

# **LA DEUDA EXTERNA PRIVADA EN LA ARGENTINA (1991-2005). TRAYECTORIA, NATURALEZA Y PROTAGONISTAS\***

**EDUARDO M. BASUALDO, CECILIA NAHON  
Y HUGO J. NOCHTEFF\*\***

## **Introducción**

Entre 1991 y 2001 la deuda externa privada se multiplicó por siete en la Argentina y alcanzó los 61.338 millones de dólares, el 41% del endeudamiento externo total del país. Su relevancia no sólo creció en términos cuantitativos sino que, durante la vigencia del régimen de Convertibilidad, la deuda externa privada –y en particular la correspondiente al sector privado no financiero– determinó los ritmos y las modalidades del conjunto de la deuda externa, a partir de subordinar a la deuda contraída por el Estado. Se trató de un proceso en el que el endeudamiento externo público, al proponerse sostener la Convertibilidad y el equilibrio del sector externo, quedó supeditado a la lógica impuesta por el endeudamiento del sector privado que estaba, mayormente, en función de la obtención de renta financiera que finalmente se transfería al exterior. Por esa razón, la deuda privada también fue central en la definición de las dimensiones de la fuga de capitales locales, que constituyó el principal flujo de salida de divisas durante el período. Esta dinámica implicó un desmesurado endeudamiento del sector público y una significativa merma en la formación de capital local.

Con posterioridad al desplome de la Convertibilidad y la devaluación de la moneda nacional en el año 2002, la deuda externa privada revirtió su tendencia expansiva. Entre 2002 y 2005, el endeudamiento de las firmas privadas con el exterior se redujo a una tasa anual acumulada negativa de 8,6% y alcanzó los 48.331

\* Este artículo fue realizado en el marco del proyecto "Deuda externa e integración económica internacional de la Argentina. 1990-2004" (SECYT-BID 1201/OC-AR PIC 2003 N° 14.072) en el Área de Economía y Tecnología de la FLACSO.

\*\* Investigadores del Área de Economía y Tecnología de la Facultad Latinoamericana de Ciencias Sociales (FLACSO) (Ayacucho 551, Ciudad Autónoma de Buenos Aires / C1026AAC / 5238-9300, int. 384 / Fax: 4375-1373 / E-mail: <econo@flacso.org.ar>). Eduardo M. Basualdo y Hugo Nochteff son investigadores del CONICET y Cecilia Nahón es profesora de la Universidad Nacional de Quilmes y becaria doctoral del CONICET.

millones de dólares, el registro más bajo en los últimos diez años. Esta contracción, sin embargo, no alcanzó para reducir el peso de los pasivos privados en el total de la deuda externa argentina, ya que la deuda pública también disminuyó significativamente. En 2005 la deuda del conjunto del sector privado aún representaba el 43% del total del endeudamiento externo del país.

A pesar de la relevancia del proceso de endeudamiento privado en la Argentina, es llamativa la inexistencia de estudios exhaustivos sobre esta materia. Si bien la información oficial al respecto constituye un aporte sustancial, exhibe un nivel de agregación que no permite analizar detalladamente la trayectoria de los diversos instrumentos que componen la deuda privada y, menos aún, la identidad de las empresas que recurrieron a este tipo de endeudamiento. Al respecto, este trabajo se propone aportar elementos para paliar esta falencia mediante el análisis desagregado de la trayectoria de la deuda externa privada, específicamente de la contraída por el sector privado no financiero, entre 1991 y 2005. De esta manera, muchas caracterizaciones que eran hipótesis acerca de su comportamiento se convierten en comprobaciones empíricas, lo cual implica un cambio cualitativo en el conocimiento. Para ello, ha sido necesario complementar las estadísticas oficiales disponibles con un relevamiento propio de la información consignada en los estados contables y financieros de las principales firmas del país y la provista por informantes calificados. Esta investigación permitió elaborar una base de datos inédita con la evolución de las diferentes modalidades del endeudamiento privado entre 1991 y 1999 para más de 350 grandes empresas<sup>1</sup>. Para los años 2000 a 2005 se ha recurrido mayormente a las estadísticas oficiales en la materia<sup>2</sup>.

En este marco, en la primera sección se analizan los elementos centrales de la trayectoria del endeudamiento privado durante la década del noventa y se realiza una caracterización de la dinámica y la vinculación del endeudamiento privado con el endeudamiento público y la valorización financiera en este período. A continuación, en la sección dos, se aborda de manera específica la evolución de la deuda externa del sector privado no financiero entre 1991 y 1999 a partir de la información proporcionada por la base de datos. Se analiza la evolución de la deuda en títulos, por una parte, y la deuda directa, por otra. En cada caso se discute el grado de concentración exhibido por este endeudamiento, su distribución entre los diversos tipos de empresas que lo protagonizan y su relación con el ciclo económico. En la

<sup>1</sup> La base de datos está compuesta por 5.510 operaciones que llevaron a cabo 363 firmas no financieras entre 1991 y 1999, para las cuales se computaron un total de 177 variables (entre otras el tipo de operación, la fecha de colocación, el inicio del primero y último pago, el tipo de amortización, el valor de la cuota de capital, la tasa de interés del cupón, etcétera). En total se trata de una base de datos que contiene 209.274 registros que comprometen 60.333 millones de dólares debido a operaciones de endeudamiento en títulos, de deuda directa de corto plazo y de obligaciones de mediano y largo plazo. Para más precisiones, en el Área de Economía y Tecnología de la FLACSO ([www.flacso.org.ar/economia](http://www.flacso.org.ar/economia)) se encuentra disponible la base de datos y un informe metodológico (Informe Técnico sobre la composición de las bases de datos de la Deuda Externa Privada Argentina, 2005).

<sup>2</sup> Las principales fuentes oficiales de información han sido las "Estimaciones Trimestrales del balance de pagos" elaboradas periódicamente por la Dirección Nacional de Cuentas Internacionales (DNCI) del Ministerio de Economía (que abarcan la etapa 1992-2004) y los "Informes sobre la evolución de la deuda externa del sector privado" publicados desde el año 2002 por el Banco Central de la República Argentina (BCRA). Asimismo, se utilizaron las secciones sobre deuda corporativa de la "Síntesis Económica Financiera Semanal" de la Fundación Capital publicados en los años 2002, 2003 y 2004.

CUADRO 1  
Evolución del *stock* de deuda externa y tasas anuales acumulativas  
de crecimiento, 1991-2001

(En millones de dólares corrientes y porcentajes)

	Deuda externa total	Sector público		Sector privado		Sector Privado No Financiero**		Sector Privado Financiero	
		Millones de dólares	% del total	Millones de dólares	% del total	Millones de dólares	% del total	Millones de dólares	% del total
1991	61.944	52.739	85	9.205	15	4.131	7	5.074	8
1992	63.949	50.678	79	13.271	21	6.751	11	6.520	10
1993	73.651	53.606	73	20.046	27	11.164	15	8.882	12
1994	87.524	61.268	70	26.257	30	15.457	18	10.800	12
1995	101.462	67.192	66	34.271	34	20.519	20	13.752	14
1996	114.423	74.113	65	40.310	35	24.650	22	15.660	14
1997	129.964	74.912	58	55.052	42	34.463	27	20.589	16
1998	147.634	83.111	56	64.523	44	42.217	29	22.306	15
1999	152.563	84.750	56	67.813	44	44.185	29	23.628	15
2000	155.015	84.936	55	70.079	45	45.303	29	24.776	16
2001*	149.248	87.911	59	61.338	41	44.615	30	16.723	11
T.a.a.c. 91-01	9,2%	5,2%		20,9%		26,9%		12,7%	
T.a.a.c. 91-95	13,1%	6,2%		38,9%		49,3%		28,3%	
T.a.a.c. 95-98	13,3%	7,3%		23,5%		27,2%		17,5%	
T.a.a.c. 98-01	0,4%	1,9%		-1,7%		1,9%		-9,2%	

\* Se consideran los datos originales de deuda privada publicados por la Dirección Nacional de Cuentas Internacionales (DNCI).

\*\* Esta serie incluye una estimación propia de la deuda con empresas vinculadas (matrices y filiales) para los años 1991 a 1993, en que no se cuenta con información oficial.

Fuente: Elaboración propia sobre la base de la información de la DNCI (Ministerio de Economía).

tercera sección, se aborda el derrotero seguido por el endeudamiento del sector privado no financiero en los años posteriores al estallido de la Convertibilidad (2002-2005). El comportamiento de la deuda privada en un contexto de devaluación cambiaria, pesificación y cesación de pagos, primero, y crecimiento con tipo de cambio alto, después, evidencia marcadas diferencias con la etapa anterior. Allí se discuten las estrategias de las grandes firmas en el período y la evolución de la deuda privada durante estos años. Se cierra el trabajo con una visión general sobre el endeudamiento externo público y privado entre 1991 y 2005.

## 1. Trayectoria y naturaleza de la deuda externa privada durante la Convertibilidad (1991-2001)

A fines de 1991, la deuda externa privada ascendía a 9.205 millones de dólares (Cuadro N° 1). Este volumen de endeudamiento era sumamente reducido en términos relativos (15% del total) y se encontraba muy por debajo del pico histórico alcan-

zado al final de la dictadura militar<sup>3</sup>. La razón principal de este nivel de endeudamiento se encuentra en que entonces ya se había consumado la transferencia al Estado nacional de buena parte de la deuda externa privada vigente en 1981 a través de los regímenes de seguro de cambio iniciados bajo la dictadura militar y continuados por el ulterior gobierno democrático.

La recomposición de la situación patrimonial del sector privado en los primeros años de la década del noventa permitió que éste se encontrara en condiciones óptimas para reanudar un nuevo ciclo de endeudamiento con el exterior. Para que ello fuera posible esta situación debía confluir con un conjunto de condiciones propicias en el entorno financiero internacional y en las políticas macroeconómicas locales, condición que se materializó en esa década. Por una parte, se experimentó entonces un nuevo giro en el financiamiento internacional que, otra vez, comenzó a fluir en generosas cantidades hacia las economías periféricas, especialmente hacia las más grandes, que devinieron rápidamente en atractivos "mercados emergentes". A su vez, en el plano local, ya desde 1990 se habían puesto en marcha las primeras modificaciones tendientes a impulsar el nuevo ciclo financiero, como fue el caso de la denominada Reforma del Estado –que refería básicamente a la privatización de las empresas públicas– y la desregulación de la economía –que incluyó la liberalización de la cuenta capital del balance de pagos<sup>4</sup>. Las reformas en curso se completaron en 1992, cuando se concretó el ingreso de la Argentina al Plan Brady. Esta negociación permitió consumir la retirada de los bancos transnacionales como los principales acreedores de la región latinoamericana y, con ello, abrió la posibilidad al sector privado –y también al sector público– de acceder nuevamente al financiamiento internacional, especialmente mediante la colocación de títulos externos.

Ante esta situación no resulta sorprendente que el sector privado –fundamentalmente las firmas pertenecientes a la cúpula empresaria– fuera de allí en más el de mayor dinamismo en términos del endeudamiento externo<sup>5</sup>. Las series del Cuadro N° 1 indican que a pesar de que la deuda externa total aumentó significativamente entre 1991 y 2001 (a una tasa anual acumulativa del 9,2%) superando largamente cualquier variable de la economía real, la expansión de la deuda externa correspondiente al sector privado más que la duplicó, al crecer al 20,9% anual acumulativo. Esta dinámica generó un incremento sistemático en la participación del endeudamiento externo privado en el *stock* de deuda total, tendencia que se interrumpió únicamente en 2001, el último año de vigencia de la Convertibilidad.

Los diferentes ritmos del endeudamiento externo del sector público y privado no expresan procesos independientes sino estrechamente vinculados entre sí, ya que la dinámica estatal estuvo férreamente subordinada a la del sector más concentrado del capital. Esta relación se confirma al observar que los flujos de endeuda-

<sup>3</sup> En el año 1981, por ejemplo, y luego de cuatro años de expansión a una tasa anual acumulativa de casi el 22%, la deuda externa privada había trepado a 15.640 millones de dólares y representaba el 44% de la deuda externa total (Basualdo, 2006).

<sup>4</sup> La transferencia de las ex empresas estatales al sector privado con tan sólo el 25% de su deuda externa (el 75% restante fue traspasado al Tesoro Nacional) fue otra política que favoreció la sólida situación patrimonial de los privados hacia inicios de la década (Forcinito y Nahón, 2005).

<sup>5</sup> La cúpula empresaria está conformada por las 200 empresas de mayor facturación del país. Se recomienda ver Basualdo (2006) para un análisis exhaustivo de su evolución en la década del noventa.

miento público y privado describieron una trayectoria inversa en la década del noventa: en los años de vigorosa expansión económica (1991-1994, 1997-1998) el endeudamiento privado aventajó cómodamente a la contratación de deuda pública, mientras que en las fases de crisis o recesión económica (1995 y 1999-2001) el volumen de endeudamiento estatal llevó la delantera, consolidando gradualmente su papel como proveedor neto de moneda extranjera<sup>6</sup>. Esta trayectoria de tipo espejo es aún más elocuente si se consideran los saldos netos de divisas por sector económico que surgen del conjunto del balance de pagos (DNCl, 2005). Allí se observa que el endeudamiento público fue crucial para asegurar la provisión de las divisas necesarias para solventar el déficit externo del sector privado y constituir la reserva de divisas que requería el régimen convertible para su desenvolvimiento. En efecto, todas las evidencias disponibles indican que el sector privado fue deficitario en el sector externo a pesar del cuantioso financiamiento internacional recibido (endeudamiento externo y también inversión extranjera directa), debido al peso del déficit comercial, los intereses y dividendos y, especialmente, la fuga de capitales al exterior en su saldo de divisas<sup>7</sup>.

Ciertamente, la deuda externa –y especialmente la deuda privada– cumplió un papel decisivo durante la Convertibilidad, porque el núcleo central de este patrón de acumulación estuvo basado en la valorización financiera que realizó el capital concentrado local (es decir, los grupos económicos y las grandes compañías extranjeras radicadas en el país). Específicamente, se trató de un proceso en el cual los sectores dominantes del capital contrajeron deuda externa para luego realizar con esos recursos colocaciones en activos financieros y/o activos productivos en el mercado interno para ser –una vez valorizados internamente gracias a las mayores tasas de interés y de ganancia vigentes en la economía argentina– fugados al exterior a un tipo de cambio atrasado, que funcionaba como seguro de cambio<sup>8</sup>. Este proceso se encuentra en el núcleo del circuito de ingreso de capitales, primero, y de salida, después, que acompañó la era de la Convertibilidad, ampliando las necesidades de divisas necesarias para garantizar el sostenimiento de la paridad convertible. El correlato de esta dinámica de funcionamiento de la economía local fue un desmesurado endeudamiento del sector público y una significativa merma en la formación de capital, cuya contrapartida fue la acumulación de activos privados fuera del país<sup>9</sup>.

<sup>6</sup> Esta relación se ve con nitidez al analizar los *flujos* de endeudamiento público y privado publicados en el balance de pagos, pero no se observa con igual claridad en la trayectoria del *stock* de deuda pública y privada, debido a la inconsistencia que reflejan las estadísticas oficiales en materia stock-flujo en el caso de la deuda externa pública.

<sup>7</sup> Ver Auditoría General de la Nación (1999), Basualdo (2003), Damill (2000) y FIDE (2000) para un análisis detenido de esta cuestión. En todos ellos, desde diferentes perspectivas, se demuestra que mientras el sector público contribuyó positivamente al resultado del balance de pagos, el sector privado lo hizo en forma negativa. De hecho, las estadísticas oficiales permiten comprobar que entre el año 1992 y el 2001, el sector público tuvo un superávit en el balance de pagos de 33.098 millones de dólares que permitió cubrir el déficit del sector privado (-26.070 millones de dólares) y aportar 7.028 millones de dólares a las reservas internacionales.

<sup>8</sup> Se sugiere ver los trabajos de Basualdo y Kulfas (2000) y Basualdo (2006) para una discusión en profundidad sobre el funcionamiento de la valorización financiera en la Argentina y, en particular, la relación entre el endeudamiento externo y la fuga de capitales en la década del noventa.

<sup>9</sup> Existe un argumento económico muy difundido que considera que la fuga de capitales en el marco de un proceso de endeudamiento externo no fragiliza financieramente al sector privado, ya que los activos externos permanecen en su hoja de balance. Desde esta perspectiva, esta dinámica no generaría un problema para el sector privado, ni para la economía local, en tanto la variación neta del endeudamiento no es positiva. Al respec-

En rigor, dentro del sector privado convivieron dos conjuntos de firmas cuyo comportamiento en términos de la deuda externa detenta continuidades y diferencias durante los noventa: las grandes empresas que actúan en la economía real y aquellas cuyas actividades se inscriben en el área de la circulación del excedente y, específicamente, en la actividad financiera. Si bien ambos sectores participaron de la valorización financiera sustentada en el endeudamiento externo, en el caso del sector privado no financiero este comportamiento fue acompañado por la utilización de una parte del endeudamiento externo para la financiación de la inversión y la formación de capital reproductivo. Más aún, la contratación de créditos externos fue la forma mayoritaria de financiamiento de nuevas inversiones de las firmas más grandes de la economía, ya que el nivel de reinversión de utilidades y aportes de capital fue sumamente acotado en esta etapa<sup>10</sup>. En el caso del endeudamiento externo del sector privado financiero tuvieron suma incidencia los recursos que dichas entidades tomaron en el exterior (mediante líneas de crédito otorgadas por otros bancos o depósitos realizados por las casas matrices) para otorgar créditos en el mercado interno. Esta cualidad influyó, también, en las características asumidas por la salida de capitales del sector financiero, ya que una parte relevante de los capitales fugados previamente operaron como depósitos que respaldaban o garantizaban las nuevas líneas de crédito.

Tal como se observa en el Cuadro N° 1, las entidades financieras concentraban una parte significativa de la deuda privada a principios del período analizado. Entre 1991 y 2001 su deuda externa creció nada menos que a una tasa del 12,7% anual acumulativo, pero la de las firmas no financieras más que la duplicó: alcanzó al 26,9% anual acumulativo. Como resultado, hacia fines de 2001 la deuda externa del sector privado no financiero había trepado a 44.615 millones de dólares, mientras que la deuda de las entidades financieras era de 16.723 millones.

En el marco de una tendencia de vertiginoso crecimiento, el pasivo de las firmas privadas no financieras atravesó por diferentes fases. La primera etapa, desplegada entre 1991 y 1995, fue contemporánea con la fase de expansión económica de los primeros años del régimen de Convertibilidad. El *stock* de obligaciones contraídas con el exterior registró una elevadísima tasa anual acumulativa de crecimiento

---

to, caben algunos comentarios. En primer lugar, esta perspectiva olvida que una parte significativa de las transferencias de recursos al exterior no están declarados y, por lo tanto, no figuran entre los activos de las firmas. En segundo lugar, aún los activos externos que forman parte de la contabilidad privada, no aportan a la oferta de divisas local ni, por tanto, al financiamiento del balance de pagos. En tercer término, los activos colocados fuera del país tampoco contribuyen a las finanzas públicas, ni a la formación de capital, ni al desarrollo productivo local, lo cual es la condición necesaria para que la economía nacional pueda generar de manera genuina los recursos necesarios para servir sus pasivos externos. Finalmente, no es menor el hecho de que mientras los activos colocados en el exterior forman parte del balance del sector privado, el endeudamiento externo generado para proveer las divisas necesarias para la fuga de capitales es de carácter público y, por tanto, multiplica los requerimientos de divisas del Estado nacional. En definitiva, es difícil sostener que la fuga de capitales no fragiliza la economía local bajo un argumento contable que no considera las problemáticas asociadas ni a las transferencias intersectoriales de divisas ni a la mengua en la formación de capital.

<sup>10</sup> Se destacan nitidamente en este sentido las firmas privatizadas más grandes de la economía argentina, que tuvieron entre 1992 y 2001 un coeficiente promedio de reinversión de utilidades de tan sólo el 18% (Forcinito y Nahón, 2005). Este dato, junto con otras evidencias disponibles, permiten concluir que las inversiones de capital realizadas por estas empresas -en la generalidad de los casos menores a los montos comprometidos- se financiaron mayormente con flujos de deuda externa (Azpiazu, 2005).

(49,3%) y, en menos de un lustro, se multiplicó por cuatro. En los primeros trimestres del año 1995 se registró un moderado estancamiento del endeudamiento privado, pero a fines de aquel año se inauguró un nuevo período expansivo que se prolongó hasta el año 1998: la tasa de crecimiento del *stock* de pasivos externos continuó siendo muy elevada pero más reducida que en la etapa anterior (27,2%). En algunos de estos años (1997 y 1998), los flujos de endeudamiento treparon a niveles inéditos, lo que generó acentuados saltos en el *stock* acumulado de deuda externa de las firmas no financieras. Estos picos anuales en el volumen absoluto de endeudamiento se corresponden con dos fenómenos estrechamente vinculados entre sí: la recuperación de la economía argentina (en aquellos años se retomó, aunque transitoriamente, un ritmo de crecimiento positivo del PIB) y la acentuación del proceso de extranjerización local (motivado especialmente por la venta de firmas nacionales, mayormente de servicios públicos privatizados, al capital extranjero). La tercera, y última, etapa recorrida por la deuda de las sociedades no financieras se solapa con la larga recesión de fines de la Convertibilidad (1998-2001), en que la deuda creció tímidamente, a una tasa anual del 1,9%. Esta fase combina un par de años de muy moderada expansión de la deuda externa privada (1999 y 2000) con el último año de la Convertibilidad (2001), en que el *stock* de deuda de las mencionadas firmas se redujo por primera vez en el decenio (-1,5%). En aquel año el sector privado se dedicó a cancelar anticipadamente su deuda externa con el propósito de ponerse a resguardo frente a la cada vez más probable devaluación de la moneda local<sup>11</sup>.

En pocas palabras, se observa que la trayectoria del endeudamiento externo del sector privado no financiero evidenció un marcado comportamiento pro cíclico durante la década del noventa, acelerándose en las fases de auge y moderando el ritmo en las fases recesivas. Secundariamente, también el arribo de inversión extranjera directa al país influyó sobre el volumen de endeudamiento, siendo un factor adicional que lo impulsó especialmente en las etapas expansivas. No obstante, como se mencionó, a pesar de las fluctuaciones experimentadas en el compás de expansión, el *stock* de deuda externa de las empresas no financieras registró una tendencia ascendente a lo largo de toda la etapa de análisis, que sólo se vio interrumpida en el año final de la Convertibilidad. En rigor, el endeudamiento externo del sector privado no financiero fue el núcleo de la deuda externa total en el conjunto de la década. Su notable intensidad superó largamente el comportamiento de los diferentes agregados económicos y fue decisiva en la generación de la burbuja financiera experimentada por la economía argentina en la década del noventa, en que la trayectoria de la deuda externa se defasó de todos los parámetros seguidos por la economía real. Más aún, la deuda contraída por estas firmas fue una pieza central en la determinación de las modalidades y los alcances del conjunto de la deuda externa argentina, logrando subordinar las obligaciones contraídas por el sector público a su propio ritmo y necesidades. En lo que sigue se analizan con mayor grado de detalle las características asumidas por este endeudamiento, los diferentes instrumentos utilizados y los tipos de empresas que protagonizaron el fenómeno.

<sup>11</sup> Esta tendencia contrasta con la evidenciada por el sector público que, al contrario, acrecentó un 3,5% su deuda externa en aquel año, especialmente a través de los sucesivos paquetes financieros de "rescate" otorgados por los organismos internacionales.

## 2. Composición y dinámica de la deuda externa del sector privado no financiero en la década del noventa

En el Cuadro N° 2 se sintetiza la evolución y la composición de la deuda externa de las empresas no financieras entre 1991 y 1999 según surge de la base de datos elaborada para la presente investigación. Esta información resulta altamente compatible con las series oficiales (el desvío no supera el 3%), lo que confirma el grado de confiabilidad del relevamiento realizado<sup>12</sup>. Sobre esta base, es posible extraer un conjunto de relevantes conclusiones acerca de la trayectoria de la deuda de las firmas privadas no financieras en el período de análisis.

En primer lugar, se observa que, así como su magnitud, la composición de la deuda externa de las mencionadas empresas también sufrió modificaciones importantes a lo largo de la década del noventa. Los dos rubros principales en que se clasifica esta deuda son la *deuda en títulos*, que involucra los títulos de deuda emitidos por las firmas locales en poder de no residentes, y la *deuda externa directa*, que reúne los préstamos otorgados por diversas instituciones no residentes a empresas locales. A inicios de la década del noventa, la deuda externa directa ascendía a 3.398 millones de dólares y concentraba el 89% del endeudamiento privado total. Como contrapartida, la deuda en títulos era sumamente reducida (433 millones) y representaba tan sólo el 11% de las obligaciones externas totales del sector. Esta situación se modificó sustancialmente durante la década, ya que la emisión de títulos por parte de las grandes firmas no financieras tuvo la tasa de crecimiento anual acumulativa más elevada (nada menos que del 58,7%), lo que la llevó a multiplicar por cuatro su presencia en el endeudamiento de las grandes firmas (concentraba el 42% del total hacia el final de la década)<sup>13</sup>. En cambio, la deuda directa redujo su presencia significativamente (cayó al 58% del total en 1999), aunque retuvo una posición mayoritaria durante todo el período.

La información expuesta en el Cuadro N° 2 también ilustra el grado de multiplicidad de instrumentos y acreedores que protagonizaron el endeudamiento externo a lo largo del período. Como se observa, la deuda en títulos se encuentra compuesta por tres tipos de instrumentos financieros: obligaciones negociables, bonos y papeles comerciales. En los tres casos se trata de títulos privados que se norman en la actualidad por el artículo 3° del Decreto 677/2001, que estableció formalmente la

<sup>12</sup> Las series estadísticas de la base de datos no sólo son compatibles con la información oficial en términos agregados, como se muestra en el Cuadro N° 2, sino también a nivel de cada componente de la deuda externa. En ambos casos se comparan las series excluyendo los préstamos de los organismos internacionales y de los bancos participantes (que en ciertos casos co-financian estos préstamos), debido a que la base de datos no contiene información sobre estos tipos de deuda. Esta exclusión no afecta los resultados generales de la investigación ya que el endeudamiento con los organismos internacionales y los bancos participantes representó tan sólo el 6% de la deuda total del sector privado no financiero en el promedio de la década (DNCI, 2005). No obstante, cabe aclarar que su importancia fue muy significativa para algunas empresas privatizadas y concesionarias de servicios públicos, como fue el caso de la empresa Aguas Argentinas, concesionaria del servicio de agua potable y saneamiento del Área Metropolitana de Buenos Aires entre 1993 y 2005. Ver los trabajos de Azpiazu y Schorr (2003) y Azpiazu y Forcinito (2004) para mayores referencias.

<sup>13</sup> Esta tendencia fue aún más marcada en el caso de la deuda externa pública, en que los títulos concentraron el 57% de la deuda total en 2001, cuando en 1991 sólo explicaban el 11% de este endeudamiento (DNCI, 2005). Desde luego, no se trató de un fenómeno exclusivo de la economía nacional, sino característico de los nuevos patrones de financiamiento prevalecientes en el nivel global.

CUADRO 2  
Evolución y composición del *stock* de deuda externa del sector privado  
no financiero, 1991-1999\*

(En millones de dólares corrientes y porcentajes)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
<b>1. Comparación deuda SPNF*</b>									
Datos oficiales**	3.790	6.302	10.545	14.447	19.247	22.728	32.508	40.412	41.687
Base de datos	3.831	6.150	10.412	14.452	19.846	23.075	33.371	40.503	41.399
Relación porcentual (base de datos/datos oficiales)	101%	98%	99%	100%	103%	102%	103%	100%	99%
<b>2. Composición base de datos</b>									
<b>2.1. Monto total</b>									
<i>(millones de dólares)</i>	<b>3.831</b>	<b>6.150</b>	<b>10.412</b>	<b>14.452</b>	<b>19.846</b>	<b>23.075</b>	<b>33.371</b>	<b>40.503</b>	<b>41.399</b>
Deuda en Títulos	433	1.630	4.851	6.490	8.006	8.760	14.023	17.616	17.419
Obligaciones Negociables	293	913	2.674	4.287	5.232	5.735	10.904	13.554	14.029
Bonos	115	292	1.299	1.680	2.203	2.694	2.637	3.539	2.988
Papeles comerciales	25	426	878	522	572	331	482	523	402
Deuda Directa	3.398	4.520	5.561	7.962	11.840	14.316	19.348	22.887	23.980
Bancos Comerciales	1.736	2.306	2.649	4.003	6.699	7.349	10.903	13.277	12.708
Casa Matriz o Filiales	607	977	1.226	1.541	2.092	3.645	4.648	5.177	6.671
Acreedores Oficiales	454	454	818	1.356	1.987	2.158	2.398	2.431	2.244
Proveedores y Otros	601	783	869	1.063	1.063	1.164	1.399	2.002	2.358
<b>2.2. Distribución</b>									
<i>porcentual (%)</i>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
Deuda en Títulos	11	27	47	45	40	38	42	43	42
Obligaciones Negociables	68	56	55	66	65	65	78	77	81
Bonos	27	18	27	26	28	31	19	20	17
Papeles comerciales	6	26	18	8	7	4	3	3	2
Deuda Directa	89	73	53	55	60	62	58	57	58
Bancos Comerciales	51	51	48	50	57	51	56	58	53
Casa Matriz o Filiales	18	22	22	19	18	25	24	23	28
Acreedores Oficiales	13	10	15	17	17	15	12	11	9
Proveedores y Otros	18	17	16	13	9	8	7	9	10

\* Las dos series expuestas excluyen los préstamos de los organismos internacionales y de los bancos participantes (que en ciertos casos cofinancian estos préstamos), debido a que la base de datos no contiene información sobre esa deuda.

\*\* Esta serie incluye una estimación propia de la deuda con empresas vinculadas (matrices y filiales) para los años 1991 a 1993, en que no se cuenta con información oficial.

Fuente: Elaboración propia sobre la base de información del Ministerio de Economía, la Comisión Nacional de Valores, el Área de Economía y Tecnología de la FLACSO y balances de las empresas.

“libertad de creación”, es decir, la posibilidad de cada persona jurídica de crear y emitir títulos para su negociación en mercados de valores en las condiciones que elija. Las obligaciones negociables fueron, sin duda, las dominantes durante todo el período. Se trata de una especie particular dentro del género de títulos de deuda privada, que cuentan con “autonomía legislativa” (leyes específicas que las regulan) y “reserva de denominación” (el título emitido debe encuadrarse de manera estricta en la legislación vigente para ser tipificado como una obligación negociable). El aspecto más atractivo de la regulación vigente es que las obligaciones negociables cuentan con un régimen impositivo diferenciado sumamente beneficioso<sup>14</sup>. Otra característica de estos títulos es que permiten la emisión en moneda extranjera, así como la suscripción y el cumplimiento de los servicios de renta y amortización en plazas del exterior. La legislación también establece que el egreso y reintegro de obligaciones negociables del país se puede efectuar libremente, sin cargo alguno. Estos elementos explican la supremacía de las obligaciones negociables al interior de los títulos, instrumento que concentró casi el 70% de las emisiones externas en el promedio de la década.

La deuda externa directa, en cambio, exhibió una distribución más equitativa entre los diversos acreedores involucrados. La deuda con bancos comerciales fue la dominante a lo largo del decenio (osciló entre el 48% y el 58% del endeudamiento directo), ya que si bien su importancia relativa en el total declinó a lo largo de los años estudiados, retuvo su posición mayoritaria al interior de la deuda directa. La deuda contraída por diversas firmas con sus respectivas casas matrices u otras subsidiarias fue la segunda en relevancia en los noventa (concentró en promedio el 22% del total de la deuda directa). Los rubros correspondientes a los acreedores oficiales y los proveedores y otros compartieron el tercer lugar (su participación promedio fue del 13% y 12% respectivamente en el endeudamiento directo) y experimentaron una tendencia decreciente en el período, perdiendo gradualmente relevancia en el total<sup>15</sup>.

En el marco de las tendencias generales mencionadas, los diferentes componentes de la deuda externa del sector privado no financiero tuvieron evoluciones disímiles a lo largo del decenio. El endeudamiento en títulos tuvo su mayor tasa de expansión en los primeros años de la década, específicamente entre 1991 y 1993. Las firmas privatizadas iniciaron, y lideraron, este ciclo de endeudamiento a través de la emisión de obligaciones negociables, las que fueron fácilmente colocadas en los mercados internacionales gracias a la abundante disponibilidad de capitales interesados en apropiarse de una parte de la extraordinaria rentabilidad en dólares que ofrecía la economía argentina a estas empresas<sup>16</sup>. Por tanto, la deuda externa

<sup>14</sup> Las obligaciones negociables están reguladas por la Ley 23.576 (1988) y las modificaciones introducidas por la Ley 23.962 (1991) (esta última ley agregó el artículo 36 bis, sustituyó los artículos 1º, 3º, 4º, 7º, 8º, 10, 35, 36, 37, 38 y 46 y derogó los artículos 39, 40 y 42 de la ley original). Ver Basualdo, Nahón y Nochteff (2005) para mayor detalle acerca de los beneficios que ofrece el régimen impositivo de las obligaciones negociables.

<sup>15</sup> La base de datos elaborada por la FLACSO permite, de manera adicional, clasificar los montos de deuda directa de acuerdo a su destino: financiación de importaciones, financiación de exportaciones o financiero.

<sup>16</sup> La solidez patrimonial de estas empresas como resultado de la transferencia de los activos públicos prácticamente libres de pasivos, junto a las excelentes perspectivas de rentabilidad esperada -por operar en mercados monopólicos, u oligopólicos, con marcos regulatorios altamente favorables-, fueron clave para acceder al endeudamiento externo. Se sugiere remitirse a Azpiazu (2005) para un análisis exhaustivo del proceso de privatizaciones y de la trayectoria de las firmas privatizadas en los noventa.

vía títulos contribuyó con más del 55% del endeudamiento total en esta primera etapa de auge económico. Las restantes fuentes de financiamiento también crecieron de manera veloz, destacándose el peso de los bancos comerciales, aunque su aporte fue de carácter complementario. Como resultado de estos procesos, la deuda en títulos ganó terreno en la deuda externa total del sector privado no financiero: en el año 1993 ésta concentraba el 47% del total de pasivos externos, su participación más elevada en el decenio. La otra cara de este proceso fue la pérdida relativa de peso de todos los componentes de la deuda directa.

En 1994 esta tendencia registró una primera reversión. La aparición de ciertas dificultades para la colocación de títulos externos en las plazas internacionales hacia fines de 1994, como resultado de la mayor inestabilidad financiera en los “mercados emergentes”, generó una desaceleración de la tasa de expansión de los títulos externos privados. A la par, comenzó a crecer en aquellos años la contratación de deuda directa, especialmente con los bancos comerciales<sup>17</sup>. Esta tendencia se profundizó en la primera mitad del año 1995 en que los mercados financieros voluntarios permanecieron prácticamente cerrados para la región –como resultado de la crisis del Tequila–, y se revirtió recién hacia fines del año 1995, en que algunas firmas líderes lograron retornar a los mercados de capitales<sup>18</sup>.

El comportamiento diferencial del endeudamiento en títulos y con deuda directa confirma la existencia de un “efecto sustitución” entre los diversos instrumentos de financiamiento disponibles, ya que cuando uno de ellos se desacelera es reemplazado por otro, lo que sostiene la elevada tasa de expansión del endeudamiento de las firmas no financieras en su conjunto<sup>19</sup>. De hecho, en esta fase (1994-1996) la deuda en títulos aportó un tercio del endeudamiento neto contraído, cediendo el liderazgo a la deuda directa (contribuyó en estos años con 69% de la deuda), un componente menos dependiente del ciclo económico y más relacionado a los autopréstamos. Esta dinámica se reflejó en que la participación de los títulos en la deuda total cayó del 47% en 1993 al 38% en 1996, mientras que la deuda directa aumentó su participación en casi 10 puntos porcentuales en esos años.

Los títulos retomaron la punta entre los instrumentos financieros elegidos por las grandes firmas una vez avanzada la fase de crecimiento económico reanudada en 1996 con la superación de la crisis. La participación de los títulos en el total de deuda creció entonces hasta alcanzar al 43% en 1998. Los años 1997 y 1998 registran *records* históricos en el volumen de endeudamiento en obligaciones negociables, que hicieron que la deuda privada en títulos se más que duplicara en tan solo dos años, alcanzando los 17.616 millones a fines de 1998. Las deudas con bancos y con las matrices y filiales, por su parte, se expandieron a una tasa positiva aunque menor en estos años, adoptando nuevamente un carácter complementario.

<sup>17</sup> También se expandió en estos años la deuda contratada con los organismos internacionales y los bancos participantes, que creció desde 1.010 millones de dólares en 1994 a 1.920 millones en 1996. Este último valor representaba el 7,8% de la deuda total del sector privado no financiero en aquel año, el registro más alto alcanzado en la década (DNCI, 2005).

<sup>18</sup> En esta etapa de mayor sequía en los mercados globales sobresalen las colocaciones de obligaciones negociables de YPF en junio y noviembre de 1995 por 800 millones de dólares en total y las de Sociedad Comercial del Plata SA en marzo y mayo de 1996 por un total de 250 millones, entre otras.

<sup>19</sup> Ver Dal Din (1999) para un mayor detalle respecto de la tendencia a la sustitución entre instrumentos en el financiamiento externo privado.

Durante el último año de la serie (1999), la deuda en títulos sufrió, por primera vez, una contracción en su *stock*, en la medida en que las colocaciones internacionales se hicieron nuevamente más difíciles tanto por la recesión en que ingresó la economía local como por efecto de las sucesivas crisis financieras en los países periféricos. Esta tendencia continuó, con mayor intensidad, en los años 2000 y 2001, en la medida en que la depresión local se conjugó con las restricciones al financiamiento voluntario en los mercados internacionales generado por las crisis en las "economías emergentes" (Asia, Rusia y Brasil) y la desaceleración mundial.

La deuda directa, por su parte, creció a una tasa positiva en el año 1999 impulsada especialmente por la deuda con las matrices y filiales (otra característica que se mantuvo hasta el colapso de la Convertibilidad), aunque a un ritmo muy inferior respecto del pasado inmediato. Este año anticipó la tendencia que se impondría hasta el final de la década, en que la tasa de expansión de todos los instrumentos se desaceleró respecto de las etapas previas –hasta tornarse negativa– y los títulos cedieron definitivamente la punta a la deuda directa, que volvió a liderar el endeudamiento externo en la fase de recesión económica. Esta evolución confirma el carácter pro cíclico –más volátil– que exhibieron las emisiones de títulos durante toda la década y, en contraposición, la naturaleza contracíclica –y más estable– de la deuda directa.

### **2.1. Las fracciones del capital centrales en el endeudamiento en títulos**

Un aspecto especialmente relevante de indagar en el análisis del endeudamiento externo de las firmas no financieras consiste en identificar el tipo de empresas que lo llevan a cabo y, en ese contexto, su grado de concentración. Con el fin de profundizar en esta cuestión, a partir de la información de la base de datos se elaboró una clasificación de la deuda externa en títulos y la deuda directa según las distintas formas de propiedad de las compañías involucradas. La tipificación de las firmas se realizó según una clasificación propia que agrega complejidad a la diferenciación clásica entre empresas estatales, empresas privadas nacionales y empresas privadas extranjeras con el fin de tomar en consideración las modificaciones estructurales de las últimas décadas. La clasificación utilizada distingue, al interior del capital privado nacional y extranjero, entre las firmas que forman parte de conglomerados de empresas y las firmas que actúan de una manera independiente. El criterio para clasificar a las firmas es la cantidad de firmas controladas: con seis o más se consideran un conglomerado o grupo económico y con menos de esa cantidad se tipifican como firmas independientes. Como resultado, se obtiene una clasificación con cinco tipos de empresas diferentes: empresas estatales, empresas de grupos económicos locales, empresas locales independientes, empresas de conglomerados extranjeros y empresas transnacionales. Finalmente, se agrega un sexto tipo de empresa, las asociaciones, que son los consorcios que reúnen como accionistas a grupos económicos locales e inversores extranjeros.

Teniendo en cuenta esta clasificación, en el Cuadro N° 3 se constata la evolución del endeudamiento externo correspondiente a los títulos detallando la cantidad de firmas deudoras, los montos globales comprometidos y los saldos por empresa que corresponden a las distintas fracciones del capital entre 1991 y 1999 (último año comprendido en la base de datos). La primera característica destacable es la redu-

CUADRO 3  
Evolución y composición del *stock* de deuda externa  
en títulos del sector privado no financiero  
según tipo de empresa, 1991-1999\*

(En cantidades y millones de dólares)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
1. Cantidad total de empresas	11	35	60	62	71	70	74	88	84
Empresas del Estado	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Grupos Económicos Locales	5	13	19	21	23	22	20	25	22
Emp. Locales Independientes	0	3	8	6	7	6	6	6	7
Conglomerados Extranjeros	0	1	3	2	3	5	5	8	12
Empresas Transnacionales	3	7	8	6	7	6	3	7	6
Asociaciones	2	8	17	23	24	24	29	30	26
Privatizadas	0	4	10	16	18	20	23	25	18
Resto de la asociaciones	2	4	7	7	6	4	6	5	8
S/C**	1	3	5	4	7	7	11	12	11
2. Deuda externa total	433	1.630	4.851	6.490	8.006	8.760	14.023	17.616	17.419
Empresas del Estado	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Grupos Económicos Locales	260	675	1.769	1.700	1.833	1.771	3.742	4.549	3.899
Emp. Locales Independientes	0	40	222	195	118	113	116	117	114
Conglomerados Extranjeros	0	5	70	110	161	446	824	949	6.887
Empresas Transnacionales	72	142	121	82	116	172	184	324	182
Asociaciones	96	747	2.646	4.384	5.715	6.204	9.040	11.568	6.201
Privatizadas	0	389	1.986	3.894	5.282	5.938	7.787	10.050	4.162
Resto de la asociaciones	96	358	660	490	433	266	1.253	1.518	2.040
S/C	5	21	23	19	64	53	117	109	135
3. Deuda externa por empresa	39	47	81	105	113	125	190	200	207
Empresas del Estado	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Grupos Económicos Locales	52	52	93	81	80	81	187	182	177
Emp. Locales Independientes	0	13	28	33	17	19	19	19	16
Conglomerados Extranjeros	0	5	23	55	54	89	165	119	574
Empresas Transnacionales	24	20	15	14	17	29	61	46	30
Asociaciones	48	93	156	191	238	259	312	386	239
Privatizadas	0	97	199	243	293	297	339	402	231
Resto de la asociaciones	48	90	94	70	72	66	209	304	255
S/C	5	7	5	5	9	8	11	9	12

\* *Stocks* al 31 de diciembre de cada año. No se incluyen los préstamos con los organismos internacionales y con los bancos participantes.

\*\* Sin clasificar.

Fuente: Elaboración propia sobre la base de información del Ministerio de Economía, la Comisión Nacional de Valores, el Área de Economía y Tecnología de la FLACSO y balances de las empresas.

cida cantidad de firmas que accedieron al endeudamiento vía títulos externos. Si bien a lo largo de la década hay un crecimiento significativo de la cantidad de empresas involucradas (de 11 a 84), este valor se mantiene en un rango sumamente bajo. En el marco de esta tendencia creciente es posible identificar tres fases: una primera que abarca los años 1991 a 1995 en que la cantidad de firmas con endeudamiento en títulos externos creció aceleradamente, una segunda etapa que va desde 1996 a 1997 en que el número de firmas con colocaciones externas se estancó y una última fase, 1998 y 1999, en que las empresas involucradas volvieron a expandirse. Estos movimientos se corresponden con la trayectoria general de la deuda en títulos externos que, como fue expuesto anteriormente, exhibe un marcado carácter pro cíclico.

En términos generales, se observa que las asociaciones, los grupos económicos locales y los conglomerados extranjeros, en ese orden, son las tres formas de propiedad más relevantes. Las empresas locales independientes y las empresas transnacionales, por su parte, se ubican en el extremo opuesto de la distribución, con una muy escasa significación. En el caso de las empresas independientes, esta baja participación se explica por las dificultades para acceder a los mercados internacionales de títulos debido a su tamaño relativamente reducido. Para las empresas transnacionales, su menor presencia se debe a la tendencia a concentrar las colocaciones de obligaciones negociables desde las casas matrices y no desde sus filiales en países periféricos. Por último, el Cuadro N° 3 desnuda la ausencia de emisiones de las empresas del estado, que pierden toda presencia en la economía argentina al consumarse el proceso de privatizaciones.

El liderazgo de los tres principales tipos de empresas se despliega alternativamente definiendo igual número de etapas entre 1991 y 1999, que reflejan, de manera directa en algunos casos y fragmentaria en otros, las notables modificaciones que se registran en la estructura económica a lo largo del período. A comienzos de la década, los grupos económicos locales constituyeron la forma de propiedad predominante (concentraban 60% del monto agregado en 1991), ya que aprovecharon rápidamente las nuevas posibilidades de acceso al financiamiento externo, gracias a estar saneados financieramente al haber transferido la mayor parte de sus deudas previas al Estado nacional.

A medida que avanzó el proceso de venta de las empresas públicas, las asociaciones, especialmente aquellas controlantes de las empresas privatizadas, escalaron hacia la primera posición. Su predominio fue absoluto entre 1993 y 1998 (concentraron entre el 60% y el 70% del monto agregado de deuda en títulos en esos años). Las firmas privatizadas se destacan además por haber logrado acrecentar su *stock* de títulos externos incluso en los años de mayor aridez en los mercados internacionales (fines de 1994 a inicios de 1996)<sup>20</sup>. Más aún, son quienes volvieron a impulsar las colocaciones externas en 1997 y, especialmente, 1998. En cambio, los grupos económicos locales mantuvieron estancado su volumen de títulos entre 1993 y 1996, luego de la vertiginosa expansión inicial de sus colocaciones externas. Estas empresas recién retomaron presencia en los mercados internacionales en 1997 y 1998, años en los que duplicaron su *stock* de títulos. Finalmente, en 1999, los conglo-

<sup>20</sup> Un análisis pormenorizado de la deuda externa de las empresas privatizadas y de su impacto sobre el balance de pagos a lo largo de la Convertibilidad se encuentra en Basualdo y Nahón (2007).

merados extranjeros desplazaron del primer lugar a las asociaciones surgidas de las privatizaciones (en 1999 explicaban 40% del monto total de deuda en títulos), debido a la intensidad de las transferencias de capital registradas en aquel año. Específicamente, este resultado se debe a la adquisición mayoritaria de YPF por parte de Repsol en aquel año, lo que motivó un cambio de clasificación de esta empresa en la base de datos (salió de las asociaciones y se incorporó a los conglomerados extranjeros).

Los vaivenes en el liderazgo por parte de las distintas formas de propiedad no deberían ocultar una condición que comparten todas, o una gran mayoría, de las empresas involucradas cualquiera sean sus propietarios: se trata de las mayores firmas de la economía argentina. El cruce de esta base de datos con aquella correspondiente a la cúpula empresaria permite constatar que entre el 87% y el 99% del monto total de endeudamiento en títulos de las firmas no financieras lo explican empresas pertenecientes a este selecto conjunto de firmas<sup>21</sup>. Más aún, a pesar de la escasa cantidad de empresas participantes en la emisión de títulos, la base de datos elaborada permite observar que un número aún menor de éstas determina el comportamiento del monto agregado de endeudamiento. Sobresale así su alto grado de concentración: las 20 primeras firmas explican entre el 74% y el 100% del endeudamiento total durante el período analizado<sup>22</sup>. Estos resultados se originan en la significativa disparidad que presenta el monto medio adeudado por las empresas que integran las distintas fracciones del capital, en donde se destaca en particular el elevado monto correspondiente a las empresas privatizadas.

En conjunto, las evidencias expuestas dejan claramente establecido que cualquiera sea el conjunto que se considere las grandes firmas oligopólicas de la economía argentina tienen una presencia abrumadora en el proceso de endeudamiento externo en títulos, conjugando de esa manera el predominio en la economía real con, especialmente, la emisión de obligaciones negociables. Con el fin de completar este análisis, a continuación se analiza el peso y la trayectoria de cada fracción del capital en el otro componente de la deuda privada: la deuda directa.

## ***2.2. Las fracciones del capital centrales en el endeudamiento directo***

Los resultados expuestos en el Cuadro N° 4 indican, en primer lugar, que la cantidad de empresas involucradas en la deuda directa es aproximadamente el triple que en el endeudamiento en títulos para todos los años de la década. Asimismo, se observa un crecimiento acentuado de firmas a lo largo del decenio (de 79 a 290) para todas las fracciones del capital.

<sup>21</sup> En realidad, casi todas las firmas endeudadas integran la cúpula en algún año del período debido a las salidas ("bajas") e incorporaciones ("altas") de año en año.

<sup>22</sup> Las veinte firmas que encabezaban el ranking de endeudamiento en títulos en el año 1999 son (ordenadas de mayor a menor según el monto de sus pasivos): Repsol-YPF, Telefónica de Argentina, Telecom Argentina, Pérez Companc, Transportadora de Gas del Sur, Multicanal, CEI Citicorp Holdings, Metrogas, Supermercados Norte, Autopistas del Sol, Supermercados DISCO, Transener, EDENOR, Supercanal Holdings, Hidroeléctrica Piedra del Águila, Pan American Energy, Compañía MEGA, ASTRA CAPSA, Compañía de Teléfonos del Interior y Mastellone Hnos. En todos los casos se trata de firmas que tienen una incidencia definitoria en sus respectivos mercados.

CUADRO 4  
Evolución y composición del *stock* de deuda externa directa  
del sector privado no financiero según tipo de empresa, 1991-1999\*

(En cantidades y millones de dólares)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
1. Cantidad total de empresas	79	99	120	146	171	212	262	265	290
Empresas del Estado	1	1	0	0	0	0	0	0	0
Grupos Económicos Locales	18	22	30	33	37	45	46	44	44
Emp. Locales Independientes	4	6	6	10	13	18	21	18	23
Conglomerados Extranjeros	10	12	13	14	19	23	33	35	39
Empresas Transnacionales	33	38	43	52	64	79	104	101	115
Asociaciones	11	17	25	32	32	38	50	54	55
Privatizadas	6	9	18	22	23	29	35	38	34
Resto de la asociaciones	5	8	7	10	9	9	15	16	21
S/C**	2	3	3	5	6	9	8	13	14
2. Deuda externa total	3.398	4.520	5.561	7.962	11.840	14.316	19.348	22.887	23.980
Empresas del Estado	668	732	0	0	0	0	0	0	0
Grupos Económicos Locales	348	594	567	980	1.590	2.593	3.090	3.591	3.298
Emp. Locales Independientes	53	51	70	177	237	332	603	407	323
Conglomerados Extranjeros	415	721	856	857	1.185	1.552	2.974	4.306	6.403
Empresas Transnacionales	1.062	1.216	1.372	1.948	3.092	4.145	6.156	7.761	8.053
Asociaciones	822	1.161	2.581	3.908	5.670	5.614	6.413	6.644	5.726
Privatizadas	341	596	2.031	3.214	4.813	4.724	4.923	5.002	3.325
Resto de la asociaciones	481	565	549	694	858	891	1.490	1.643	2.401
S/C	30	46	115	91	65	80	112	178	177
3. Deuda externa por empresa	43	46	46	55	69	68	74	86	83
Empresas del Estado	668	732	0	0	0	0	0	0	0
Grupos Económicos Locales	19	27	19	30	43	58	67	82	75
Emp. Locales Independientes	0	8	12	18	18	18	29	23	14
Conglomerados Extranjeros	0	60	66	61	62	67	90	123	164
Empresas Transnacionales	32	32	32	37	48	52	59	77	70
Asociaciones	75	68	103	122	177	148	128	123	104
Privatizadas	57	66	113	146	209	163	141	132	98
Resto de la asociaciones	96	71	78	69	95	99	99	103	114
S/C	15	15	38	18	11	9	14	14	13

\* *Stocks* al 31 de diciembre de cada año. No incluyen los préstamos con los organismos internacionales y con los bancos participantes.

\*\* Sin clasificar.

Fuente: Elaboración propia sobre la base de información del Ministerio de Economía, la Comisión Nacional de Valores, el Área de Economía y Tecnología de la FLACSO y balances de las empresas.

La participación de una mayor cantidad de empresas se debe a la mayor diversidad de acreedores que integran la deuda directa, lo que provoca la convergencia en este tipo de deuda de firmas que exhiben diferentes estrategias en términos del financiamiento externo. Entre las firmas incorporadas se encuentran aquellas que, incluso con un tamaño relativamente restringido, se desenvuelven en el comercio exterior y, por tanto, recurren a créditos externos con destino al financiamiento de importaciones y/o exportaciones. A su vez, esta deuda incorpora a las empresas transnacionales, las que tienen una participación insignificante en el endeudamiento vía títulos, pero que explican una porción relevante del endeudamiento con las casas matrices, el sistema bancario y otros proveedores del exterior, los principales rubros que conforman la deuda directa. Por tanto, el acceso al endeudamiento directo se encuentra más difundido, aunque siempre dentro de un espectro sumamente acotado de firmas.

Las evidencias bajo análisis indican también la existencia de significativas diferencias respecto del endeudamiento en títulos. En cuanto a la cantidad de firmas endeudadas, ahora las empresas de los grupos económicos y las asociaciones (especialmente las firmas privatizadas) ya no son las predominantes, sino que lo son las empresas transnacionales. Asimismo, se observa que la deuda externa promedio a nivel de empresa es sustancialmente menor en todos los casos –a excepción de las empresas transnacionales– a aquella correspondiente al endeudamiento en títulos. Este hecho es coherente con la mayor dispersión de esta deuda y, a su vez, la tendencia a la realización de un mayor número de operaciones de menor volumen que en el caso de las colocaciones de títulos externos.

Al analizar la composición de la deuda externa total por tipo de capital, se observa que las empresas transnacionales alternaron el predominio con las asociaciones (especialmente las correspondientes a las firmas privatizadas) a lo largo de la década. Si bien las firmas transnacionales fueron las de mayor participación a principios y fines del período analizado, en varios años intermedios (1993 a 1996) fueron superadas holgadamente por las asociaciones. A esto hay que sumarle el hecho de que, incluso en los años en que ocuparon el primer lugar, la distancia respecto de la forma de propiedad que le sigue en importancia es significativamente menor a la que exhiben por cantidad de empresas. Esto se debe a que las empresas transnacionales tuvieron un endeudamiento promedio por empresa inferior a las otras formas de propiedad relevantes: en el promedio de los nueve años analizados su deuda promedio fue de 49 millones de dólares y de 77 millones para los conglomerados extranjeros y 117 millones para las asociaciones.

Finalmente, otro rasgo relevante de la deuda directa es la reducida participación de las empresas locales independientes, aun cuando consiguen aquí una presencia algo mayor que en el caso anterior –tanto en términos de las firmas involucradas como del monto global comprometido–. Se confirma también la ausencia de endeudamiento directo de las empresas del estado. Los grupos económicos y los conglomerados extranjeros, por su parte, fueron protagonistas secundarios en el endeudamiento directo, con una presencia mayor en el último tramo de la década (en especial para el caso de los conglomerados extranjeros debido al mencionado cambio de clasificación de Repsol-YPF).

Al igual que para el caso del endeudamiento en títulos, las diferencias en el endeudamiento directo de las empresas que pertenecen a las distintas formas de

propiedad no deberían oscurecer sus similitudes, específicamente una de ellas: se trata, en una gran proporción, de las grandes empresas de la economía argentina. Entre el 85% y el 95% de la deuda externa privada directa lo explicaban compañías pertenecientes a la cúpula económica entre 1991 y 1999. En este aspecto existe una coincidencia prácticamente absoluta entre la deuda en títulos y los préstamos directos. No es el caso, en cambio, al analizar el grado de concentración de la deuda directa. La participación relativa de una mayor cantidad de firmas en este tipo de endeudamiento adelanta la existencia de un grado de concentración que, si bien es elevado, es relativamente menor. Las 20 primeras empresas comenzaron concentrando el 81% de la deuda directa pero terminaron el período con el 47%, cuando en el otro tipo de deuda la participación de igual cantidad de firmas alcanzó al 100% en 1991 y al 74% en 1999<sup>23</sup>. La existencia de una concentración elevada, pero relativamente más atenuada que en el caso de los títulos, es coherente con la más equilibrada participación de las distintas fracciones de capital en este tipo de endeudamiento.

### ***2.3. Las fracciones del capital centrales en el endeudamiento externo total***

Siguiendo el mismo esquema analítico de las secciones anteriores, corresponde estudiar muy sucintamente la evolución de las diferentes fracciones de capital en términos del financiamiento externo considerando ahora tanto el *stock* de títulos como la deuda directa (Cuadro N° 5). Adicionalmente, en el cuadro de referencia se distingue la situación de aquellas empresas que contrajeron exclusivamente deuda en títulos de aquellas que contrataron solamente deuda directa y, finalmente, de las compañías que estuvieron involucradas en ambos tipos de endeudamiento externo.

Las firmas totales involucradas experimentaron un sostenido crecimiento entre 1991 y 1999 (de 86 a 319), lo que implicó una tasa cercana al 18% anual acumulativo. Las estrategias de endeudamiento adoptadas por estas firmas fueron diversas, siendo la más difundida la de obtener recursos externos mediante el endeudamiento directo (74% de las firmas en 1999), seguida muy por detrás por aquella que combina ambos tipos de endeudamiento (17% en 1999) y, finalmente, por la que involucra el endeudamiento mediante títulos exclusivamente (9% en igual año). A su vez, el cruce de estos datos con aquellos presentados en los cuadros anteriores, ilustra la existencia de heterogeneidades en el panel. En promedio, tan sólo el 20% de las firmas con deuda directa accedió a otro tipo de deuda en la etapa, mientras que el 58% de las compañías con colocación de títulos externos participó también en la contratación de deuda directa. Estos elementos confirman el carácter más exclusivo del endeudamiento con títulos y, a la vez, la tendencia de la mayor parte de las grandes firmas de la economía a no restringirse a un solo tipo de instrumento financiero sino, más bien, a recurrir a todos los instrumentos de endeudamiento disponibles –como se destacó previamente, sustituyéndolos en función de los avatares del ciclo económico.

<sup>23</sup> Las veinte firmas que encabezaban el ranking de endeudamiento directo en el año 1999 son (ordenadas de mayor a menor según el monto de sus pasivos): Telefónica de Argentina, Cablevisión, ASTRA CAPSA, Minera Alumbreira, Aerolíneas Argentinas, Repsol-YPF, Telecom Argentina, Cargill, Monsanto Argentina, Compañía de Teléfonos del Interior, Arte Gráfico Editorial Argentino (Clarín), ESSO Argentina, Total Austral Sucursal Argentina, Siderar, FIAT Auto Argentina, Volkswagen Argentina, Pérez Compac, Sevel Argentina, Pan American Energy y Nidera Argentina. Al igual que para el caso de la deuda en títulos, en todos los casos se trata de firmas que tienen una incidencia definitoria en sus respectivos mercados.

CUADRO 5  
Evolución y composición del *stock* de deuda externa total  
del sector privado no financiero según tipo de empresa, 1991-1999\*

(En cantidades y millones de dólares)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
1. Cantidad total de empresas	86	116	149	171	197	238	292	293	319
Sólo deuda en títulos	7	17	29	25	26	26	30	28	29
Sólo deuda directa	75	81	89	109	126	168	218	205	235
Deuda en títulos/deuda directa	4	18	31	37	45	44	44	60	55
Empresas del Estado	1	1	0	0	0	0	0	0	0
Grupos Económicos Locales	21	28	36	41	44	49	52	50	49
Emp. Locales Independientes	4	9	12	12	16	22	25	22	27
Conglomerados Extranjeros	10	12	14	15	20	24	34	35	41
Empresas Transnacionales	35	41	48	54	65	81	106	103	118
Asociaciones	12	19	31	40	39	46	56	58	60
Privatizadas	6	11	22	27	29	36	40	42	38
Resto de la asociaciones	6	8	9	13	10	10	16	16	22
S/C**	3	6	8	9	13	16	19	25	24
2. Deuda externa total	3.831	6.150	10.412	14.452	19.846	23.075	33.371	40.503	41.399
Sólo deuda en títulos	224	701	1.357	1.554	1.302	1.295	2.233	1.575	1.492
Sólo deuda directa	3.029	3.574	3.967	4.659	6.430	8.961	13.295	13.837	14.955
Deuda en títulos/deuda directa	577	1.875	5.089	8.239	12.114	12.819	17.842	25.093	24.952
Empresas del Estado	668	732	0	0	0	0	0	0	0
Grupos Económicos Locales	608	1.269	2.336	2.680	3.422	4.364	6.831	8.140	7.197
Emp. Locales Independientes	53	91	292	372	355	445	719	524	437
Conglomerados Extranjeros	415	726	926	967	1.346	1.998	3.798	5.255	13.289
Empresas Transnacionales	1.134	1.358	1.493	2.030	3.208	4.317	6.340	8.085	8.236
Asociaciones	919	1.908	5.227	8.292	11.385	11.818	15.453	18.212	11.928
Privatizadas	341	985	4.017	7.108	10.095	10.662	12.710	15.052	7.487
Resto de la asociaciones	578	923	1.209	1.184	1.290	1.157	2.742	3.161	4.441
S/C	35	67	138	110	129	133	229	287	312
3. Deuda externa por empresa	45	53	70	85	101	97	114	138	130
Sólo deuda en títulos	32	41	47	62	50	50	74	56	51
Sólo deuda directa	40	44	45	43	51	53	61	67	64
Deuda en títulos/deuda directa	144	104	164	223	269	291	406	418	454
Empresas del Estado	668	732	0	0	0	0	0	0	0
Grupos Económicos Locales	29	45	65	65	78	89	131	163	147
Emp. Locales Independientes	13	10	24	31	22	20	29	24	16
Conglomerados Extranjeros	41	60	66	64	67	83	112	150	324
Empresas Transnacionales	32	33	31	38	49	53	60	78	70
Asociaciones	77	100	169	207	292	257	276	314	199
Privatizadas	57	90	183	263	348	296	318	358	197
Resto de la asociaciones	96	115	134	91	129	116	171	198	202
S/C	12	11	17	12	10	8	12	11	13

\* Stocks al 31 de diciembre de cada año. No incluyen los préstamos con los organismos internacionales y con los bancos participantes.

\*\* Sin clasificar.

Fuente: Elaboración propia sobre la base de información del Ministerio de Economía, la Comisión Nacional de Valores, el Área de Economía y Tecnología de la FLACSO y balances de las empresas.

La información disponible permite también cuantificar la presencia de las empresas pertenecientes a las distintas fracciones del capital en el endeudamiento con el exterior. Las empresas transnacionales retuvieron la primera posición debido a su difundida presencia en el endeudamiento externo directo, el más relevante en términos de la cantidad de firmas involucradas. Le siguen en orden de importancia los grupos económicos locales y las asociaciones, ya que ambas formas de propiedad ocuparon las primeras posiciones en la deuda contraída en títulos y, además, exhibieron una presencia considerable en la deuda directa. Luego se destacan los conglomerados extranjeros con una presencia secundaria, pero creciente, en ambos tipos de endeudamiento.

Es importante notar que si bien el número de empresas participantes es, lógicamente, mayor al que exhiben los dos grandes componentes de la deuda externa por separado, su cantidad sigue siendo insignificante en relación con los agentes económicos que participan en la economía argentina. Se confirma aquí el elevado grado de concentración del endeudamiento externo total, que se ubica por debajo del que exhibía la deuda en títulos pero por encima del de la deuda directa: solamente 20 empresas (alrededor de 6% del total) generaron una proporción del endeudamiento que osciló entre el 51% y el 70% del monto global de deuda externa del sector privado no financiero a lo largo de la década.

Este elevado grado de concentración preannuncia una distribución del *stock* global de deuda en cada año que discrepa con la distribución según la cantidad de empresas tanto en el tipo de deuda como en la importancia que asumen las distintas formas de propiedad. Desde 1993 en adelante, el primer lugar según el monto de la deuda no lo ocuparon las empresas que contrajeron sólo deuda directa, como ocurre en la distribución de la cantidad de empresas, sino las firmas que recurrieron a ambos endeudamientos. La incidencia de estas últimas de allí en más fue creciente, concentrando en 1999 el 60% de la deuda total de las empresas no financieras. En otras palabras, sólo 55 empresas de las 319 que tuvieron algún endeudamiento con el exterior concentraron el 60% del endeudamiento total en 1999, debido a que su promedio de deuda por empresa (454 millones de dólares) fue muy superior a los casos restantes (51 millones y 64 millones para las empresas sólo con deuda en títulos y deuda directa respectivamente). Esto implica que un reducido grupo de no más de 50 firmas fue el determinante del curso seguido por la deuda externa privada en su conjunto en la década del noventa. Asimismo, una de las coincidencias más importantes de la deuda en títulos y la deuda directa consiste en que ambas fueron el resultado del comportamiento de las grandes firmas de la economía argentina: el porcentaje de las empresas endeudadas que integraron la cúpula de las 200 empresas de mayor facturación en la economía local osciló alrededor del 90% durante toda la década.

Cuando se estudia la distribución del monto del endeudamiento según las formas de propiedad que constan en el mismo Cuadro N° 5, se comprueba que tanto las empresas transnacionales como las empresas locales independientes –es decir, las menos diversificadas internamente– alcanzaron una incidencia significativamente menor que en la cantidad de firmas. Como se analizó con anterioridad, si bien ambas coinciden en esta característica, su origen es diferente en cada caso. Las otras formas de propiedad se encuentran en la situación opuesta aunque entre ellas median diferencias según las etapas. Las asociaciones, y en especial las empresas privatizadas, encabezaron cómodamente el endeudamiento total entre 1992 y 1999, año este último en que fueron superadas por el *stock* de deuda acumulada por los conglomerados extranjeros. El segundo

lugar en el promedio de la década, aunque a una distancia considerable, correspondió a los grupos económicos locales, especialmente impulsados por sus colocaciones de títulos externos.

Las evidencias presentadas habilitan a desarrollar algunas hipótesis acerca del destino otorgado al endeudamiento externo por las firmas pertenecientes a las diferentes fracciones de capital. En términos generales, se puede afirmar que en todas ellas el endeudamiento externo estuvo vinculado a la valorización financiera, pero con una intensidad diferencial que resulta importante especificar. Por una parte, el hecho de que las empresas transnacionales no estén prácticamente involucradas en la colocación de títulos, su marcado sesgo en favor del endeudamiento directo (éste concentra el 95% de su deuda en el promedio de la década) y el menor volumen de pasivos promedio por empresa permite inferir que se trataría de un endeudamiento más vinculado a las actividades que constituyen su especialización productiva y, sólo complementariamente, con el fin de operar en el mercado financiero local tras la obtención de una renta financiera. Esta hipótesis se refuerza al analizar el destino (financiación de importaciones, financiación de exportaciones o financiero) de la deuda directa de las empresas transnacionales, que revela que el peso del endeudamiento directo contraído con fines financieros se ubica por debajo del 50%. Por tanto, se puede asumir que en el caso de las empresas transnacionales los préstamos estuvieron asociados, aunque no de manera exclusiva, con el financiamiento de importaciones, la realización de inversiones en la economía real y/o el refuerzo del patrimonio de las firmas.

Lo contrario sucede con las asociaciones vinculadas a las privatizadas y los grupos económicos locales. En todos ellos, llama la atención la relevancia alcanzada por el endeudamiento en títulos (48% y 55% de la deuda total en promedio respectivamente), el mayor peso del destino financiero otorgado a los préstamos directos (cerca del 60%) y la envergadura del endeudamiento promedio por firma. Estos elementos habilitan a asumir que fueron las fracciones centrales de la valorización financiera, ya que su endeudamiento externo parecería tener como objetivo prioritario la obtención de rentas financieras y, de manera sólo secundaria, financiar los flujos comerciales o implementar inversiones en la economía real. Esto sin dejar de lado que, en algunos casos—como son buena parte de las empresas privatizadas—, las firmas priorizaron la distribución de dividendos entre los accionistas y decidieron recurrir al endeudamiento externo para la formación de capital. Por último, las evidencias recogidas permiten ubicar a los conglomerados extranjeros en una situación intermedia, ya que el peso promedio de la deuda en títulos de este conjunto de firmas en el total es de sólo el 16% y la relevancia del destino financiero dentro de la deuda directa alcanza al 46%<sup>24</sup>.

En definitiva, la información proveniente de la base de datos revela la vertiginosa expansión de la deuda externa de las grandes firmas no financieras durante la década del noventa y, en especial, su elevada concentración en un número sumamente acotado de empresas. Con el fin de aportar datos adicionales sobre las características de las empresas que lideraron este proceso de endeudamiento, así como mayor detalle acerca de la evolución de la deuda externa a nivel de empresa, en el Cuadro N° 6 se presenta la

<sup>24</sup> Adicionalmente, cabe señalar que otras evidencias estadísticas indican la existencia de una estrecha relación entre la contratación de deuda externa privada y la fuga de capitales al exterior en el marco del proceso de valorización financiera en la década del noventa. Para ello, se ha confrontado la información correspondiente a la base de deuda privada aquí analizada con la base elaborada por la Comisión Especial Investigadora sobre Fuga de Divisas de la Cámara de Diputados de la Nación (para el año 2001). Si bien las disparidades entre

trayectoria de la deuda total de las mayores quince firmas privadas deudoras del país entre 1991 y 1999, señalando además su pertenencia a la cúpula empresaria, a los grupos económicos locales y/o su carácter de empresas privatizadas. Esta información confirma que la convergencia de una moneda significativamente sobrevaluada en términos reales junto a la disponibilidad de capitales en los mercados internacionales alentó a que las grandes compañías locales privilegiaran una estrategia de financiamiento afincada en el endeudamiento externo, con vistas tanto a la valorización financiera del capital como, en un grado menor, a la realización de inversiones productivas. Los pasivos externos adquirieron un elevado peso en los balances de las firmas de la cúpula empresaria: en 1999, por ejemplo, éstos treparon a 35.715 millones de dólares y llegaron a representar el 35% de su facturación total (101.584 millones).

### 3. Estrategia y trayectoria de la deuda externa privada desde el derrumbe de la Convertibilidad (2002-2005)

El abandono de la tasa de cambio fija y convertible a inicios de 2002 fue seguido por la mayor devaluación real de la moneda en la historia del país<sup>25</sup>. Asimismo, una porción mayoritaria de la deuda pública se declaró en cesación de pagos y el PIB de la economía argentina retrocedió 12,8% en el primer trimestre del año. Estas profundas modificaciones fueron completadas con la pesificación de la actividad económica y el congelamiento de las tarifas de los servicios públicos. En este nuevo contexto macroeconómico se registraron importantes cambios en las estrategias de las grandes firmas en relación con el endeudamiento externo, condicionadas tanto por su propia situación patrimonial postdevaluación como por la cesación de pagos de la deuda externa pública que anuló toda posibilidad inmediata de financiamiento externo. En lo que sigue se presentan a grandes rasgos las modificaciones registradas entre el año 2002 y 2005.

#### 3.1. Seguros de cambio, renegociaciones externas y reestructuración de pasivos

Una de las consecuencias inmediatas de las transformaciones macroeconómicas de inicios de 2002 fue la multiplicación de la carga financiera de la deuda externa privada sobre los balances de las firmas del país. Como respuesta a esta situación, un conjunto importante de las empresas no financieras adoptó una serie de estrategias que, de manera más o menos explícita, buscaron obtener algún tipo de subsidio estatal para

---

ambas bases permite únicamente una aproximación a la relación entre el endeudamiento externo y la fuga de capitales, sus resultados revelan un importante grado de coincidencia entre las empresas y las fracciones de capital que lideraron el endeudamiento externo en la década del noventa y aquellas que protagonizaron la fuga de capitales en el 2001. Más precisamente, el cruce de datos denuncia que casi el 70% de la firmas con deuda en los noventa fugó divisas en el año 2001 por un total de 14.395 millones, monto equivalente al 55% de la fuga total del sector privado no financiero de aquel año. En definitiva, todo hace suponer que las firmas predominantes en la contratación de créditos externos también lo fueron en el proceso de fuga de capitales.

<sup>25</sup> Luego de una etapa de sobrerreacción del tipo de cambio frente a la nueva situación de flotación (sucia) de la moneda local, la nueva paridad cambiaria se estabilizó a una relación cercana a un dólar igual tres pesos argentinos desde inicios de 2003 –lo que equivale a una devaluación nominal de la moneda de casi un 70%–.

CUADRO 6  
Evolución de la deuda total de las empresas de mayor endeudamiento  
según su propiedad, sean privatizadas y su pertenencia a las 200 empresas  
de mayores ventas, 1991-1999

(En millones de dólares corrientes y ubicación anual)

	1991		1992		1993		1994		1995		1996		1997		1998		1999	
	Mill. US\$	U**	Mill. US\$	U**	Mill. US\$	U**	Mill. US\$	U**	Mill. US\$	U**	Mill. US\$	U**	Mill. US\$	U**	Mill. US\$	U**	Mill. US\$	U**
YPF SA	668	1	732	1	625	1	997	2	2219	1	2092	1	2561	1	2976	1	2862	2
<i>Sevel Argentina SA</i>	<i>252</i>	<i>2</i>	<i>336</i>	<i>2</i>	<i>378</i>	<i>5</i>	<i>474</i>	<i>5</i>	<i>582</i>	<i>5</i>								
Siemens Arg. SA	244	3																
IBM Argentina SA	241	4	205	7	250	13	329	11	299	15								
<i>Sjderca SAIC</i>	<i>194</i>	<i>5</i>	<i>182</i>	<i>11</i>														
Aerolíneas Arg. SA	180	6	204	8	340	7	351	9	358	11	396	10					855	8
Total Austral	179	7	312	4	317	8	279	12	355	12	305	13						
ESSO SA	141	8	183	10														
Alto Paraná SA	123	9	290	5	290	10												
<i>Pérez Companc SA</i>	<i>100</i>	<i>10</i>	<i>241</i>	<i>6</i>	<i>450</i>	<i>4</i>	<i>492</i>	<i>4</i>	<i>510</i>	<i>7</i>	<i>649</i>	<i>4</i>	<i>1426</i>	<i>4</i>	<i>1580</i>	<i>4</i>	<i>1392</i>	<i>4</i>
<u>Central Costanera SA</u>	<u>92</u>	<u>11</u>																
<i>Alpargatas SA</i>	<i>88</i>	<i>12</i>																
Philips Arg. (FAPESA)	7113																	
Shell Arg. SA	67	14																
Ford SA	63	15	316	3	292	9												
Telecom Arg. SA			200	9	776	2	838	3	1661	2	2047	2	2007	3	2296	3	2524	3
<i>Acindar SA</i>	<i>170</i>	<i>12</i>	<i>375</i>	<i>6</i>														
<u>Miniphone</u>	<u>150</u>	<u>13</u>																
Telefónica de Arg. SA			149	14	592	3	1309	1	1598	3	1783	3	2206	2	2716	2	2879	1
<i>ASTRA CAPSA</i>	<i>122</i>	<i>15</i>											673	8	975	5	1105	5
<i>Bridas SAPIC</i>					271	11												
El Chocón SA			261	12	240	13												
Metrogas SA			250	14	350	10			330	14	413	8						
Trans. Gas del Sur SA					230	15	386	7	466	8	490	6	928	5	928	6	877	7
EDESUR SA					440	6	440	9										
CTI SA					382	8	602	4	513	5	467	14	646	12	710	11		
Camuzzi Pamp.					240	14												
BAESA SA					240	15			431	10	403	9	538	11	576	14		
Cargill SA									540	6	330	12					499	15
<i>Mnos. Río de la Plata SA</i>									331	13	288	15						
<i>Soc. Com. del Plata SA</i>									424	7	443	15						
<i>Siderar SAIC</i>									373	11					595	13	548	14
CEI									294	14			542	10	737	10	600	12
Minera Alumbrera SA													827	6	900	7	830	9
<i>Cablevisión SA</i>													705	7	758	9	1066	6
<i>Clarín</i>													563	9				
<i>Supercanal Hold.</i>													500	12				
FIAT SA													470	13	895	8		
<i>Multicanal SA</i>															709	11	804	10
Pan American Energy															575	15	584	13
<b>Total deuda externa</b>	<b>3.831</b>		<b>6.150</b>		<b>10.412</b>		<b>14.452</b>		<b>19.846</b>		<b>23.075</b>		<b>33.371</b>		<b>40.503</b>		<b>41.399</b>	
<b>Total 15 primeras</b>	<b>2.706</b>		<b>3.791</b>		<b>5.699</b>		<b>7.347</b>		<b>10.721</b>		<b>10.800</b>		<b>14.856</b>		<b>17.863</b>		<b>18.135</b>	
<b>Grupos económicos</b>	<b>635</b>		<b>1.051</b>		<b>1.475</b>		<b>965</b>		<b>1.423</b>		<b>1.734</b>		<b>3.637</b>		<b>3.642</b>		<b>3.810</b>	
<b>Privatizadas</b>	<b>462</b>		<b>703</b>		<b>3.074</b>		<b>5.533</b>		<b>7.674</b>		<b>7.734</b>		<b>8.169</b>		<b>9.562</b>		<b>10.708</b>	
<b>Extranj. o vinculadas</b>	<b>1.130</b>		<b>1.305</b>		<b>1.150</b>		<b>848</b>		<b>1.625</b>		<b>1.332</b>		<b>3.050</b>		<b>4.658</b>		<b>3.617</b>	
<b>% 15 primeras/Total</b>	<b>71</b>		<b>62</b>		<b>55</b>		<b>51</b>		<b>54</b>		<b>47</b>		<b>45</b>		<b>44</b>		<b>44</b>	
<b>% grupos/15 primeras</b>	<b>23</b>		<b>28</b>		<b>26</b>		<b>13</b>		<b>13</b>		<b>16</b>		<b>24</b>		<b>20</b>		<b>21</b>	
<b>% privat./15 primeras</b>	<b>17</b>		<b>19</b>		<b>54</b>		<b>75</b>		<b>72</b>		<b>72</b>		<b>55</b>		<b>54</b>		<b>59</b>	
<b>% extranj./15 primeras</b>	<b>42</b>		<b>34</b>		<b>30</b>		<b>12</b>		<b>15</b>		<b>12</b>		<b>21</b>		<b>26</b>		<b>20</b>	

\* Stocks al 31 de diciembre de cada año. En negrita las empresas de la cúpula ese año; en cursiva las firmas de grupos económicos locales; subrayadas las empresas privatizadas

\*\* Ubicación en el ranking anual de la deuda externa privada total.

Fuente: elaboración propia sobre la base de información del Ministerio de Economía, la Comisión Nacional de Valores, el Área de Economía y Tecnología de la FLACSO y balances de las empresas.

la reducción parcial o total de sus pasivos externos<sup>26</sup>. Así, pocos días después de la devaluación del peso se iniciaron los reclamos de las grandes firmas oligopólicas para que el gobierno implementase un seguro de cambio que, al igual que ocurrió durante la dictadura militar, les diera la posibilidad de transferir al sector público el total o una parte de esas obligaciones<sup>27</sup>.

Los reclamos de un seguro de cambio para las deudas con el exterior fueron encabezados por las empresas privatizadas<sup>28</sup>, aunque no fueron las únicas. Inicialmente éste fue un reclamo de muchas otras empresas, entre las que se encontraban tanto las de origen extranjero como las integrantes de los principales grupos económicos. Las compañías locales también canalizaron sus reclamos a través de distintas cámaras y asociaciones corporativas que reforzaron sus presiones sobre el Estado nacional. Asimismo, las grandes firmas –en este caso las asociaciones vinculadas a las privatizadas que estaban en manos de los conglomerados extranjeros– comenzaron a entablar juicios contra el Estado argentino. Para ello, presentaron demandas ante el Centro Internacional sobre Arreglo de Diferencias Relativas a Inversiones entre Estados y Nacionales de otros Estados (CIADI), dependiente del Banco Mundial, en el marco de los Tratados Bilaterales de Promoción y Protección de las Inversiones Extranjeras firmados durante la década del noventa<sup>29</sup>. Sin embargo, a medida que pasaba el tiempo, y la economía argentina ingresaba en un nuevo sendero de expansión, irrumpieron discrepancias dentro de las grandes firmas acerca de la conveniencia de aplicar un seguro de cambio para su deuda externa. A ello se agregó la resistencia de algunos sectores políticos condicionados por las movilizaciones populares que, iniciadas en diciembre de 2001, continuaban influyendo en la resolución de la crisis argentina.

A medida que crecía la negativa para la implementación de alguna variante de seguro de cambio –que finalmente fue desechada–, las grandes firmas comenzaron a suspender sus pagos vinculados a la deuda externa en los primeros meses de 2002. Esto se debió, por una parte, a las dificultades financieras reales de algunas compañías para remitir recursos al exterior debido a la modificación de la paridad cambiaria y las restricciones para la salida de divisas que impuso el Banco Central desde la devaluación. Asimismo, algunas empresas con capacidad para mantener sus desembolsos prefirieron ingresar en cesación de pagos hasta tanto se clarificara el panorama

<sup>26</sup> Estos reclamos pretendían completar en su favor el proceso de licuación de pasivos en pesos con el que fueron beneficiadas las empresas locales gracias a la pesificación de sus deudas internas establecida a inicios del año 2002 por las autoridades nacionales. La transferencia por este concepto hacia los capitales más concentrados fue estimada en 4 mil millones de dólares por Basualdo, Lozano y Schorr (2002).

<sup>27</sup> Se sugiere ver Basualdo, Nahón y Nochteff (2005) para un compendio de las declaraciones públicas de los directivos de las principales empresas y cámaras empresarias del país solicitando diversas maneras de ayuda financiera estatal para asumir sus pasivos externos.

<sup>28</sup> En este contexto, algunos casos particulares reflejan la desmesura de los reclamos. Así, en febrero de 2002, a través de una nota remitida a la Subsecretaría de Recursos Hídricos de la Nación, Aguas Argentinas exigió al Gobierno un seguro de cambio para cancelar sus deudas bancarias de corto y largo plazo, que ascendían entonces a alrededor de 700 millones de dólares. Según el planteo de Aguas Argentinas, el Estado debería facilitarle dólares a la paridad de un peso para adquirir equipos e insumos importados. Asimismo, a mediados de abril las empresas concesionarias de las autopistas de acceso a la Ciudad de Buenos Aires también solicitaron la implementación de un seguro de cambio para sus deudas con el exterior, destacando que una de ellas, Autopistas del Sol, ya había entrado en cesación de pagos por una deuda de 480 millones de dólares.

<sup>29</sup> Entre principios del 2002 y el 2004 se presentaron 33 demandas contra el Estado por un monto de más de 17 mil millones de dólares. Los fundamentos de los juicios ante el CIADI y las características de los tratados bilaterales se encuentran en Azpiazu (2005).

económico local (la incertidumbre sobre la economía postConvertibilidad era muy acentuada) y, a su vez, reforzar las presiones para obtener un seguro de cambio y/o negociar algún tipo de quita a sus obligaciones por parte de los acreedores externos.

De acuerdo con la información disponible (Fundación Capital, varios números) a fines de 2002 sólo un 25% de las firmas asumía sus obligaciones negociables en los términos originales, un 40% se encontraba en cesación de pagos de capital y/o intereses y el resto se encontraba en proceso de reestructuración. En otras palabras, tres cuartas partes de las obligaciones negociables estaban en situación irregular de uno u otro modo. Las cesaciones de pagos fueron encabezadas por las firmas privatizadas de servicios públicos, destacándose aquellas pertenecientes a los sectores de telecomunicaciones, energía eléctrica, gas, comunicaciones y peajes. La información de la misma fuente indica también que las cesaciones de pagos registradas en los años posteriores (2003 y 2004), involucró mayormente a las mismas firmas que ingresaron en *default* en 2002, no identificándose incumplimientos por parte de empresas nuevas en aquellos años.

Esta situación de incumplimientos masivos disparó un activo proceso de renegociación de las obligaciones negociables de las grandes firmas endeudadas con el exterior. En rigor, este proceso involucró tanto a las obligaciones negociables en *default* como a aquellas que aún no lo estaban, pero se encontraban en potencial cesación de pagos. En el Cuadro N° 7 se sintetiza la evolución del proceso de reestructuración de obligaciones negociables entre 2002 y 2004, el período de más reestructuración de los pasivos externos<sup>30</sup>. Al respecto, llama la atención la magnitud de los incumplimientos de las firmas endeudadas entre 2002 y 2004 (oscilaron entre el 30% y el 46% de los vencimientos), situación que resurgió luego de casi una década de puntual pago a los acreedores externos. Asimismo, es fácil observar la significativa reducción de las obligaciones en títulos que tuvo lugar en esta fase: las obligaciones negociables en circulación cayeron un 30% (4.753 millones de dólares) entre 2001 y 2004. Este fenómeno se debió mayormente a la importante reducción de las emisiones de títulos a partir de 2002, en que las nuevas colocaciones fueron de alrededor de un tercio de aquellas realizadas en los últimos años de la Convertibilidad. Este proceso indica la virtual inexistencia de un mercado de financiamiento genuino para las empresas en estos años, en que sólo algunas pocas firmas lograron colocar obligaciones negociables de manera voluntaria en el exterior<sup>31</sup>. En especial, se destaca el derrumbe de las denominadas emisiones genuinas –aquellas desligadas de la reestructuración y/o renegociación de la deuda– que pasaron de representar el 100% de las emisiones totales en 2001 a sólo el 24% en 2004. La contrapartida de esta tendencia fue la prima-

<sup>30</sup> Los mecanismos de reestructuración de pasivos más utilizados fueron los canjes y las recompras. Los primeros fueron la alternativa más difundida para las obligaciones negociables que aún no estaban en *default*. Estos canjes no suelen acompañarse con una quita de capital significativa, aunque para la empresa deudora significan un alivio en el corto plazo, ya que sus pagos se redistribuyen en el tiempo y se asocian a una tasa de interés menor. En la última crisis, las opciones más habituales fueron el canje por títulos nuevos a largo plazo (entre 8 y 14 años) a la par y el canje por acciones. En el caso de las recompras de títulos, se detectaron numerosos casos con significativas quitas de capital. Esta alternativa fue utilizada generalmente por las empresas en *default*, quienes ofrecieron recomprar su deuda con una reducción de capital. Se registraron aquí recompras de los bonos en efectivo con quitas nominales de entre 50% y 80% aproximadamente. En algunos casos también se combinaron canjes y quitas (Fundación Capital, varios números).

<sup>31</sup> También el sector bancario logró colocar algunas obligaciones negociables en los mercados internacionales en esta fase, especialmente en el año 2003 (Fundación Capital, varios números).

cía creciente adquirida por las emisiones de obligaciones negociables vinculadas con los canjes y las reestructuraciones de deudas previas<sup>32</sup>.

Las escasas emisiones genuinas provinieron mayormente de firmas pertenecientes a sectores exportadores (petrolero, agropecuario, petroquímico) y, por tanto, con ingresos en moneda extranjera. En cambio, el grueso de las firmas que renegociaron sus pasivos externos realiza actividades económicas directamente vinculadas al mercado interno. Estas fueron las firmas que concentraron las nuevas emisiones motivadas por canjes o reestructuraciones de deuda vencida o por vencer. En general, las nuevas emisiones estuvieron destinadas a pactar tasas de interés más bajas y a alargar los plazos de amortización de los títulos. Esta tendencia se reflejó en una caída relativa de las colocaciones de corto plazo (menores a 12 meses): mientras el 77% de las colocaciones en 2001 tenía un plazo de maduración corto, esta porción ascendió al 37% y al 40% en los años 2002 y 2003 respectivamente (Fundación Capital, varios números).

### ***3.2. Evolución general de la deuda externa de las empresas no financieras entre 2002 y 2005***

La reducción de la deuda privada en la postConvertibilidad no estuvo acotada al caso de las obligaciones negociables, sino que fue una tendencia registrada en el conjunto del endeudamiento externo de las grandes firmas no financieras. La información oficial sobre la evolución de estos pasivos revela que la deuda total de las empresas no financieras se redujo en 18.712 millones de dólares, equivalentes al 30% del total, entre 2001 y 2005 (Cuadro N° 8)<sup>33</sup>. Prácticamente todos los componentes de la deuda se redujeron en aquellos años, a excepción de la deuda con proveedores, que creció levemente. La contracción más cuantiosa se registró en la deuda contraída con los bancos comerciales y las casas matrices. A su vez, si se observa la trayectoria de los pasivos externos según sus dos componentes principales, se evidencia que la caída de la deuda en títulos explica tan sólo el 18% de la reducción de la deuda total; en cambio, la contracción de la deuda directa justifica el 82% restante (la deuda a través de organismos prácticamente no se modificó).

La información adicional provista por el BCRA confirma que, para el conjunto de la deuda, se repite el patrón observado para las obligaciones negociables: la reducción de los montos adeudados se debió en más del 50% a la condonación y/o capitalización de los pasivos vigentes a través de procesos de reestructuración. En particular,

<sup>32</sup> Entre las firmas que lograron veloces y atractivas reestructuraciones de su deuda externa se destacan Telecom Argentina, Telefónica de Argentina, IRSA, IMPSA (Grupo Pescarmona), CTI y Acindar, entre otras.

<sup>33</sup> Como se puede observar, el monto de la deuda correspondiente al 2001 para las firmas no financieras difiere del consignado en el Cuadro N° 1 de este artículo ya que allí se consideró la estimación original de deuda privada publicada por la DNCI y aquí, en cambio, se toma la estimación corregida a partir del relevamiento realizado en 2002 por el BCRA. De acuerdo a las evidencias oficiales, entre ambas estimaciones esta deuda registró un incremento de 17.026 millones de dólares originado fundamentalmente en el aumento de los pasivos con empresas vinculadas (+10.584 millones) y la deuda con proveedores (+4.915 millones). Según la mencionada Dirección Nacional, la divergencia de datos se explica principalmente por la mayor cobertura del relevamiento del BCRA (9.000 empresas versus una selección de alrededor de 400 firmas), es decir, por una cuestión metodológica. Esta no es una explicación satisfactoria por dos razones. En primer término, ya que el elevadísimo grado de concentración exhibido por esta deuda externa hace difícil creer que la ampliación de la cobertura justifique un aumento de casi el 40% en su monto total. En segundo lugar, porque esto es aún más probable al considerar que la deuda con un aumento más importante es la deuda con matrices y filiales (correspondiente a

CUADRO 7  
Evolución y composición del *stock* de deuda externa total  
del sector privado no financiero, 1999-2005

(En millones de dólares)

	2001*	2002	2003	2004	2005	variación 2001/05	estructura 2005
Total	61.641	52.867	49.366	47.915	42.929	-30	100
Deuda en títulos	13.681	14.287	13.650	12.268	10.259	-25	24
Deuda directa	45.834	36.613	33.788	33.791	30.564	-33	71
Deuda Bancaria Directa	15.771	11.541	10.343	9.197	7.485	-53	17
Casa Matriz o Filiales	19.938	16.046	14.806	15.520	14.638	-27	34
Acreedores Oficiales	3.069	2.588	1.918	1.532	1.051	-66	2
Proveedores y Otros	7.056	6.438	6.721	7.541	7.390	5	17
Deuda a través de organismos	2.126	1.967	1.928	1.856	2.106	-1	5
Organismos Internacionales	1.135	1.030	933	781	2.106	86	5
Bancos Participantes	991	937	995	1.075	s/d	s/d	s/d

\* Este valor difiere del consignado en el Cuadro N° 1. Ver nota al pie N° 33.

Fuente: Elaboración propia sobre la base de información del Ministerio de Economía.

la amplia mayoría de los procesos de capitalización y/o condonación (80%) se originó en operaciones entre firmas que forman parte del mismo grupo o conglomerado económico, lo que implicó la anulación de autopréstamos. El segundo motivo que explica la reducción en los pasivos externos totales fue la cancelación de obligaciones externas con fondos propios colocados en el exterior, ya que este concepto dio cuenta del 45% de la reducción total de la deuda (BCRA, varios números). Complementariamente, la caída en el monto adeudado se debió a la menor emisión de títulos externos.

En este contexto, es insoslayable llamar la atención acerca de la notable importancia que, con el mayor peso de la deuda directa, adquirieron los autopréstamos en la culminación del régimen de Convertibilidad y en los años posteriores. Este proceso se reflejó, en primer lugar, en la expansión de los préstamos provenientes de la casa matriz o las subsidiarias, rubro que trepó al primer lugar dentro de la deuda externa de las grandes empresas desde el año 2001. De manera adicional, y teniendo en cuenta el comportamiento de las firmas más concentradas durante la dictadura militar, también constituye una evidencia en el mismo sentido que el segundo rubro en importancia en el año 2001 fuera la deuda bancaria directa. En este caso, en buena medida no se tratarían de autopréstamos directos sino mediados por las entidades financieras, que poseen como garantía depósitos en el exterior de la misma empresa o del conglomerado económico que controla su capital. Si bien ambos conceptos adquirieron en esta etapa una renovada relevancia, es de destacar que, al igual que el conjunto de la deuda privada, trazaron una trayectoria decreciente entre 2001 y 2005, en que cayeron

las empresas transnacionales), presuntamente cubierta en el relevamiento original. Una hipótesis alternativa acerca de esta divergencia es que esta expansión no se debería en lo fundamental a modificaciones metodológicas sino a un cambio de naturaleza contable (ficticio) en las propias declaraciones de las firmas durante el año 2002 con el fin de obtener algún rédito impositivo o financiero en la situación de incertidumbre y crisis.

un 27% en el caso de la deuda con matrices y filiales y 53% en el caso de la deuda bancaria directa<sup>34</sup>.

En pocas palabras, desde el colapso de la Convertibilidad, la deuda externa de las firmas privadas no financieras experimentó un proceso de transformación alrededor de tres ejes. Por una parte, en el marco de un nuevo régimen macroeconómico en que se multiplicó inicialmente el peso de la deuda externa en los balances de las grandes firmas del país, éstas encararon una importante reestructuración de sus pasivos a través de numerosas quitas y renegociaciones destinadas a aliviar las cargas externas heredadas de la década anterior. Esto implicó que una porción importante de las grandes empresas emergió de esta primera etapa saneada financieramente. Esta situación, junto con el desplome de los costos laborales, el elevado crecimiento económico y la recomposición de la rentabilidad permitió a las grandes firmas afrontar holgadamente los vencimientos de capital e intereses de su deuda reestructurada de allí en más.

Pero la contracción de la deuda de las grandes firmas no se debió únicamente a las reestructuraciones y condonaciones. Se observa, en segundo término, que la caída de su deuda externa respondió también al cambio en la configuración macroeconómica a fines de 2001 y, aún más, a la finalización de la larga etapa de valorización financiera inaugurada a mediados de la década del setenta. Las características del régimen macroeconómico que impulsaron el ascenso de la deuda privada en los noventa (esencialmente, la sobrevaluación cambiaria y las elevadísimas tasas de interés) ya no estuvieron presentes desde 2002 en donde, más bien, el panorama estuvo signado por condiciones opuestas. Entre otras implicancias, este nuevo régimen conllevó la reversión del signo de ahorro externo de la economía argentina (de positivo en los noventa a negativo en la actualidad), lo que ofrece la posibilidad de disponer de divisas en el mercado local que son destinadas parcialmente al pago de las amortizaciones e intereses de la deuda previamente contratada, sin recurrir persistentemente al financiamiento externo. No existen en la actualidad ni las necesidades, ni las posibilidades, ni los incentivos para la colocación masiva de títulos en los mercados globales. Un factor adicional y no menos significativo que refuerza esta tendencia es que, a diferencia de la era de la Convertibilidad, en que la cúpula empresaria protagonizó una sostenida –aunque fluctuante– fuga de capitales al exterior, desde la devaluación de la moneda en el año 2002 se registra una estabilización de la transferencia de recursos locales al exterior. Esta crucial modificación en el semblante de la economía argentina sugiere que, en esta nueva fase, son los propios capitales pertenecientes a los accionistas de las grandes empresas del país, y ya no el endeudamiento externo, los que, juntamente con las utilidades generadas, contribuyen al financiamiento de la inversión.

Asimismo, el contraste entre la fisonomía de la deuda privada en 2005 y el año 1999 da cuenta de una tercera –y novedosa– cualidad: el crecimiento de la deuda directa y el retroceso relativo del *stock* de títulos. Esta tendencia, ya vislumbrada en la última fase de la Convertibilidad, se consolidó en los años recientes, tanto debido a las mayores dificultades –y menores incentivos– para la colocación de papeles en los mercados internacionales

<sup>34</sup> Estos datos abonan la hipótesis de que buena parte de la mayor deuda externa con las matrices y filiales estimada por el Banco Central en el relevamiento del año 2002 (que explica el salto en el endeudamiento total del sector privado) pudo haber sido meramente de características contables. Es posible suponer que estos registros crecieron ficticiamente con la crisis de la Convertibilidad y luego decrecieron gradualmente una vez normalizada la situación cambiaria y financiera del país.

como debido a la irrupción de un patrón de crecimiento más afincado en lo productivo. Estas nuevas condiciones se reflejaron, por tanto, en el mayor peso de la deuda vinculada a los flujos comerciales (deuda bancaria y deuda con proveedores), en la expansión de los autopréstamos y en la retracción relativa de la emisión de títulos externos.

#### 4. Una revisión general de la deuda externa del sector privado no financiero

La deuda externa de las empresas no financieras experimentó una trayectoria con dos fases bien marcadas durante los últimos 15 años. Entre 1991 y 2001 creció casi sin interrupción a una tasa del 26,9% anual acumulativa. En cambio, entre 2002 y 2005 la deuda se redujo persistentemente, a una tasa anual acumulada negativa del 8,6%. En ambas etapas la deuda estuvo protagonizada por las fracciones más concentradas del capital local, que adecuaron sus estrategias de financiamiento externo al régimen macroeconómico vigente. Esto llevó a la cúpula empresaria a recibir ingentes cantidades de financiamiento externo durante la vigencia del régimen de Convertibilidad, tanto para la realización de inversiones productivas como, especialmente, para iniciar una y otra vez el ciclo de valorización financiera del capital que selló esta etapa. La relevancia alcanzada por la fuga de capitales en todo el período confirma esta lógica de funcionamiento.

La vertiginosa expansión de la deuda durante la década 1991-2001 fue impulsada especialmente por las colocaciones de obligaciones negociables, las que adquirieron un peso creciente frente al endeudamiento directo, que si bien retuvo su posición mayoritaria perdió parte de su relevancia con el correr del período. El endeudamiento durante estos años evidenció también un marcado comportamiento pro cíclico, en donde las caídas relativas en el ritmo del endeudamiento privado fueron compensadas por el repunte de la deuda pública, que se transformó en el sostén principal de la Convertibilidad, especialmente desde 1998. Las empresas pertenecientes a la cúpula empresaria fueron las indiscutidas protagonistas de la acelerada expansión del endeudamiento externo, el cual registró un elevadísimo grado de concentración. La presencia y la relevancia de cada una de las fracciones del capital en este proceso estuvieron dictadas por las transformaciones en la estructura productiva y las relaciones de propiedad durante el decenio. Así, luego de una breve etapa de liderazgo de los grupos económicos, las asociaciones vinculadas a las privatizadas se transformaron en las principales impulsoras del endeudamiento externo, en sintonía con su predominio creciente en la economía argentina. La acelerada extranjerización de la economía nacional también se reflejó en la centralidad que alcanzaron las empresas transnacionales y los conglomerados extranjeros en el *stock* de deuda externa.

La agudísima crisis económica –y política y social– sufrida por la Argentina en el año 2002, luego de tres años sucesivos de persistente recesión, acabó con el régimen de Convertibilidad y, con él, con la tendencia expansiva de la deuda externa privada. En esta fase una porción importante de la deuda ingresó en una situación irregular y logró ser reestructurada. Las firmas que renegociaron sus pasivos en el momento más álgido de la crisis se beneficiaron especialmente, al sanear con rapidez su situación patrimonial a través de cuantiosas quitas y condonaciones de capital y/o intereses. De allí en más, la deuda externa del sector privado no financiero continuó contrayéndose y consolidó una dinámica sumamente distinta a la de la década del noventa.

CUADRO 8  
Evolución del *stock* de deuda externa y tasa anual acumulativa  
de crecimiento, 2001-2005

(En millones de dólares corrientes y porcentajes)

Deuda externa total	Sector público		Sector privado		Sector Privado No Financiero		Sector Privado Financiero		
	Millones de dólares	% del total	Millones de dólares	% del total	Millones de dólares	% del total	Millones de dólares	% del total	
	(1)=(2)+(3)	(2)	(3)=(4)+(5)		(4)		(5)		
2001*	166.272	87.907	53	78.365	47	61.642	37	16.723	10
2002	156.748	91.247	58	65.501	42	52.867	34	12.634	8
2003	164.645	105.895	64	58.750	36	49.366	30	9.384	6
2004	171.115	115.884	68	55.231	32	47.915	28	7.316	4
2005	113.518	65.187	57	48.331	43	42.929	38	5.402	5
T.a.a.c. 01-05	-9,1%	-7,2%		-11,4%		-8,6%		-24,6%	

\* Se consideran los datos corregidos de deuda privada publicados por la DNCI.

Fuente: Elaboración propia sobre la base de la información de la DNCI (Ministerio de Economía).

La deuda externa del sector público también se contrajo entre 2001 y 2005 aunque, al igual que durante la era de la Convertibilidad, la intensidad de la modificación de la deuda del sector privado fue superior a la del sector público (Cuadro N° 9). Si en aquella etapa el sector privado acrecentó su deuda externa a una tasa varias veces mayor que el sector estatal (20,9% *versus* 5,2%), en esta nueva fase también la contrajo en mayor grado (-11,4% del sector privado *versus* -7,2% del sector público), aunque la distancia entre ambas tendencias fue significativamente menor. Su evolución anual también fue distinta: mientras la deuda privada se contrajo todos los años, la deuda pública tuvo un crecimiento entre 2001 y 2004 (como resultado de la acumulación de intereses devengados pero no pagados) y, finalmente, una reducción importante en el año 2005 cuando se consumó el canje de los títulos en cesación de pagos por nuevos bonos con quita. Estos contrastes reflejan la mayor rapidez de respuesta del sector privado frente a la devaluación de la moneda, situación que permitió la veloz recuperación de la mayor parte de las grandes empresas argentinas. El sector financiero obró con especial rapidez y, en el transcurso de pocos años, su deuda experimentó una contracción muy superior a la de las firmas no financieras (-24,6% *versus* -8,6%), debido tanto a la mayor contracción de su *stock* de títulos externos como a la cancelación de las líneas de crédito contratadas en el exterior.

En conjunto, estos resultados implican que si bien la deuda de las grandes firmas acumuló una notable reducción entre 2001 y 2005, esta caída no fue suficiente para reducir el peso de estos pasivos en el total de la deuda externa del país, ya que la deuda pública y, especialmente, la de las instituciones financieras se contrajeron también acentuadamente. En 2005, la deuda del sector privado no financiero concentraba aún el 38% de la deuda externa total argentina y la deuda del conjunto del sector privado representaba el 43% del total de pasivos externos del país. En definitiva, más allá de su reciente retracción, la deuda privada sigue erigiéndose como un componente central de la deuda total argentina y, por tanto, como una variable determinante tanto de los equilibrios externos como internos del país.

## REFERENCIAS

- ÁREA DE ECONOMÍA Y TECNOLOGÍA (2005): *Informe Técnico sobre la composición de las bases de datos de la Deuda Externa Privada Argentina (1991-1999)*, FLACSO, Buenos Aires.
- AUDITORÍA GENERAL DE LA NACIÓN (1999): "Los cambios metodológico del balance de pagos de la República Argentina y el desempeño observado en 1998", Gerencia de Deuda externa, Buenos Aires.
- AZPIAZU, D. (2002): *Las privatizaciones en la Argentina. Diagnósticos y propuestas para una mayor competitividad y equidad social*, CIEPP/OSDE, Buenos Aires.
- AZPIAZU, D. (2005): *Las privatizadas: ayer y hoy. (Tomo I)*, Colección Claves para Todos, Editorial Capital Intelectual, Buenos Aires.
- AZPIAZU, D., y FORCINITO, K. (2004): "Historia de un fracaso: la privatización del sistema de agua y saneamiento en el Área Metropolitana de Buenos Aires", en AZPIAZU, D., CATENAZZI, A., y FORCINITO, K.: *Recursos públicos, negocios privados: agua potable y saneamiento en el Área Metropolitana de Buenos Aires*, Serie Informes de Investigación N° 19, Universidad Nacional de General Sarmiento, marzo.
- AZPIAZU, D., y SCHORR, M. (2003): *Crónica de una sumisión anunciada. La renegociación con las empresas privatizadas bajo la Administración Duhalde*, Siglo XXI Editores/FLACSO, Buenos Aires.
- BANCO CENTRAL DE LA REPÚBLICA ARGENTINA (BCRA) (2002, 2003 y 2004): *Informe sobre la deuda externa del sector privado*, Buenos Aires.
- BASUALDO, E. M. (2003): "Las reformas estructurales y el Plan de Convertibilidad durante la década de los noventa. El auge y la crisis de la valorización financiera", *Revista Realidad Económica*, N° 200, Buenos Aires.
- BASUALDO, E. M. (2006): *Estudios de historia económica argentina*, Siglo XXI-FLACSO, Buenos Aires.
- BASUALDO, E., y KULFAS, M. (2000): "Fuga de capitales y endeudamiento externo en la Argentina", *Revista Realidad Económica*, N° 173, Buenos Aires.
- BASUALDO, E., y NAHÓN, C. (2007): "Empresas privatizadas y sector externo en la Argentina durante la Convertibilidad (1991-2001). Análisis desde la perspectiva del Balance de Pagos", *Comercio Exterior*, vol. 57 N° 3, Banco Nacional de Comercio Exterior, México D.F.
- BASUALDO, E., y NAHÓN, C. (en prensa): "Empresas privatizadas y sector externo en la Argentina durante la Convertibilidad (1991-2001). Análisis desde la perspectiva del Balance de Pagos", *Comercio Exterior*, Banco Nacional de Comercio Exterior, México D.F.
- BASUALDO, E., LOZANO, C., y SCHORR, M. (2002): "Las transferencias de recursos a la cúpula económica durante la administración Duhalde. El nuevo plan social del gobierno", IDEF/CTA.
- BASUALDO, E., NAHÓN, C., y NOCHTEFF, H. (2005): "Traectoria y naturaleza de la deuda externa privada en la Argentina. La década del noventa, antes y después", *Documento de Trabajo*, N° 14, Área de Economía y Tecnología, FLACSO-Sede Argentina, Buenos Aires.
- COMISIÓN ESPECIAL INVESTIGADORA SOBRE LA FUGA DE DIVISAS DE LA CÁMARA DE DIPUTADOS (2005): *La fuga de divisas en la Argentina*, Siglo XXI Editores Argentina, Buenos Aires.
- DAL DIN, C. (1999): "Financiamiento externo a las empresas", *Indicadores de Coyuntura*, N° 395, FIEL, Buenos Aires.
- DAMILL, M. (2000), "El balance de pagos y la deuda externa pública bajo la convertibilidad", *Separata, Boletín Informativo Techint*, N° 303, julio-septiembre, Buenos Aires.
- DIRECCIÓN NACIONAL DE CUENTAS INTERNACIONALES (2005): *Estimaciones Trimestrales del Balance de Pagos*, Ministerio de Economía y Producción de la Nación Argentina, Buenos Aires.
- FIDE (2000): "Los roles de la deuda externa en la Convertibilidad", *Coyuntura y Desarrollo*, N° 258, Buenos Aires.
- FORCINITO, K., y NAHÓN, C. (2005): "La fábula de las privatizaciones: ¿vicios privados, beneficios públicos? El caso de la Argentina (1990-2005)", *Revista Ciclos en la historia, la economía y la sociedad*, N° 30.
- FUNDACIÓN CAPITAL (2002, 2003, 2004): *Síntesis Económica Financiera Semanal*, Buenos Aires.

## RESUMEN

*A pesar de la relevancia del proceso de endeudamiento privado en la Argentina, especialmente durante el régimen de Convertibilidad, es llamativa la inexistencia de estudios exhaustivos sobre esta materia. Este trabajo se propone aportar elementos para paliar esta falencia mediante el análisis desagregado de la trayectoria de la deuda externa privada, específicamente de la contraída por el sector privado no financiero, entre 1991 y 2005. Esta deuda experimentó una trayectoria con dos fases bien marcadas durante los últimos quince años. Entre 1991 y 2001 creció casi sin interrupción a una tasa acumula-*

*da del 26,9% anual. En cambio, entre 2002 y 2005 los pasivos externos del sector privado no financiero se redujeron persistentemente, a una tasa anual negativa del 8,6%. En ambas etapas, la deuda evidenció una íntima vinculación con el régimen macroeconómico vigente en la Argentina. Asimismo, esta deuda experimentó un elevado nivel de concentración en un grupo sumamente reducido de firmas pertenecientes a la cúpula empresaria local, que no sólo determinaron los ritmos y las modalidades de la deuda privada sino también del conjunto de la deuda externa del país.*

## SUMMARY

*Despite the relevance of private external debt in Argentina, particularly during the Convertibility regime, the absence of exhaustive studies of such a process is surprising. This paper aims to overcome such a fault through the disaggregated analysis of the evolution of private external debt between 1991 and 2005. Foreign debt of the non financial private sector is particularly studied. The trajectory of this debt experienced two well-defined phases during the last fifteen years. Between 1991 and 2001, it grew steadily at an an-*

*nual accumulated rate of 26,9%. In contrast, non financial firms' debt was persistently reduced from 2002 to 2005, at a negative annual accumulated rate of 8,6%. In both periods, the Argentinian private external debt has been closely linked to the macroeconomic regime. Indeed, it has been highly concentrated among a reduced group of firms –the largest in the country– which not only have determined the rhythm and manner of private indebtedness but also influenced over the entire country's external debt.*

## REGISTRO BIBLIOGRAFICO

**BASUALDO, Eduardo M., NAHON, Cecilia, y NOCHTEFF, Hugo J.**

"La deuda externa privada en la Argentina (1991-2005). Trayectoria, naturaleza y protagonistas". *DESARROLLO ECONOMICO – REVISTA DE CIENCIAS SOCIALES* (Buenos Aires), vol. 47, N° 186, julio-setiembre 2007 (pp.193-223).

**Descriptores:** <Deuda externa privada> <Convertibilidad> <Posconvertibilidad> <Economía argentina> <Sector privado no financiero>.