New San	Fabricación de Electrodomésticos	\$ 3.336.976.867	\$ 2.574.484.045	-22,8%	1,6%	0,8%
Aluar	Siderurgia	\$ 2.367.349.578	\$ 3.394.865.615	43,4%	1,6%	0,7%
MetroGas	Energía, Gas y Agua	\$ 856.122.000	\$ 2.040.419.000	138,3%	0,4%	0,6%
Edesur	Energía, Gas y Agua	\$ 499.489.000	\$ 1.932.841.000	287,0%	0,2%	0,6%
Carsa	Comercio	\$ 1.471.084.653	\$ 1.619.432.939	-20,9%	0,7%	0,5%
Transp. Gas del Sur	Energía, Gas y Agua	\$ 883.560.000	\$ 1.538.048.000	41,0%	0,4%	0,5%
Central Puerto	Energía, Gas y Agua	\$ 1.140.606.000	\$ 1.467.155.000	28,6%	0,5%	0,5%
Holcim (Juan Minetti)	Construcción y Productos relacionados	\$ 1.153.481.605	\$ 1.449.067.903	25,6%	0,6%	0,5%
Alto Paraná	Industria Papelera	\$ 1.681.575.000	\$ 1.329.374.000	74,1%	0,8%	0,4%
Los Grobo Agropecuaria S.A.	Agropecuario	\$ 756.522.000	\$ 1.322.020.000	74,7%	0,4%	0,4%
Quickfood	Alimentos y Bebidas	\$ 916.752.000	\$ 1.292.912.000	41,0%	0,4%	0,4%
Camuzzi Gas Pampeana	Energía, Gas y Agua	\$ 573.944.792	\$ 1.047.870.272	82,6%	0,3%	0,3%
Caputo	Construcción y Productos relacionados	\$ 756.408.000	\$ 1.028.410.000	36,0%	0,4%	0,3%
Ledesma	Alimentos y Bebidas	\$ 1.552.881.000	\$ 2.115.036.000	36,2%	0,3%	0,3%
Petroq. Comodoro Rivadavia	Construcción y Productos relacionados	\$ 729.494.702	\$ 951.175.515	30,4%	0,3%	0,3%

Celulosa	Industria Papelera	\$ 694.801.000	\$ 787.455.000	13,3%	0,3%	0,2%
Benito Roggio e Hijos	Construcción y Productos relacionados	\$ 680.930.943	\$ 680.968.978	0,0%	0,3%	0,2%
Autopistas del Sol	Transporte	\$ 336.288.208	\$ 486.060.204	44,5%	0,2%	0,2%
Endesa Costanera	Energía, Gas y Agua	\$ 387.669.717	\$ 468.763.161	20,9%	0,2%	0,1%
Cresud	Agropecuario	\$ 279.000.000	\$ 427.000.000	53,0%	0,1%	0,1%
Banco Comafi	Financiero	\$ 798.680.735	\$ 370.747.000	-53,6%	0,4%	0,1%
Agrometal	Metalmecánica	\$ 42.456.411	\$ 213.716.530	403,4%	0,0%	0,1%
Ind. Metal. Pescarmona	Metalmecánica	\$ 140.736.000	\$ 175.164.000	24,5%	0,1%	0,1%
Petrolera del Cono Sur	Petróleo y derivados	\$ 97.189.617	\$ 161.497.715	66,2%	0,0%	0,1%
Irsa	Inmobiliaria	\$ 19.000.000	\$ 8.000.000	-57,9%	0,0%	0,0%
Grupo Clarín	Telecomunicaciones	\$ 727.853.029	\$ 977.852.672	34,3%	0,0%	0,0%
<b>Total TOP-54</b>		<b>\$ 210.082.927.010</b>	<b>\$ 322.224.966.993</b>	<b>53,4%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

Fuente: Elaboración propia en base al Ranking cúpula empresarial 200 empresas (año 2014) y empresas que cotizan en bolsa. 3T 2015 y 3T 2016.