



Informe de Coyuntura del IERAL

Año 29 - Edición N° 1293 – 13 de Agosto de 2020

Coordinador: Jorge Vasconcelos

Editorial – Gustavo Reyes

Acelerar el ritmo de la devaluación o sorprender con un salto cambiario; ¿son esas las opciones para el Banco Central?

En Foco 1 – Joaquín Berro Madero

Los desafíos que impone la pandemia al mercado de crédito local

En Foco 2 – Raúl García

Las razones por las que, en condiciones macroeconómicas y regulatorias de elevada incertidumbre, disminuye la productividad de las empresas de servicios reguladas por el Estado y el servicio se vuelve más caro

En Foco 3 – Vanessa Toselli

El dato regional de la semana:
El lado B de la pandemia: cae 55,1% la litigiosidad laboral

Edición y compaginación
Karina Lignola y Fernando Bartolacci



IERAL Córdoba
(0351) 473-6326
ieralcordoba@ieral.org

IERAL Buenos Aires
(011) 4393-0375
info@ieral.org

Fundación Mediterránea
(0351) 463-0000
info@fundmediterranea.org.ar

Editorial:**4*****Acelerar el ritmo de la devaluación o sorprender con un salto cambiario; ¿son esas las opciones para el Banco Central?***

- Varios de los determinantes de los saltos cambiarios de los últimos 4 años están nuevamente presentes en la actualidad. Ante la probable aceleración de la inflación en este segundo semestre, la autoridad monetaria podría enfrentarse a una nueva disyuntiva: hacer más intenso el ritmo de la devaluación, o bien propiciar un nuevo salto cambiario. La literatura y la experiencia muestran que el salto cambiario es una opción más ventajosa, siempre y cuando sea acompañando de un plan antinflacionario que permita anclar expectativas y resulte consistente para resolver los desequilibrios de la macro
- Desde 2013, nuestro país ha experimentado saltos cambiarios significativos en cuatro ocasiones: a comienzos del 2014, cuando el dólar pasó de 6 a 8 pesos; a fin del 2015, cuando se unificaron los tipos de cambio y la paridad saltó de 9 a 13; en agosto de 2018, cuando la cotización subió de 28 a 40 pesos, y en agosto de 2019, cuando lo hizo de 44 a 60 pesos
- En los casos analizados, un común denominador ha sido la persistente tendencia de pérdida de reservas por parte de la autoridad monetaria; en dos de los cuatro episodios existía un importante atraso cambiario; en tres de cuatro había una preocupante desmejora del balance del BCRA, mientras que en uno de ellos se registraba una muy fuerte expansión de los pasivos remunerados (PR) de la autoridad monetaria
- Si bien actualmente el valor del tipo de cambio oficial en términos reales se encuentra en niveles razonables, otras mediciones (Paridad de Poder de Compra ajustado por productividad) muestran un atraso del orden de 10%. Las reservas, por su parte, se encuentran estancadas en la medición en términos brutos, mientras que el balance del BCRA se ha debilitado en forma significativa, a raíz del fuerte aumento de sus pasivos remunerados

En Foco 1:**13*****Los desafíos que impone la pandemia al mercado de crédito local***

- Mientras que los depósitos en pesos del sector privado aumentan 89% interanual en agosto, los créditos lo hacen al 50,4%, una brecha de 38,6 puntos porcentuales
- Las líneas de préstamos más activas, a su vez, tienen que ver con los distintos mecanismos de subsidio de tasa de interés implementados desde marzo en adelante
- Habrá que ver si la paulatina apertura de la actividad económica permite torcer esta dinámica. En este sentido, con Leliqs rindiendo al 38% anual, pero riesgos crediticios privados afectados por la caída de 12 % del PIB, se plantea un desafío mayúsculo para el sistema bancario local. Mientras tanto, los indicadores de liquidez del sistema bancario se encuentran en niveles record

En Foco 2:**17*****Las razones por las que, en condiciones macroeconómicas y regulatorias de elevada incertidumbre, disminuye la productividad de las empresas de servicios reguladas por el Estado y el servicio se vuelve más caro***

- Cuando se desata la inflación, las tarifas, como ocurre en la actualidad, se utilizan como herramienta de redistribución de ingresos y como un ancla de los programas antiinflacionarios. Esto significa que los ingresos por las ventas de los servicios a tarifas congeladas no serán suficientes en algún momento para recuperar los costos, incluyendo la retribución razonable al capital invertido. Tampoco a las empresas les resulta sencillo disminuir los costos de

prestación, porque son intensivas en capital y sus activos no tienen usos alternativos. Muy pocos costos son evitables en el corto plazo, pero casi todos son variables o evitables en el mediano- largo plazo cuando se pondera la decisión de continuar o no invirtiendo

- Cuando se llevan a cabo políticas de represión tarifaria, la retribución al capital es menor a la que se esperaba al momento de determinarse las tarifas y se desalienta el proceso de inversión, aún cuando a posteriori el Estado reconociera que la empresa tiene derecho a recuperar los ingresos no percibidos durante el período de congelamiento a la que estuvo expuesta. Pero en el interín se perdió la confianza, no se la recupera plenamente, y se resiente el proceso de inversión en toda la cadena hasta el hogar. En otras palabras, se resiente el crédito, la manifestación económica de la confianza
- Los procesos de represión tarifaria van acompañados de caídas de inversión en capital fijo (máquinas, gasoductos, tendidos eléctricos, por ejemplo) y de capital humano. En paralelo, se produce una caída en la productividad del trabajo y de los salarios en términos reales. La macro siempre se lleva puesta a la micro cuando las crisis económicas son acompañadas de fuertes devaluaciones e inflación creciente. Resolver el problema macro es de imperiosa necesidad social y económica
- Salir de esta situación con acciones y políticas energéticas que brinden confianza a los inversores es condición sine qua non para retomar el sendero de inversión en capital humano, tecnologías de avanzada, reemplazo y crecimiento de la infraestructura de prestación

En Foco 3:

23

El dato regional de la semana: El lado B de la pandemia: cae 55,1% la litigiosidad laboral

- En los primeros cinco meses del año, los juicios iniciados por trabajadores de unidades productivas y casas particulares se ubicaron un 55,1% por debajo de lo observado en igual período de 2019
- La región con mayor concentración de casos es la pampeana, donde se registran 77% de los litigios iniciados en el período. Le sigue la región de Cuyo, con una significación del 11% sobre el total nacional. Dentro de las provincias que las componen, las bajas más significativas fueron en La Pampa (-72%) y San Juan (-87,6), en ambos casos las provincias con menor representatividad
- En la provincia de Santa Cruz, fue la única jurisdicción donde aumentó la litigiosidad, aunque su participación a nivel nacional es baja (0,1%). Por otro lado, aparece la provincia de Jujuy, con una baja de 4% en el período, significativamente menor a lo registrado a nivel nacional

Esta publicación es propiedad del Instituto de Estudios sobre la Realidad Argentina y Latinoamericana (IERAL). Dirección Marcelo L. Capello. Dirección Nacional del Derecho de Autor Ley N° 11723 - N° 2328, Registro de Propiedad Intelectual N° 45241117. ISSN N° 1667-4790 (correo electrónico). Se autoriza la reproducción total o parcial citando la fuente. Sede Buenos Aires y domicilio legal: Viamonte 610, 5° piso B (C1053ABN) Buenos Aires, Argentina. Tel.: (54-11) 4393-0375. Sede Córdoba: Campillo 394 (5001) Córdoba, Argentina. Tel.: (54-351) 472-6525/6523. E-mail: info@ieral.org ieralcordoba@ieral.org.

Editorial

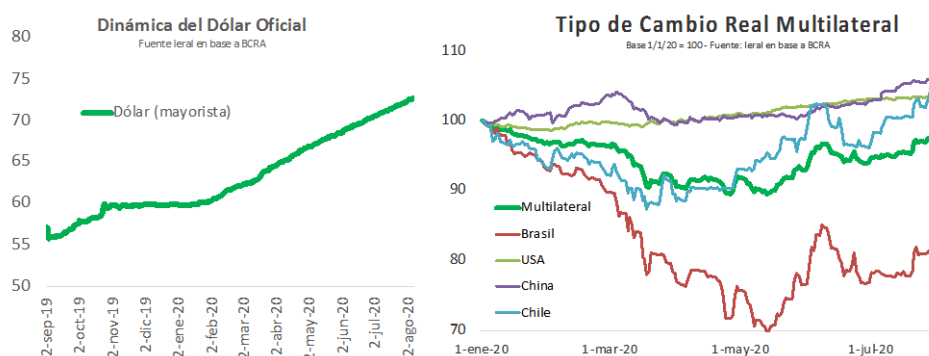
Acelerar el ritmo de la devaluación o sorprender con un salto cambiario; ¿son esas las opciones para el Banco Central?

Gustavo Reyes

- Varios de los determinantes de los saltos cambiarios de los últimos 4 años están nuevamente presentes en la actualidad. Ante la probable aceleración de la inflación en este segundo semestre, la autoridad monetaria podría enfrentarse a una nueva disyuntiva: hacer más intenso el ritmo de la devaluación, o bien propiciar un nuevo salto cambiario. La literatura y la experiencia muestran que el salto cambiario es una opción más ventajosa, siempre y cuando sea acompañando de un plan antinflacionario que permita anclar expectativas y resulte consistente para resolver los desequilibrios de la macro
- Desde 2013, nuestro país ha experimentado saltos cambiarios significativos en cuatro ocasiones: a comienzos del 2014, cuando el dólar pasó de 6 a 8 pesos; a fin del 2015, cuando se unificaron los tipos de cambio y la paridad saltó de 9 a 13; en agosto de 2018, cuando la cotización subió de 28 a 40 pesos, y en agosto de 2019, cuando lo hizo de 44 a 60 pesos
- En los casos analizados, un común denominador ha sido la persistente tendencia de pérdida de reservas por parte de la autoridad monetaria; en dos de los cuatro episodios existía un importante atraso cambiario; en tres de cuatro había una preocupante desmejora del balance del BCRA, mientras que en uno de ellos se registraba una muy fuerte expansión de los pasivos remunerados (PR) de la autoridad monetaria
- Si bien actualmente el valor del tipo de cambio oficial en términos reales se encuentra en niveles razonables, otras mediciones (Paridad de Poder de Compra ajustado por productividad) muestran un atraso del orden de 10%. Las reservas, por su parte, se encuentran estancadas en la medición en términos brutos, mientras que el balance del BCRA se ha debilitado en forma significativa, a raíz del fuerte aumento de sus pasivos remunerados

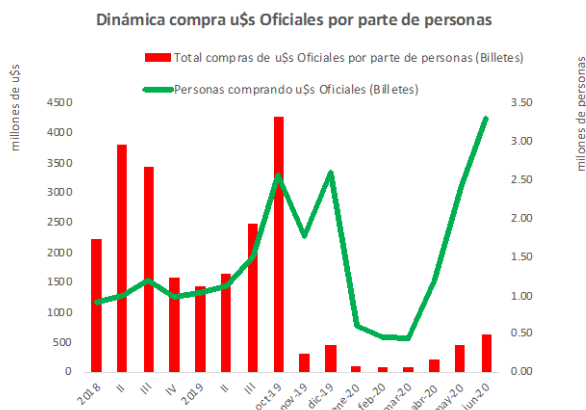
Si bien el acuerdo con los principales tenedores de bonos bajo legislación extranjera representa una excelente noticia para la economía en general y para el mercado cambiario en particular, los desajustes macroeconómicos de nuestro país no permiten descartar un posible ajuste discreto en el tipo de cambio en los próximos meses.

Desde mitad del mes de febrero aproximadamente, el Banco Central (BCRA) ha mantenido un ritmo devaluatorio prácticamente constante que permitió casi recuperar los niveles registrados por el Tipo de Cambio Real Multilateral a principios de año.



Sin embargo, algunos indicadores reflejan cierta inestabilidad en la actual política cambiaria:

- En uno de los períodos del año estacionalmente más importantes para las exportaciones, el BCRA no ha podido recomponer su stock de reservas internacionales a pesar del fuerte desplome en las importaciones, de las crecientes restricciones cambiarias, de haberse cerrado abruptamente el déficit de divisas por turismo debido a la pandemia y de no haber realizado ningún tipo de pago de bonos en los últimos meses debido al default.
- La magnitud de compras billetes del denominado dólar “turista” pasó de u\$s 92 millones en enero de este año con cerca de 600 mil personas realizando esta operación a casi u\$s 630 millones en junio pasado con operaciones realizadas por 3,3 millones de personas.



- La brecha cambiaria del dólar oficial respecto al denominado contado con liquidación pasó de un promedio del 28% en enero de este año a más del 60% en agosto.

Estos hechos sumados a la mayor inflación prevista para el segundo semestre del 2020 pueden llevar a que el Banco Central se enfrente a la disyuntiva de acelerar el ritmo de devaluación, o bien generar un nuevo salto cambiario.

¿Cuál es la diferencia entre un mayor ritmo devaluatorio y un salto cambiario?

La distinción entre una aceleración de la devaluación y un salto abrupto en el precio del dólar (oficial) ha sido largamente discutido en la literatura económica. Uno de los trabajos clásicos fue escrito por el economista argentino Guillermo Calvo a principios de los años 80's¹. En este trabajo, el citado autor explica que una aceleración de la tasa de devaluación puede dificultar la estabilización de precios ya que consolida y/o retroalimenta las expectativas inflacionarias y esto puede incluso terminar reduciendo las reservas del BCRA. En el caso del salto abrupto del tipo de cambio, si bien puede generar un aumento inicial en el nivel de precios, si se generan expectativas de que el shock es por única vez, puede terminar recomponiendo las reservas de la autoridad monetaria.

El salto cambiario al que se refiere Calvo en su artículo está relacionado a la propia decisión de la autoridad monetaria de cambiar el régimen cambiario y probablemente requeriría un plan de antinflacionario de shock consistente que logre anclar las expectativas. Ejemplos de este tipo de situaciones han sido implementadas en nuestro país durante el lanzamiento del plan de estabilización en junio de 1985 (Austral) y en abril de 1991 (Convertibilidad).

A lo largo de la experiencia de nuestro país podemos encontrar también numerosos ejemplos de saltos cambiarios que no han sido el resultado de la implementación de

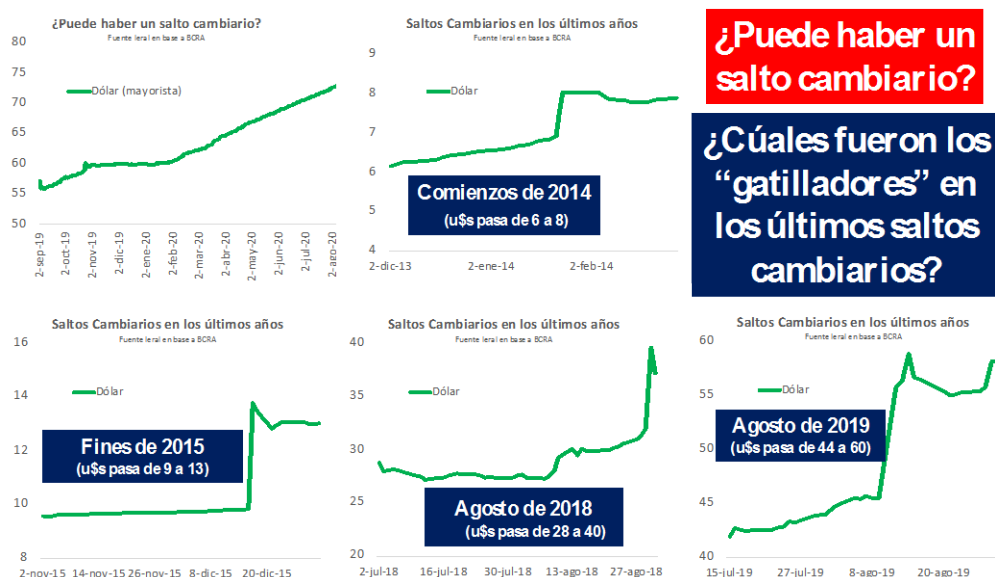
¹ Calvo, G. (1981), "Devaluation: Levels versus rates", Journal of International Economics, Volume 11, Issue 2, pages 165-172.

planes de shock sino, por el contrario, han ocurrido en forma intempestiva por las propias circunstancias del mercado cambiario. Entre este tipo de ejemplos se pueden citar los saltos cambiarios ocurridos en Argentina durante los últimos seis años y son los que analizan a continuación.

Los abruptos saltos cambiarios de los últimos años

Durante los últimos 6 años, nuestro país ha experimentado importantes saltos en el tipo de cambio en cuatro ocasiones:

- a comienzos del 2014 (cuando el u\$s saltó de 6 a 8),
- a fines del 2015 (cuando se unificaron los tipos de cambio y el dólar oficial saltó de 9 a 13),
- en agosto de 2018 (cuando el u\$s aumentó de 28 a 40),
- en agosto de 2019 (cuando subió de 44 a 60).



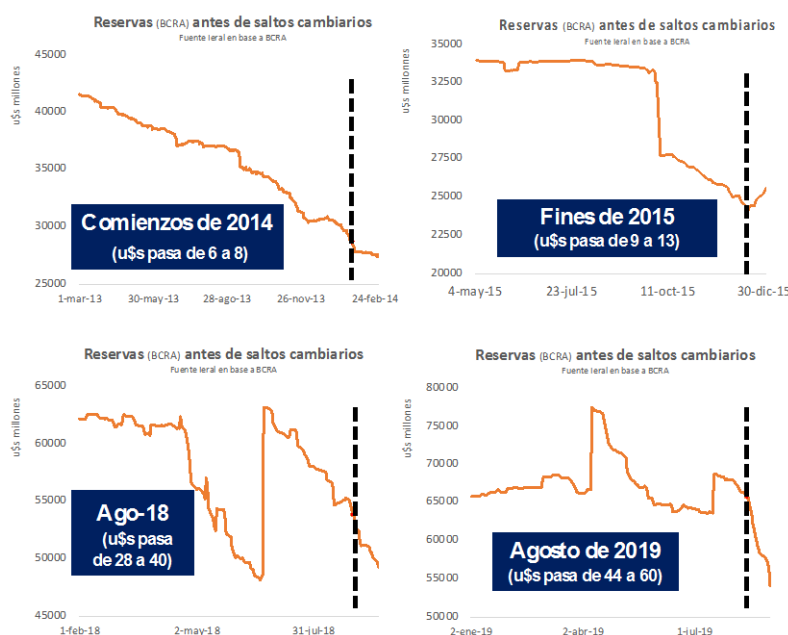
¿Tuvieron algún desencadenante en común los últimos saltos cambiarios?

Un clásico histórico que muchas veces ha gatillado saltos devaluatorios ha sido la presencia de un fuerte **atraso cambiario**. Si bien este desequilibrio resulta un importante componente para gatillar los saltos devaluatorios no resulta una condición “sine qua non”. Prueba de ello es que de los últimos 4 episodios de saltos cambiarios en Argentina, en solamente dos de ellos (enero 2014 y noviembre de 2015) existía un importante atraso en el tipo de cambio real, como puede apreciarse en el siguiente cuadro.

En poder adquisitivo de hoy ¿Cuánto valía el dólar en?:

	Oficial	Paralelo	Brecha
1976 (Feb)	95	346	263%
1981 (M. Hoz)	97	97	0%
1982 (Julio)	200	236	18%
1985 (Junio)	133	144	8%
1989 (Mayo)	332	450	36%
2001 (Diciembre)	41	42	1%
2002 (Junio)	122	125	2%
ene-14	50	83	67%
nov-15	44	69	57%
jul-18	64	64	0%
jul-19	65	65	0%
Prom. 1980-2020 (c/picos)	71	81	30%
Prom. 1980-2020 (s/picos)	63	72	30%

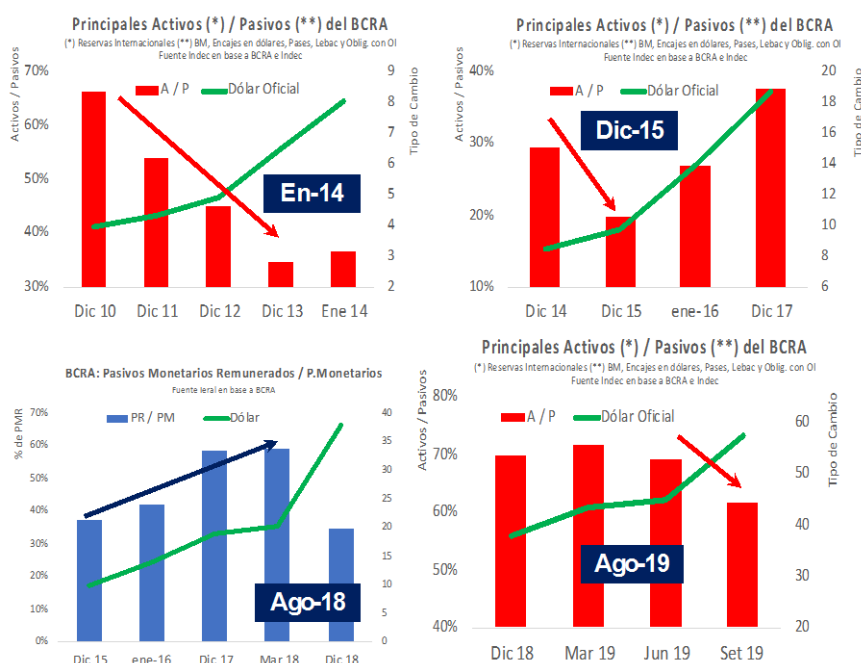
Otro de los posibles motivos que puede desencadenar abruptos saltos en el tipo de cambio es la **tendencia a que el Banco Central en algún momento se quede sin reservas**. Como puede apreciarse en los siguientes cuadros, esta posibilidad estuvo claramente presente en los 4 episodios considerados.



Otro de los factores clave es la **evolución del balance del Banco Central**. Las devaluaciones, si bien representan una pérdida de capital para los tenedores de pesos,

como contrapartida tienden a mejorar las cuentas del balance de la autoridad monetaria, ya que le permite licuar sus pasivos expresados en moneda nacional.

Como podemos observar en los siguientes cuadros, en tres de los cuatro casos considerados, durante los momentos previos al salto cambiario se observó que los balances del BCRA se venían deteriorando fuertemente. La excepción la constituye el salto devaluatorio de agosto del 2018 donde el problema estaba relacionado con los pasivos remunerados (PR - Lebacs) del balance de la autoridad monetaria. La fuerte expansión de estos últimos como porcentaje del total de pasivos monetarios (PM) ² generaron expectativas de que habrían de terminar siendo monetizados y licuados por una devaluación (como finalmente sucedió). Esto impulsó una fuerte venta de dichos activos y una corrida cambiaria que obligó al BCRA a producir un importante salto devaluatorio, que terminó convalidando las expectativas generadas.



En resumen, el análisis de los últimos 4 episodios de saltos cambiarios abruptos en nuestro país muestran condiciones previas del siguiente tipo:

- en todos los casos se registraba una insostenible tendencia de pérdidas de reservas por parte de la autoridad monetaria,
- en dos de los cuatro episodios existía un importante atraso cambiario,
- en tres de los cuatro sucesos había una importante desmejora del balance del BCRA,

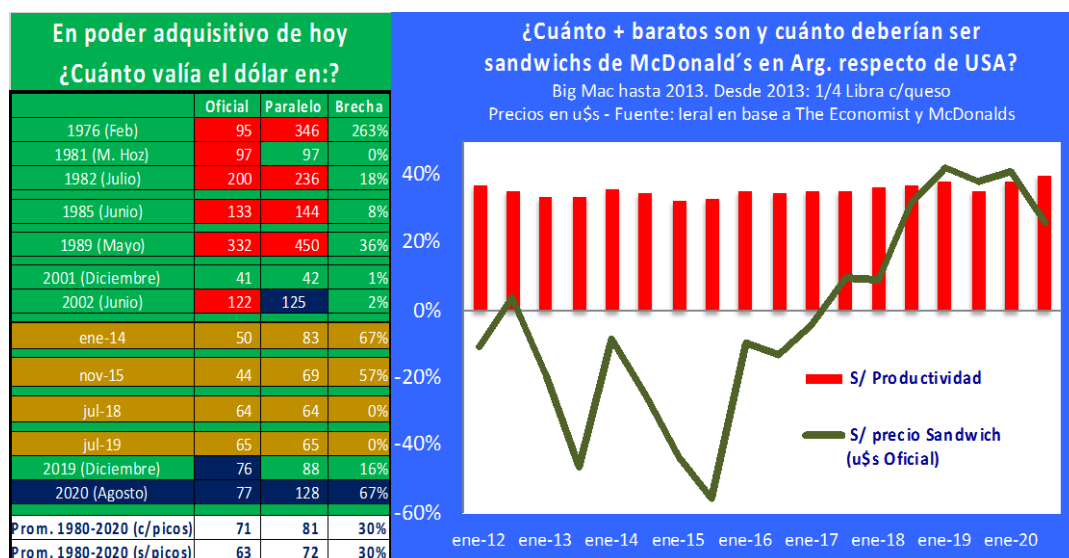
² Sumado a otros importantes hechos como el aumento en la tasa de interés internacional, la gravación impositiva de estos instrumentos, una muy mala cosecha del agro, el debilitamiento político del presidente del BCRA, etc.

- en una de las cuatro ocasiones se registraba una muy fuerte expansión de los pasivos remunerados (PR) de la autoridad monetaria.

¿Tienen algún desencadenante en común los saltos cambiarios de los últimos años?				
	Comienzos de 2014 (u\$s 6 a 8)	Fines de 2015 (u\$s 9 a 13)	Agosto de 2018 (u\$s 28 a 40)	Agosto de 2019 (u\$s 44 a 60)
Evidente Atraso Cambiario	SI	SI	NO	NO
Importante Pérdida Reservas (BCRA)	SI	SI	SI	SI
Fuerte caída ratio A/P	SI	SI	NO	SI
Importante aumento ratio PR/PM	NO	NO	SI	NO

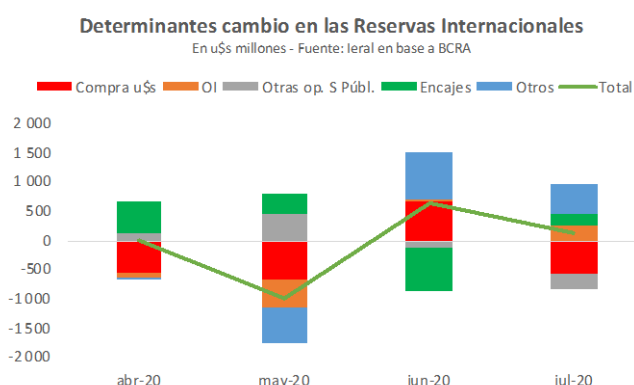
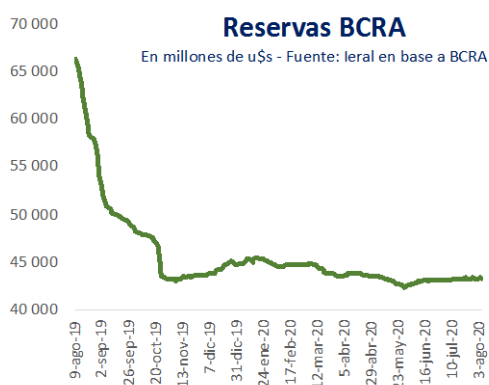
¿Cómo están hoy los desencadenantes de los últimos saltos cambiarios?

- **Atraso cambiario:** si bien el valor del tipo de cambio oficial en términos reales (ajustado por la inflación interna y externa) se encuentra en niveles por encima del promedio histórico, cuando se realiza la comparación en términos de los valores de equilibrio de Paridad Poder de Compra ajustados por productividad, el tipo de cambio oficial presenta un retraso de más del 10%³.

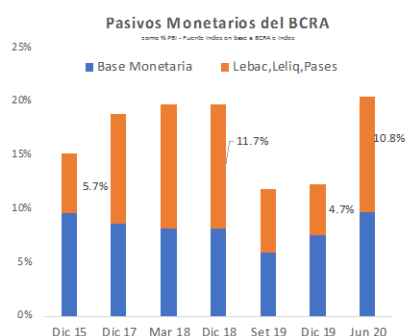


³ Ver Gonzalez, G. (2020), "Medido por el "Big Mac", la Argentina cede competitividad cambiaria frente a la mayoría de los países de la región", En foco 2, Informe de Coyuntura del IERAL, año 29, Edición 1287, 23 de Julio de 2020, https://www.ieral.org/images_db/noticias_archivos/4213-Informe%20de%20Coyuntura.pdf

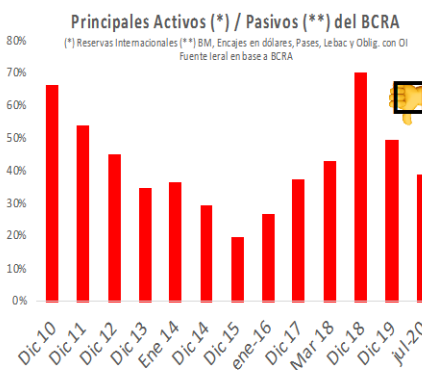
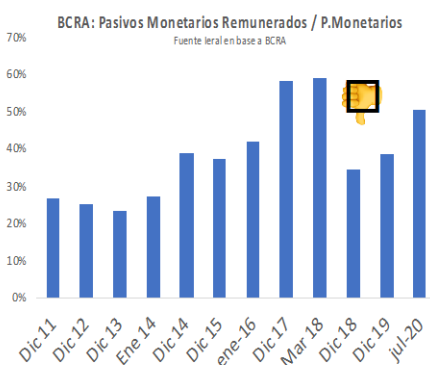
- **Evolución de las reservas del BCRA:** en 3 de los últimos 4 meses, la autoridad monetaria ha estado vendiendo divisas por montos mensuales cercanos a los u\$s 600 millones. No obstante, como éstos últimos han sido compensado con aumentos en los otros ítems, el total de las reservas internacionales prácticamente no ha sufrido variación como puede apreciarse en los siguientes gráficos.



- **Balance del BCRA:** como consecuencia del financiamiento del fuerte aumento del déficit fiscal durante este año (pandemia de por medio), al igual que en varios de los episodios de saltos cambiarios, el BCRA ha sufrido un importante debilitamiento en su balance debido al fuerte aumento de sus pasivos remunerados durante los últimos meses.



El financiamiento del mayor déficit fiscal ha debilitado el balance del BCRA



Conclusiones:

El marco macroeconómico de nuestro país muestra que algunos de los determinantes de los saltos cambiarios de los últimos 4 años están nuevamente presentes en la actualidad. Teniendo en cuenta la probable aceleración de la inflación para el segundo semestre a medida que las actividades económicas comiencen a normalizarse, la autoridad monetaria podría enfrentarse a una nueva disyuntiva, entre una aceleración del actual ritmo devaluatorio o un nuevo salto cambiario. Llegada esta disyuntiva, la literatura y la experiencia de nuestro propio país muestra que un salto cambiario tiene ventajas respecto a un mayor ritmo devaluatorio, siempre y cuando sea acompañando de un plan antinflacionario que permita anclar expectativas y resulte consistente para resolver los importantes desequilibrios que muestra la economía de nuestro país.

En Foco 1

Los desafíos que impone la pandemia al mercado de crédito local

Joaquín Berro Madero

- Mientras que los depósitos en pesos del sector privado aumentan 89% interanual en agosto, los créditos lo hacen al 50,4%, una brecha de 38,6 puntos porcentuales
- Las líneas de préstamos más activas, a su vez, tienen que ver con los distintos mecanismos de subsidio de tasa de interés implementados desde marzo en adelante
- Habrá que ver si la paulatina apertura de la actividad económica permite torcer esta dinámica. En este sentido, con Leliqs rindiendo al 38% anual, pero riesgos crediticios privados afectados por la caída de 12 % del PIB, se plantea un desafío mayúsculo para el sistema bancario local. Mientras tanto, los indicadores de liquidez del sistema bancario se encuentran en niveles record

Con indicadores de liquidez del sistema financiero en niveles récord y una brecha entre la dinámica de depósitos y créditos cada vez más amplia; resulta crucial evaluar las chances de una recuperación del crédito de aquí en más. Sobre todo, en función del inevitable aumento del riesgo crediticio que conlleva la caída del PIB estimada este año en 12 % interanual.

Durante el mes de julio la liquidez bancaria amplia en pesos (que incluye las cuentas corrientes en el BCRA, el efectivo en bancos, los saldos de pasas concertados con el BCRA, las tenencias de LELIQ, los bonos elegibles para integrar encajes y las NOCOM) continuó creciendo, ubicándose en 62,5% de los depósitos. Dato que compara con 57,3% que representaban en noviembre pasado. En detalle, la tenencia de Leliqs paso de 26,4% en aquel entonces a 32,3% el mes pasado; mientras que los Pases Netos pasaron de 2,4% a 13% en idéntico periodo. Todo esto en un contexto en el cual los depósitos crecen significativamente, prácticamente duplicando el ritmo de la inflación.

En esta línea, los depósitos en pesos del sector privado marcan en agosto un nuevo escalón ascendente, con una variación interanual de 89% a/a , contra un aumento de 83,1% a/a en julio. En detalle, los Plazos Fijos en pesos -que representan el 40% del total de las colocaciones en moneda nacional- se aceleran pasando de 41,3% a/a en julio a 45,5% a/a este mes. Por su parte, los depósitos en Cuenta Corriente -que significan el 24% de la cartera- en pesos desaceleraron su ritmo, aunque desde niveles muy elevados;

pasando de 145,2% a/a en julio a 131% a/a en agosto. Por último, las colocaciones en Caja de Ahorro en pesos -29% del total de depósitos en pesos- incrementan su expansión desde 114,6% a/a en julio a 128% a/a el corriente mes.

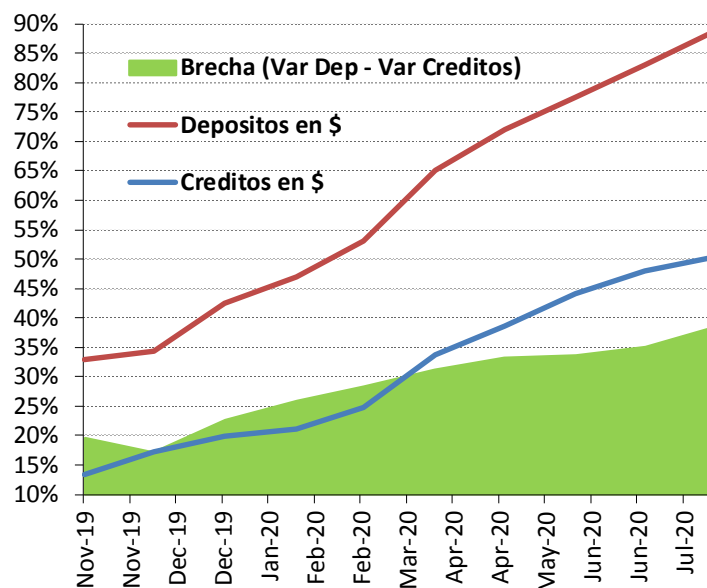
Del otro lado del mostrador, los créditos al sector privado en pesos mejoran levemente su ritmo de expansión, pasando de 48% a/a en julio a 50,4% a/a en agosto, siempre con datos parciales. En particular, esta dinámica está siendo motorizada principalmente por las líneas comerciales (Adelantos en Cuenta Corriente, Documentos a sola firma, Documentos Comprados y descontados, etc.) que crecieron 117,3% a/a en agosto. Fundamentalmente impulsadas por líneas de emergencia impulsadas por el BCRA (créditos a tasa subsidiada al 24% anual, líneas subsidiadas a MiPyMEs y Prestadores de Servicios, línea MiPyME Plus). En este sentido, las líneas comerciales ganan participación en el total de la cartera y hoy representan el 43% del stock total de créditos privados en pesos. Al descomponer por tipo de línea, se tiene que los Adelantos en Cuenta Corriente aumentan 52,5% a/a en agosto, mientras que los Documentos a sola firma lo hacen un 258,4% a/a.

A esto se le suma el aporte de las financiaciones en pesos vinculadas al consumo (Personales y con Tarjeta de Crédito) que se “despiertan”, pasando de 28,4% a/a en julio a 31,7% a/a en agosto, representando aproximadamente el 46% del total de la cartera en pesos. Otra vez, si se analiza en detalle, se obtienen comportamientos dispares y una influencia cada vez mas significativa de líneas de emergencia: mientras las líneas de créditos personales caen 2,4% a/a este mes, las financiaciones con tarjeta aceleran hasta 66,2% a/a, apoyadas por la expansión de créditos a tasa cero (préstamos destinados a monotributistas y autónomos que se acreditan en las tarjetas) que en julio sumaron un monto total de \$58.828 millones, otorgando 413.548 préstamos. Asimismo, también influye en este tipo de financiaciones la ampliación de rubros del programa “Ahora 12” y la imposición de tasa máxima (43% nominal anual).

Por último, las financiaciones con garantía real (Hipotecarios y Prendarios) en pesos -que representan solo el 12% del total de créditos en moneda nacional-, muestran un comportamiento contractivo cayendo 1,9% a/a en agosto, luego de la variación negativa de 3,5% a/a registrada en julio pasado. Mientras los Hipotecarios se contraen 0,4% a/a en agosto, los Prendarios lo hacen en 5,7% a/a.

En resumen, la dinámica actual del crédito privado en pesos está explicada fundamentalmente por las líneas subsidiadas, con una marcada brecha entre el ritmo de la variación interanual de depósitos y créditos del sector privado en moneda local. Esa diferencia de ritmo, que a fin de 2019 era de 18,3 puntos porcentuales, ha pasado en los últimos datos a 38,6 puntos porcentuales.

Préstamos y Depósitos del Sector Privado en Pesos
en moneda nacional, variación interanual (%)

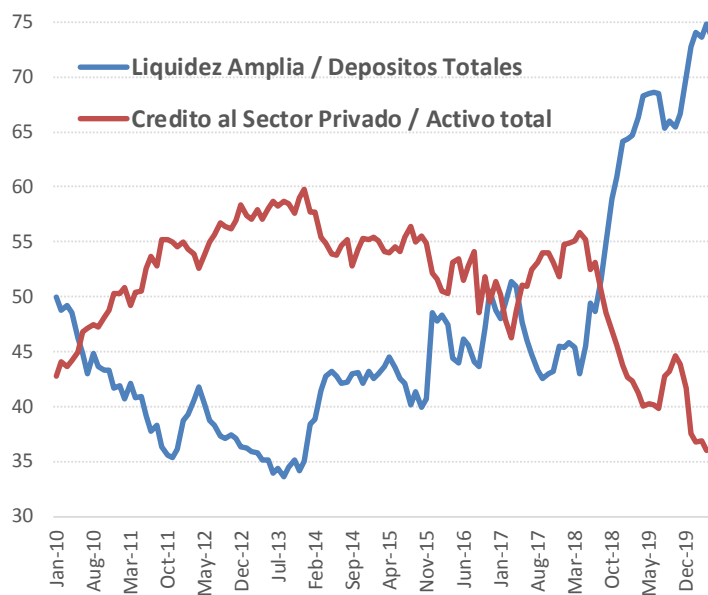


Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea s/ datos BCRA

Habrá que ver si la paulatina apertura de la actividad económica permite torcer esta dinámica. En este sentido, el panorama de Leliqs rindiendo al 38% anual combinada con una demanda por crédito con carpetas que no dejarán de reflejar la profunda caída del PIB, presenta un desafío mayúsculo para el sistema bancario local. Hoy los indicadores de liquidez se ubican en niveles récord, mientras que el crédito genuino es cada vez mas escaso.

El ultimo gráfico, pone en contexto esta realidad para el caso del conjunto de bancos privados del sistema. Con datos hasta mayo del corriente año, se tiene que la “liquidez amplia” (*[Saldo de cuenta corriente en BCRA en moneda nacional y extranjera + Otras disponibilidades en moneda nacional y extranjera + Saldo acreedor neto por operaciones de pases de las entidades financieras contra el BCRA + Tenencia de títulos del BCRA + Títulos públicos admisibles para integración de efectivo mínimo] / Depósitos totales*) de la banca privada, se encuentra en torno a 74% del total de sus depósitos; mientras que el peso de las financiaciones al sector privado como porcentaje de su activo viene cayendo, ubicándose en torno a 36,7% los últimos meses.

Liquidez bancaria y Credito al Sector Privado
Indicadores de liquidez para Bancos Privados



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea s/ datos BCRA

En Foco 2

Las razones por las que, en condiciones macroeconómicas y regulatorias de elevada incertidumbre, disminuye la productividad de las empresas de servicios reguladas por el Estado y el servicio se vuelve más caro

Raúl García ¹

- Cuando se desata la inflación, las tarifas, como ocurre en la actualidad, se utilizan como herramienta de redistribución de ingresos y como un ancla de los programas antiinflacionarios. Esto significa que los ingresos por las ventas de los servicios a tarifas congeladas no serán suficientes en algún momento para recuperar los costos, incluyendo la retribución razonable al capital invertido. Tampoco a las empresas les resulta sencillo disminuir los costos de prestación, porque son intensivas en capital y sus activos no tienen usos alternativos. Muy pocos costos son evitables en el corto plazo, pero casi todos son variables o evitables en el mediano- largo plazo cuando se pondera la decisión de continuar o no invirtiendo
- Cuando se llevan a cabo políticas de represión tarifaria, la retribución al capital es menor a la que se esperaba al momento de determinarse las tarifas y se desalienta el proceso de inversión, aún cuando a posteriori el Estado reconociera que la empresa tiene derecho a recuperar los ingresos no percibidos durante el período de congelamiento a la que estuvo expuesta. Pero en el interín se perdió la confianza, no se la recupera plenamente, y se resiente el proceso de inversión en toda la cadena hasta el hogar. En otras palabras, se recienta el crédito, la manifestación económica de la confianza
- Los procesos de represión tarifaria van acompañados de caídas de inversión en capital fijo (máquinas, gasoductos, tendidos eléctricos, por ejemplo) y de capital humano. En paralelo, se produce una caída en la productividad del trabajo y de los salarios en términos reales. La macro siempre se lleva puesta a la micro cuando las crisis económicas son acompañadas de fuertes devaluaciones e inflación creciente. Resolver el problema macro es de imperiosa necesidad social y económica
- Salir de esta situación con acciones y políticas energéticas que brinden confianza a los inversores es condición sine qua non para retomar el sendero de inversión en capital humano, tecnologías de avanzada, reemplazo y crecimiento de la infraestructura de prestación

¹ Consultor en energía y ex – Presidente de Enargas 1993-98.

La empresa de servicio regulado, como cualquier otra empresa, lo brinda a sus usuarios utilizando mano de obra, materiales y capital. Usualmente esos costos se clasifican en costos operativos, comerciales y administrativos, y de capital. Más aún, puede que algunos de los insumos que utilice la empresa en la prestación del servicio los produzca la propia empresa y que resulten ser más baratos que el insumo equivalente comprado en el mercado. Estas actividades requieren de inversiones en capital físico y en capacitación especializada que es parte de la inversión en capital humano.

Este tipo de inversiones no es particular de la industria regulada de servicios públicos ocurre en muchas industrias capital intensivas. La incertidumbre económica (macroeconomía inestable) que además se traduce en elevados costos de financiamiento y/o falta de acceso al crédito, conspira contra la formación de capital, esto es la inversión para reemplazar el desgaste como así también para incrementar el capital. A la industria regulada hay que adicionarle el riesgo político regulatorio de que las tarifas se utilicen con al menos dos fines, por un lado para hacer política redistributiva de ingresos y por otro como ancla en el nivel de crecimiento de los precios de la economía ². En el primer caso nos referimos a lo que se conoce como subsidio cruzado, algunos segmentos de usuarios pagan tarifas por encima del costo de provisión de ese servicio y contribuyen con el ingreso faltante de aquellos que pagan una tarifa menor al costo de provisión de su servicio. En el segundo caso, nos referimos a utilizar las tarifas como ancla de los precios de la economía en un programa antiinflacionario, o simplemente congelarlas por un lapso prolongado para evitar un ajuste tarifario inevitable. El resultado usual de esta política es que los ingresos de las empresas prestadoras no resulten suficientes para remunerar el costo de prestar el servicio.

Los gobiernos aplican tarifas diferenciales por categoría de usuarios no relacionadas a los costos y también congelan las tarifas por tiempo indefinido en muchos casos. Es lo que ocurrió, por ejemplo, desde el 2002 hasta prácticamente entrado el 2015. La práctica tarifaria durante ese período en materia de subsidios transformó un problema sectorial en uno macroeconómico, con incidencia en la balanza comercial (las importaciones crecieron para compensar la caída de la producción de gas y hasta dejar de exportar) y en las cuentas públicas, contribuyendo al déficit fiscal.

Cuando no se recuperan los costos de prestación son los accionistas de las empresas a quienes primero impacta el faltante de ingresos ya que la retribución al capital invertido es residual, o sea, se retribuye a los accionistas con lo que queda después de pagar el resto de los costos operativos y de financiamiento. Luego el problema se traslada al resto de la cadena en la industria porque los costos siguen a la inflación, resintiéndose toda la cadena de pagos. Lo que típicamente sucede en nuestro país es que las distribuidoras eléctricas dejen de pagar a Cammesa, y que las distribuidoras de gas dejen de pagar el

² Como ocurre con la determinación del tipo de cambio oficial, el que usualmente se ubica por debajo del que se determina en transacciones de mercado (blue, contado con liquidación, por ejemplo).

gas a los productores y al proveedor de gas importado (IEASA), el ítem más importante en los costos de prestación, más del 70% en muchos casos.

Va de suyo que toda esa política conspira contra la formación de capital en la industria. Cuando se quiera retomar la senda de crecimiento no solamente se habrá incurrido innecesariamente en costos mayores (juicios internacionales, que la Argentina ha perdido en la mayoría de los casos) sino que esos costos serán más altos para las generaciones futuras, cuando entonces deba revertirse ese proceso de desinversión. Las reparaciones y sustitución de activos – capital físico y humano- ya quedaron fuera del plan optimizado cuando se suponía que las reglas de juego serían respetadas, y en consecuencia será con certeza una provisión más cara para los usuarios.

¿Cual es la particularidad de las empresas de servicio regulado en Argentina cuando se las compara con otras que operan en mercados con macroeconomías y ambientes regulatorios con reglas más estables?

Sin entrar en las diferencias de sistema regulatorio aplicable a cada tipo de servicio y en cada país, hay algunos principios regulatorios de aplicación similar. Uno básico, es que si la empresa ejerce su actividad de manera prudente y eficiente tiene la posibilidad casi cierta – excepto por riesgos comerciales- de que recuperará su capital invertido a una tasa razonable fijada por el regulador para ese tipo de actividad.

Ahora bien, eso no ha venido ocurriendo en Argentina, salvo esporádicamente y en los períodos de estabilidad macroeconómica. Cuando se desata la inflación, las tarifas, como ocurre en la actualidad, se las utilizan como herramienta de redistribución de ingresos y como un ancla de los programas antiinflacionarios. Esto significa que los ingresos por las ventas de los servicios a tarifas congeladas o que se ajustan por debajo del aumento de los costos por el proceso inflacionario no serán suficientes en algún momento para recuperarlos, incluyendo la retribución razonable al capital invertido³.

Tampoco a las empresas de servicios les resulta sencillo disminuir los costos de prestación, porque son intensivas en capital y sus activos no tienen usos alternativos. Muy pocos costos son evitables en el corto plazo, pero casi todos son variables o evitables en el mediano- largo plazo cuando se pondera la decisión de continuar o no invirtiendo para sostener, ni hablar de expandir, el servicio en esas circunstancias.

Cuando se llevan a cabo políticas de represión tarifaria, la retribución al capital es menor a la que se esperaba al momento de determinarse las tarifas y se desalienta el proceso de inversión, aún cuando a posteriori el Estado reconociera que la empresa tiene derecho a recuperar los ingresos no percibidos durante el período de congelamiento a la que estuvo expuesta. Pero en el interín se perdió la confianza, no se la recupera plenamente, y se resiente el proceso de inversión en toda la cadena del gas, desde el yacimiento hasta el

³ Una vez determinadas las tarifas al inicio del período tarifario, la retribución del capital de los accionistas es siempre residual, se reparten los dividendos después que se han pagado todos los costos operativos y financieros.

hogar. En otras palabras, se reciente el crédito, la manifestación económica de la confianza⁴.

Lamentablemente esta película – con un rodaje diferente- la seguimos viendo en la Argentina de hoy y desde hace muchos años: se pasa de una situación de recuperación de la inversión en momentos de macro estable a otra en la que no se recupera la inversión realizada por cuando la macro se vuelve inestable – y tampoco hay nuevas inversiones en ese período.

Cuando el Estado deja de aplicar el principio tarifario expuesto en la formación de las tarifas, no solamente se daña la credibilidad de los inversores sino que además, la tarifa y el servicio barato para los consumidores a corto plazo se hace caro en el mediano - largo plazo, resintiéndose la calidad del servicio.

Los procesos de represión tarifaria van acompañados de caídas de inversión en capital fijo (máquinas, gasoductos, tendidos eléctricos, por ejemplo) y de capital humano. En paralelo, se produce una caída en la productividad del trabajo y de los salarios en términos reales.

La fuga de cerebros también ocurre en las empresas reguladas. No fue ni es particular a las empresas del estado mal manejadas, porque ese personal especializado puede encontrar o es buscado por otras empresas por sus conocimientos adquiridos en esas actividades y se les puede pagar un poco mejor por esos servicios.

Ahora bien, cuando estas circunstancias se repiten durante un largo tiempo, también cambia la forma y los condimentos con los cuales se presta el servicio. O sea, ¿cual es el sentido de invertir en una actividad sujeta a un riesgo, ya no comercial, sino político regulatorio, y ese riesgo es de una magnitud tal que vuelve inviable el proceso de inversión por lo elevado que es su costo de financiamiento, o restricción al financiamiento?. Esto es, trasladar esos mayores costos a tarifas no permite obtener una tarifa ni ´razonable´ para el prestador prudente ni ´asequible´ para el usuario.

El servicio entonces pasa a prestarse de otra manera. Los activos se usan más allá del tiempo recomendable y con parche por aquí y por allá para cumplir con los mínimos parámetros de seguridad de prestación. Dadas esas circunstancias, esta forma de producir el servicio regulado parece más barato pero será más caro en el mediano largo plazo.

Para mostrar porqué resultará mas caro el servicio en los años venideros valga la siguiente comparación. Un buen par de zapatillas dura mucho tiempo más que un par de zapatillas de menor calidad y más barato para hacer la misma cantidad de kms. En este último caso habrá que cambiar varias veces el par de zapatillas baratos o seguirlo usando a costa de lastimarse no solamente los pies sino también otras partes del cuerpo. La

⁴ Y. Harari, Homo Deus, (2016). Una excelente descripción del funcionamiento de la economía medioeval y el pasaje a la modernidad en un contexto de funcionamiento del crédito.

solución más económica seguramente es la zapatilla de calidad y más cara, pero lo que permiten las finanzas es comprar y usar las zapatillas baratas. Para la empresa que le recortan el flujo de caja con tarifas reprimidas – que no reflejan el costo económico-, en algún momento se comenzará a utilizar la zapatilla barata y de menor calidad. Proyectemos la situación actual a algunos años más y ciertamente esa persona que usó esas zapatillas baratas tendrá problemas adicionales que resultarán muy costosos (gastos en operaciones, hospitalización, etc. y no solamente relativos a los pies) y tal vez deba abandonar la actividad.

Si en Argentina queremos reconstruir la prestación de un buen servicio, inevitablemente las tarifas serán más altas al comienzo y serán más bajas en el futuro mediano si logramos recrear un ambiente de confianza en las inversiones. De lo contrario, persistiendo con una política de represión tarifaria tendremos un servicio barato y de mala calidad o inexistente con el correr del tiempo, y muy caro para las generaciones futuras.

Resumiendo, una forma de producir con más capital, físico y humano intensiva, que es más barata en tiempos macroeconómicos y regulatoriamente más estables, es paulatinamente reemplazada por otra forma de producir con menos capital de ambos cuando los tiempos macroeconómicos y regulatorios son más inestables. Si esta forma de prestar un servicio no fue la tecnología elegida durante el período de estabilidad macroeconómica seguramente fue así porque resultaba ser una forma cara de prestar el servicio.

Los usuarios pueden aprovechar un buen servicio con tarifas que no reconocen las inversiones realizadas, pero solo por un tiempo, aprovechando la infraestructura existente, como sucedió después de los 90. A la larga, el servicio termina siendo caro: o porque se termina eligiendo una forma obsoleta de prestar el servicio, y si se quisiera volver a recorrer ese camino en un contexto de incertidumbre macroeconómica y regulatoria las inversiones serían muy elevadas y el servicio resultante se prestaría a tarifas mucho más elevadas. Más aún, si no se llega a un acuerdo razonable con las prestadoras, tal vez con juicios de por medio. Lamentablemente nos hemos venido quedando en el medio y cayendo en picada, y ese no es el óptimo desde el punto de vista de la sociedad.

La macro siempre se lleva puesta a la micro cuando las crisis económicas son acompañadas de fuertes devaluaciones e inflación creciente. Así ocurrió en 2002⁵ y

⁵ Y si uno recorre todos los eslabones de la industria del gas desde los 90 hasta la fecha, la historia es similar. Luego de un período de prácticamente 10 años de estabilidad en el que se acompañó la demanda interna con inversiones, mayor producción de gas que permitió el abastecimiento del mercado interno y el externo. Pero a partir de 2002 hubo tarifas y precios del gas que no se condecían con su costo, se interrumpieron reglas que no permitían transmitir las señales del mercado de gas y el resultado fue: el Estado se convirtió en el gran hermano de todas las decisiones de asignación de lo producido e importado, de las inversiones, se importó gas caro y se pagaron precios del gas de producción doméstica mucho más elevados para incentivar la inversión en desarrollo de los yacimientos. Los subsidios crecieron, las tarifas prácticamente no se ajustaron para reflejar todos los costos, y esos subsidios constituyeron un problema macro.

también desde comienzos del 2019. Resolver el problema macro es de imperiosa necesidad social y económica.

El congelamiento que rige en las tarifas desde prácticamente Octubre del 2019 y que seguramente continuará en el año 2021, repetirá y ahondará los problemas ya descritos, porque aún persisten la inflación, el aumento de los costos de prestación y señales político- regulatorias que no atraen inversores ni inversiones de calidad.

Salir de esta situación con acciones y políticas energéticas que brinden confianza a los inversores es condición sine qua non para retomar el sendero de inversión en capital humano, tecnologías de avanzada, reemplazo y crecimiento de la infraestructura de prestación.

En Foco 3

El dato regional de la semana: El lado B de la pandemia: cae 55,1% la litigiosidad laboral

Vanessa Toselli

- En los primeros cinco meses del año, los juicios iniciados por trabajadores de unidades productivas y casas particulares se ubicaron un 55,1% por debajo de lo observado en igual período de 2019
- La región con mayor concentración de casos es la pampeana, donde se registran 77% de los litigios iniciados en el período. Le sigue la región de Cuyo, con una significación del 11% sobre el total nacional. Dentro de las provincias que las componen, las bajas más significativas fueron en La Pampa (-72%) y San Juan (-87,6), en ambos casos las provincias con menor representatividad
- En la provincia de Santa Cruz, fue la única jurisdicción donde aumentó la litigiosidad, aunque su participación a nivel nacional es baja (0,1%). Por otro lado, aparece la provincia de Jujuy, con una baja de 4% en el período, significativamente menor a lo registrado a nivel nacional.

Si se considera la evolución de la judicialidad laboral en cada provincia del país, según la Información del Registro de Actuaciones Judiciales (RAJ) administrado por la Superintendencia de Riesgos del Trabajo, se observa que los juicios iniciados por trabajadores de unidades productivas y casas particulares se ubicaron en los primeros cinco meses del año en 11.064, un 55,1% por debajo de lo observado en igual período de 2019.

Si bien la mayoría de las provincias registra una baja en este indicador, el comportamiento no fue homogéneo a nivel subnacional. En un extremo, se ubica la provincia de San Juan, con una reducción del 87,6% en el indicador, mientras que en el otro, se ubica Santa Cruz con un incremento del 40% acumulado al mes de mayo, aunque con una representación del 0,1% en el total nacional.

Juicios iniciados por trabajadores de unidades productivas y casas particulares

Acumulado Enero – Mayo 2020 vs. Igual período 2019

Total País	11.064	-55,1%	Cuyo	1.251	-46,9%
Noroeste	294	-32,4%	San Luis	223	-57,9%
Santiago del Estero	104	-41,6%	Mendoza	1.007	-39,2%
Salta	12	-47,8%	San Juan	21	-87,6%
Tucumán	27	-60,3%	Noreste	321	-46,6%
Catamarca	2	-71,4%	Misiones	125	-59,2%
La Rioja	5	-44,4%	Formosa	3	-70,0%
Jujuy	144	-4,0%	Corrientes	155	-22,9%
Pampeana	8.547	-56,5%	Chaco	38	-54,8%
Buenos Aires	2.419	-54,7%	Patagónica	460	-60,6%
Córdoba	825	-52,4%	Neuquén	232	-55,9%
La Pampa	7	-72,0%	Río Negro	89	-73,3%
Santa Fe	2.822	-59,2%	Tierra del Fuego	53	-29,3%
Entre Ríos	215	-52,5%	Chubut	72	-67,9%
CABA	2.259	-56,5%	Santa Cruz	14	40,0%

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea sobre la base de la Superintendencia de Riesgos del trabajo – Ministerio de Producción y trabajo de la Nación.

En la región **Pampeana**, donde se iniciaron 77% de los juicios bajo consideración, en el período enero-mayo 2020 fueron 8.547 los litigios iniciados. Se vislumbró una baja del indicador del 56,5% respecto de igual período del año 2019. Entre las provincias que la componen, se destaca provincia de La Pampa, con una reducción en los juicios iniciados por trabajadores del 72%, seguida por la provincia de Santa Fe, con una baja del 59,2%. Las jurisdicciones de CABA, Buenos Aires, Entre Ríos y Córdoba, disminuyeron la cantidad de litigios en promedio un 54%.

La región de **Cuyo**, resulta la segunda región en cantidad de juicios iniciados, con 1.251 litigios. Sin embargo, al igual que lo sucedido en la región pampeana, presenta una baja en este indicador del 46,9% respecto de los primeros 5 meses de 2019. La reducción más significativa fue la de la provincia de San Juan (-87,6%) aunque su representatividad en la región no es tan significativa. En Mendoza, y San Luis las caídas en la cantidad de litigios alcanzaron el 39,2% y 57,9% respectivamente.

La **Patagonia** argentina, con 460 litigios iniciados en los primeros cinco meses del corriente, redujo el indicador por encima del promedio nacional: -60,6% respecto del mismo período de 2019. Existe una marcada litigiosidad en la provincia de Neuquén por sobre el resto de las provincias que componen la región, ya que el 50% de los juicios se han iniciado allí.

La región **Noreste**, redujo la litigiosidad laboral en un 46,6% respecto del acumulado en enero-mayo de 2019. Entre las provincias que son parte, se observa una reducción en las actuaciones judiciales en todas ellas, siendo Formosa la más significativa, con una reducción del 70% (aunque es la provincia con menor incidencia en la zona), seguida por Misiones, Chaco y Corrientes con reducciones del 59,2%, 54,8% y del 22,9% respectivamente.

Finalmente, en la región **Noroeste**, la litigiosidad laboral cayó el 32,4% en los primeros cinco meses del año. Dentro de las provincias que la componen, se destaca el caso de Jujuy, en donde se iniciaron el 48% de los litigios de la región, cuya baja fue del 4%, bastante menor a las reducciones registradas en todo el país.