

19 diciembre 81

## CONDUCTA FINANCIERA Y TASAS DE INTERES

Algunos fenómenos de hoy día tienen la particularidad de apreciarse en los más diversos países. Desde los industrializados a los más pobres. Uno de estos fenómenos es la presencia de altas tasas de interés positivos en términos reales. Las consecuencias son múltiples y la explicación de su causalidad y eventual persistencia también.

Dentro de este panorama, la situación de las empresas es de las más afectadas y los gerentes financieros de ellas, son los responsables más directos en el problema.

Estas notas, apuntan a recordar algunos principios fundamentales en finanzas y su influencia en épocas de altas tasas de interés real y adicionalmente recoge algunas conductas observables en la conducción de las finanzas de las empresas, esto es lo que podríamos llamar las acciones defensivas que han adoptado. Sólo un par de ellas referenciamos aquí.

Si bien estos comentarios están inspirados en la experiencia de varios países, ciertos aspectos del mismo pueden tener interés en nuestro país.

### El efecto de palanca

A través de un ejemplo, por simplificado que sea, es una de las formas más eficaces de presentar el efecto de apalancamiento ( el "Leverage effect" de la literatura financiera inglesa).

#### Caso 1. Empresa no endeudada

Supongamos una empresa que tiene un total de activos de \$ 20.000 y con cero nivel de endeudamiento. Esto es, el capital de la empresa es también de \$ 20.000 .

Existe un impuesto a la renta que grava con un 30% los ingresos *netos*

Veamos como crece entonces, la rentabilidad del capital ante aumentos en la rentabilidad de los activos.

#### Caso 1                      Endeudamiento = 0%

Rentabilidad de los activos	20%	30%
Ganancia antes de impuestos y de interes	4.000	6.000
Intereses	-	-
Ganancia imponible	<u>4.000</u>	<u>6.000</u>
Impuesto a la renta	<u>1.200</u>	<u>1.800</u>
Ganancia neta	<u>2.800</u>	<u>4.200</u>
Rentabilidad s/capital	14%	21%

Que se *aprecia* en este caso, es decir cuando la empresa no está endeudada. La rentabilidad de los activos sube del 20 al 30%, esto es un 50%. Que sucede con la rentabilidad del capital? Esta sube del 14% al 21%, es decir también ~~aprecia~~ el 50%.

### Caso 2. Empresa endeudada

Supongamos ahora el caso de esta misma empresa, pero que tiene un endeudamiento del 50% del activo. Es decir, el activo de \$20.000 está financiado por \$10.000 de deudas y \$10.000 de capital.

La deuda citada tiene un interés del 15% anual.

### Caso 2. Endeudamiento = 50%

Rentabilidad de los activos	20%	30%
Ganancias antes de impuestos e interés	4.000	6.000
Intereses	1.500	1.500
Ganancia imponible	<u>2.500</u>	<u>4.500</u>
Impuesto a la renta (30%)	750	1.350
Ganancia neta	1.750	1.750
Rentabilidad sobre el capital	17.5%	<del>17.5%</del> 31.5%

Cual es en este caso la situación? La empresa está endeudada al 15% de interés. *anual*. La rentabilidad de los activos sube un 50%. Que sucede con la rentabilidad del capital? En lugar de crecer un 50% lo hace un 80%.

El efecto de palanca pone de manifiesto las vinculaciones entre los niveles de endeudamiento y la rentabilidad del capital. <sup>positivo:</sup> Ante una suba de la rentabilidad de los activos, cuanto más endeudada está la empresa ( a tasas de interés inferiores a la rentabilidad de los activos) se produce un aumento más que proporcional en la rentabilidad del capital.

Este concepto de efecto de palanca positivo, se transforma en negativo cuando, el costo de las deudas supera la rentabilidad de los activos. Este es el caso de muchas empresas ante la suba de la tasa de interés. La rentabilidad de los activos, a veces no puede mantenerse y disminuye, en tanto que el costo de las deudas sube. Una vez que este supera a aquella, se produce un efecto de palanca negativo.

De allí que, las empresas deban buscar afanosamente, la mejor combinación de sus activos procurando la mayor rentabilidad posible a la vez que buscan también minimizar el costo de sus deudas, de forma que no se produzca la citada negatividad del efecto de palanca.

#### Las acciones defensivas

Ahora bien, como han reaccionado los gerentes financieros de las empresas? En la práctica, como han tratado de enfocar su estrategia ante la presencia de tasas de interés reales positivas de cierta entidad?

La evidencia empírica muestra conductas de apreciable frecuencia .  
 Las mismas no suelen observarse en una empresa. Son usadas por unas y  
 otras, <sup>del punto,</sup> no las podrían utilizar. La mayor parte surgen de nuestra ex-  
 periencia de varios países, incluido el nuestro.

### Control del capital de Trabajo

El capital de trabajo neto, es comunmente definido como los activos  
 corrientes menos los pasivos corrientes. En los primeros aparecen  
 aquellos activos que son efectivos o se van a transformar en tales en  
 el correr del año. En los segundos, las deudas que vencen en el co-  
 rrer del año.

La existencia de tasas de interés elevadas ha hecho que las empresas  
 pongan un gran acento en el control de su inversión. x

De esta manera, las empresas buscan bajar sus inventarios, estiran  
 todo lo que pueden el plazo de sus proveedores, reducen al máximo  
 el período de cobro de cuentas a cobrar.

Algunas empresas americanas han establecido un ratio para efectuar  
 el control del capital de trabajo, que puede tener utilidad en cier-  
 tos casos. Parte por *definir* el concepto de capital de trabajo  
 a estos efectos. El mismo es la suma de las cuentas a cobrar y los  
 inventarios menos las cuentas a pagar <sup>a</sup> ~~por~~ proveedores y otros pasivos  
 espontáneos.

En estas empresas, se busca que la inversión en este capital de trabajo con respecto a las ventas de la empresa sea lo menor posible. Un gerente financiero señalaba con cierto orgullo que habían llegado a tener cinco centavos de dólar invertido en capital de trabajo por cada dólar de ventas.

Se ha podido apreciar que faltan en <sup>ese</sup> ~~una~~ definición de capital de trabajo algunos rubros.

Caja e inversiones temporarias puesto que ellas o se minimizan o terminan siendo redituables ~~y su vinculación con las ventas puede ser su utilización~~. Los créditos bancarios, puesto que son los que se buscan minimizar con el citado ratio.

Sea este o cualquier otro el enfoque de analizar el capital de trabajo, siempre fue importante su minimización. Toda inversión excesiva en él es un desperdicio. Este viejo concepto, hoy día ha tomado un renovado interés a la luz del ~~su~~ costo ~~del~~ financiamiento.

#### Enfasis en los flujos de caja

En épocas de tasas de interés real negativas, o positivas pero de exiguo monto, el análisis de los flujos de caja de la empresa tenía como meta fundamental el poder anticipar situaciones deficitarias y buscar soluciones con el tiempo debido a fin de evitar costos innecesarios, o por el contrario preveer la mejor alternativa de inversión de los superavits.

Hoy día, el énfasis en el flujo de caja va más allá de esos conceptos generales que citamos. Los proyectos se evalúan en cuanto a su rentabilidad. Es cierto, sin embargo, <sup>que</sup> el comportamiento de sus flujos de caja son mucho más importantes que antes. Las decisiones comerciales o de producción están ~~adecuadas~~ ahora más que en otros tiempos en la generación de caja. Las fuentes de <sup>para financiar proyectos</sup> fondos buscan obtenerse en todo lo posible en la generación interna. ~~Las empresas del mundo con "acciones defensivas" Probablemente, llegue el momento~~

En otros momentos, los déficits se cubrían con préstamos que como decíamos muchas veces tenían tasas reales negativas. La observancia de la conducta de los gerentes financieros, <sup>hoy día,</sup> pone de manifiesto un cambio sustantivo en ese sentido, apareciendo el flujo de caja como un actor mucho más importante.

### El "prime rate" en 1982

Al margen de estas acciones defensivas de las empresas y otras que existen o que pudieran existir, puede ser de interés apreciar cual es la estimación del "prime rate" es decir la tasa preferencial en los Estados Unidos.

Recientemente se ha efectuado una encuesta a 40 destacados economistas, economistas financieros y financistas, de distintas instituciones como ser el Continental Illinois, Citibank, Irving Trust, Manufacturers Hanover Trust, Wells Fargo Bank, Chase Econometrics, Merrill Lynch, Dean Witter Reynolds, etc.