

Efectos macroeconómicos en la gestión de la pequeña y mediana empresa

Dapena, José P.

I. Introducción

Las empresas llevan adelante su gestión de negocios insertas en un entorno macroeconómico que las afecta, para bien o para mal y sobre cuyas variables (tales como inflación, tipo de cambio, tasa de interés, nivel de crecimiento, estructura impositiva, etc.) no tienen control y deben adaptarse.

El objetivo del presente artículo es reflejar cómo afectan estas variables la gestión de la empresa, cómo se han comportado en los últimos años y de qué manera se puede facilitar una mejor gestión, en especial la pequeña y mediana.

El ensayo se estructura de la siguiente manera: en la siguiente sección revisamos el modelo estándar de información financiera de la empresa; luego el proceso de creación de valor; a continuación la influencia del entorno macroeconómico, y finalmente una serie de sugerencias.

II. Información financiera de la empresa

El resultado de la gestión empresarial y del entorno en el que la empresa opera se ve reflejado en la ecuación de ganancias y pérdidas de la empresa (1):

Tabla 1

+ Ventas/Ingresos operativos	
Gastos operativos erogables	
Gastos operativos no erogables	
= Renta operativa	Renta operativa
± Renta por ganancias/pérdidas de capital	
+ Renta por intereses activos	Renta financiera o "efecto portafolio"
Intereses pasivos hacia acreedores	
Impuesto a las ganancias	
= Renta hacia los accionistas	

Cuyos resultados provienen de la gestión operativa y de la gestión financiera.

La gestión operativa se asienta en administrar los ingresos y los recursos operativos, mientras que la gestión financiera se enfoca en la administración de los activos y de los pasivos de la empresa, donde su estructura de activos y pasivos puede ser vista como un portafolio de inversiones de distinta índole, dando lugar a posibles rentas por efectos de la revalorización asimétrica de activos y pasivos, inflación y de los intereses financieros activos, que se acentúan en procesos inflacionarios (2).

Adelantando algunos aspectos de las conclusiones, se puede advertir la relevancia de los resultados financieros en el actual contexto de la economía argentina, y más aún para empresas PYMES que se les dificulta el acceso al crédito y no siempre cuentan con un adecuado sistema de información para toma de decisiones.

Tabla 2



El efecto financiero sucede por ejemplo con la existencia de un crédito fiscal inmovilizado que no paga intereses, y que se devalúa al ritmo de la inflación, o sucede con inventarios que se revalorizan, o con activos y/o pasivos en diferentes monedas.

Sobre estas variables, tanto de gestión operativa (precios de venta, contratación de recursos, etc.) como de gestión financiera (política de financiamiento e inmovilización de activos, etc.) la gestión tiene grados de libertad bajo los cuales puede operar; sin embargo, sobre variables macro tales como tipo de cambio, nivel de inflación, crecimiento, etc., la gestión solo le queda adaptarse para intentar acomodarse de la manera más eficiente.

III. Valor de la empresa

El objetivo financiero de la gestión empresarial es extraer el mayor valor de los activos y recurso bajo gestión.

Dicho valor se aproxima por la proyección del flujo de fondos descontado por una tasa de retorno que refleje apropiadamente la estructura de financiamiento y el costo de este según su procedencia (3).

$$Valor = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{F_t}{(1 + wacc)^t} \quad [1]$$

Donde F_t es el flujo de fondos proyectado para la empresa en el período t (Cash Flow) que puede tener implícita una tasa de crecimiento g ; $wacc$ es la tasa de descuento apropiada dada la clase de riesgo del flujo de fondos (costo promedio ponderado de financiamiento de la inversión o (weighted average cost of capital); y n es el horizonte de proyección.

El flujo de fondos se construye con base en la siguiente relación:

Tabla 3

- Proyección de ventas.
- Proyección de costos operativos tanto fijos como variables.
- Proyección de resultados teniendo en cuenta el impuesto a las ganancias.
- Proyección de las necesidades de capital de trabajo (reinversión).
- Proyección de las necesidades de capital inmovilizado.

El resultado de dicha proyección es lo que se denomina flujo de fondos libre para la firma, que luego es descontado a la tasa de costo promedio ponderado del capital, según la ecuación [1].

Para obtener el valor hacia los accionistas, bajo esta metodología se le resta la posición neta de deuda financiera.

Con base en lo expuesto, se puede sintetizar que el valor de una empresa, sea del tamaño que sea, se encuentra definido principalmente por:

- Tasa real de crecimiento de los ingresos de la firma (relacionada en principio con la economía en su conjunto).
- Nivel de margen operativo de ganancias (la relación entre ingresos y costos operativos).
- Necesidad de capital para reinversión (por capital de trabajo y por activos fijos).
- Nivel de riesgo de la economía, y de la empresa (reflejado en la tasa de retorno).

Dado el resto de las variables, para crear valor financiero desde la gestión, una empresa apunta a

negocios que le reditúen crecimiento (incrementa los flujos de fondos futuros, y como consecuencia incrementa el valor presente de estos); o decisiones que le permitan mejorar el margen de ganancias (un mejor margen de ganancias significa un mayor flujo de fondos y por ende valor para la empresa); decisiones que le permitan economizar necesidades de capital, tanto de capital de trabajo como de bienes de uso (menor nivel de necesidades de capital se traduce en una mayor eficiencia en el uso de este); o reducir el riesgo y por ende acceder a un menor costo del capital (el capital se alquila a acreedores y accionistas, mayor riesgo, mayor costo de alquiler que impacta de manera negativa en el valor de la empresa).

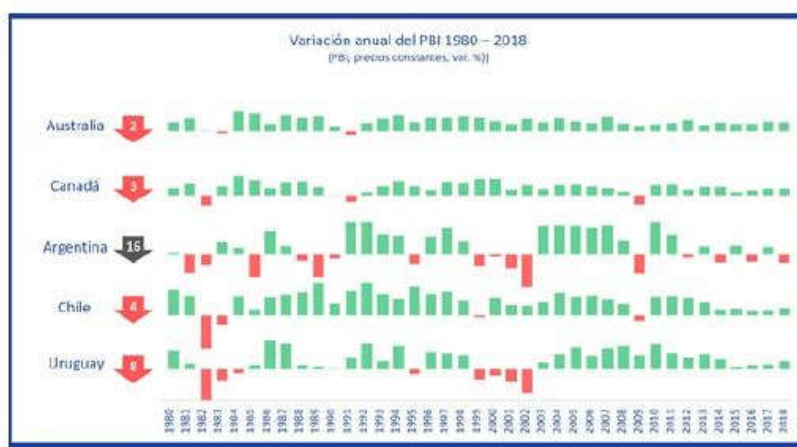
IV. Influencia de entorno macroeconómico

En esta sección repasaremos la evolución de las principales variables macroeconómicas de la Argentina en los últimos años.

IV.1. Crecimiento

Como vemos en el siguiente gráfico, la economía argentina hace ocho años que no crece, a diferencia de otras economías.

Gráfico 1



Fuente: reproducido de Inveeq Consulting a través de @EODomecq

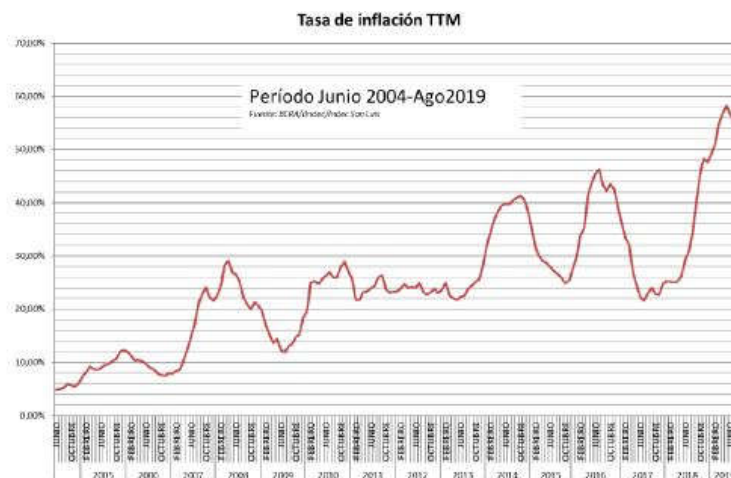
La falta de crecimiento se traduce en dificultad de generar valor en las empresas.

IV.2. Inflación

La realidad muestra que la economía no solo no ha crecido de manera real, sino que ha experimentado un fuerte componente inflacionario.

El siguiente gráfico exhibe la inflación anual acumulada móvil (TTM).

Gráfico 2

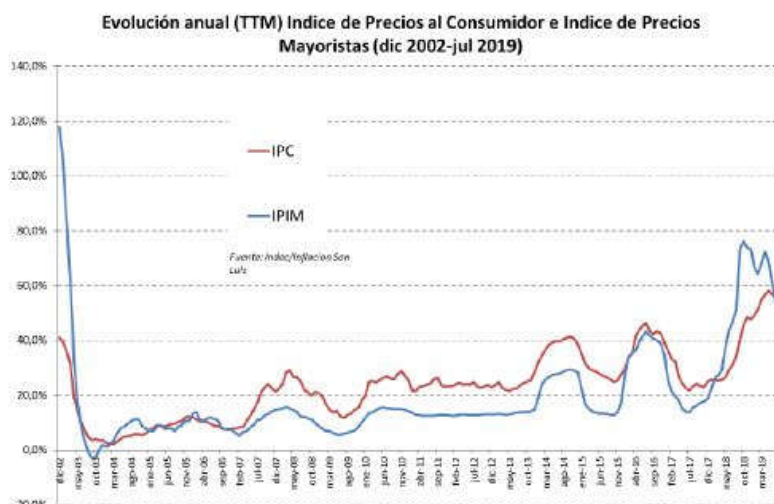


Fuente: elaboración propia en base a INDEC e IPC San Luis

El promedio del período 2004-2019 indica un 30% de inflación.

Asimismo, en los últimos años se ha dado una situación adicional de mayor suba del Índice de Precios Mayoristas respecto del índice de Precios minoristas, que para algunos sectores puede ser indicativo de compresión de los márgenes de ganancias (no en todos los casos).

Gráfico 3



Fuente: elaboración propia en base a INDEC e IPC San Luis

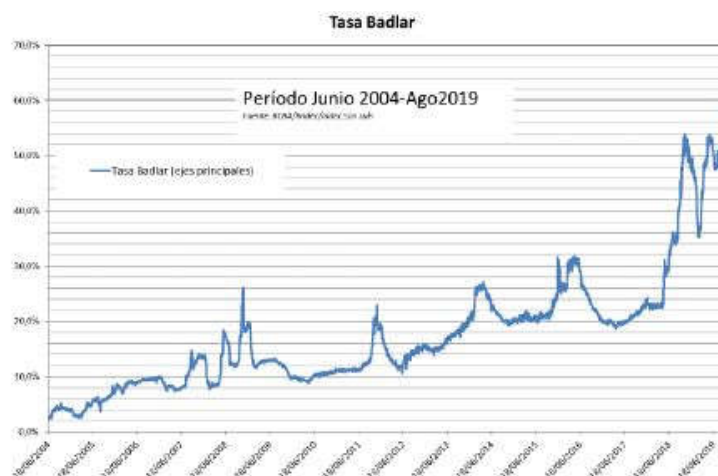
Esta combinación de falta de crecimiento e inflación es letal para las empresas, máxime aun teniendo en cuenta que los balances no se pueden ajustar por inflación, y en consecuencia se termina pagando impuesto a las ganancias por ganancias nominales, y no por ganancias reales, lo que repercute obviamente en la tasa de retorno y por extensión en los incentivos a inversión.

IV.3. Tasa de Interés

En siguiente elemento macroeconómico que impacta exógenamente en la empresa viene dado por el riesgo general de la economía, y su efecto sobre la tasa de interés.

El siguiente cuadro refleja la tasa de interés BADLAR utilizada usualmente como referencia general a los efectos de determinar el costo financiero de deuda.

Gráfico 4



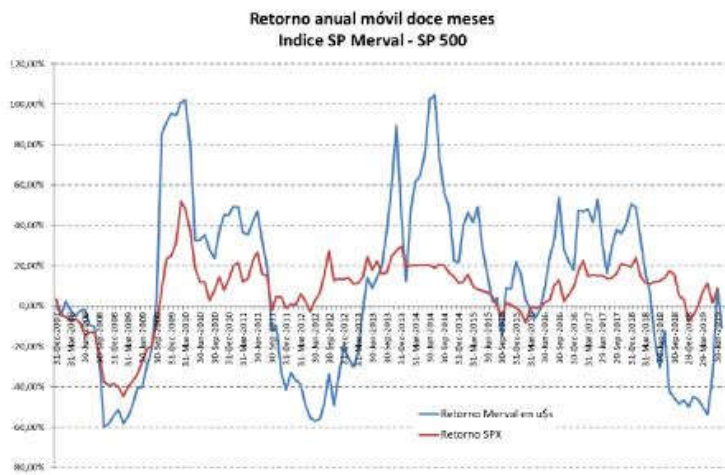
Fuente: elaboración propia en base a BCRA

IV.4. Volatilidad

Finalmente, como medida adicional de riesgo, podemos reflejar la volatilidad de la tasa de retorno de precios de acciones argentinas que cotizan en el mercado de capitales local. La volatilidad muestra el grado de incertidumbre, reflejado en la variación en el precio (más incierto, más volátil).

En el siguiente cuadro se puede ver la volatilidad del Índice de Precios SP Merval (medido en USD) y como referencia, la volatilidad del Índice SP500 (SPX).

Gráfico 5



Fuente: elaboración propia en base a Reuters y BCRA (USD CCL para el período 2011-2015)

Del cuadro se observa que el retorno anual móvil es mucho más volátil en el caso argentino que en el caso estadounidense.

IV.5. Presión impositiva

El siguiente componente viene dado por la presión impositiva. Si bien es de público conocimiento el incremento de la presión impositiva sobre la economía en los últimos ocho años, el efecto termina siendo perjudicial en términos de rentabilidad, no solo por la presión impositiva en sí misma, sino porque en muchos casos se cobra impuestos sobre impuestos (4), y se anticipan impuestos a tasa de interés cero (5).

El siguiente cuadro sintetiza el efecto de impuestos sobre impuestos:

Gráfico 6

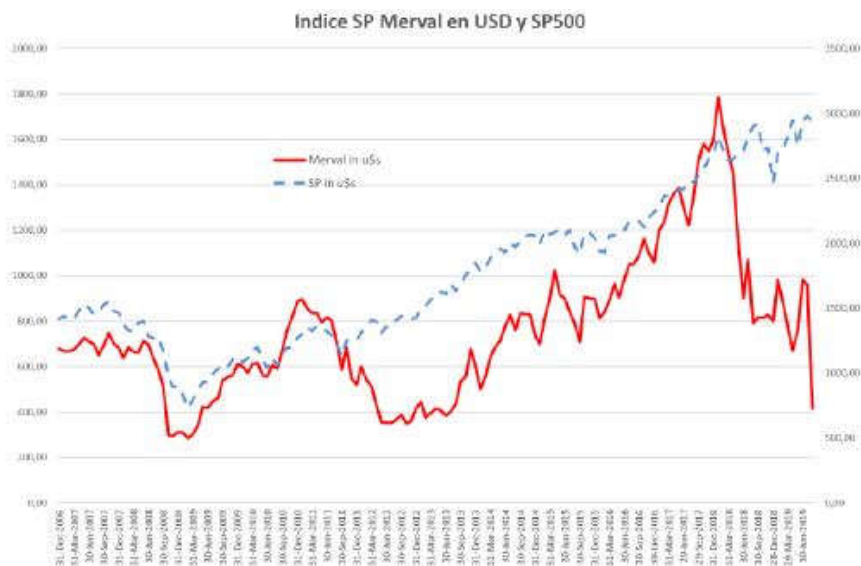


IV.6. Efectos sobre el valor

El efecto de la falta de crecimiento, menores márgenes, mayor riesgo, mayor tasa de interés y mayor presión impositiva es negativo para las empresas.

Para evaluar un proxy, podemos realizar un gráfico de la evolución del valor de mercado en USD de empresas que cotizan en el mercado local de capitales (SP Merval en USD), y compararla por ejemplo respecto de empresas cotizantes en el mercado de capitales estadounidense (SP 500).

Gráfico 7



Como podemos ver, en la serie analizada las acciones argentinas no solo no han creado valor, sino que, por el contrario, han tenido una performance por debajo de la comparación.

Es decir, el accionista de empresas argentinas ha tenido menos rendimiento, y experimentado mayor riesgo.

Resumiendo, las empresas se encuentran operando en un entorno macroeconómico de:

- Falta de crecimiento.
- Compresión de márgenes de ganancias.
- Presión impositiva que reduce márgenes.
- Efectos financieros de la estructura impositiva.
- Mayores tasas de interés.
- Mayor riesgo de la economía.

En este contexto, gestionar una pequeña mediana empresa en nuestra economía es una tarea titánica y digna de aplauso, ya que, a diferencia de empresas grandes, muchas veces se encuentran limitadas por la escasez de recursos operativos y de dificultades de acceso al mercado financiero.

V. Posibles vías de acción

Planteado el diagnóstico, la pregunta es que se puede hacer al respecto. En ese sentido las respuestas pueden ser agrupadas en dos segmentos:

- Lo que puede hacer la empresa.
- Lo que pueden hacer las políticas.

V.1. Lo que puede hacer la empresa

En lo que respecta a la empresa, mi experiencia muestra que en muchas circunstancias el manejo financiero puede ser realizado de manera más eficiente.

Los sistemas de información financiera en las pequeñas y medianas empresas son de vital importancia, de manera similar al tablero de un automóvil que le permite al conductor informarse sobre el nivel de combustible, de aceite, la presión de los neumáticos, la velocidad, etc. Un auto no puede manejarse sin esa información; una empresa tampoco.

En el año 2003 publicamos un estudio [\(6\)](#) sobre qué tan desarrollados estaban los sistemas de información en las empresas, para saber si estas cuentan con información necesaria para poder realizar un correcto análisis financiero de la manera en que están siendo gestionadas.

Si bien este dato es importante en todas las empresas, las grandes empresas cuentan con departamentos específicos al respecto. Con el fin de conocer cuál era la situación de las Pymes bajo estos conceptos se realizó un trabajo de campo con una población sujeta a estudio de 493 empresas pertenecientes a aproximadamente 80 sectores productivos, con más de 10 y menos de 100 empleados. El tamaño de la muestra con cual se trabajó fue de 76 empresas para lograr resultados con un nivel de confianza del 95% y un error máximo de estimación de 10,3%. En los aspectos relacionados al uso de información de gestión, se obtiene que:

- El 91,31% de la muestra no confecciona presupuestos a tres años.
- El 49,27% de la muestra no confecciona presupuestos anuales.
- El 69,56% la muestra no realiza flujo de fondos anual.
- El 31,89% de la muestra no confecciona flujo de fondos mensual.
- El 31,89% de la muestra considera que la información contable no provee información útil para tomar decisiones.

No obstante ha pasado bastante tiempo, he tenido oportunidad de contrastar este dato con la realidad, ya que en muchos casos la empresa no sabe el capital que tiene invertido en el negocio (más en contextos inflacionarios) y por ende se le dificulta calcular cual es el verdadero nivel de rentabilidad, y si la firma se encuentra creando o destruyendo valor.

Por ello, en lo que respecta a los grados de libertad de la gestión de la empresa, y más en un contexto inflacionario y de restricciones de acceso al crédito como el actual, es de vital importancia manejar los números financieros con gran nivel de exactitud, ya que el costo financiero es significativo (en una analogía, es como no saber si se deja o no la luz prendida cuando sube las tarifas de luz), ya que por un lado se debe ahorrar todo el capital posible, y por el otro extraer toda la renta posible del capital instalado.

V.2. Lo que pueden hacer las políticas

Yendo un poco más allá de la solución macroeconómica trivial de estabilizar la inflación y generar políticas que permitan el crecimiento, hay algunos aspectos adicionales que les pueden ser útiles a las pequeñas y medianas empresas, a diferencia de sus primos más grandes.

- Un esquema impositivo progresivo y escalonado de impuesto a las ganancias para las empresas en función de su tamaño y de sus años de desarrollo.
- Permitir y facilitar el ajuste por inflación impositivo (si bien ya se está poniendo en práctica, es solo cuando la inflación supera el 55% anual).
- Utilizar el aprendizaje de los beneficios de la Ley del Software (25.922 y siguientes) en cuanto a cómputo de Cargas Sociales como Crédito fiscal IVA, y extenderlo a empresas que exporten.
- Eliminar la doble y triple imposición sobre las ventas de impuestos tales como IVA, ingresos brutos (7) y tasas municipales.
- Eliminar los pagos a cuenta o anticipos que inmovilizan capital de manera ineficiente en un contexto de altas tasas de interés y restricción de acceso a mercados de crédito.
- Permitir una tasa de impuesto a las ganancias diferencial en empresas que coticen instrumentos en Bolsa, dado que el proceso exhibe transparencia en sus operaciones.
- Facilitar los procesos administrativos y burocráticos vinculados a permisos y autorizaciones.
- Crear un régimen especial laboral flexible que facilite la contratación de personal y elimine los costos judiciales.

Las empresas pequeñas y medianas constituyen la columna vertebral de una economía, en cuanto a posibilidades de crear trabajo, reaccionar de manera flexible al entorno y aprovechar el crecimiento. Gran parte del desafío de políticas debería estar dirigido a estimular la creación de empresas, y no su eliminación.

VI. Referencias

DAMODARAN, A., "Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset", Wiley, 2012.

DAPENA, J. P., "Finanzas Corporativas: el 'efecto portafolio' en la gestión financiera de la empresa en contextos inflacionarios", Documento de trabajo 506. Serie de documentos de trabajo UCEMA, 2013.

DAPENA, J. P., "Un Enfoque Económico de los Efectos de la Inflación en las Ganancias de Capital para los Estados Contables y el Impuesto a las Ganancias", Serie de Documentos de Trabajo UCEMA, 381, 2014.

DAPENA, J. P., "Ensayo sobre el efecto de los regímenes impositivos en las finanzas de la empresa en Argentina", Serie de Documentos de Trabajo UCEMA, 557, 2014.

DAPENA, J. P., "Ensayo sobre doble imposición e impuestos sobre impuestos (impuestos al cuadrado) en la economía argentina", Serie de Documentos de Trabajo UCEMA, 640, 2018.

DAPENA, J. P. - DAPENA, J. L., "Sistemas de información en PYMES y acceso al crédito en contexto de asimetrías de información", Documento de trabajo UCEMA, 252, 2003.

DAPENA, J. P. - VILLAVICENCIO, P., "Una aproximación al impacto del "efecto portafolio" en los resultados de una muestra de empresas cotizantes", Documento de trabajo 530, Serie de documentos de trabajo UCEMA, 2013.

DAPENA, J. P. - VOLMAN, M., "Distorsiones económicas y financieras originadas en el impuesto sobre los ingresos brutos", Serie de Documentos de Trabajo UCEMA, 542, 2014.

(1) Para un mayor desarrollo, ver Dapena (2013).

(2) En Dapena (2013) se menciona la importancia de los resultados financieros en entornos de alta inflación.

(3) DAMODARAN, A., "Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset", Wiley, 2012.

(4) Ver DAPENA, J. P., "Ensayo sobre doble imposición e impuestos sobre impuestos (impuestos al cuadrado) en la economía argentina", Serie de Documentos de Trabajo UCEMA, 640, 2018.

(5) Ver DAPENA, J. P., "Ensayo sobre el efecto de los regímenes impositivos en las finanzas de la empresa en Argentina", Serie de Documentos de Trabajo UCEMA, 557, 2014.

(6) DAPENA, J. P. - DAPENA, J. L., "Sistemas de información en PYMES y acceso al crédito en contexto de asimetrías de información", Documento de trabajo UCEMA, 252, 2003.

(7) DAPENA, J. P. - VOLMAN, M., "Distorsiones económicas y financieras originadas en el impuesto sobre los ingresos brutos", Serie de Documentos de Trabajo UCEMA, 542, 2014.

© Thomson Reuters