

Endeudamiento corporativo en moneda extranjera y sus implicancias para el desarrollo. Un análisis a nivel firma del caso argentino entre 2015 y 2022

Corporate debt in foreign currency and its implications for development. A firm-level analysis of the Argentine case between 2015 and 2022

Gustavo García *
Ignacio Juncos **

Resumen

El objetivo de este trabajo es analizar el impacto del endeudamiento corporativo en moneda extranjera en Argentina durante el período 2015-2022, desde una perspectiva de desarrollo económico. A partir de 2008, los capitales financieros buscaron rendimientos elevados en países emergentes. En Argentina, estos capitales llegaron tardíamente, en 2016, y se retiraron abruptamente, generando una elevada volatilidad. Este endeudamiento se concentró en pocas empresas y sectores que habían incrementado sus ganancias gracias a políticas económicas favorables al gran capital. Principalmente, el endeudamiento se canalizó mediante la emisión de títulos corporativos, sin flexibilización en las condiciones financieras. En consecuencia, una parte significativa de las ganancias productivas fueron absorbidas por el sistema financiero a través del pago de intereses. La volatilidad del flujo de capitales exacerbó la restricción externa, lo que obligó a realizar canjes de deuda en poco tiempo. Por esta razón, el financiamiento

* Consejo Nacional de Investigaciones Científicas y Técnicas (CONICET)- Universidad Nacional de Rosario.

** Secretaría de Ciencia y Tecnología (SeCyT), Universidad Nacional de Córdoba (UNC). Instituto de Economía y Finanzas (IEF), Facultad de Ciencias Económicas, UNC.

no se sostuvo en el tiempo con el fin de impulsar la inversión productiva, e incluso en reiterados casos este tuvo destinos no productivos tales como inversiones financieras, compra de empresas ya existentes, distribución de dividendos, etc. Por lo tanto, se concluye que el último ciclo de endeudamiento se alineó con las dinámicas de financiarización a nivel internacional y tuvo efectos adversos para el desarrollo económico.

Palabras clave: endeudamiento corporativo en países emergentes, financiarización, restricción externa

Abstract

The objective of this paper is to analyse the consequences of corporate debt denominated in foreign currency in Argentina during the period from 2015 to 2022, from an economic development perspective. Starting in 2008, financial capital sought high returns in emerging countries. In Argentina, this capital arrived late, in 2016, and withdrew abruptly, leading to high volatility. The foreign currency debt was concentrated in a few companies and sectors that had increased their profits due to economic policies favourable to large capital. Primarily, the debt was issued through corporate securities, without any flexibility in financial conditions. Consequently, a significant portion of productive profits was absorbed by the financial system through interest payments. The volatility of capital flows exacerbated external constraints, necessitating rapid debt swaps. As a result, financing was not sustained over time to promote productive investment. In some cases, the debt had non-productive destinations, such as financial investments, acquisitions of existing companies, and dividend distributions. Therefore, it is concluded that the most recent debt cycle aligned with the dynamics of financialization at the international level and had adverse effects on economic development.

Keywords: corporate debt in emerging countries, financialization, external constraints

Introducción

El elevado endeudamiento se ha convertido en un fenómeno recurrente en las economías contemporáneas, especialmente desde la proliferación de la financiarización del capital como fenómeno predominante [Epstein, 2005; Krippner, 2005]. Estas problemáticas adquieren especiales dimensiones en países en desarrollo, caracterizados por una limitada profundidad en sus mercados de capitales y por enfrentar dificultades relacionadas con la restricción externa [véase Fanelli *et al.*, 2008; Thirlwall, 1979].

El presente trabajo se inserta en las discusiones relacionadas con el “financiamiento para el desarrollo”, un tema de gran relevancia para países periféricos como Argentina [CEPAL, 2018; UNCTAD, 2012]. En estos casos, resulta fundamental destacar la imperante necesidad en el acceso al financiamiento para llevar a cabo una transformación estructural en la matriz productiva. De lo contrario, en situaciones de escasez de financiamiento y de divisas, el crecimiento se verá obstaculizado. Para ello se pretende analizar el financiamiento obtenido por el sector privado, el cual es crucial para alcanzar las transformaciones mencionadas.

Así también, es necesario destacar que, a pesar de su importancia, el financiamiento privado puede acarrear riesgos significativos en determinados contextos, especialmente en economías que enfrentan restricción externa [Wainer, 2021]. En este sentido, algunos ciclos de endeudamiento podrían carecer de sostenibilidad. En primer lugar, la volatilidad del financiamiento puede dar lugar a formas especulativas y de corto plazo que exacerban la inestabilidad macroeconómica [Demir, 2007; Bruno y Shin, 2017].

En segundo lugar, los ciclos de endeudamiento público-privado pueden desencadenar crisis financieras de gran magnitud debido a la falta de solvencia. Estos ciclos de endeudamiento externo han comprometido repetidamente la capacidad de acceder a nuevos financiamientos, especialmente cuando no tienen como destino inversiones que permitan generar divisas [UNCTAD, 2015]. En

tales circunstancias, existe el riesgo de que los pasivos se socialicen mediante rescates estatales o, en todo caso, se realicen profundas reestructuraciones de la deuda. Durante los episodios de crisis financiera, los proyectos de inversión se ven interrumpidos, lo que conduce a su discontinuación y a la imposibilidad de generar ingresos futuros para el pago de los pasivos [Minsky, 2008]. En contextos de crisis financiera, se producen aumentos en las tasas de interés, motivado por el elevado riesgo de incumplimiento, así como por las sucesivas devaluaciones, afectando particularmente a las empresas cuyos ingresos no están vinculados a la evolución de la moneda extranjera.

Paralelamente, dentro de los riesgos propios al financiamiento privado en condiciones poco sostenibles, es esencial destacar ciertas prácticas empresariales. A medida que exploramos las dinámicas del actual capitalismo, observamos que el financiamiento no siempre se traduce en capital fijo, como maquinaria e infraestructura, sino que con frecuencia se destina a usos no productivos [Davis et al., 2023]. En particular, los países en desarrollo enfrentan dificultades para retener el capital dentro de sus fronteras, ya que este fluye constantemente hacia el exterior [Schorr y Wainer, 2018]. Esta realidad lleva a que las empresas opten por mantener activos altamente líquidos y listos para dolarizarse en caso de ser necesario [Gaggero *et al.*, 2013].

Frente a este contexto, el objetivo central de este artículo consiste en analizar los efectos y desafíos asociados al financiamiento dirigido al sector privado no financiero en moneda extranjera en Argentina durante el período comprendido entre 2015 y 2022. Se busca evaluar el impacto y las consecuencias que conlleva el financiamiento en moneda dura para el desarrollo económico. Con este propósito, el artículo se propone examinar tanto el origen como el destino de dicho financiamiento. En el contexto de una economía financiarizada, argumentaremos que el intenso endeudamiento privado no financiero llevado a cabo entre 2016 y 2019 ha generado múltiples problemáticas que cuestionan la sostenibilidad financiera

y macroeconómica. Incluso las empresas no financieras se enfrentan a dificultades para mantener niveles de inversión productiva debido a la naturaleza cíclica del financiamiento y a su desviación hacia usos no productivos. Si bien esta temática recibe atención en la producción académica, existe vacancia en su análisis desde una perspectiva centrada en el financiamiento para el desarrollo¹.

Para cumplir con tal objetivo el artículo se estructura de la siguiente manera: en la sección 2 se analizarán los flujos y reflujos financieros a partir de información agregada proveniente del Banco Central de la República Argentina (BCRA). Posteriormente, en la sección 3, nos adentraremos en el análisis a nivel firma. En primer lugar, se analizará la información sobre emisión corporativa de títulos de deuda proveniente de la Comisión Nacional de Valores (CNV). En segundo lugar, a partir de los estados contables de firmas seleccionadas, analizaremos casos particulares que nos permitan comprender con más detalle el destino de dicho financiamiento. Por último, en la sección 4, se presentan las principales conclusiones del análisis.

2. Una breve cronología del endeudamiento en moneda extranjera privado en Argentina.

Durante las décadas de los años 1970 y 1980, se produjeron cambios políticos y económicos significativos que condujeron a la financiarización del capital como fenómeno hegemónico a nivel mundial [Dumenil y Levy, 2013]. Tras la caída del sistema de Bretton Woods y el aumento de los precios del petróleo, los flujos de capital se dirigieron hacia América Latina en busca de su valorización financiera. A finales de la década de 1970, en un contexto de inflación y estancamiento global, la decisión unilateral del gobierno de los Estados Unidos de incrementar las tasas de interés desencadenó la crisis de la deuda en América Latina [Arceo

¹ A título ilustrativo se remite a los trabajos de Bona, Manzanelli y Basualdo [2023]; Bona y Barrera [2021]; Wainer y Belloni (2019); Basualdo, [2020].

2011, Ocampo *et al.*, 2014]. Como resultado de este proceso financiero, la región abandonó el modelo de desarrollo basado en la industrialización liderada por el Estado y adoptó políticas de corte neoliberal, orientadas a transformar su matriz productiva hacia la exportación de materias primas como solución a la escasez de divisas [Bertola y Ocampo 2010].

En consonancia con los cambios económicos a nivel global y regional, Argentina se vio inmersa en el proceso de financiarización tras el golpe cívico-militar de 1976 [Basualdo, 2006]. Desde entonces, el endeudamiento, tanto del Estado como de las grandes empresas, ha sido una preocupación constante en la economía argentina. Los ciclos de endeudamiento público-privado externos han dejado una marca en la historia reciente del país, coincidiendo con la adopción de políticas neoliberales que promovieron la apertura económica [Brenta, 2021].

Durante la última dictadura cívico-militar, Argentina experimentó el primer ciclo de endeudamiento, impulsado por operaciones de tipo *carry trade*, que generaron fuertes desequilibrios macroeconómicos [Basualdo, 2020]. En este contexto, el endeudamiento se convirtió en una vía primordial de acumulación para los sectores concentrados del capital. A medida que la crisis financiera se desató a principios de la década de 1980, el Estado argentino intervino para rescatar a las empresas endeudadas, un proceso coloquialmente conocido como la “estatización de la deuda”, que llevó al Estado a asumir la mayor parte de la deuda externa. Con el retorno de la democracia, se intentó auditar y declarar ilegal el endeudamiento generado durante la dictadura. Sin embargo, poco después, el gobierno radical adoptó un enfoque pragmático y comenzó a reconsiderar la reforma del Estado al verse presionado por los organismos internacionales y el Tesoro de los Estados Unidos a partir del Plan Baker [Brenta, 2021].

A su vez, a fines de la década de 1980 la hiperinflación sirvió como un mecanismo disciplinario en la sociedad argentina, facilitando la implementación de reformas estructurales como parte de la

reestructuración de la deuda, tras la propuesta del Plan Brady [Cantamutto y Wainer, 2013]. Estas reformas estuvieron en línea con los principios del Consenso de Washington, un conjunto de políticas destinadas a profundizar el enfoque neoliberal, entre las cuales se encontraban medidas tales como la reducción del tamaño del Estado, la titularización de la deuda y su cancelación a través de las privatizaciones, así como la liberalización financiera y comercial, entre otras.

Como consecuencia de estas políticas, durante la década de los '90, se inició el segundo ciclo de endeudamiento, en el cual tanto las grandes empresas como el Estado, en todos sus niveles, aumentaron sus pasivos externos [Zícari, 2020]. Al igual que en el ciclo anterior, este endeudamiento no estuvo destinado a fines productivos, sino que buscó tanto la valorización financiera como la valorización patrimonial. El ingreso de financiamiento tuvo como destino la compra de activos financieros y la adquisición de empresas ya existentes. El elevado endeudamiento de ciertos grupos económicos locales generó un perjuicio patrimonial tal que muchas de sus empresas tuvieron que ser vendidas a capitales extranjeros [Burachik, 2010].

Este ciclo de endeudamiento público-privado fue una de las principales razones que dieron origen a la crisis financiera del año 2001. A partir de la devaluación de la moneda en el año 2002, todas las empresas endeudadas se vieron perjudicadas; no obstante, el Estado intervino en su favor gracias a la pesificación asimétrica .

Después del año 2002, dada la devaluación del tipo de cambio en paralelo con el aumento de los precios de los *commodities*, los saldos exportables permitieron acumular divisas, lo que permitió el pago de obligaciones tanto públicas como privadas. Los gobiernos kirchneristas llevaron a cabo reestructuraciones de la deuda en los años 2005 y 2010, y cancelaron sus compromisos con el FMI. Como resultado, al final del ciclo de gobiernos kirchneristas, el stock de deuda externa, tanto pública como privada, se encontraba en valores mínimos [Kennedy y Sánchez, 2019].

En este período, el sector privado emprendió un proceso de reestructuración de su deuda y desendeudamiento. La salida de la convertibilidad encareció significativamente el endeudamiento, lo que limitó la obtención de nuevos créditos. Al mismo tiempo, ciertos sectores concentrados del capital contaban con la solidez financiera necesaria para financiar sus inversiones a partir de sus propias ganancias, impulsadas por su rápido aumento tras la devaluación de la moneda [Santarcángelo y Perrone, 2012]. Sin embargo, algunos sectores continuaron adquiriendo deuda externa, principalmente debido a su actividad vinculada al comercio exterior, destacándose entre estos el complejo oleaginoso y el sector minero.

El ciclo de aumento en los precios de los *commodities* llegó a su fin tras la crisis internacional y la desaceleración de las economías del sudeste asiático. A partir del año 2012, la restricción externa de la economía argentina se agravó debido a las crecientes salidas de divisas. Esto se tradujo en nuevas regulaciones cambiarias y financieras, especialmente para las empresas. Desde febrero de 2012, se establecieron límites al acceso a divisas para las empresas, tanto para transferencias al exterior como para importaciones. Como resultado, Argentina enfrentó dificultades para acceder al sistema de crédito internacional. Con el objetivo de aliviar la presión externa, el Estado nacional buscó una solución negociada para la deuda no reestructurada en default, lo que desencadenó conflictos judiciales con los *holdouts*. El propósito consistía en regresar al mercado de capitales para obtener financiamiento.

Producto de la restricción externa, a partir del año 2012 comenzó a producirse el despegue del sector petrolero gracias a la puesta en marcha del proyecto productivo de Vaca Muerta. Desde entonces, el gobierno necesitaba recursos financieros que atenuaran el faltante de divisas, priorizando el impulso de la producción nacional de hidrocarburos con el objetivo de disminuir las importaciones sectoriales. Fue en este contexto que los préstamos extranjeros

comenzaron a ganar relevancia en el sector, especialmente tras el acuerdo entre YPF y Chevron.

Con el cambio de signo político a cargo del Estado nacional en diciembre de 2015, uno de los aspectos de política económica que sufrió modificaciones más drásticas fue el referido a las regulaciones de la cuenta capital. La desregulación financiera llevada adelante en los primeros meses de gestión del gobierno encabezado por Mauricio Macri, provocó la entrada de capitales extranjeros al país, especialmente en forma de inversión de cartera y de deuda [Keneddy y Sánchez, 2019; Juncos, 2021]. La política exterior de la nueva gestión entendía que el país se encontraba “aislado del mundo” y que se presentaban bajos ratios de endeudamiento externo. Es entonces que se desencadena el tercer ciclo de endeudamiento externo tanto público como privado en Argentina.

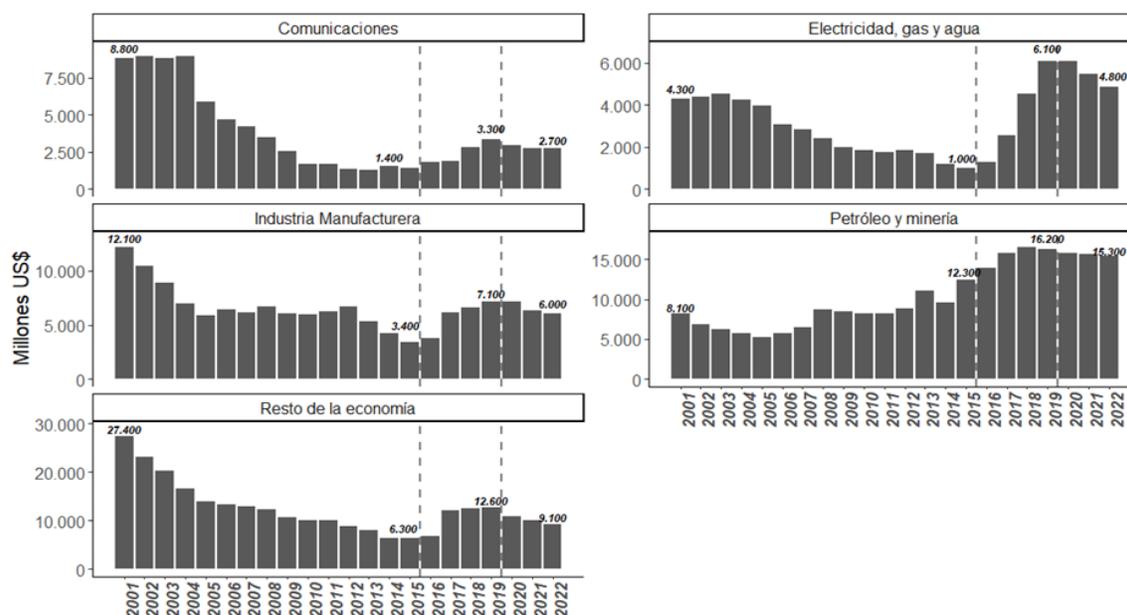
De ahora en adelante, focalizándonos en el endeudamiento privado, este ciclo se caracterizó por ser de gran magnitud y rapidez. El *stock* de deuda externa privada pasó en solo dos años de US\$ 27,549 millones en diciembre de 2016 a US\$ 43,042 millones en diciembre 2018. Un rasgo particular de este nuevo proceso de endeudamiento consistió en la importancia que adquirieron los títulos de deuda emitidos por las firmas, los cuales explicaron el 85% del incremento del stock de deuda externa privada (US\$ 13,176 millones sobre un total de US\$ 15,493 millones). De hecho, a diciembre de 2018, los títulos de deuda se constituyeron en el principal componente de la deuda externa de las firmas representando el 61 % del *stock*. Para que se dimensione la novedad del asunto en términos comparativos, estos representaban el 31 % de los pasivos externos en el año 2001 (destacándose en ese momento los préstamos financieros).

Es importante destacar que, tras la crisis financiera global de 2008, en lo que se conoce como la “segunda fase de liquidez global” [Shin, 2014], las bajas tasas de interés en los países centrales llevaron a los capitales financieros internacionales a buscar rendimientos más altos en los países emergentes. En este contexto,

el mercado de bonos corporativos y las emisiones de firmas no financieras de estos países desempeñaron un papel preponderante, concentrándose en industrias extractivistas como la energía [Karacimen y Rabinovich, s.f.]. Las firmas de América Latina tuvieron un papel destacado en esta dinámica; aunque la región no fue la que mayor monto de emisión de bonos registró, sí mostró el mayor dinamismo [Perez Artica, Rabinovich y Zeolla, s.f.; de Camino, Perez Caldentey y Vera, 2023].

En este marco, el endeudamiento privado externo en Argentina se insertó en este proceso global, aunque en un período más acotado. Más específicamente, la emisión de bonos corporativos de las firmas argentinas comenzó tardíamente en comparación al resto de los países emergentes y se agotó rápidamente.

Figura 1: Evolución del stock de deuda financiera externa privada, en millones de dólares por sectores de actividad 2001-2022.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del relevamiento de Activos y Pasivos externos del BCRA.

Sin embargo, a pesar de haberse producido una masiva llegada de capitales, el endeudamiento solamente involucró a unas pocas empresas y sectores. En particular, las inversiones de YPF-Chevron en el sector petrolero habían despejado el riesgo exploratorio de

Vaca Muerta, como consecuencia, posibilitaron el incremento de inversiones netamente privadas financiadas con endeudamiento externo como fue el caso de la empresa Tecpetrol. Al sector petrolero se le sumaron nuevos sectores en lo que respecta al proceso de toma de deudas. Tras los aumentos de tarifas, los sectores de precios regulados tales como electricidad, gas y agua y telecomunicaciones, mejoraron sus precios relativos, lo que permitió que se apalanquen con préstamos apoyados en sus beneficios extraordinarios. Parte de este financiamiento fue destinado a profundizar la centralización y concentración del capital mediante la compra-venta de empresas ya existentes. Por otra parte, si bien la industria manufacturera en general se vio fuertemente perjudicada por las políticas de apertura y la baja del consumo interno, un cúmulo reducido de empresas vinculadas al comercio externo obtuvo una rentabilidad extraordinaria a partir de la quita de retenciones y la devaluación de la moneda. En consecuencia, ramas de la industria manufacturera vinculadas al procesamiento de alimentos y sus derivados aumentaron notoriamente el flujo de pasivos en moneda extranjera.

La toma de endeudamiento con acreedores externos del sector privado no financiero alcanzó los US\$ 25,252 millones en el período 2016-2019, de los cuales egresaron en cancelaciones unos US\$ 7,869 millones². En particular las grandes empresas vinculadas a las telecomunicaciones, electricidad, gas y agua, ciertas ramas de la industria manufacturera y petróleo y minería concentraron estos flujos durante el período. Estamos hablando que dichos sectores explicaron un flujo de toma de endeudamiento externo por US\$ 20,034 millones de dólares y US\$ 5,380 millones de dólares en vencimientos.

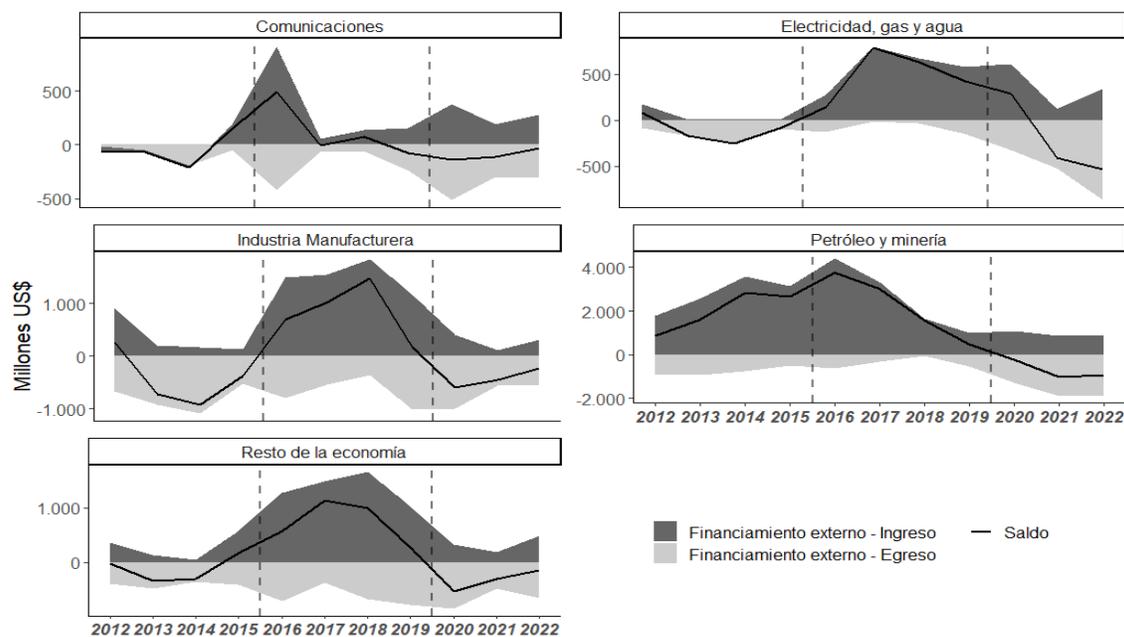
Es importante destacar que una gran parte del financiamiento externo adquirido no fue cancelado durante el mismo período, lo

² En el período 2012-2015, los flujos de préstamos extranjeros a sectores privados no financieros alcanzaron los US\$ 14,508 millones y los egresos en US\$ 8,342 millones.

que ha llevado a un aumento en los niveles de endeudamiento. Este hecho sugiere que el endeudamiento no fue asumido con la intención de ser amortizado en el corto plazo, lo que indica que los fondos obtenidos estuvieron destinados a la adquisición de activos que a priori no resultan ser líquidos.

Por otro lado, debemos destacar que no todo préstamo en moneda dura proviene del exterior. En este punto, las entidades financieras locales incrementaron fuertemente sus créditos en moneda extranjera en este período. En el período 2016-2019 se produjeron préstamos por US\$ 25,193 millones provenientes de entidades locales y vencimientos por US\$ 32,355 millones³. Aquí es importante resaltar que no sólo los mencionados sectores explicaron tal dinamismo sino también el resto de la economía privada no financiera fue partícipe de tal dinamismo.

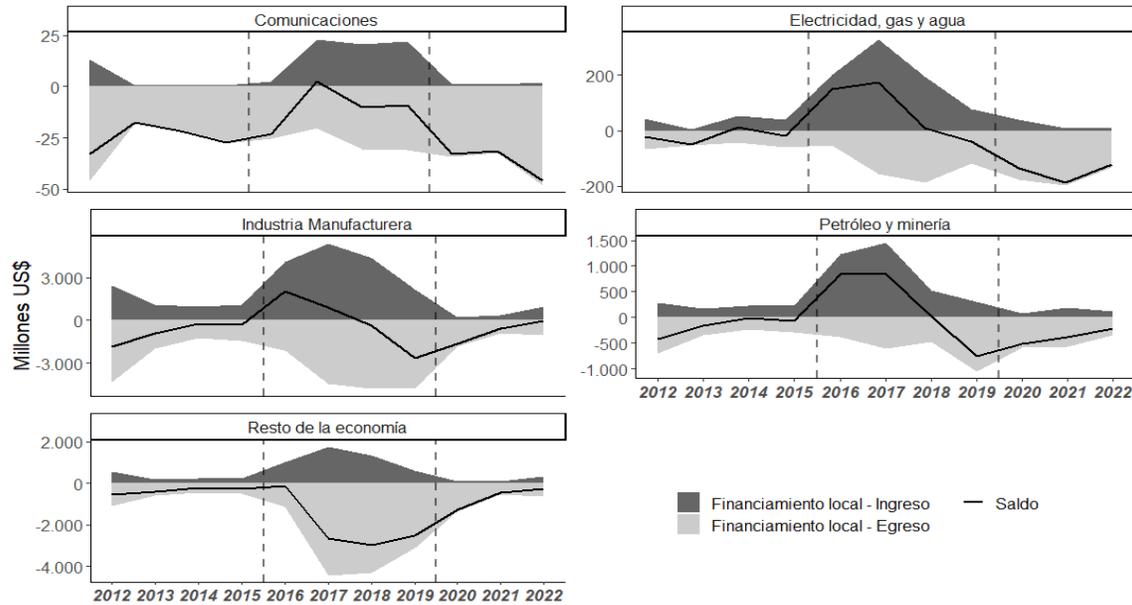
Figura 2: Financiamiento en dólares otorgado por no residentes (deuda externa), ingreso, egreso y saldo. Sectores seleccionados. 2012-2022.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del balance cambiario del BCRA.

³ En el período 2012-2015, los flujos de préstamos de entidades financieras locales en moneda dura a sectores privados no financieros totalizaron los US\$ 7,859 millones y los egresos alcanzaron los US\$ 13,254 millones.

Figura 3: Financiamiento en dólares otorgado por entidades financieras locales, en millones de US\$, ingreso, egreso y su saldo. Sectores seleccionados. 2012-2022.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del balance cambiario del BCRA.

En lo que respecta al financiamiento proveniente de entidades financieras locales, muchos de los préstamos se realizaron en el corto plazo dado que las amortizaciones resultaron ser significativas en el mismo período en que estos fueron desembolsados. Por ejemplo, el resto de la economía no financiera canceló gran parte de sus vencimientos, incluso sin haber experimentado ingresos significativos (tampoco en los años previos). La industria manufacturera (y en específico la subrama perteneciente a alimentos y derivados) se destacó como uno de los sectores que mayores flujos de préstamos ha recibido provenientes de entidades financieras locales en moneda extranjera. Por poner un ejemplo relevante, la empresa del agronegocio Vicentin entró en default en el año 2019 debido al fuerte endeudamiento en moneda dura que había adquirido a partir de líneas de créditos tanto con la banca local como extranjera.

A diferencia de los préstamos provenientes del exterior, aquellos préstamos de entidades locales en moneda dura fueron adquiridos

con vencimientos a corto plazo. Este hecho sugiere a priori que estos fueron destinados a la adquisición de activos altamente líquidos, ya sean inversiones financieras como en capital de trabajo, entre otros. Desde ya existen ciertas excepciones a tal hipótesis dado que como se visualiza, los sectores tales como los de petróleo y minería mantuvieron una maduración holgada en sus vencimientos.

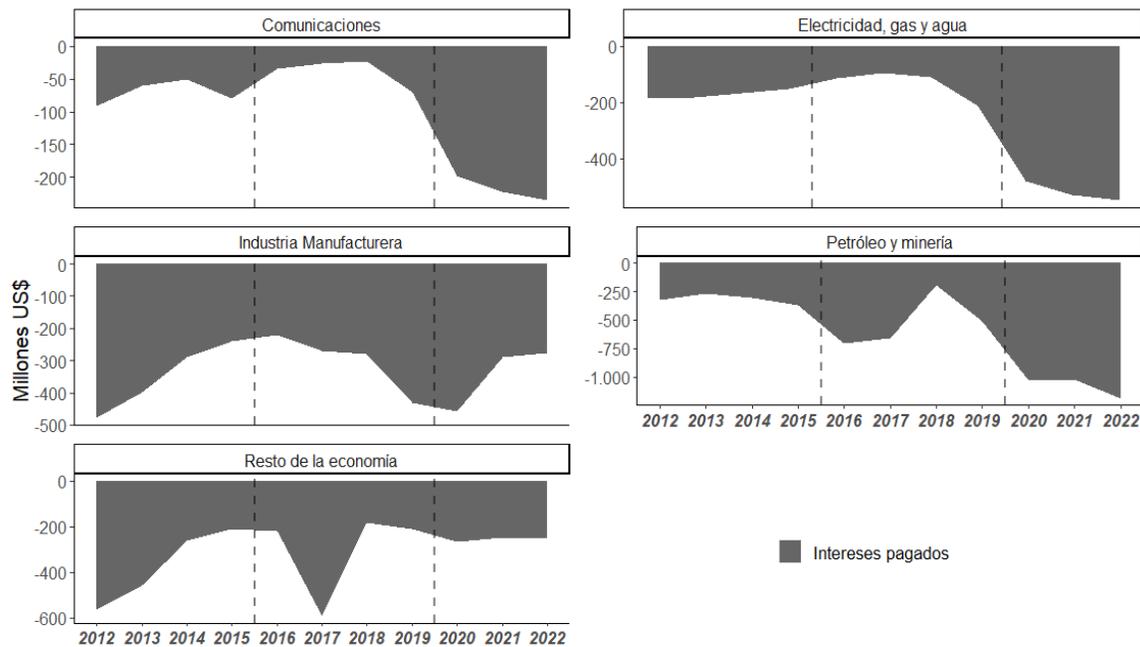
Es relevante destacar que, durante los años 2018-2019, el flujo de financiamiento proveniente tanto del extranjero como de entidades locales disminuyó en intensidad debido a la crisis financiera que se avecinaba tras la falta de solvencia del endeudamiento público. A partir de entonces y más propiamente desde el año 2020 comenzó un período donde se impusieron las amortizaciones.

El período comprendido entre 2020 y 2023 podría caracterizarse por un contexto macroeconómico en el que Argentina careció de acceso a los mercados internacionales de crédito y se reintrodujeron controles cambiarios estrictos. Ante este escenario, la deuda externa comenzó a disminuir ligeramente. En comparación con el pico de endeudamiento de US\$ 45,502 millones en diciembre de 2019, el saldo de la deuda externa privada se redujo en más de US\$ 7,500 millones de dólares para junio de 2023. La mayor parte de esta disminución ocurrió entre 2020 y 2022, lo que generó una elevada demanda de divisas que ejerció presión sobre el mercado cambiario. En respuesta, el BCRA permitió a las grandes empresas cancelar deudas en moneda extranjera, sin embargo, implementó medidas regulatorias cambiarias para facilitar la reestructuración de pasivos y extender los plazos de vencimiento. Entre las políticas cambiarias se incluyeron tanto restricciones al pago de deudas entre empresas vinculadas como así también, la obligación de refinanciar al menos el 60 % de los vencimientos de deuda a un plazo promedio mínimo de dos años⁴.

⁴ La comunicación A7106 del BCRA del 15 de septiembre de 2020, garantizó a las compañías el acceso a divisas para abonar únicamente el 40% de lo adeudado en el exterior, por lo que el resto tendría que reestructurarse.

Es importante mencionar también que a consecuencia del proceso de endeudamiento, el pago de intereses en moneda dura creció significativamente. Como podemos ver, en los sectores de comunicación, electricidad, gas y agua, industria manufacturera y petróleo y minería, los pagos de intereses crecieron con fuerza en el período 2020-2022.

Figura 4: Intereses pagados en moneda extranjera. Sectores seleccionados. 2012-2022.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del balance cambiario del BCRA.

En resumen, durante el período 2016-2019, se inició el tercer ciclo de endeudamiento externo en el país, en el cual el sector privado desempeñó un papel crucial. Es destacable que gran parte de este endeudamiento se llevó a cabo mediante la emisión de títulos corporativos, constituyéndose en una novedad para este período, además de evidenciar una marcada concentración en la toma de deuda. Este endeudamiento se vio apalancado por ganancias extraordinarias que obtuvieron unos pocos sectores vinculados a su inserción internacional, así también, gracias a regulaciones favorables otorgadas al gran capital. Este proceso de endeudamiento fue notable tanto en su magnitud como en su rapidez; en tan solo

dos años, surgieron señales de una crisis financiera, y para 2018-2019 se restringió el acceso a fondos. A partir de 2020, el panorama se caracterizó por un predominio de las amortizaciones en moneda extranjera, lo que, junto con los pagos de intereses, resultó en una importante salida de divisas en un contexto de agudización de la restricción externa.

3. El endeudamiento corporativo en moneda extranjera durante 2015-2022: análisis a nivel de firma

3.1 La emisión de títulos corporativos

Como se ha mencionado previamente, durante el periodo de Cambiemos, el aumento en el endeudamiento externo del sector privado no financiero se sustentó principalmente a través de la emisión de títulos nominados en moneda extranjera. De acuerdo con los datos proporcionados por la Comisión Nacional de Valores, la emisión alcanzó la cifra de US\$ 15,549 millones durante el periodo mencionado. Es relevante señalar que una parte considerable de este endeudamiento estuvo concentrado por un reducido grupo de empresas, mayoritariamente controladas por capitales privados nacionales (a excepción de YPF) [Bona; Manzanelli y Basualdo, 2023].

En los años previos a 2015, la emisión de títulos había sido explicada principalmente por la participación de YPF, especialmente a partir del mencionado financiamiento del desarrollo productivo de Vaca Muerta. Sin embargo, con la llegada del gobierno de Cambiemos, el endeudamiento se diversificó hacia otras empresas. Dentro del sector energético, se destacó la participación tanto del *upstream*, como de la generación de electricidad y el transporte de gas a través de empresas como AES Argentina Generación S.A., Genneia (familia Brito), Generación Mediterránea S.A. (perteneciente al grupo Albanesi), YPF Energía Eléctrica S.A., Pan American Energy -PAE- (asociación entre CNOOC, familia Bulgheroni y British Petroleum), Vista, Tecpetrol (perteneciente al grupo Techint), Capex, Pampa Energía (asociación

del empresario Mindlin) y su empresa de transporte de gas (Transportadora Gas del Sur).

A este panorama se suman las emisiones de deuda realizadas por empresas en otros sectores, como la empresa agropecuaria Cresud y la firma de bienes raíces IRSA, perteneciente al grupo Elsztain. En el sector de las comunicaciones, las mayores emisiones fueron explicadas por Telecom/Cablevisión (grupo Clarín). Por otro lado, en el sector de Aeropuertos, se destaca la participación del grupo Eurnekian (Aeropuertos 2000). Asimismo, en el ámbito de la industria manufacturera, resalta la emisión de deuda por parte de Aluar (grupo Madanes), Arcor (familia Pagani) y la empresa estadounidense John Deere. Finalmente, el sistema bancario se destacó con emisiones de pasivos a partir de bancos de capitales locales, como es el caso de Banco Macro (familia Brito) y el Banco Hipotecario (asociación entre Elsztain y el Estado argentino).

Los flujos de endeudamiento experimentaron un notable auge durante los años 2016-2017, evidenciando un crecimiento significativo. Sin embargo, tras desencadenarse la crisis de solvencia por parte del gobierno nacional, el ingreso de divisas por endeudamiento sufrió una marcada contracción en los años 2018-2019. Es innegable que tales dinámicas tan abruptas conllevan inestabilidad macroeconómica, especialmente debido a la entrada volátil de dólares.

Otro elemento que destacar comprende la tasa de interés de las emisiones dado que estas se ubican en niveles relativamente altos dado el riesgo general de default que posee el país. Desde ya, si bien las tasas de interés de las emisiones de empresas privadas se encuentran acorde a emisiones de deuda realizadas por parte del Estado nacional, cabe resaltar que este ciclo de endeudamiento no se sustentó en una relajación significativa de las condiciones de rentabilidad financiera. Dicho esto, se visualiza que en los años 2017-2018 algunos sectores lograron emitir a tasas por debajo del promedio, sin embargo, una vez desatada la crisis en el frente externo, los requisitos financieros se tornaron severos por lo que en

los siguientes años no sólo se retaceo el financiamiento sino que las tasas de interés subieron considerablemente. Cabe destacar que el destino de estos fondos deberá obtener una rentabilidad aún mayor de la acordada en las emisiones ya que de otra manera, los pagos de intereses presionarán sobre las finanzas de las empresas productivas.

En segundo lugar, el vencimiento de las emisiones permite conocer el plazo de financiamiento. En general se piensa que cuanto mayor sea el mismo, más holgada se encontrará la empresa deudora en ver florecer los resultados de sus inversiones. Como podemos ver, en los años 2016-2017 las emisiones se hicieron con un vencimiento amplio entre 6 y 10 años. En consecuencia, aquí se tiene un elemento de discusión en el sentido que las condiciones de financiamiento se relajaron y permitieron extender el plazo de vencimiento. Sin embargo, nuevamente, una vez desatada la crisis en el frente externo, el plazo de financiamiento se fue reduciendo a 5 años para las emisiones realizadas en los años 2018-2019 e incluso a 4 años en el periodo 2020-2022. Este hecho invita a pensar que los acreedores recrudescieron sus condiciones de acuerdo al contexto.

Por otro lado, ante la escasez de dólares, desde 2020 en adelante se implementó la reestructuración de la deuda del sector privado a partir de la aplicación de la mencionada Comunicación “A” 7.106 BCRA, marcando el inicio de un periodo de canje de pasivos⁵. Como consecuencia, disminuyeron considerablemente las emisiones de deuda, alcanzando los US\$ 415 millones en 2022 en caso de que se excluyan aquellas emisiones derivadas de la reestructuración de deuda. Es por ello que es crucial destacar que los ciclos de endeudamiento tan pronunciados conllevan una posterior restricción de ciertas fuentes de financiamiento.

⁵ Dicha reglamentación rigió para aquellas firmas que poseían vencimientos en Obligaciones Negociables mayores a un millón de dólares al mes, desde el 15 de Octubre al 31 de marzo 2021.

En efecto, una parte sustancial de la deuda denominada en moneda extranjera se vio obligada a ser renegociada con el objetivo de disipar los vencimientos a lo largo del tiempo. Durante el periodo 2020-2022, se sometieron a canje alrededor de US\$ 5,378 millones, de los cuales aproximadamente US\$ 4,969 millones corresponden a deuda emitida entre 2016 y 2019⁶. Esto implicó que un 31.95 % del endeudamiento bajo la emisión de títulos durante dicho lapso fuera objeto de canje y reestructuración. En su gran mayoría, la renegociación de la deuda a través del canje puso en consideración el vencimiento sin alterar en gran medida el capital ni los intereses. Por lo tanto, estas nuevas emisiones bajo canje presentaron vencimientos escalonados entre 2025 y 2033, aunque desde ya ciertas emisiones contemplan un cronograma periódico en su amortización.

En este último punto se debería mencionar que las negociaciones resultaron fructíferas en términos de la restricción externa ya que como se puede visualizar, el vencimiento de las obligaciones negociables que entraron a canje, posee un horizonte temporal más extenso en su maduración en comparación a aquellas emitidas en el periodo 2020-2022 que no se encuentran vinculadas al proceso de reestructuración. En conclusión, se logró extender los plazos de vencimientos de manera de despejar vencimientos en el corto plazo.

Las empresas que debieron reestructurar terminaron siendo aquellas que más deuda habían emitido en el periodo 2016-2019. De esta forma, las firmas que resultaron ser las ganadoras a partir del proceso de endeudamiento en la etapa del gobierno de Cambiemos, tuvieron que reestructurar su deuda, y por lo tanto, esta vía de financiamiento pasó a estar relativamente vetada en los años posteriores. Dentro de las empresas que reestructuraron su deuda a través del canje nos encontramos a un puñado muy reducido

⁶ Para conocer cuáles emisiones se encontraban sujetas a canje de deuda, fue necesario consultar las memorias y las notas de los balances contables de todas las empresas que han emitido deuda en el periodo señalado.

perteneciente a los sectores de generación de electricidad (Generación Mediterránea, Central Térmica Roca, Genneia), aeropuertos (Aeropuertos 2000), bienes raíces y del sector agropecuario (Cresud y IRSA), comunicaciones (Telecom), del sector *upstream* de hidrocarburos (Pampa Energía, YPF, Pan American Energy, Vista), y por último, producción de alimentos (Arcor).

Uno de los sectores más afectados por la reestructuración fue el de hidrocarburos, destacándose la participación significativa de la empresa YPF, realizando una reestructuración de pasivos por un monto total de US\$ 2.099 millones en el año 2021. En esta oportunidad, se llevaron a cabo intercambios por nuevos títulos sin aplicar quita alguna, otorgando un periodo de gracia hasta el 31 de diciembre de 2022, y estableciendo tasas de interés entre el 7 % y el 9 %, con fechas de vencimiento distribuidas en 2026, 2029 y 2033. Le siguieron en importancia Aeropuertos 2000 con canjes por US\$ 640 millones, el grupo Elsztain (por medio de Banco Hipotecario, IRSA y Cresud) con una reestructuración de deuda por 474 millones, el grupo Brito a través de Genneia con canjes por 397 millones, Telecom por 388 millones, etcétera.

En resumen, un número muy reducido de firmas emitió títulos en moneda dura en el período 2016-2019. Una vez desatada la crisis financiera, las condiciones de financiamiento se recrudecieron, sumado a ello, se debieron llevar a cabo un largo proceso de renegociación y canje de deuda de una parte importante de los pasivos emitidos en dicho período. Esto permite inferir que dicho nivel de endeudamiento no resultó ser compatible con la restricción externa que presenta la economía argentina, planteando serios problemas a futuro.

Cuadro 1. Emisión de títulos corporativos en dólares por sectores económicos, en millones US\$ (2015-2022)

Principales empresas		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
Emisión de deuda	Generación de energía	AES, Genneia, Albanesi	39	391	801	1,302	641	318	95	217
	Hydrocarburos	YPF, PAE, Vista, Tecpetrol, Pamp	2,263	2,033	3,300	105	1,048	634	321	68
	Bienes raíces	IRSA	58	550	410	48	182	80	-	-
	Industria Manufacturera	Arcor, Aluar, Jhon Deere	-	659	425	74	296	346	148	-
	Comunicaciones	Telecom	-	578	-	-	400	-	-	-
	Agropecuario	Cresud	88	6	146	213	102	57	73	24
	Aeropuertos	Aeropuertos 2000	-	-	400	-	-	-	-	-
	Bancos	Hipotecario, Macro	215	804	435	77	25	-	9	-
	Otros		-	5	5	5	84	8	-	105
	Total		2,662	5,027	5,922	1,824	2,777	1,443	645	415
Emisión por canje	Generación de energía	Genneia, Albanesi	-	-	-	-	-	61	707	-
	Hydrocarburos	YPF, Pampa Energía	-	-	-	-	196	2,099	438	-
	Bienes raíces	IRSA	-	-	-	-	119	-	171	-
	Comunicaciones	Telecom	-	-	-	-	389	-	-	-
	Agropecuario	Cresud	-	-	-	-	36	-	71	-
	Aeropuertos	Aropuestos 2000	-	-	-	-	306	273	62	-
	Bancos	Hipotecario	-	-	-	-	78	-	-	-
	Industria Manufacturera	Arcor	-	-	-	-	-	-	372	-
	Total		-	-	-	-	-	1,185	3,079	1,114

Fuente: elaboración propia, CNV.

Cuadro 2. Emisión de títulos corporativos en dólares por sectores económicos, según la tasa de interés de la emisión, en porcentaje (2015-2022)

		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Emisión de deuda	Energía	3,2%	9,3%	8,4%	7,2%	10,5%	12,0%	9,4%	8,9%
	Hydrocarburos	8,3%	8,4%	6,8%	9,7%	8,3%	8,0%	9,0%	5,2%
	Bienes raíces	8,5%	8,2%	6,8%	8,8%	10,0%	8,4%		
	Industria Manufacturera	0,0%	7,3%	6,9%	6,5%	8,2%	9,4%	10,1%	
	Comunicaciones		6,3%			8,0%			
	Agropecuario	3,9%	8,5%	6,4%	7,6%	10,4%	8,5%	8,0%	5,5%
	Aeropuertos			6,9%					
	Bancos	9,2%	7,8%	20,7%	6,5%	5,6%		7,0%	
	Otros	0,0%	7,0%	7,0%	10,4%	10,4%			
Promedio ponderado por año	8,1%	8,0%	8,0%	7,4%	8,8%	9,2%	9,2%	6,1%	
Emisión por canje	Energía						12,6%	9,1%	
	Hydrocarburos						9,5%	8,4%	8,7%
	Bienes raíces						10,0%		8,8%
	Comunicaciones						8,5%		
	Agropecuario						9,0%		8,0%
	Aeropuertos						9,4%		9,5%
	Bancos						9,8%	8,5%	
	Industria Manufacturera								8,3%
Promedio ponderado por año						9,4%	8,6%	8,5%	

Fuente: elaboración propia, CNV.

Cuadro 3. Emisión de títulos corporativos en dólares por sectores económicos, según los años de vencimiento de la emisión (2015-2022)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
Emisión de deuda	Energía	3,6	6,5	5,7	6,5	5,3	3,6	2,0	2,3
	Hidrocarburos	8,5	5,7	13,5	3,9	8,4	4,7	5,7	2,0
	Bienes raíces	6,0	5,6	6,7	1,7	1,5	5,9		
	Industria Manufacturera		6,3	5,2	2,3	4,1	3,6	4,3	12,5
	Comunicaciones		4,6			7,0			
	Agropecuario	2,6	2,0	2,8	3,6	2,0	1,3	2,6	3,0
	Aeropuertos			10,0					
	Bancos	4,8	9,0	4,0	1,0	1,2		2,0	2,0
	Otros		10,0	9,2	2,4	2,4			
	Promedio ponderado	7,9	6,3	10,2	5,4	5,4	4,1	4,5	4,2
Emisión por canje	Energía					1,7	5,9		
	Hidrocarburos					5,0	8,6	3,7	
	Bienes raíces					2,3		6,0	
	Comunicaciones					5,0			
	Agropecuario					2,0		4,0	
	Aeropuertos					7,0	10,0	6,0	
	Bancos					5,0			
	Industria Manufacturera							5,0	
	Promedio ponderado						5,0	8,1	4,6

Fuente: elaboración propia, CNV.

3.2 Estados contables de firmas seleccionadas: el endeudamiento en moneda extranjera y sus usos.

En esta sección se examinarán datos extraídos directamente de los Estados Contables de YPF, Telecom, Tecpetrol y Pampa Energía. Estas empresas han sido seleccionadas debido a su relevancia en términos del volumen de sus obligaciones en moneda dura.

En los casos de YPF y Telecom, sus respectivos pasivos totales en dólares se incrementaron US\$ 2.200 y US\$ 3.233 millones entre 2016 y 2019. Por su parte, Tecpetrol y Pampa Energía, presentaron entre 2015 y 2018 un incremento de su stock de obligaciones en dólares por US\$ 1.276 y US\$ 1.999 millones respectivamente. Así, en el período 2016-2018/19, estas empresas incrementaron el stock de pasivos en moneda dura en más de US\$ 8.700 millones.

Otro aspecto por destacar resulta ser el rápido agotamiento de este ciclo de endeudamiento. Para mediados de 2019, el acceso a los mercados internacionales estaba prácticamente cerrado para las

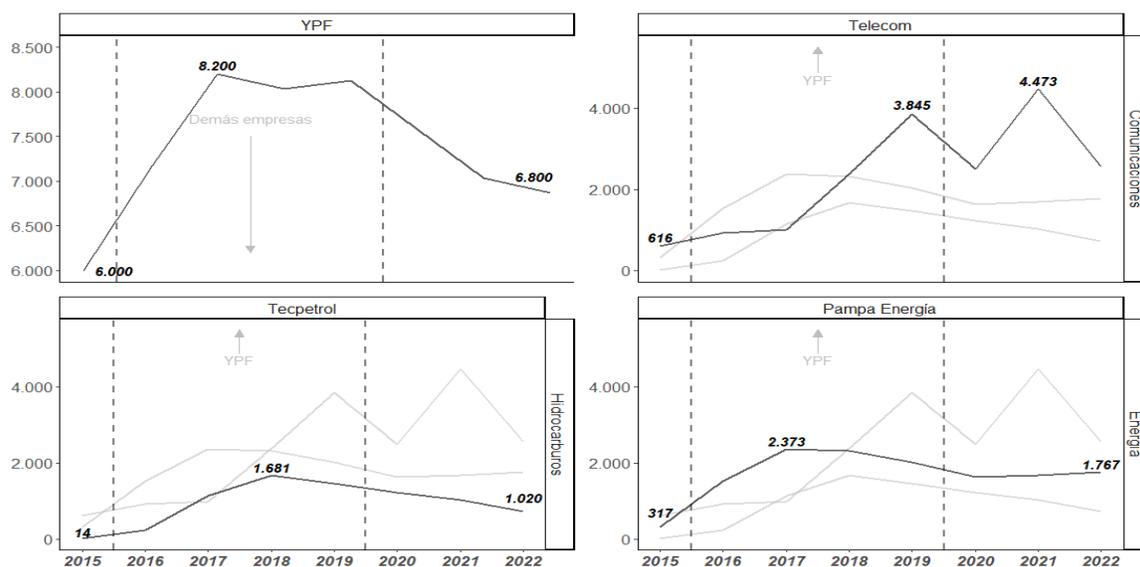
mencionadas empresas: YPF, Tecpetrol y Pampa Energía alcanzaron su máximo nivel de pasivos externos antes de 2020. Telecom resulta ser una excepción, ya que su pico de endeudamiento externo se produjo en 2021, aunque rápidamente fue disminuido.

A partir de 2020, se produjo un proceso de desendeudamiento por parte de las mencionadas firmas lo que implicó una salida de capitales en el período, profundizando así la restricción externa. La magnitud de dichos pagos de deuda se observa en el cambio en el *stock* de los pasivos financieros. Por ejemplo, el *stock* de deuda en dólares de YPF resultó ser US\$ 1.252 millones menor que su respectivo pico. Lo propio ocurrió en los casos de Telecom, Tecpetrol y Pampa Energía por montos de US\$ 1.910 millones, US\$ 958 millones y US\$ 606 millones, respectivamente. Sumando a las mencionadas compañías, el desendeudamiento, que se dio mayormente a partir de 2022, totalizó una reducción del *stock* de más de US\$ 4.900 millones. Por lo tanto, podríamos catalogar a tal proceso como de desendeudamiento parcial dado que si bien hubo una reducción en el *stock*, este resulta ser aún superior al del año 2015.

Por último, es importante recordar que este uso de fondos externos vía endeudamiento trae aparejado el pago de intereses. Estos últimos fueron realmente significativos en el período para las firmas seleccionadas, evidenciando que el capital financiero se apropió de parte de las ganancias productivas generadas por las empresas. Destacan los casos de YPF y Pampa Energía quienes pagaron en promedio entre 2015 y 2022 el 27 % de su EBITDA en concepto de intereses e incluso con picos de casi 60 % en 2016 y 2020, respectivamente. Un guarismo menor pero aún relevante, promediando el 20% del EBITDA de Tecpetrol durante 2015-2022 y del 6% del de Telecom. De esta forma, una parte considerable de la ganancia productiva terminó siendo capturada por el sistema financiero internacional gracias a las elevadas tasas de interés que abonaron las compañías en este período.

La figura 5 presenta la evolución de los pasivos totales en dólares para las firmas seleccionadas, evidenciando el uso del endeudamiento en dólares como manera de obtener fondos.

Figura 5. Evolución de los pasivos totales en dólares, 2015-2022, firmas seleccionadas.



Fuente: Elaboración propia en base a estados contables obtenidos de CNV:

Por otra parte, es pertinente cuestionar el destino de este financiamiento. Con este propósito, se examinó el endeudamiento neto (representado como la diferencia entre la toma de deuda y el pago de deuda) en conjunto con la necesidad de financiamiento (reflejada a partir de la diferencia entre las inversiones productivas y el flujo neto de efectivo). Estas variables proporcionan información crucial que permite entender si las empresas han empleado el endeudamiento con fines productivos o si, por el contrario, la toma de deudas ha tenido otros propósitos. La existencia de necesidad de endeudamiento se reflejará a partir de un valor positivo de esta variable, lo que indicará que los recursos disponibles de la respectiva empresa no resultan ser suficientes para cubrir las inversiones productivas, en caso contrario, no habría necesidad de tomar pasivos para financiar dichas inversiones. Por otro lado, la toma de deuda neta será positiva cuando el endeudamiento exceda las respectivas amortizaciones, caso contrario, estaremos frente a un proceso de desendeudamiento.

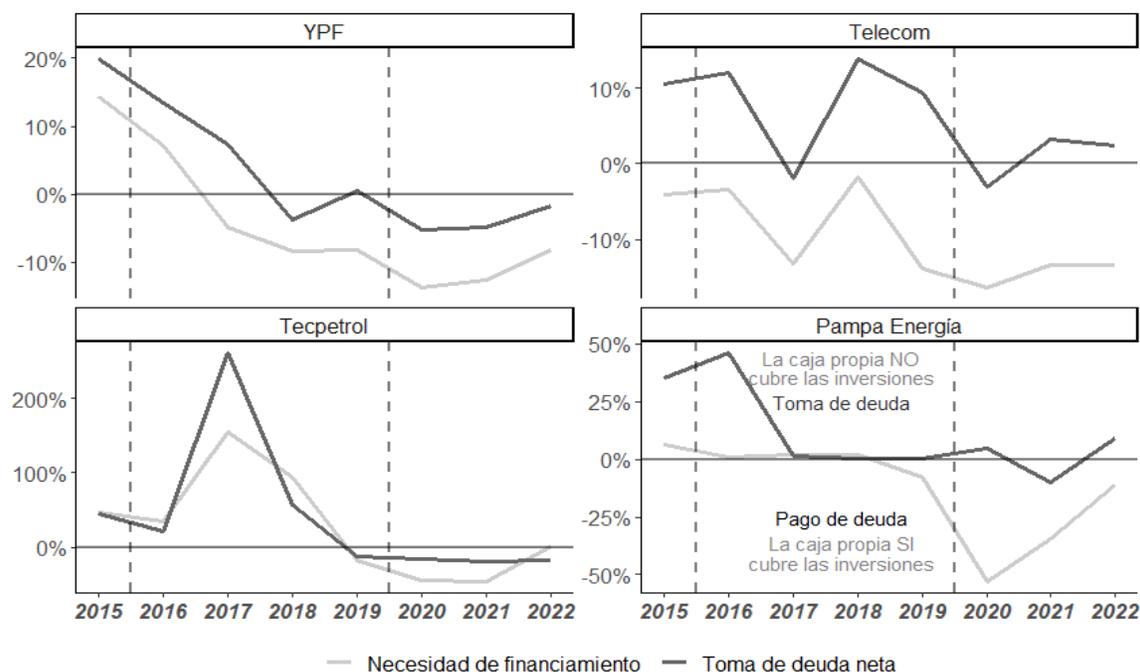
Un aspecto relevante es que, efectivamente, la necesidad de financiamiento y el endeudamiento neto de las empresas siguen una tendencia similar durante la mayor parte del período. Esto sugiere que en gran medida, la toma de deudas estuvo motivada por las inversiones productivas. Sin embargo, es crucial señalar algunas excepciones.

En primer lugar, a pesar de lo mencionado, la toma de deuda neta se encuentra por encima de la necesidad de financiamiento en prácticamente todos los casos. Esto significa que parte del endeudamiento que obtienen las firmas fue destinado hacia fines no productivos. Por ejemplo, en el caso de Telecom su necesidad de financiamiento resulta ser negativa durante todo el período, esto indica que la firma entre 2015 y 2022 podría haber cubierto la inversión productiva con su propio flujo de caja. A su vez, se trata de la empresa que mayor diferencia relativa presenta entre su necesidad de financiamiento y el endeudamiento neto.

Por su parte Tecpetrol incrementó su necesidad de financiamiento en los años 2017-2018 fruto de sus inversiones productivas en Vaca Muerta. En particular, esta compañía presenta un elevado monto de "sobreendeudamiento" en 2017 por encima de sus necesidades. En tanto, lo propio ocurrió en el año 2016 en el caso de Pampa Energía debido a que gran parte de su financiamiento fue destinado a la compra de Petrobras Argentina.

Para ahondar en los posibles usos alternativos a la inversión productiva de los fondos de las firmas, se analiza de manera conjunta la evolución de la inversión productiva y los usos de fondos en destinos no productivos (dividendos, inversiones permanentes, inversiones financieras, aumento de efectivo) ambas variables expresadas en relación a las ventas.

Figura 6. Evolución de necesidad de financiamiento y toma de deuda neta sobre ventas, 2015-2022, firmas seleccionadas.



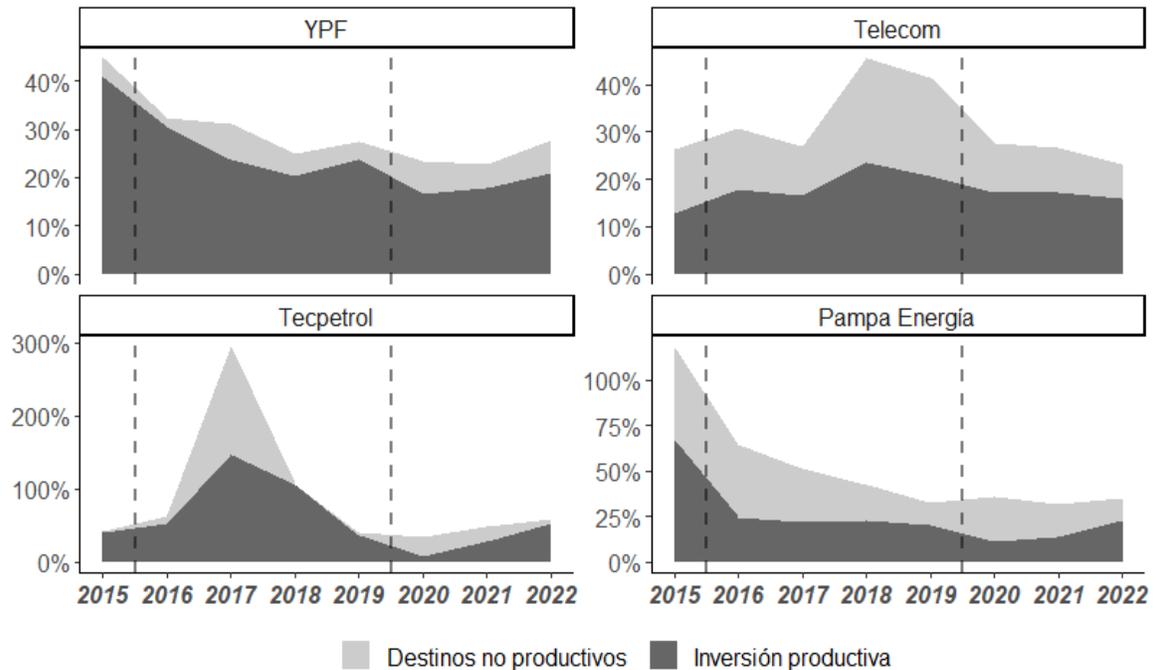
Fuente: Elaboración propia en base a estados contables obtenidos de CNV.

En primer lugar, es necesario distinguir a YPF del resto de las compañías debido a que esta presenta un destino no productivo relativamente reducido. Esto implica que gran parte del financiamiento se dirigió hacia las inversiones productivas. Sin embargo, ha acumulado cierta liquidez en los últimos años analizados, destacándose especialmente las inversiones financieras. Por otro lado, Telecom exhibió un componente significativo de destinos no productivos, principalmente en inversiones financieras, permanentes y en la distribución de dividendos. Respecto a Tecpetrol, solo en el año 2017 se observa un incremento en su componente de destinos no productivos, explicado por la creación de un fondo fiduciario en el extranjero a cargo de una empresa relacionada, el cual fue utilizado posteriormente para financiar inversiones productivas en el año 2018. Por último, en el caso de Pampa Energía, se mantuvieron niveles elevados de destinos no productivos, incluso superiores a la inversión productiva. Entre sus principales destinos no productivos se destacan las inversiones

permanentes y financieras, como compra de empresas ya existentes, bonos y recompra de acciones propias.

Como se puede observar, en ciertas firmas la caída en el acceso al financiamiento redujo las inversiones productivas por lo que estas resultaron ser dependientes al arribo del capital financiero. En consecuencia, al finalizar el ciclo de endeudamiento estas terminaron invirtiendo menos en términos relativos que al comienzo, habiendo adquirido un elevado nivel de endeudamiento en el transcurso de dicho proceso.

Figura 7. Evolución de la inversión productiva y destinos no productivos, 2015-2022, firmas seleccionadas.



Fuente: Elaboración propia en base a estados contables obtenidos de CNV.

En resumen, el análisis de los estados contables de las firmas permitió constatar que efectivamente el acceso a los mercados internacionales de crédito afectó las estrategias de las empresas. Por un lado, se observó que sistemáticamente el endeudamiento neto se encuentra por encima de la necesidad de financiamiento, lo que abre la posibilidad del destino de fondos a usos no productivos. Por otro lado, el carácter cíclico y de corto plazo que caracteriza el

endeudamiento empresarial argentino terminó atentando contra las posibilidades de un desarrollo sostenible en las capacidades productivas.

4- Reflexiones finales

Tras la crisis del 2008, los capitales financieros internacionales buscaron rendimientos más altos, encontrando en los países emergentes uno de sus principales destinos. Estos capitales llegaron tardíamente a la economía argentina y se retiraron rápidamente. Esta situación generó un nuevo ciclo de endeudamiento caracterizado por su alta volatilidad, debido a la magnitud y velocidad de los flujos y reflujos de capital. Estas dinámicas amenazaron directamente la sostenibilidad necesaria para el financiamiento del desarrollo. Por ende, este artículo se propuso analizar el impacto del financiamiento en moneda extranjera dirigido al sector privado no financiero en el desarrollo económico de Argentina entre 2015 y 2022.

Como resultado a este fenómeno, se produjo una crisis financiera que se reflejó en una creciente inestabilidad cambiaria, lo que elevó aún más las tasas de interés, empeorando las finanzas corporativas ante los súbitos cambios macroeconómicos. En consecuencia, a partir de 2020, las amortizaciones en moneda extranjera predominaron junto con los pagos de intereses, lo que significó una elevada sangría de divisas, agravando la restricción externa de la economía.

Es fundamental resaltar que el análisis reveló una notable concentración sectorial en la obtención de financiamiento. Dicho financiamiento estuvo apalancado sobre aumentos en las ganancias de las grandes empresas gracias a la especial inserción internacional de ciertos sectores económicos como a los cambios en los precios relativos tras profundas modificaciones en las regulaciones gubernamentales a favor del gran capital.

A su vez, una porción significativa del endeudamiento se canalizó a través de la emisión de títulos corporativos. Este endeudamiento no implicó una reducción de la rentabilidad financiera, lo que significa que las elevadas tasas de interés significaron una pesada carga para el capital productivo. En consecuencia, una parte importante de las ganancias generadas por las empresas no son retenidas por estas, sino que a posteriori resultan ser captadas por el sistema financiero internacional en forma de intereses.

Por otro lado, este rápido endeudamiento no soportó la restricción externa de la economía, como resultado, en años posteriores a la toma de deuda se tuvieron que realizar canjes con la finalidad de aplazar los vencimientos. Por lo tanto, esta fuente de financiamiento quedó vetada para ser aprovechada en un futuro cercano.

Finalmente, tras un análisis exhaustivo de ciertas empresas seleccionadas que mostraron un alto nivel de endeudamiento durante el período, se observaron diversas dinámicas. Por un lado, este ciclo de financiamiento se tradujo en un proceso de endeudamiento poco sostenible y que terminó perjudicando el devenir de la inversión productiva en el largo plazo. En otras palabras, el acceso a los mercados internacionales de crédito y su posterior cierre impactaron negativamente en la evolución de la inversión productiva. Asimismo, se ha constatado que parte de los fondos se destinaron a usos no productivos, como inversiones permanentes, financieras, distribución de dividendos, entre otros.

En resumen, el ciclo de endeudamiento estuvo en consonancia con las dinámicas de financiarización a nivel global, lo que resultó perjudicial y nocivo para el desarrollo económico, especialmente en una economía que enfrenta un serio problema de restricción externa.

Referencias

- ARCEO, E., 2011. *El largo camino a la crisis*. Buenos Aires: Cara o Ceca.
- BASUALDO, E., 2020. *Endeudar y fugar: Un análisis de la historia económica argentina, desde Martínez de Hoz hasta Macri*. S.l.: Siglo XXI editores. ISBN 987-629-799-6.
- BASUALDO, E., MANZANELLI, P. y BONA, L., 2023. *Una aproximación al endeudamiento externo de las grandes empresas*. . S.l.: CIFRA-CTA. Documentos de Trabajo, 19.
- BASUALDO, E.M., 2006. *Estudios de historia económica argentina: desde mediados del siglo XX a la actualidad*.
- BÉRTOLA, L. y OCAMPO, J.A., 2010. *Desarrollo, vaivenes y desigualdad: Una historia económica de América Latina desde la independencia*. S.l.: Cepal.
- BRENTA, N., 2021. *Historia de la deuda externa argentina: De Martínez de Hoz a Macri*. S.l.: Capital intelectual. ISBN 987-614-640-8.
- BRUNO, V. y SHIN, H.S., 2017. Global dollar credit and carry trades: a firm-level analysis. *The Review of Financial Studies*, Vol. 30, No. 3
- BURACHIK, G.M., 2010. Extranjerización de grandes empresas en Argentina. *Problemas del Desarrollo*, vol. 41, no. 160,
- CANTAMUTTO, F. y WAINER, A., 2013. Economía política de la convertibilidad: Disputa de intereses y cambio de régimen. *Capital Intelectual*. Buenos Aires: s.n.
- CEPAL, 2018. Los desafíos de América Latina y el Caribe con respecto al financiamiento para el desarrollo en el contexto de la Agenda 2030. [en línea]. *Libros y documentos institucionales*. S.l.: CEPAL. Disponible en: <https://www.cepal.org/es/publicaciones/43445-challenges-facing-latin-america-and-caribbean-regarding-financing-2030-agenda>.
- DAVIS, L., DE SOUZA, J., KIM, Y.K. y RELLA, G., 2023. What are firms borrowing for? The role of financial assets. *Economic Modelling*, vol. 125,
- DE CAMINO, Claudia; CALDENTEY, Esteban Pérez; VERA, Cecilia, 2023. Non-financial corporations as financial intermediaries and their macroeconomic implications: an empirical analysis for Latin America. En *Foreign Exchange Constraint and Developing Economies*. Edward Elgar Publishing. p. 71-98.

- DEMIR, F., 2007. The rise of rentier capitalism and the financialization of real sectors in developing countries. *Review of Radical Political Economics*, Vol. 39, No. 3.
- DUMÉNIL, G. y LEVY, D., 2016. The crisis of neoliberalism. *Handbook of Neoliberalism*. S.l.: Routledge, pp. 550-562.
- FANELLI, J.M., ALBRIEU, R., BECKZUK, R., PIRES DE SOUZA, F.E. y CARDIM DE CARVALHO, F.J., 2008. *MERCOSUR: integración y profundización de los mercados financieros*. S.l.: Red Mercosur, Montevideo, UY. ISBN 9974-7992-1-X.
- GAGGERO, J., RÚA, M. y GAGGERO, A., 2013. Fuga de capitales III. Argentina [2002-2012]. *Magnitudes, evolución, políticas públicas y cuestiones fiscales relevantes*. S.l.: CEFID-AR. Documentos de Trabajo, 52.
- INFORME SOBRE EL COMERCIO Y EL DESARROLLO, 2015. En: ISBN 978-92-1-112845-1 [en línea], 2015. S.l.: UNITED NATIONS PUBLICATIONS. Disponible en: https://unctad.org/system/files/official-document/tdr2015_es.pdf.
- JUNCOS, I., 2021. La dimensión internacional de la financierización subordinada: El caso argentino. *Revista de Economía Política de Buenos Aires*, No. 22
- KARACIMEN, E. y RABINOVICH, J., 2024. *From Domestic Power to International Subordination: The Uses and Impact of Corporate Bond Issuance in Emerging Capitalist Economies*.
- KENNEDY, D. y SÁNCHEZ, M.A., 2019. Drenaje de divisas y endeudamiento público externo. El balance de pagos argentino. 1992-2018. *Realidad Económica*, Vol. 48, No. 322
- MINSKY, H.P. y KAUFMAN, H., 2008. *Stabilizing an unstable economy*. S.l.: McGraw-Hill New York. vol. 1.
- OCAMPO, J.A., STALLINGS, B., BUSTILLO, I., VELLOSO, H. y FRENKEL, R., 2014. *La crisis latinoamericana de la deuda desde la perspectiva histórica*. S.l.: Cepal. ISBN 92-1-221123-2.
- PEREZ ARTICA, R., RABINOVICH, J. y ZEOLLA, N.H., 2024. *Beyond Carry-Trading: New Insights into the Motives of Foreign-Denominated Bond Issuances by Latin American Firms*.
- SANTARCÁNGELO, J.E. y PERRONE, G., 2012. La cúpula empresarial e industrial en Argentina durante la Postconvertibilidad:

- transformaciones, rentabilidad y empleo. *Análisis económico*, Vol. 27, No. 64
- SCHORR, M. y WAINER, A., 2018. La financiarización del capital: estrategias de acumulación de las grandes empresas en Argentina, Brasil, Francia y Estados Unidos. S.l.: Futuro Anterior.
- SHIN, H.S., 2014. *The second phase of global liquidity and its impact on emerging economies. Volatile Capital Flows in Korea: Current Policies and Future Responses*. S.l.: Springer, pp. 247-257.
- THIRLWALL, A.P., 1979. The balance of payments constraint as an explanation of international growth rate differences. *BNL Quarterly Review*, Vol. 32, No. 128
- UNCTAD, 2013. *World Investment Report 2013: Global Value Chains: Investment and Trade for Development*. New York and Geneva: UNITED NATIONS.
- WAINER, A., 2021. Una nueva “década perdida” en la Argentina y su crónica crisis en el balance de pagos. *Cuadernos de Economía Crítica*, Vol. 7, No. 14
- ZÍCARI, J., 2020. *Camino al colapso: Cómo llegamos los argentinos al 2001*. S.l.: Ediciones Continente. ISBN 950-754-641-3.

Recibido 27 de mayo 2024

Aceptado 24 de octubre 2024