

# Guía FINANCIERA

FORO FINANCIERO

MONTEVIDEO, 26 DE MARZO DE 1984

SUPLEMENTO TECNICO

## SITUACION DE LA EMPRESA URUGUAYA EN 1983 Y POSIBILIDADES PARA 1984

EXPOSICIONES DEL Cr. RICARDO PASCALE  
y DEL Ec. CARLOS STENERI



**REVISTA DE ECONOMIA Y FINANZAS**

---

---

## **Cr. RICARDO PASCALE**

---

### **PRESENTACION**

SEÑOR MALIS. Culminada la disertación del Economista Carlos Sténeri, toca el turno ahora al Contador Ricardo Pascale.

Una vez que él finalice, el Doctor Grauert va a presidir el debate, para posibilitar, ya sea por la vía escrita —mediante el formulario que han

recibido para formular las preguntas— o de viva voz, incluso, el intercambio de opiniones.

El Contador Ricardo Pascale es también ampliamente conocido. Sabemos que desde el año 1969 es catedrático de Finanzas de Empresas en la Facultad de Ciencias Económicas y

de Administración. Es asesor en diversos organismos internacionales, tales como el Banco Mundial, Naciones Unidas, BID, INTAL, OEA y ALADI, y permanentemente asesora empresas, tanto del Uruguay como del exterior. Esto es un breve resumen de la profícuca actividad del Contador Ricardo Pascale, a quien dejamos la palabra.



## EXPOSICION

Es un placer estar esta noche aquí con ustedes para introducir algunas ideas sobre aspectos del comportamiento de las empresas en la situación actual y en sus perspectivas.

Antes de ingresar a exponer el tema creemos oportuno efectuar un par de comentarios.

Para explicar el ciclo de los negocios existen un conjunto de teorías de diversas índoles. Esta dificultad para encontrar alguna teoría explicativa de amplia aceptación al ciclo de los negocios, se aumenta cuando queremos encontrar algún desarrollo teórico, o al menos sistematizado del comportamiento de las empresas en las distintas etapas del ciclo.

En particular, para el caso de recesión y altas tasas de interés real positiva, son muy escasos los elementos que nos puede apotar la literatura financiera. Sobre esta base, se va a comprender mejor que en esta noche también nosotros tengamos una especial avidez por intercambiar opiniones con Uds. y de esta forma poder enriquecer nuestra experiencia.

Asimismo cuando estructuramos la división de temas con el Ec. Steneri, hemos tratado de cubrir dos aspectos fundamentales, que son:

- a. Dar un marco macroeconómico en el cual se van a mover las empresas, señalando, a nivel de grandes agrupamientos sectoriales cual va a ser su comportamiento global previsible en un futuro cercano.
- b. Presentar algunos elementos nor-

mativos y de evidencia empírica, que puedan dar a Uds. un material que pueda ser de utilidad, para adoptar decisiones en las empresas en marcos económicos como el que se narró.

En suma, tendencias del marco económico global y sectorial y elementos normativos y de evidencia empírica para la toma de decisiones en ese marco, es el contenido sucinto de las dos exposiciones.

Como se comprenderá es prácticamente imposible abordar todos los casos imaginables. Por tal motivo, las conferencias serán un marco de referencia, quedando después para intercambiar opiniones si se considera oportuno.

La exposición de esta noche la vamos a dividir en cuatro partes, que son:

1. En la primera, se presenta un modelo de análisis de comportamiento financiero de empresas que puede ser un instrumento para evaluar el impacto de shocks que reciba la empresa y de las reacciones que ella tenga ante los mismos. Esta parte es básicamente instrumental.
2. La segunda, es eminentemente empírica. En ella se expondrán ciertos comportamientos de las empresas, que han tenido un desempeño más exitoso en condiciones de recesión y altas tasas de interés real positivas. El enfoque aquí está orientado hacia la evidencia empírica.
3. En tercer lugar, nos vamos a detener a exponer algunos elementos de estrategia financiera para situaciones inciertas y en particular, la flexibilidad financiera, como una política para enfrentar acontecimientos inesperados.

En este caso el énfasis es básicamente normativo.

4. Por último, luego de haber expuesto aspectos instrumentales, empíricos y normativos orientados a las actuales circunstancias se desarrollarán, algunas de las condiciones mínimas que debe tener una empresa que enfrenta serios problemas financieros para la rehabilita-

ción financiera.

### 1. Un modelo de análisis.

En su concepción más conocida, el equilibrio de la firma, es decir aquella situación en que maximiza su beneficio se produce cuando se igualan los ingresos marginales a los costos marginales.

La teoría opera sobre determinados supuestos, que de no conocerse adecuadamente, puede inducir a decisiones empresariales erróneas.

En particular la teoría no toma, al menos, en consideración los siguientes aspectos: a) el valor tiempo del dinero, b) la incertidumbre y c) las variables de stock.

Los ingresos y los costos tienen un desplazamiento en el tiempo. Una decisión basada en ingresos y costos sin considerar el tiempo en que se producen, deja de considerar un elemento decisivo.

La teoría además se desarrolla en condiciones de certidumbre. La realidad es, por cierto, altamente incierta.

Por otra parte, no sólo deben considerarse variables de flujo sino las variables de stock. La maximización del beneficio, puede obtenerse con distintos niveles de inversión o de estructura financiera.

Felizmente, distintos autores han ido haciendo aportes que hoy permiten incorporar estos elementos a la teoría de la empresa. Kenneth Boulding fue uno de los primeros en reconocer la importancia de las variables de stock. Los aportes de Kenneth Arrow, Harry Markowitz y James Tobin son significativos incorporando el riesgo en el análisis microeconómico. Paul Samuelson, —que serían pocas las áreas de la economía que no ha incursionado— ha hecho también aportes importantes en prácticamente los tres aspectos mencionados.

La moderna teoría de la firma incorpora al análisis la necesidad de trabajar con variables de flujo y variables de stocks. Las variables de stock fundamentales en la empresa serían por ej. los activos —trayéndolo a un terreno mucho más práctico— así como los pasivos. Las variables de flujo es-

tán compuestas por beneficios, etc.

Al hablar de stocks y de flujos muchos teóricos de las organizaciones y economistas de hoy día gustan referirse a la homeostasis de las organizaciones, es decir, el equilibrio que se mantiene en forma autoregulada. Ésta, es una de las características más salientes de los organismos vivos. Se supone que una empresa estaría en este equilibrio cuando el retorno que obtiene de la inversión que sus propietarios han hecho se iguala con la tasa de retorno requerida, que esos accionistas tendrían para el nivel de riesgo que ellos requieren para su empresa.

Todo esto es bastante complicado desde el punto de vista teórico y, no es objeto de esta charla; pero es importante, a nuestro juicio el enfoque que queremos dar al primer mensaje de esta parte de la conferencia y es que se supone que la empresa está en un equilibrio, en determinado momento, cuando está en estas condiciones. Pueden entonces aparecer shocks y, la empresa pierde el equilibrio. Cuando esto sucede, se debe razonar en términos de si la composición de stocks y de flujos que tenía era la más apropiada o, dicho en otros términos, se tiene que pensar cómo vuelve a recomponer ese equilibrio o ese fenómeno de tipo homeostático que señalábamos anteriormente.

Estamos viviendo y seguiremos haciéndolo en un mundo de gran incertidumbre. En este contexto, es importante tener a las empresas preparadas para afrontar períodos inciertos.

No siempre se puede recomponer. No es un problema voluntario de las empresas, el cambiar como quieren su estructura y magnitud de activos y de pasivos y los flujos.

Sin perjuicio de ello hay, en algunos casos capacidad de recomponer el equilibrio y en otros aunque no se llegue al equilibrio por un tiempo, que no sea de una entidad que arriesgue la vida de la empresa.

Veamos un sencillo modelo que muestra, sobre ciertos supuestos, cómo evoluciona la rentabilidad sobre el patrimonio neto.

Supongamos que:

$G$  = Ganancia neta después de intereses e impuestos



- $t$  = tasa de impuesto a las ganancias
- $\theta$  = tasa de retorno sobre la inversión activa
- $r$  = tasa de retorno sobre el patrimonio
- $i$  = tasa de interés sobre la deuda
- $D$  = Deudas
- $A$  = Activos
- $P$  = Patrimonio neto

Se tiene que:

$$G = (\theta A - iD) - t(\theta A - iD) \text{ o sea}$$

$$G = (1 - t)(\theta A - iD)$$

Como  $A = D + P$ , tenemos

$$G = (1 - t)[\theta(D + P) - iD]$$

multiplicando por  $\frac{P}{P}$  se llega

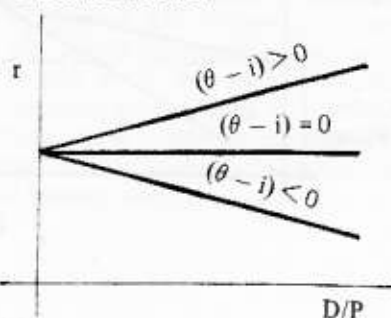
$$G = (1 - t)[\theta + (\theta - i)\frac{D}{P}]P$$

y por lo tanto, dividiendo entre  $P$  se tiene

$$r = (1 - t)[\theta + (\theta - i)\frac{D}{P}]$$

$$r = \theta + (\theta - i)\frac{D}{P} \quad (1)$$

Gráficamente sería:



La expresión final de la rentabilidad del patrimonio neto depende de la rentabilidad de los activos, la tasa de costo del endeudamiento y el nivel de endeudamiento.

Gráficamente, cada una de las funciones representan distintas situaciones de  $(\theta - i)$ . Cuando esa expresión es mayor que cero,  $r$  crece cuando aumenta  $D/P$ . Lo contrario, cuando  $(\theta - i)$  es negativo.

La rentabilidad del patrimonio neto como función del retorno de los activos, efectuando algunas operaciones, sería haciendo  $D/P = 1$

$$r = -i + (1 + t) \quad (2)$$

Miremos ahora los shocks que han recibido las empresas en los últimos años. Tres de las más importantes son:

- demanda
- precios relativos, y
- tasas de interés

Estos modelos, que los hemos expuesto en una visión simplificada, permiten ver que influencia tienen en la empresa tanto en las variables de flujo como las de stocks la presencia de determinados shocks y, en que forma se pueden, dentro de los límites en que se mueve la empresa reaccionar ante ellos buscando recomponer el equilibrio.

En suma pues, creemos importante trabajar con flujos y stocks en las decisiones financieras, en lugar de sólo con flujos y, la búsqueda de un nuevo equilibrio cuando la presencia de shocks lo hace perder, teniendo en cuenta las variables que intervienen en ambos elementos.

## 2. Aspectos de la evidencia empírica

Esta segunda parte de la exposición la dedicaremos a repasar algunos aspectos de la evidencia empírica en cuanto al comportamiento que han tenido empresas que han logrado un mayor éxito relativo, en cuanto a reestablecer un equilibrio perdido por el impacto de ciertos shocks como el de demanda, precios relativos y tasas de interés.

La idea no es agotar una lista de conductas de las empresas de mayor suceso en la coyuntura. Más bien, referenciar algunas que hemos vivido con mayor intensidad.

El objetivo de esta segunda parte es aportar, si es posible, un intercambio de experiencias que, en algún caso quizás puedan ser útiles para alguna empresa o que a partir de ella puedan desarrollarse otras líneas de conducta.

Los aspectos que queremos señalar son:

### Reconocimiento de una nueva realidad.

Como decíamos muchas de las empresas que integran el aparato productivo, se crearon y desarrollaron en otras condiciones. Un aspecto inicial a señalar para diseñar las políticas de las empresas es comprender que se está ante una nueva realidad, que las tasas de interés ya no son negativas sino fuertemente positivas, lo que antes hubiera sido una fuerte caída de ventas del 20 o 30%, hoy debe soportar descensos del 60 u 80%, con respecto a años anteriores.

Un primer punto de partida es, entender que esas situaciones no sufrirán cambios bruscos en las tendencias en, por lo menos, el corto plazo. La empresa debe readaptarse a esta nueva realidad que golpeará más sobre ella si está estructurada sobre bases tradicionales.

Una primera aproximación importante es, entonces, reconocer la nueva realidad, enmarcar el proceso decisorio dentro de ella, a la vez que comprender que la moderna administración en condiciones de incertidumbre, debe dar paso a enfoques mucho más flexibles que la sitúan en las mejores condiciones para actuar en una administración de acontecimientos sorpresivos.

### Segmentación de la empresa

Una característica de los actuales

procesos económicos es la disparidad en el comportamiento de los sectores económicos.

Guiarse por valores promedio tendrá menor utilidad que en otras oportunidades. La coyuntura muestra situaciones muy disímiles dentro de una misma rama industrial y aún dentro de los distintos productos o servicios de una empresa.

Las ventas de una empresa pueden caer en promedio el 30% con respecto al año anterior, sin embargo hay productos que sólo lo han hecho un 5% y otros en cambio un 50%. Productos de demanda tradicionalmente muy estables, sufren pérdidas de ventas pronunciadas así como surgen nuevos productos.

No todos los productos son iguales, pueden requerir estrategias mercadológicas, publicitarias y políticas financieras diferentes.

Una buena asignación de responsabilidades y autoridades a nivel de segmentación puede ayudar cuando existen evoluciones tan heterogéneas en los productos. Permite a la empresa concentrar los esfuerzos, desechar productos, así como introducir nuevos que sean favorecidos en la coyuntura. En otros términos, ante lo disímil del comportamiento de los productos, debe existir una administración que sea sensible a ese hecho y que permita adoptar decisiones adecuadas en ese panorama.

En estas condiciones, la inteligente segmentación de la empresa, puede ser y en muchos casos que se ha aplicado lo ha sido, una forma de administrar más eficientemente la empresa.

La mayor fortaleza y lucidez en el área comercial siempre fue importante, sin embargo en estas circunstancias se torna crucial. Habida cuenta de las diferencias que pudieran existir en los casos tratados, la expansión eficiente de los aspectos comerciales han sido aspectos vitales en el éxito de muchas empresas.

### Cambiando la estructura operativa

La performance de la empresa, en una simplificación, es producto de la interacción de dos estructuras. Por una parte la estructura operativa, que muestra la combinación de costos operativos, fijos y variables en el costo total de la producción y venta de la empresa y, por otra parte la estructura financiera que trata de la forma en que una empresa ha dado en financiarse.

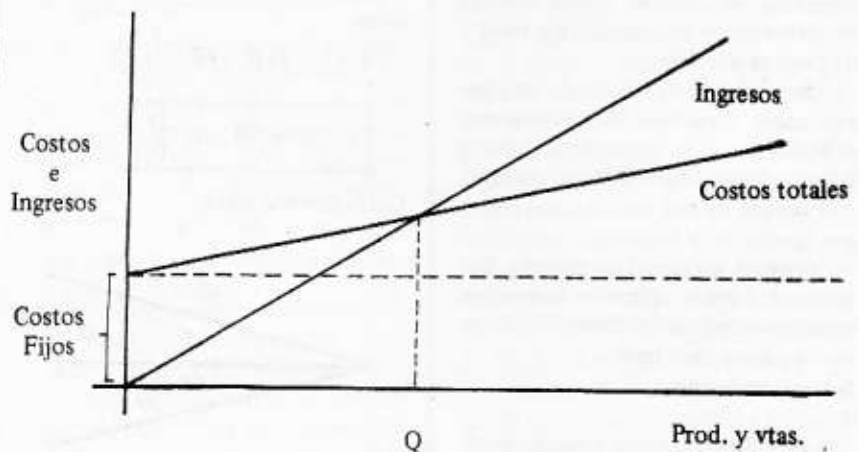
Es decir, dos empresas que tienen la misma estructura operativa pueden tener diferente estructura financiera y, de esa forma acusar una performance distinta.

Muchas empresas han logrado éxito en la coyuntura cambiando al máximo posible la estructura operativa, llevando a la empresa a la mayor proporción posible de costos variables. Naturalmente siempre hay una proporción de costos fijos que es difícil llegar a reducir más.

Gráficamente, la situación se puede ver en las figuras 1 y 2.

En la figura 1, existe una empresa con alta proporción de costos fijos y baja participación de costos variables y muestra su punto de equilibrio en el punto Q.

Fig. 1



Si la empresa varía la estructura operativa, cambiando parte de sus costos fijos a costos variables, la curva de costos va a aparecer con una mayor pendiente, (por tener más costos variables por unidad producida y vendida) y menos costos fijos.

El nuevo esquema puede verse en la figura 2. En este caso el nuevo equilibrio pasa a ser  $Q'$ , que es menor que el anterior. Es decir, para llegar al punto en que la empresa ni gana ni pierde (sin considerar costos financieros) se requiere una menor cantidad de ventas.

Esta política que ha sido aplicada en muchos casos con éxito, se hace crítica en la coyuntura, aún en ciertos casos a expensas de un beneficio eventual que arroja una estructura operativa como la prevista en la figura 1. En efecto, existe en este campo el concepto de leverage operativo, que mide cuanto cambian las ganancias antes de impuesto a la renta e intereses, ante una variación de las ventas.

El leverage operativo se define como:

$$L.O. = \frac{Q(P - CV)}{Q(P - CV) - F}$$

Donde:

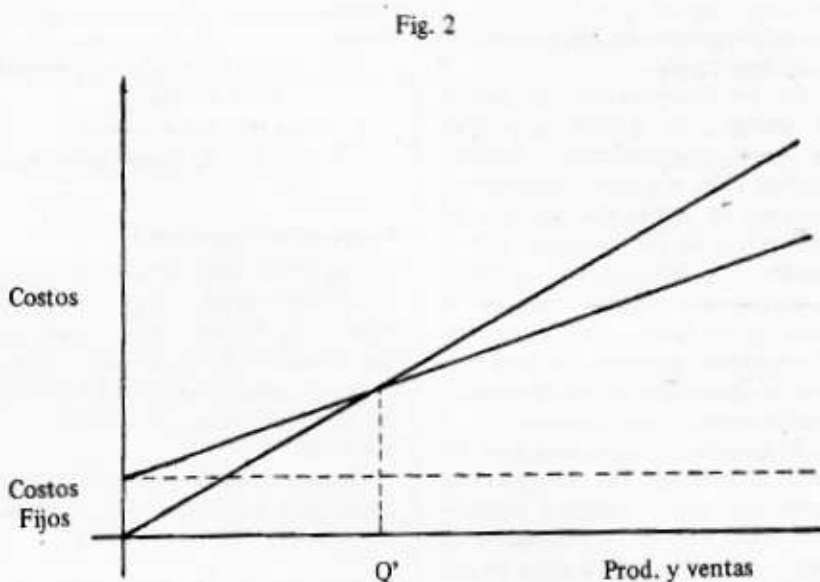
- Q = Cantidad vendida en unidades en el período
- P = Precio de venta unitario
- CV = Costo variable unitario
- F = Costos fijos del período

Este leverage operativo, opera para un determinado nivel de ventas. La fórmula expuesta está prevista para el caso de un solo producto, lo que por cierto no es habitual en la vida de las empresas. En el caso de que operen varios productos, la expresión  $Q(P - CV)$  es el margen de contribución global y, el leverage operativo resultante tiene como supuesto la mezcla de ventas que contiene ese margen global.

Supongamos una empresa que tenga una alta participación de costos fijos y baja de costos variables, configurada de la siguiente forma:

- Q = 1.000
- P = N\$ 10
- CV = N\$ 4
- CF = N\$ 2.800

El leverage operativo es:



$$L.O. = \frac{1.000 \times (10 - 4)}{1.000(10 - 4) - 2.800} = 1,87$$

Ello debe interpretarse en el sentido de que un aumento del 100% en las ventas trae un aumento del 187% en las ganancias antes de impuestos y de intereses.

Si se cambia la estructura operativa, disminuyendo los costos fijos a N\$ 500 y subiendo los costos variables a:

- Q = 1.000
- P = 10
- CV = 8,5
- CF = 500

Se llega a un nuevo leverage operativo de:

$$L.O. = \frac{1.000(10 - 8,5)}{1.000(10 - 8,5) - 500} = 1,5$$

Es decir un aumento del 10% de las ventas lleva a un incremento del 15% en las ganancias antes de impuestos e intereses.

En el primer caso, el punto de equilibrio llega a 467 unidades y el leverage operativo es de 1,87. En el segundo caso, se baja el punto de equilibrio a 333 unidades pero también baja el leverage operativo, en este caso a 1,5. Este caso ejemplifica entonces, la posibilidad de encontrar bajas en el punto de equilibrio las que pueden acarrear algún efecto en el leverage operativo.

Fig. 2

### Priorizando la liquidez

Habitualmente se entiende por grado de liquidez de una empresa, la capacidad que la misma tiene para hacer frente a sus necesidades financieras de corto plazo.

Existe, por otra parte, una relación comúnmente inversa entre liquidez y rentabilidad. Esto es, si se mantienen mayores niveles de liquidez y, la empresa disminuye riesgos, tendrá su contrapartida en la rentabilidad, disminuyendo esta última.

Por otra parte, una baja de la liquidez, si se invierte adecuadamente deberá existir una mayor rentabilidad. Esta a su vez está asociada a un mayor riesgo.

Muchas empresas que actuaron con éxito en la actual coyuntura se inclinaron claramente en favor de la liquidez, sacrificando rentabilidad. Esta política, que naturalmente no puede autosostenerse por demasiado tiempo, permitió en esos casos sobrellevar situaciones, que de otra forma hubieran hecho ingresar a la empresa en problemas financieros críticos.

### Reducción del capital de trabajo

En alguna medida orientándose hacia la obtención de mayores grados de liquidez y para reducir la dependencia del crédito bancario las empresas han debido mirar o deberían mirar hacia una fuerte disminución de sus inversiones en capital de trabajo, no sólo compatibles con sus niveles de actividad, sino a través de

un mejoramiento de las técnicas de su administración.

En los componentes del capital de trabajo, los inventarios ocupan un lugar preponderante. Durante muchos años, el sobrestockamiento, con tasas de interés real negativa fue un favorito de las decisiones empresariales. Los tiempos han cambiado y, quienes no comprendieron que las variables en juego eran diferentes, el sobrestockamiento fue para muchos el comienzo de un estrangulamiento económico y financiero.

Realmente, la capacidad para reducir inventarios, sin entorpecer la producción fue expuesta y desarrollada técnicamente sin considerar en forma crítica la importancia de los costos financieros positivos en términos reales.

En este sentido, la tecnología japonesa para el manejo de inventarios, que es por otra parte una de las fuentes del éxito en su competitividad, buscando reducirlos a su menor expresión, es admirable y de la cual mucho tenemos que aprender no sólo en los países de menor desarrollo, sino también el mundo industrializado.

Si bien, el objetivo de esta nota no es desarrollar nuevas técnicas de manejo de inventarios, lo que parece claro es que el éxito financiero está altamente asociado a un nuevo manejo de inventarios que permitan reducir fuertemente sus niveles.

#### Menor dependencia de los bancos

La existencia de tan altas tasas de interés real positiva, ha llevado a que uno de los factores de éxito en materia económica y financiera de las empresas es su mejor dependencia del crédito bancario.

Cuando la tasa de interés en términos reales a la que un banco otorga crédito a una empresa es superior al retorno real de los activos de la misma se puede medir el tiempo de supervivencia de la firma.

Este sería función del endeudamiento y de la magnitud del diferencial negativo del retorno real de los activos y la tasa de interés real de las deudas, y se puede medir a través de la siguiente expresión:

$$\text{Tiempo de supervivencia: } \frac{\text{Log}_e\left(\frac{D}{A}\right)}{r - i}$$

donde:

$D/A$  = es la proporción de deudas sobre activos.

$r$  = tasa real de los activos.

$i$  = tasa real de interés sobre deudas.

#### Cooperación empresarial

Las graves crisis financieras llevan a los empresarios a mantener entre ellos muy férreas competencias, las que conducen muchas veces a situaciones de autofagia, donde las empresas terminan siendo absorbidas unas por otras.

Hemos apreciado entonces, que en estas crisis, la cooperación empresarial adquiere una gran prioridad.

#### 3. Estrategia de flexibilidad financiera de la empresa

Veremos ahora, aunque sea brevemente, algunas consideraciones fundamentales que podría tener una estrategia de flexibilidad financiera. Estas consideraciones apuntan básicamente a establecer un marco de finanzas normativas, en el tema específico que nos ocupa.

La realidad que deben enfrentar las empresas está impregnada de un alto grado de incertidumbre. Los cambios bruscos en el marco ambiental en el que se desarrolla la firma son la característica más frecuente. Algunos trabajos de G. Donaldson, constituyen unas de las escasas referencias bibliográficas sobre el tema.

En este panorama contar con informaciones apropiadas se torna a menudo decisivo para adoptar decisiones adecuadas. Sin embargo, es útil recordar las frases que decía un profesor acerca de la información en las empresas. El solía decir: muchas veces la información que se tiene no es la que se quiere, la información que se quiere no es la que se necesita y, la información que se necesita a veces no se tiene.

Para los tiempos tan inestables que deberán vivir las empresas la información que ellos necesitan es la que mejor los dote para enfrentar lo inesperado.

En este sentido las técnicas tradicionales de planificación financiera, aún las más evolucionadas, tienen que complementarse con informaciones acerca de la flexibilidad financiera.

Entendemos por flexibilidad finan-

ciera a la capacidad que tiene una empresa para influir en las proporciones a utilizar de sus recursos económicos de forma tal que le permita obtener, ante cambios en el marco ambiental, los objetivos de rendimientos esperados.

Una estrategia de flexibilidad financiera cuenta por lo menos de tres elementos fundamentales, que son:

- la maximización de la utilización del recurso tiempo.
- los inventarios de los recursos de la flexibilidad.
- la estrategia de respuesta.

Con respecto al primero de los elementos, el objetivo es **comprar tiempo**, a través de un análisis de las contingencias.

El ejercicio de responder a las preguntas "que pasaría si", arroja normalmente muchas luces sobre las repercusiones que tendría sobre la empresa un suceso inesperado y, en particular una contingencia adversa. Por ej. que sucedería si las ventas decaen durante 4 ó 5 meses un 50%, o si esa caída se extendiera un año, o si uno de los grandes compradores de la empresa deja de comprar a los niveles habituales, etc.

Por lo tanto, lo importante en este primer aspecto es tener evaluadas las circunstancias adversas de forma de tomar las decisiones con mucha mayor rapidez. El tiempo entre un shock y la adopción de decisiones es muchas veces decisivo.

Este tipo de ejercicios, por lo común debe rodearse de algún apoyo de procesamiento electrónico de datos, muchas veces, sus versiones de menor potencia tienen la capacidad necesaria. Con este apoyo se efectúan entonces simulaciones de las situaciones planteadas.

Desafortunadamente, las técnicas habituales de planificación financiera no están diseñadas para un análisis de contingencias y, por otra parte muy frecuentemente se encuentran obstáculos en las empresas para su realización. Sin embargo, a poco que se ejercite esta forma de encarar el análisis del futuro de la empresa, se requerirán muchos elementos que perfeccionarán el proceso decisorio dentro de las empresas.

El inventario de recursos de la flexibilidad, es el segundo elemento de una estrategia global.

Continuando con un análisis de las contingencias, se debe contar con un inventario de los recursos de la flexibilidad financiera. Tener un conocimiento detallado, en términos de estados financieros adecuados, de los recursos con que se cuenta para efectuar cambios tanto en las variables de stocks como de flujos, para buscar mantener los rendimientos esperados ante un acontecimiento inesperado, aparece como un elemento básico.

Un inventario de los recursos de la flexibilidad toma tanto aspectos del lado activo del balance como del lado derecho así como a los flujos.

Para que un inventario de recursos tenga la necesaria utilidad debe tomar en cuenta para cada uno de ellos, al menos los siguientes aspectos:

- a. magnitud de cada uno de ellos.
- b. condiciones en que ellos serían disponibles (a veces no existen condiciones fundamentales).
- c. grado de certidumbre de la disponibilidad del recurso dentro de un tiempo determinado.
- d. tiempo necesario para que se produzca la activación del recurso.

Por último, debemos efectuar algún comentario sobre la **estrategia de la respuesta** ante el advenimiento de un suceso inesperado. Es decir, efectuado el análisis de contingencias y el inventario de los recursos de la flexibilidad financiera, ¿cómo se procede a diseñar una estrategia empresarial de tratar contra un shock?

Es por cierto, el más complejo de los elementos considerados. Toda estrategia de respuesta se compone, al menos, de dos elementos fundamentales como son la secuencia de utilización de los recursos así como la adecuación de los mismos.

Esto es, la secuencia en la cual los recursos son puestos en acción en la medida que las necesidades provenientes de un shock inesperado aparezcan. Por otra parte, la adecuación de los recursos es un complemento básico, es decir el monto total de los mismos así como su distribución entre recursos específicos.

Una adecuada estrategia financiera de respuesta a shocks debe tomar en consideración: tiempo, monto de los recursos, su grado de certidumbre balanceándola con las necesidades, su monto, su urgencia, de forma de que a través de los flujos y stocks se pue-

dan alcanzar los objetivos establecidos por la empresa.

#### 4. Condiciones de rehabilitación financiera.

En esta última sección vamos a comentar cuales son a nuestro juicio algunas condiciones mínimas de rehabilitación financiera de una empresa que ha venido teniendo caída de sus ventas, de su rentabilidad y aumento del endeudamiento a extremos de tener incapacidad de pagar su servicio de deuda.

Sin embargo, antes, quisiéramos efectuar algunas consideraciones introductorias.

a. Es bien conocido y extendido el problema del endeudamiento de las empresas y, sus dificultades para cumplir con sus obligaciones. Sin embargo, debemos reconocer que la situación de rehabilitación varía en forma importante de sector a sector, así como de empresa a empresa dentro de un mismo sector.

b. Un conocido principio financiero asocia riesgos y retornos. Un mayor retorno esperado se corresponde con un mayor riesgo, determinado a menudo este mismo como la variabilidad de los retornos en torno a la media. Sobre estos, se asentó la estructura del aparato productivo del país. En definitiva, quien tenía un depósito a plazo, apreciablemente seguro, tenía un retorno esperado menor que quien emprendía una inversión de tipo industrial que asociaba un mayor riesgo.

En suma eran mejor remunerados los que poseían activos financieros que quienes eran propietarios de activos fijos.

Los últimos años muestran un cambio sustantivo en este planteo derivado de un incremento en las tasas de interés, pasando a ser fuertemente positivas, que en una infinidad de casos superan a los rendimientos de inversiones productivas más riesgosas.

Ello es uno de los aspectos más significativos, en décadas, en el campo económico y financiero. Asistimos a una profunda redistribución de la riqueza. Muchos de los perdedores de antes (depositantes, por ej.) son los ganadores de hoy.

Y muchos de los ganadores de antes (propietarios de bienes de producción por ej.) son los perdedores de hoy.

A menos que se asista a grandes cambios tecnológicos que hagan elevar en forma muy importante la rentabilidad de las inversiones, de continuar con tasas de interés reales positivas muy fuertes asistiremos a grandes cambios en nuestro sistema económico. No es fácil de imaginar, salvo en la situación expuesta antes, que un país industrializado pueda funcionar sobre sus mismas bases, cuando soporta por mucho tiempo tasas de interés reales de 7% por ejemplo.

c. Cuando se efectúa el cálculo del costo de un endeudamiento, desde el punto de vista financiero, debe plantearse el flujo de fondos del préstamo, durante toda la vida útil de su duración.

Desde el punto de vista contable o fiscal el costo a reconocer puede ser otro. Sin embargo, desde el punto de vista financiero la solución a adoptar es plantear los flujos de fondos y determinar la tasa interna de retorno de esos flujos.

De esta forma, los préstamos en moneda extranjera pueden tener un costo diferente al que intuitivamente se le pueda atribuir.

En noviembre de 1982, el peso uruguayo sufrió una fuerte devaluación. En el corto plazo, el costo puede ser enorme. Es decir, si se tenía un préstamo a 90 días en dólares y se había tomado antes de noviembre y había que pagarlo en enero, el costo es muy importante.

Sin embargo, cuando el servicio de deuda del préstamo se desplaza en el tiempo, el resultado es bien diferente.

A efectos de calcular el costo de un préstamo en moneda extranjera refinanciado tomado en junio de 1982 con un dólar a N\$ 14 al amparo de la circular 1125 del Banco Central del Uruguay, cuyo monto es de US\$ 100.000, se supusieron las siguientes condiciones. El plazo es de 5 años, incluyendo un período de gracia de 2 años y medio y pagos semestrales durante el resto del período.



La tasa de interés tomada es del 6% semestral, y se capitaliza el 40% de los mismos. Se consideró que la tasa del impuesto a la renta es del 30%, computando los efectos fiscales. La tasa de devaluación proyectada a partir de diciembre de 1983 es del 40% anual.

Bajo estos supuestos el costo anual del préstamo asciende al 60.1%.

Si consideramos que la tasa de inflación es del 60% anual a partir de diciembre de 1983, el costo del préstamo sería del 70.2% anual. Este caso pone de manifiesto que el costo que habitualmente se tiene en mente, es bien diferente del que da en la realidad y que, en muchos casos es inferior al que pudiera resultar de un préstamo en moneda nacional.

Una vez más, el reconocimiento del valor tiempo del dinero juega un rol decisivo.

- d. Si tuviéramos que destacar algunas características financieras que se presentan habitualmente de muchas empresas en la actualidad diríamos las siguientes presentadas habitualmente muchas empresas en la actualidad diríamos las siguientes:

- Reducción de la tasa de inversión fija.

Debilitamiento de la posición de capital de trabajo.

- Caída en los niveles de actividad y rentabilidad.

- Se opera en racionamiento crediticio.

Endeudamiento ha crecido y la mezcla entre deuda en m/extranjera y m/nacional da mayor importancia a la primera. Muchas empresas han sido refinanciadas.

Costo del endeudamiento es frecuentemente superior a la rentabilidad de los activos.

Ahora bien, efectuadas esas consideraciones uno de los temas más preocupantes es el del endeudamiento creciente y, por lo tanto la capacidad de una empresa de rehabilitarse financieramente. Esto es importante para los distintos involucrados, como serían los bancos operando solos o en un club de bancos en el caso de un

deudor con serios problemas financieros; es importante también para el deudor que busca rehabilitarse, etc.

Sin pretender agotarlas, estimamos las siguientes como algunas de las condiciones mínimas importantes.

#### Primera condición

Es frecuente observar que las refinanciaciones miran el lado derecho del balance. Esto es el monto de la deuda y se establece un plazo para el pago.

En realidad, no sólo debe tenerse en cuenta el plazo, sino también y, es olvido frecuente, la rentabilidad de los activos que permita atender el servicio de la deuda.

#### Segunda condición

La tasa interna de retorno de los activos debe ser mayor o igual que el costo de las deudas medida esto último también como una tasa interna de retorno.

Caben muchas apreciaciones adicionales para aclarar una casuística amplia. En ese sentido, alguna puede ser considerar o no el valor residual del activo en consideración.

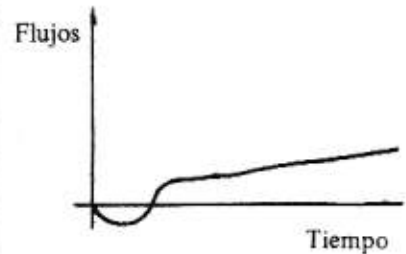
El carácter ocioso o excesivo del mismo puede definir este aspecto.

#### Tercera condición

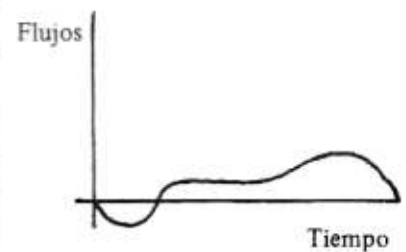
La tasa interna de retorno es una tasa promedio del período en que se han distribuido los flujos.

Es condición que los flujos sean lo más estables posible.

Esto es siguiendo un patrón de este tipo.



Sin embargo, puede darse una misma tasa de retorno con un patrón de este tipo.



Ambos dan la misma tasa de retorno, pero en el segundo la recuperación se produce al final.

En este caso, no se va a poder cumplir con el servicio de deuda y, se llegará con una situación en muchos casos similar a la inicial.

Esta condición apunta a la regularidad de los flujos.

En otros términos, una refinanciación que se lleve a cabo en una empresa que va a demorar la recuperación de su rentabilidad estará al poco tiempo en situación de dificultades similares a las que originaron la refinanciación.

#### Cuarta condición

Debe buscarse la escala que permita cumplir las condiciones anteriores. Muchas veces ellas no pueden cumplirse por estar trabajando en un tamaño diferente del viable.

#### Quinta condición

Las empresas deben tener siempre presente su capacidad de reaccionar ante acontecimientos inesperados. En esta charla hemos presentado una estrategia de flexibilidad financiera.

Sea ella u otra, el aspecto señalado debe estar presente, de lo contrario, la factibilidad de que los planes difieran de la realidad se acrecienta.

En la noche de hoy hemos tratado de exponer con el Ec. Steneri los temas propuestos.

En términos generales podemos decir que en sectores de bienes domésticos, se benefician básicamente cuando el precio de los bienes comerciables es relativamente alto. Esto sucedió por ej.: en el período de estabilización en particular a partir de 1978. El futuro cercano no debería ser muy favorable para ellos.

Sin embargo, el sector de bienes comerciables y en particular de exposición, por las razones que los comerciables tendrán un comportamiento inferior, se verán favorecidos.

Dada la amplia casuística que se presenta en las empresas, hemos buscado exponer a Uds. aspectos que pueden tener alguna utilidad en la perspectiva de la empresa.

Ellos serían:

- La empresa ha recibido shocks y, en un período mundial de alta incertidumbre es muy probable que los siga teniendo.

Por lo tanto, en nuestra opinión, una parte del éxito futuro de la empresa, por lo menos en la cuota parte que ella puede gobernar, estará signada por su capacidad de reaccionar ante shocks y en particular inesperados.

En la perspectiva, la incertidumbre es un elemento clave.

Para analizar el impacto de esos shocks en las variables sobre las que habría que operar hemos presentado un modelo de análisis que trabaja con flujos y stocks.

Buscando transmitir algunas experiencias vividas por empresas que han tenido un mayor éxito hemos expuesto ciertas evidencias

empíricas.

- En una perspectiva incierta se han complementado los aspectos anteriormente expuestos con algún aspecto normativo, que fue la estrategia de flexibilidad financiera.

- Por último, dado que uno de los problemas cruciales en la perspectiva empresarial es el endeudamiento, creímos de utilidad presentar nuestra opinión sobre algunas condiciones mínimas de rehabilitación financiera.

Quedamos ahora a las órdenes para las preguntas que quieran realizar ya sea para generalizar los planteos, como para casos específicos o comentarios sobre lo expresado.

Muchas gracias.

