

# CESPA

Notas de Coyuntura N° 6

Centro de Estudios de la Situación  
y Perspectivas de la Argentina

## Algunos efectos de la depresión y la devaluación sobre las cuentas empresarias

*Jorge Schvarzer  
Mariana Rojas Breu  
Agosto de 2002*

La larga recesión que afecta a la economía argentina desde hace ya casi cuatro años se transformó en un auténtico derrumbe productivo a partir de los últimos meses de 2001. La devaluación de los primeros meses de 2002 terminó de generar una serie de problemas (así como ofrecer nuevas oportunidades) a las empresas locales. Para visualizar algunos de esos efectos se decidió tomar una reducida muestra de grandes empresas y observar la evolución de algunos rubros de sus balances que se comentan más adelante. La muestra está formada por seis empresas de servicios públicos (electricidad, teléfonos, gas y transporte urbano) cuya evolución está fuertemente condicionada por el consumo popular (aunque éste no sea exclusivo salvo en el caso de Metrovías, que es una de ellas) y por otras seis de carácter más variado, como contraste de aquéllas. El análisis pasa por las cifras de ventas, beneficios y situación patrimonial de las empresas como se detalla a continuación.

### *Ventas*

Las seis empresas de servicios públicos presentan una tendencia declinante de sus ingresos desde mediados de 2001, que combinan una caída estacional con una baja absoluta de la demanda. Como se ve en el Gráfico 1, los ingresos de explotación del conjunto caen 16% entre el tercer trimestre de 2001 y el primero de 2002. Para evitar los efectos estacionales, conviene comparar los ingresos del primer trimestre de 2002 con el mismo período de 2001, tarea que arroja una caída del orden de 3%. Dado que las tarifas se mantuvieron prácticamente congeladas en pesos, la diferencia se explica por la caída de la demanda co-



**Universidad de Buenos Aires**  
**Facultad de Ciencias Económicas**

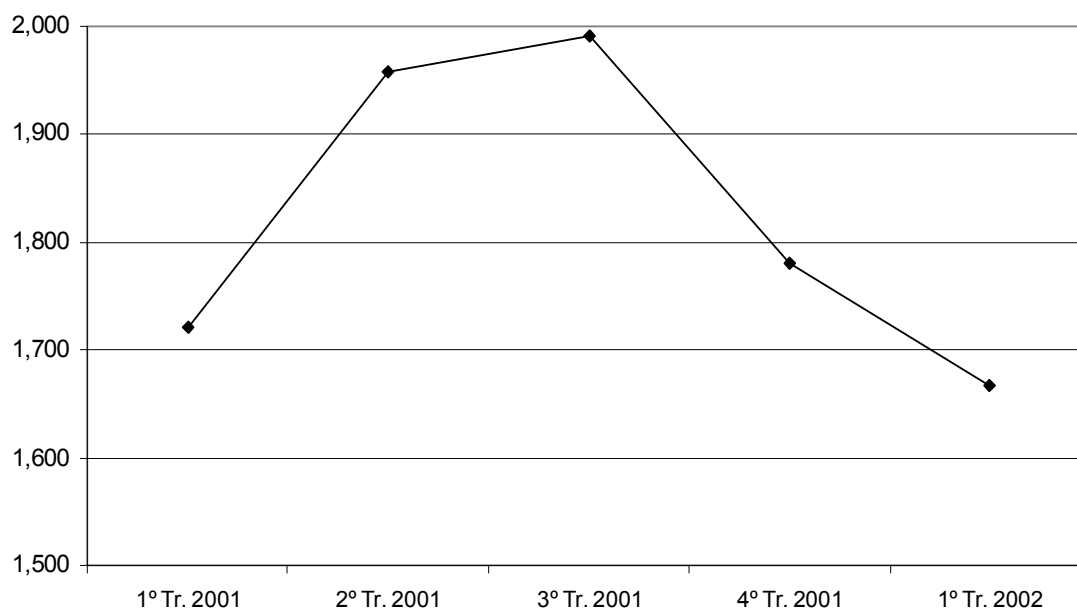


Av. Córdoba 2122 (C 1120 AAQ) Ciudad de Buenos Aires  
Tel./Fax: 54-11-4370-6130 – E-mail: [cespa@econ.uba.ar](mailto:cespa@econ.uba.ar),  
<http://www.econ.uba.ar/cespa.htm>

En realidad, la caída promedio entre los dos primeros trimestres de cada año fue de alrededor de 13% para cinco de las seis empresas (como se puede ver en el Cuadro 1) que fue parcialmente compensada por la evolución

**Gráfico 1. Evolución de los Ingresos de Explotación de 6 empresas de servicios**

en millones de pesos



FUENTE: Balances de las empresas.

positiva de la sexta (Telefónica, que gana 20% entre ambos períodos por causas no verificadas). La caída más impactante de todas ocurre en el servicio de transporte subterráneo (Metrovías), con una reducción cercana al 30%, en clara indicación de la magnitud alcanzada por la crisis.

Las informaciones que trascienden sobre atrasos crecientes en el pago de las facturas de servicios por parte de la población, así como el corte de servicios

**Cuadro 1. Evolución de los Ingresos de Explotación de 6 empresas de servicios**

en millones de pesos

	1° Tr. 2001	2° Tr. 2001	3° Tr. 2001	4° Tr. 2001	1° Tr. 2002
<b>EDENOR</b>	232.2	226.3	221.2	196.2	195.8
<b>EDESUR</b>	233.5	226.6	222.4	204.9	196.6
<b>METROGAS</b>	118.4	193.3	214.2	131.8	100.5
<b>METROVÍAS</b>	48.4	66.4	53.4	53.1	34.2
<b>TELECOM</b>	580.0	571.0	576.0	560.0	531.0
<b>TELEFÓNICA</b>	509.0	674.0	704.0	635.0	610.0
<b>TOTAL</b>	<b>1,721.5</b>	<b>1,957.6</b>	<b>1,991.1</b>	<b>1,781.0</b>	<b>1,668.0</b>

FUENTE: Balances de las empresas.

(que, en algunos casos, como teléfonos, parece ser muy extendido) se pueden verificar en los datos presentados en esta tabla que los registra desde el lado de los ingresos de las empresas (y sin olvidar que la mayoría de las tomadas para la muestra atiende también al mercado empresario, además de los consumidores individuales).

Las otras seis grandes empresas, en contraste, exhiben una evolución mucho más equilibrada, con una tendencia reciente al incremento de sus ventas (Cuadro 2) que se explica, seguramente, por el impacto del mayor valor en pesos de sus exportaciones. Este grupo exhibe un aumento de 20% en sus ventas entre el primer trimestre de 2001 y su equivalente de 2002, aunque con diferencias apreciables entre sus integrantes.

**Cuadro 2. Evolución de los Ingresos de Explotación de 6 empresas de actividades varias**  
en millones de pesos

	1º Tr. 2001	2º Tr. 2001	3º Tr. 2001	4º Tr. 2001	1º Tr. 2002
<b>ACINDAR</b>	100.3	103.1	103.1	73.8	97.8
<b>SIDERAR</b>	225.7	231.3	168.6	148.7	270.3
<b>SIDERCA</b>	169.0	204.1	185.6	192.2	286.7
<b>TGN</b>	68.4	69.0	52.3	63.2	78.9
<b>TGS</b>	126.8	132.8	147.1	134.9	141.1
<b>YPF</b>	1,477.0	1,612.0	1,536.0	1,328.0	1,726.0
<b>TOTAL</b>	<b>2,167.3</b>	<b>2,352.2</b>	<b>2,192.7</b>	<b>1,940.8</b>	<b>2,600.8</b>

FUENTE: Balances de las empresas.

Si se tiene en cuenta que la devaluación real comenzó a sentirse en febrero, dado que en enero prácticamente no hubo mercado cambiario, y que en marzo el dólar estaba en pleno proceso alcista, puede imaginarse que la facturación de estas empresas va a trepar considerablemente en el segundo trimestre de este año.

En definitiva, y teniendo en cuenta que la muestra sólo sugiere tendencias (dado el reducido número de casos) puede verse que las empresas de servicios públicos están enfrentando un fuerte retroceso de su demanda debido a la caída de ingresos de gran parte de la población. En cambio, las empresas que pueden exportar, o aquéllas que no están directamente ligadas a los consumos populares, están reacomodando su facturación influenciadas por el alza del tipo de cambio nominal.

Esta situación plantea un claro problema en lo que se refiere al alza de tarifas que se está discutiendo en estos momentos. En efecto, los valores detectados permiten suponer que un alza de aquéllas podría reducir el consumo de los afectados, neutralizando buena parte del efecto deseado por las empresas en el sentido de reconstituir sus ingresos globales. Sólo un análisis detallado de las elasticidades efectivas de la demanda podría dar respuesta a este interrogante que, por ahora, sólo queda planteado en esta presentación.

### *Beneficios operativos*

Los resultados de explotación de las empresas se mantienen positivos para el conjunto de las doce pero exhiben una tendencia decreciente cuando se separa a las seis de servicios públicos. Éstas, a pesar del efecto combinado del congelamiento de tarifas y de la caída de la demanda, mantienen resultados positivos que no son desdeñables. Los beneficios del primer trimestre de 2002 fueron superiores a los contabilizados en el trimestre anterior (cuarto del 2001), aunque marcan una caída importante frente a los otros (Cuadro 3).

### **Cuadro 3. Evolución de los Resultados de Explotación de 6 empresas de servicios**

*en millones de pesos*

	1º Tr. 2001	2º Tr. 2001	3º Tr. 2001	4º Tr. 2001	1º Tr. 2002
<b>EDENOR</b>	51.6	50.7	51.3	47.7	52.7
<b>EDESUR</b>	45.4	38.2	43.6	38.5	43.8
<b>METROGAS</b>	3.5	41.4	48.1	10.7	-7.9
<b>METROVÍAS</b>	-1.0	4.7	2.4	0.9	-7.1
<b>TELECOM</b>	95.0	127.0	96.0	63.0	73.0
<b>TELEFÓNICA</b>	154.0	160.0	208.0	55.0	121.0
<b>TOTAL</b>	<b>348.5</b>	<b>422.1</b>	<b>449.3</b>	<b>215.8</b>	<b>275.5</b>

FUENTE: Balances de las empresas.

Metrogas y Metrovías son las únicas empresas que registran valores negativos en sus resultados del primer trimestre de 2002 (aunque la facturación de la primera es fuertemente procíclica con alzas apreciables de facturación e ingresos en los meses de invierno). Las otras exhiben tendencias diferentes: las eléctricas mantienen sus resultados mientras las telefónicas registran una caída. Estos resultados son significativos porque señalan que el congelamiento de tarifas no habría provocado (al menos durante el primer trimestre de

### **Cuadro 4. Evolución de Resultado Final (ordinario) de 6 empresas de servicios**

*en millones de pesos*

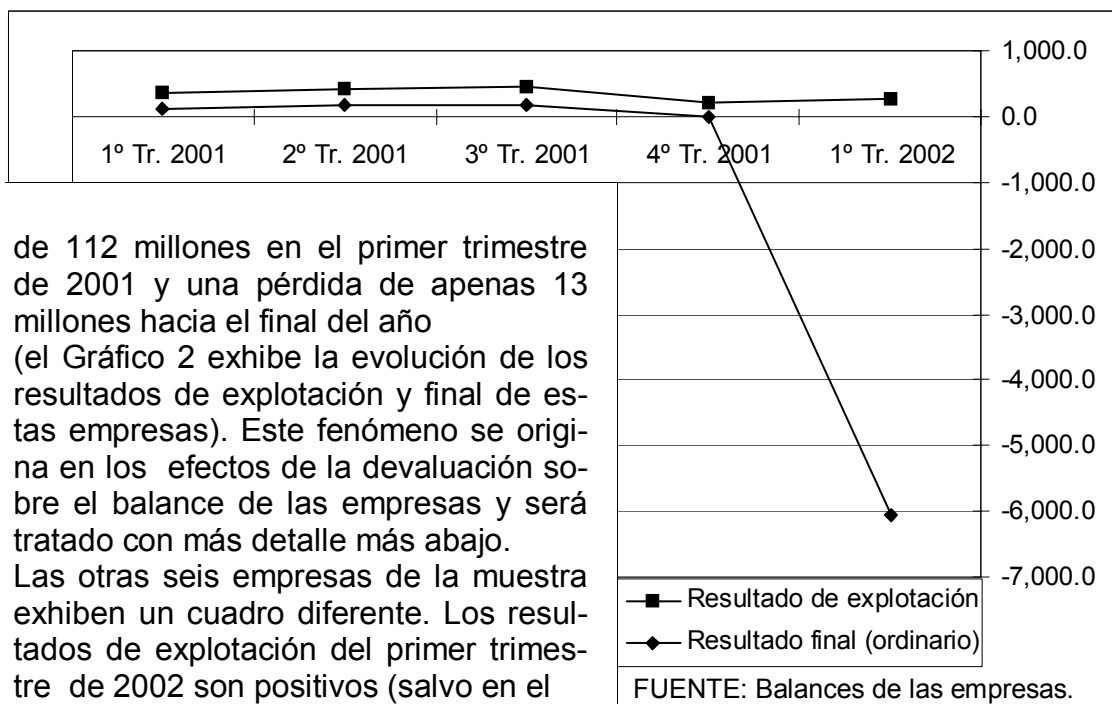
	1º Tr. 2001	2º Tr. 2001	3º Tr. 2001	4º Tr. 2001	1º Tr. 2002
<b>EDENOR</b>	24.2	25.9	22.1	21.0	-462.3
<b>EDESUR</b>	26.9	22.4	23.4	25.8	-369.6
<b>METROGAS</b>	-3.2	22.7	26.4	2.8	-491.3
<b>METROVÍAS</b>	3.5	-3.9	-5.2	-10.5	-4.8
<b>TELECOM</b>	17.0	24.0	23.0	-17.0	-2,257.0
<b>TELEFÓNICA</b>	44.0	75.0	76.0	-35.0	-2,484.0
<b>TOTAL</b>	<b>112.4</b>	<b>166.1</b>	<b>165.7</b>	<b>-12.9</b>	<b>-6,069.0</b>

FUENTE: Balances de las empresas.

2002) deterioros significativos en la rentabilidad operativa de las empresas de servicios públicos.

Los resultados finales (ordinarios), en cambio, exhiben diferencias extremas con los que se mencionan, tanto en magnitudes absolutas como en signo. En efecto, como se ve en el Cuadro 4, las seis empresas mencionadas registran una pérdida superior a los 6.000 millones de pesos, frente a una ganancia

**Gráfico 2. Evolución del Resultado de Explotación y del Resultado Final (ordinario) de 6 empresas de servicios.**  
en millones de pesos.



de 112 millones en el primer trimestre de 2001 y una pérdida de apenas 13 millones hacia el final del año

(el Gráfico 2 exhibe la evolución de los resultados de explotación y final de estas empresas). Este fenómeno se origina en los efectos de la devaluación sobre el balance de las empresas y será tratado con más detalle más abajo.

Las otras seis empresas de la muestra exhiben un cuadro diferente. Los resultados de explotación del primer trimestre de 2002 son positivos (salvo en el

caso de Siderar) y son más elevados, en magnitud, que los registrados en cualquiera de los cuatro trimestres previos (Cuadro 5). Además, se verifica una reversión de la tendencia negativa de los últimos meses del año 2001.

**Cuadro 5. Evolución de los Resultados de Explotación de 6 empresas de actividades diversas.**  
en millones de pesos

	1° Tr. 2001	2° Tr. 2001	3° Tr. 2001	4° Tr. 2001	1° Tr. 2002
EDENOR	51.6	50.7	51.3	47.7	52.7
EDESUR	45.4	38.2	43.6	38.5	43.8
METROGAS	3.5	41.4	48.1	10.7	-7.9
METROVÍAS	-1.0	4.7	2.4	0.9	-7.1
TELECOM	95.0	127.0	96.0	63.0	73.0
TELEFÓNICA	154.0	160.0	208.0	55.0	121.0
<b>TOTAL</b>	<b>348.5</b>	<b>422.1</b>	<b>449.3</b>	<b>215.8</b>	<b>275.5</b>

FUENTE: Balances de las empresas

Este dato sugiere que el cambio de precios relativos que incidió sobre sus ventas está mejorando su situación de rentabilidad, fenómeno que debería confirmarse en los resultados del segundo trimestre del año.

Los resultados finales, en cambio, son fuertemente negativos en el primer trimestre de 2002 (2336 millones de pesos); estos resultados exacerban la tendencia registrada el trimestre anterior y contrastan con los resultados positivos obtenidos un año antes (Cuadro 6).

**Cuadro 6. Evolución de Resultado Final (ordinario) de 6 empresas de actividades diversas**

*en millones de pesos*

FUENTE: Balances de las empresas.

	1º Tr. 2001	2º Tr. 2001	3º Tr. 2001	4º Tr. 2001	1º Tr. 2002
<b>ACINDAR</b>	-59.1	-13.9	-20.7	-65.1	-383.7
<b>SIDERAR</b>	-6.4	-12.5	-9.7	-82.1	-19.1
<b>SIDERCA</b>	27.3	35.6	45.2	48.3	440.8
<b>TGN</b>	13.3	14.9	-6.4	5.3	-20.2
<b>TGS</b>	33.0	36.4	37.0	2.1	-515.6
<b>YPF</b>	352.0	484.0	306.0	-323.0	-1,838.0
<b>TOTAL</b>	<b>360.1</b>	<b>544.5</b>	<b>351.6</b>	<b>-414.6</b>	<b>-2,335.8</b>

*Evolución patrimonial*

La devaluación multiplicó abruptamente el valor en pesos de los pasivos nominados en divisas con efectos devastadores sobre los balances de las empresas. En efecto, una deuda de un dólar igual a un peso hasta diciembre de 2001, por ejemplo, realizada para comprar un equipo productivo, tenía como contrapartida un activo que registraba ese equipo al valor de un peso; luego de la devaluación, esa deuda pasó a cerca de tres pesos (al 31 de marzo de 2002) mientras que el activo correspondiente quedó valuado en un peso. En consecuencia, aparece una distorsión porque el pasivo aumenta, afectando al patrimonio de la empresa, que cierra la condición de equilibrio de las cuentas (como el valor del dólar continuó aumentando en el curso del último trimestre, es de esperar que esta situación tienda a agravarse).

Varias empresas de la muestra corrigieron esta distorsión imputando un mayor valor a los bienes de uso, adquiridos originalmente en divisas. Pero esa práctica no se aplicó en todos los casos, provocando situaciones realmente curiosas en los resultados.

El pasivo de las seis empresas de servicios consideradas era 7.900 millones de pesos al 31 de diciembre de 2001, de los cuales 6.100 millones (el 77%) estaba nominado en moneda extranjera. En un trimestre, ese pasivo se incrementó en más de 10.000 millones (Cuadro 7 y Gráfico 3), generando una enorme punción sobre el patrimonio del grupo que cayó, por ese sólo efecto, de 7.600 millones de pesos a 1.500 millones, como se ve en el Cuadro 8 (la caída del patrimonio se aprecia en los Gráficos 3 y 4). Si se evalúa el conjunto de las doce empresas, se verifica que el pasivo total era casi 15.600 millones

de pesos al final del cuarto trimestre de 2001 y pasó a 37.200 millones tres meses después, al cierre del primer trimestre de 2002, lo que causó una contracción del patrimonio neto de aproximadamente 7.300 millones de pesos. El resultado habría sido aun más dramático si no se hubiera aplicado la corrección sobre el valor del activo mencionada más arriba.

Los resultados finales están formados por evoluciones distintas. Una empresa (Acindar) pasa a tener patrimonio contable negativo debido a este fenómeno,

**Cuadro 7. Evolución del Activo y del Pasivo de 6 empresas de servicios en millones de pesos**

ACTIVO	1º Tr. 2001	2º Tr. 2001	3º Tr. 2001	4º Tr. 2001	1º Tr. 2002
EDENOR	1,688.6	1,722.5	1,730.4	1,723.8	2,285.4
EDESUR	1,477.9	1,485.7	1,493.0	1,510.8	1,545.4
METROGAS	1,057.3	1,143.9	1,179.7	1,087.5	1,365.0
METROVÍAS	180.9	191.3	199.5	170.7	166.2
TELECOM	5,766.0	5,726.0	5,784.0	5,658.0	8,184.0
TELEFÓNICA	5,622.0	5,610.0	5,529.0	5,330.0	6,434.0
<b>TOTAL</b>	<b>15,792.7</b>	<b>15,879.3</b>	<b>15,915.7</b>	<b>15,480.8</b>	<b>19,980.0</b>

PASIVO	1º Tr. 2001	2º Tr. 2001	3º Tr. 2001	4º Tr. 2001	1º Tr. 2002
EDENOR	783.1	791.0	804.9	777.2	1,801.1
EDESUR	489.9	498.0	501.0	512.7	917.0
METROGAS	460.5	535.7	545.1	505.9	1,281.9
METROVÍAS	140.6	154.9	168.3	150.1	150.4
TELECOM	3,391.0	3,362.0	3,397.0	3,288.0	8,071.0
TELEFÓNICA	2,916.0	2,829.0	2,672.0	2,658.0	6,246.0
<b>TOTAL</b>	<b>8,181.0</b>	<b>8,170.7</b>	<b>8,088.3</b>	<b>7,891.9</b>	<b>18,467.3</b>

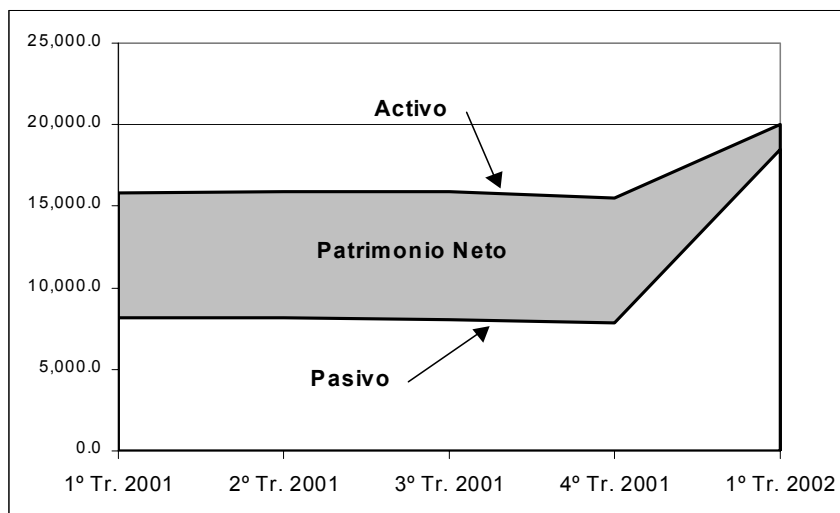
FUENTE: Balances de las empresas.

**Cuadro 8. Evolución del Patrimonio Neto de 6 empresas de servicios en millones de pesos**

	1º Tr. 2001	2º Tr. 2001	3º Tr. 2001	4º Tr. 2001	1º Tr. 2002
EDENOR	905.5	931.4	925.6	946.6	484.3
EDESUR	988.0	987.7	992.1	998.1	628.5
METROGAS	596.8	608.1	634.6	581.6	83.1
METROVÍAS	40.3	36.4	31.2	20.6	15.8
TELECOM	2,375.0	2,364.0	2,387.0	2,370.0	113.0
TELEFÓNICA	2,706.0	2,781.0	2,857.0	2,672.0	188.0
<b>TOTAL (12 empresas)</b>	<b>7,611.7</b>	<b>7,708.7</b>	<b>7,827.4</b>	<b>7,588.9</b>	<b>1,512.7</b>

FUENTE: Balances de las empresas.

**Gráfico 3. Evolución del Activo y del Pasivo de 6 empresas de servicios en millones de pesos**



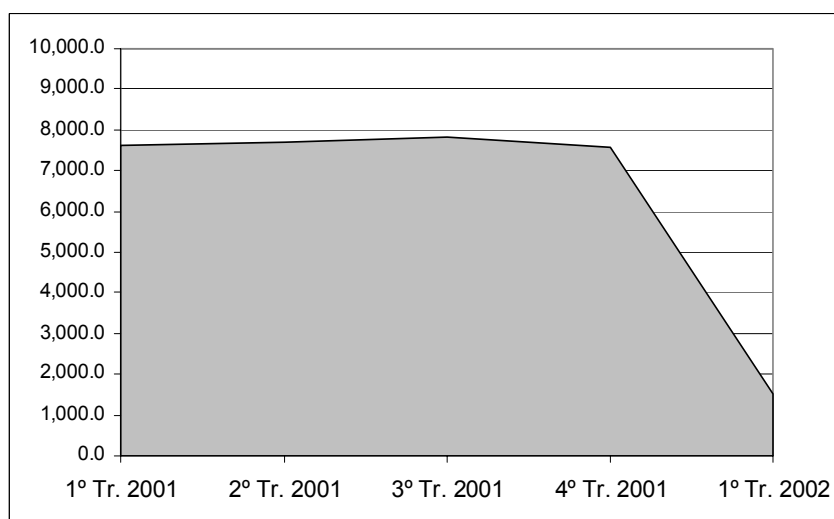
FUENTE: Balances de las empresas.

mientras que una sola empresa mejora su situación patrimonial (Siderca) debido a que se ve beneficiada por la tenencia de acciones de empresas en el exterior que mejoran su valor en pesos. Del resto, el caso más notable es el de Telefónica, cuyo patrimonio cae, en un trimestre,

de 2.672 millones de pesos a 188 millones; si estas cifras se pasaran a dólares el deterioro sería aún más pronunciado (como debe ocurrir en el balance de su matriz).

Estas cuentas sugieren que la devaluación afectó al patrimonio nominal de las empresas, generando un deterioro directo de éste, al mismo tiempo que el impacto de la carga de los intereses (devengados o pagados) incidió sobre la rentabilidad final. La comparación de estas cifras con las originadas en las ventas y beneficios señala diferencias apreciables con consecuencias a tener en cuenta.

**Gráfico 4. Evolución del Patrimonio Neto de 6 empresas de servicios en millones de pesos**



FUENTE: Balances de las empresas.

En primer lugar, la devaluación impacta sobre la deuda y el flujo de pagos de intereses, tendiendo a generar resultados negativos que no siempre están en correspondencia con la situación real de la empresa en cuestión. El efecto parece mucho más intenso en las empresas de servicios públicos (que operan en el mercado interno) frente a la evolución más fluida de las otras (que pueden compensar sus cuentas por el resultado de las exportaciones). Este



mismo efecto va a seguir operando en el segundo trimestre de 2002 y su evolución futura dependerá de dos variables: la tendencia del tipo de cambio y la refinanciación o no de la deuda (que permitiría, al menos, eliminar el pago de vencimientos e intereses de la contabilidad si éstos se postergan).

Por otra parte, resulta interesante agregar que, posiblemente, la mayoría de estas empresas no pagará el impuesto a las ganancias, dados sus resultados contables. En consecuencia, puede esperarse una mayor restricción en los ingresos fiscales en los próximos meses, si ese impuesto no es neutralizado por el avance de otros (cuyas características no se aprecian fácilmente en esta coyuntura).

En definitiva, estamos frente a una situación contable de quiebra empresarial, producto de la devaluación, que podría corregirse si se adoptan reglas al efecto en materia contable y de negociación de la deuda (que ya ha comenzado, de facto, con la decisión de muchas de ellas de declarar una moratoria de pagos hasta que se vislumbre una salida). Uno de los numerosos efectos de esta situación consiste en que las empresas pueden demandar aumentos de tarifas que no estarían en proporción con sus necesidades operativas, aunque sí con sus registros contables. Otro efecto pasa por la recaudación impositiva, que sentirá la reducción de cobranzas por el rubro ganancias. La coyuntura es rica en implicancias a seguir.

---

**El CESPA (Centro de Estudios de la Situación y Perspectivas de la Argentina) fue creado en 2001 por el Rector de la Universidad de Buenos Aires, como parte integrante del Instituto de Investigaciones Económicas de la Facultad de Ciencias Económicas. Su propósito consiste en realizar estudios e investigaciones sobre la economía argentina, con el objeto de contribuir al conocimiento de su situación real y sus perspectivas de mediano plazo. Su director es Jorge Schvarzer, uno de los autores de este trabajo.**