



Maestría en Finanzas.

**Impacto en las finanzas operativas de las empresas argentinas
durante escenarios de crisis (periodo 1994-2015).**

Autor: Almada Agustín.

Directora: Novaira Silvia.

Año: 2020.

Índice.

1	Introducción.....	4
1.1	Estructura de la monografía.....	6
1.2	Objetivos.....	7
2	Marco teórico.....	8
2.1	Capital de trabajo.....	8
2.1.1	Crear valor mediante la gestión de la inversión y financiación.....	8
2.1.2	Necesidad operativa de fondos.....	8
2.1.3	NOF teóricas y NOF reales.....	11
2.1.4	NOF estructurales y temporales.....	11
2.1.5	Fondo de Maniobra.....	11
2.1.6	Ciclo de Conversión del Efectivo.....	12
2.1.7	Relación entre la financiación de las NOF y la rentabilidad de la empresa.....	13
2.2	Crisis.....	15
2.2.1	Tipos de crisis financieras.....	16
2.2.2	Crisis bancarias.....	17
2.2.2	Propagación de las crisis.....	18
2.3	Mercados Emergentes.....	20
3	Metodología.....	22
3.1	Población.....	22
3.2	Muestra.....	22
3.3	Origen de la información.....	23
3.4	Análisis de la información.....	23
3.5	Empresas seleccionadas.....	23
3.6	Eventos estudiados.....	24
3.7	Análisis del CCC de las empresas.....	25
4	Resultados.....	28
4.1	Resultados por crisis.....	29
4.1.1	Crisis Méjico 1994 (Tequilazo).....	30
4.1.2.	Crisis Argentina 2001 (Corralito).....	31
4.1.3.	Crisis Estados Unidos 2008 (Crisis Subprime).....	32
4.1.4.	Argentina 2011 (Inicio del “cepo” cambiario).....	32
4.1.5.	Argentina 2015 (Fin del “cepo” cambiario).....	33
4.2.	Resultados por componente del CCC por sector.....	34
4.3.	Resultados por componente del CCC.....	36
4.4.	Velocidad de reacción.....	38

5	Conclusión.	40
6	Anexos.	43
	Anexo 6.1: Empresas utilizadas en la muestra seleccionada.....	43
	Anexo 6.2: Eventos considerados.	46
	Anexo 6.3: CCC desde 1992 a 2018 por trimestre de cada empresa.....	53
	Anexo 6.4: Resultados.....	59
	Anexo 6.5: Indicador periodo equivalente de propagación de las crisis en Argentina.....	61
7	Bibliografía.....	62

1 Introducción.

La empresa, institución predominante en el siglo XXI, constituye el eje central de la actividad económica. Por ser la principal fuente de creación de empleo, de innovación y de crecimiento económico; se las consideran como uno de los actores principales del mercado.

Las empresas son un sistema abierto que están en constante contacto e intercambio con la sociedad en las que están instaladas, pues utilizan los recursos que la sociedad provee y brindan trabajo a las familias. Se ven afectadas por los movimientos de la economía internacional, la etapa del ciclo económico por la cual transcurre el país, los eventos políticos y la evolución de las diversas variables económicas del entorno como la inflación, el tipo de cambio, el producto bruto interno y la política monetaria que aplica el Banco Central.

Es decir, las empresas influyen en la economía del país y también son influidas por las variables macroeconómicas, sociales y políticas del mismo país y, además, por variables internacionales. Es por lo tanto imperante preguntarnos cómo se comportan las empresas, pilar de la economía, cuando en los países ocurren eventos que irrumpen o modifican las variables macroeconómicas del mismo.

Cómo solía decir Walter Wriston, ex presidente y ex CEO de Citicorp, “los países no llegan a la banca rota, no quiebran”. O por lo menos, no lo hacen en el mismo sentido que lo hacen las empresas, sino que el default de una sociedad es el resultado de un cálculo complejo de costo/beneficio que reviste consideraciones políticas y sociales, no sólo económicas y financieras. En la mayoría de los casos, con sacrificio suficiente, los países acaban por repagar la deuda y salir de las distintas crisis que las afectan. Sea a través de emisión monetaria o por recurrir a organismos de crédito internacionales, los países terminan por revertir su situación financiera.

Pero, ¿qué ocurre con las empresas?

Mishkin (1991) considera que las crisis son perturbaciones que alteran el funcionamiento de los mercados y de la economía. Las crisis, a través de la alteración en las variables macroeconómicas y sociales, influyen directamente sobre la coyuntura de las empresas. La consecuencia inmediata para las empresas es la reducción progresiva del crédito, la dificultad para seguir produciendo, invirtiendo y comprando. La caída de la actividad genera desocupación y la entrada en un espiral de difícil salida. Como resultado, una crisis financiera puede llevar a las empresas fuera del equilibrio en el cual se encontraban y perjudicar su normal desarrollo.

Las empresas requieren activos y pasivos de corto plazo para poder producir y vender. En los modelos más simples, se necesita capital de trabajo para adelantar producción. De esta forma, el capital de trabajo está directamente relacionado con las actividades operativas de la empresa.

Para poder administrar adecuadamente su capital de trabajo, la empresa debe determinar qué factores pueden afectarlo. Esos requisitos de capital de trabajo son a menudo afectados por el impacto de las perturbaciones monetarias o financieras. Por ejemplo, si las empresas requieren capital de trabajo para adquirir insumos, un cambio en la actividad macroeconómica, se traduce en el costo de los fondos que enfrentan las empresas.

Nyeadi, J. D. (2018) demuestra que factores externos como el nivel de actividad económica de un país afecta el capital de trabajo de una compañía. Mientras que la edad, la rentabilidad y el ciclo operativo de la empresa impactan positivamente en el capital de trabajo; las tasas de interés y la inflación se correlacionan inversamente con el capital de trabajo. Por ello, variables como el crecimiento del PBI, la inflación, la devaluación de la moneda, el crecimiento económico y las tasas de interés son de consulta vital.

Un concepto complementario al del capital de trabajo es las Necesidades Operativas de Fondos, el cual representa las inversiones netas requeridas en las operaciones corrientes que efectúa la organización, una vez descontada la financiación espontánea derivada por las operaciones propias de la misma. Otro indicador a través del cual se puede observar las necesidades de financiamiento de corto plazo es el Ciclo de Conversión de Efectivo (CCC por sus siglas en inglés). Comprender el CCC de la organización es importante en la administración financiera a corto plazo, puesto que mide el plazo de tiempo que la empresa necesita para transformar la inversión en efectivo. (Ross, Westerfield, & Jaffe; 2012).

En este sentido, la gestión operativa de la empresa se ve afectada cuando ésta pierde el equilibrio frente a un escenario de la crisis. El cambio en el entorno induce cambios en las variables internas que acaba por modificar los ciclos operativos financieros de la empresa.

1.1 Estructura de la monografía.

Se abordará desde una perspectiva teórica los fundamentos sobre capital de trabajo y crisis a fin de sentar las bases académicas y el estado del arte de la materia.

Es indispensable conocer la naturaleza y comportamiento del capital de trabajo para poder gestionar correctamente cualquier organización. Pues tanto un alto como bajo nivel de necesidades operativas de fondo tienen implicancias para el desempeño de la empresa.

Si bien todas las crisis encuentran similitudes en sus consecuencias como por ejemplo la disminución del crecimiento económico, deterioro de los términos de intercambio, modificación del tipo de cambio, altos costos de acceso a crédito y shocks de instituciones financieras; difieren en sus orígenes; y ello es razón para catalogarlas de diferentes maneras. En este sentido, se detallarán los tipos de crisis que existen, prestando especial atención a los mercados emergentes por ser el mercado en donde se realiza el estudio.

Para determinar el impacto de las crisis en las empresas seleccionadas se utilizará el indicador "Ciclo de Conversión de Efectivo" por ser un indicador propio de la gestión del capital de trabajo.

Se presentará evidencia acerca de cómo las crisis afectan a las empresas y si todas las crisis afectan del mismo modo a las empresas. A su vez, se mostrará que las crisis impactan de diferente manera en los distintos sectores estudiados y que en épocas en donde el acceso al crédito bancario es costoso, las empresas acuden por financiamiento con sus proveedores. También se evidenciará que el tiempo en el que tardan las crisis en mostrar repercusiones en las empresas es cada vez menor, fenómeno dado por la cada vez mayor fluidez que cuentan los mecanismos de transmisión.

1.2 Objetivos.

Objetivo General:

- Evidenciar el impacto que han tenido las crisis en el periodo 1994 - 2015 en empresas argentinas que cotizan en la Bolsa de Valores de Buenos Aires utilizando como indicador la variación del Ciclo de Conversión de Efectivo de cada empresa.

Objetivos específicos:

1. Exponer que los distintos tipos de crisis no afectan de la misma manera a las empresas.
2. Exponer que las empresas no son afectadas de la misma manera por las crisis estudiadas y que varían dependiendo del sector al que pertenecen.
3. Exponer que los componentes del CCC no varían de la misma manera frente a las crisis.
4. Evidenciar que el tiempo en el que tardan las crisis en mostrar repercusiones en las empresas es cada vez menor.

2 Marco teórico.

El marco teórico de la presente monografía requiere revisar la literatura referente al capital de trabajo y a las crisis financieras. Para poder comprender en su totalidad las motivaciones de los análisis realizados es preciso primero comprender la naturaleza de las necesidades operativas de fondo, su comportamiento y sus componentes.

La razón por la cual es válido y relevante el análisis de reacción de las empresas a las crisis mediante el uso de indicadores de gestión propios de finanzas operativas es porque existe una íntima relación entre las necesidades operativas de fondo y la rentabilidad de las empresas.

2.1 Capital de trabajo

2.1.1 Crear valor mediante la gestión de la inversión y financiación.

Los mercados altamente competitivos del siglo XXI exigen a la empresa dinamismo para gestionar sus procesos financieros. En este contexto, las decisiones financieras de la empresa abarcan dos aspectos básicos: decisiones de inversión y de financiación. Ambas tienen como finalidad la creación de valor, por tanto, su gestión tiene efectos sobre la rentabilidad y riesgo (Smith, 1980) y resulta fundamental en la estrategia de creación de valor en la empresa (Kargar y Blumental, 1994). Uno de los factores más críticos que contribuyen al éxito financiero de las empresas es la precisión, medición, comprensión y gestión efectiva de los flujos de efectivo operativos.

Las diferentes formas de activos de capital de trabajo requieren que la empresa comprometa fondos antes que ingresen los flujos de efectivo. El costo marginal de esos fondos se puede determinar de diferentes maneras dependiendo de los detalles del entorno en el que se encuentran las empresas. En el caso más simple en el que no hay fricciones en el mercado crediticio, el costo marginal de los fondos dedicados a los activos de capital de trabajo se da simplemente por la tasa de interés de los activos financieros de vencimiento similar (Schwartzman F., 2013).

2.1.2 Necesidad operativa de fondos.

J.L. Calleja (2003) define las NOF como las inversiones netas necesarias que realiza la empresa para poder llevar a cabo las operaciones corrientes de su ciclo de explotación. Para realizar su actividad de negocio, la empresa debe invertir en existencias, en clientes, en recursos de personal o servicios externos, debe contar una disponibilidad

adecuada de tesorería y debe apoyarse en la financiación espontánea de sus proveedores. Como indica R. Serrahima (2010), cuando se amplía el crédito a los clientes o se acumula materia prima para la producción se están aumentando las NOF y cuando se aplaza el pago a los proveedores se están reduciendo.

Se trata de inversiones recurrentes, que tienen un ciclo de vida reducido y vinculado al tiempo invertido en la realización de las actividades de aprovisionamiento, producción, venta y cobro. Por lo general, la inversión requerida y, por tanto, la dimensión de las NOF, viene determinada por los siguientes factores, de acuerdo con Prasanna Chandra (2008):

1. La naturaleza del negocio. Las NOF serán menores en aquellos que cobran al contado y comercializan bienes o servicios que tienen un ciclo de producción muy reducido, como los supermercados; por el contrario, serán mayores en la construcción o la producción de aceite, que requieren largos procesos de tratamiento de la materia prima.
2. La estacionalidad y el nivel de actividad. Las NOF serán mayores en las épocas de gran actividad y menores en las épocas de menor producción y venta. En jugueterías, por ejemplo, las NOF serán mayores en fechas cercanas a Navidad.
3. La política de producción. Una política de producción no ligada a la estacionalidad puede permitir absorber las fluctuaciones en las NOF y lograr que éstas permanezcan estables durante todo el ejercicio económico.
4. Las características del mercado. Un mercado muy competitivo, exigente en términos de calidad y plazos de entrega tiende a tener NOF más elevadas, para ofrecer mejores condiciones de crédito o más flexibilidad y respuesta en las características del producto.
5. Las condiciones de aprovisionamiento. Cuando la disponibilidad de materias primas está garantizada y los plazos de entrega son muy reducidos, las NOF son menores que en entornos de incertidumbre, que exigen acumular inventarios para evitar problemas de producción y de demanda insatisfecha.

Desde un punto de vista contable, las NOF se pueden calcular atendiendo a la siguiente fórmula:

$$\text{NOF} = \text{Activo Circulante Operativo} - \text{Pasivo Circulante Operativo}$$

Donde:

Activo Circulante Operativo = Existencias + Deudores comerciales + Tesorería.

Pasivo Circulante Operativo = Acreedores y otras cuentas a pagar.

La demanda de diferentes componentes de las necesidades operativas de fondo surge por razones muy diferentes. La demanda de inventarios surge debido a una discrepancia entre el momento de la compra y el uso de los insumos. Sin embargo, la demanda de efectivo y cuentas por cobrar y pagar es en gran medida una función del tipo de acceso que la firma y sus socios comerciales tienen a las instituciones de pago y cobro.

Examinaremos cada componente de las necesidades operativas de fondo:

Inventario: Mantener inventarios es inherentemente costoso, porque al ceder fondos para la compra de insumos que solo resultarán en flujos de efectivo en el futuro, las empresas renuncian al rendimiento de las inversiones financieras. Además, pueden tener que incurrir en costos de almacenamiento. Teniendo en cuenta esos costos, los motivos para que una empresa posea inventario es para evitar desabastecimientos y para lograr economías de escala tanto en niveles de precios como en logística.

Dinero en efectivo: Las empresas mantienen efectivo a corto plazo por muchas razones, entre ellas, para facilitar los pagos diarios de insumos variables, para ayudar a las empresas a aprovechar las oportunidades de inversión fugaces o para ayudarlas con su administración de impuestos (Foley et al. 2007).

Cuentas por cobrar: Las cuentas por cobrar comerciales representan montos adeudados por los clientes por bienes y servicios vendidos en el curso ordinario de los negocios. El costo de oportunidad de mantener las cuentas por cobrar comerciales está dado por la diferencia entre la tasa de rendimiento de las inversiones alternativas y la tasa de interés pagada por los clientes. Si este último es más pequeño que el primero, será costoso para las empresas mantener cuentas comerciales por cobrar.

Cuentas por pagar: Las cuentas por pagar constituyen los recursos espontáneos, se denominan así porque la financiación que se obtiene es de forma automática y sin coste explícito. No se requiere una negociación previa y surgen por el desarrollo normal de la actividad empresarial. Obedecen al tiempo que transcurre desde que se recibe el bien o servicio hasta que se realiza su pago. Por lo tanto, estos recursos espontáneos no están materializados en unidades monetarias; se

trata de una financiación que se obtiene por el aplazamiento de las obligaciones de pagos (de productos, de servicios o de deudas fiscales).

2.1.3 NOF teóricas y NOF reales.

Las necesidades operativas de fondo teóricas o calculadas para un nivel de actividad dado muchas veces no coinciden con las reales. Esto puede ser en el caso en que la tesorería de la empresa sea menor a la deseada o que haya excedentes de tesorería debido a resultados no asignados.

Las NOF contables constituyen el activo circulante operativo de un balance menos los recursos a corto plazo no bancarios. Las NOF teóricas se calculan en base a los datos de la actividad de la empresa: cifra de ventas o facturación, de gastos de compras, de consumo de materias primas y costos de producción.

2.1.4 NOF estructurales y temporales.

Al igual que en el apartado anterior, se distinguen dos tipos de NOF:

Las NOF estructurales son aquellas que aparecen por el crecimiento de la actividad en la empresa. Estas quedan inmovilizadas hasta que se reduzca el nivel de actividad.

Las NOF coyunturales son aquellas que aparecen a lo largo del ejercicio debido a factores estacionales (crecimiento coyuntural de las ventas) y desaparecen en cuanto se empiezan a cobrar las ventas de dicho periodo álgido. Siempre existirán NOF coyunturales, aún en empresas no sujetas a factores estacionales, aunque sólo sea por las desviaciones entre lo inicialmente planificado y el nivel de actividad que en definitiva se registra.

2.1.5 Fondo de Maniobra.

El Fondo de Maniobra (FM) es la diferencia entre los activos circulantes y los pasivos circulantes. Son las inversiones y fondos que se quedan como máximo un año en el balance. Por eso, se puede definir el FM como la parte del activo circulante que queda financiado por el pasivo fijo. (Gurriarán, 2010-2011). Es generalmente fijo a lo largo del tiempo, es decir no fluctúa con la estacionalidad de las ventas de la empresa. En otras palabras, es el volumen de fondos permanentes que tenemos disponibles de entrada para financiar las operaciones de la empresa (Faus J., 2001).

Los conceptos de NOF y FM son complementarios. El FM representa el volumen de recursos a largo plazo (en exceso del inmovilizado) que nos queda disponible para financiar operaciones, es decir, es un concepto de pasivo relacionado con la estructura

básica de financiación de la empresa. El concepto de NOF, por el contrario, representa precisamente el volumen de inversión neta generada por las operaciones, es decir, es un concepto operativo no ligado a consideraciones de tipo estructural (Faus J., 2001). Un primer objetivo para la empresa debe ser minimizar la inversión en NOF, de tal manera que pueda realizar el ciclo operativo con la menor inversión posible. En la gran mayoría de los casos, la financiación espontánea es insuficiente, no se logra el equilibrio perfecto y, consecuentemente, las NOF tienen un valor que, como inversión, debe ser financiado.

2.1.6 Ciclo de Conversión del Efectivo.

La duración del ciclo de conversión de efectivo (CCC) es un pilar fundamental al establecer los requerimientos de activos corrientes, un ciclo reducido por lo general expresa una administración apropiada de la gestión financiera del corto plazo.

El ciclo operativo (CO) de una organización es el período que comienza en el origen del proceso de producción (adquisición del inventario) hasta el cobro del efectivo por la enajenación del producto terminado. Es por eso que el ciclo operativo comprende dos condiciones primordiales de activos a corto plazo, inventario y cuentas por cobrar; así se valora en tiempo recorrido, sumando la edad promedio de inventario (S) y el período promedio de cobro (CxC) (Van Horne & Wachowicz, 2010).

No obstante, el proceso de elaboración y enajenación de un producto además incluye la compra de los materiales de producción (materias primas), que originan cuentas por pagar a proveedores. Entonces las cuentas pendientes de pago minimizan el número de días que los recursos de una compañía continúan paralizados en el ciclo operativo. El período que se necesita para saldar las cuentas por pagar, valorizado en días, es el período promedio de pago (CxP). Por lo cual, el ciclo operativo deducido del período promedio de pago genera el ciclo de conversión del efectivo (Van Horne & Wachowicz, 2010).

Por lo tanto, el CCC se calcula empleando la siguiente fórmula:

$$CCC = S + CxC - CxP$$

En donde:

Inventario (S) = $\text{Inventario} \times 365 / \text{Ventas Anuales}$

Cuentas por cobrar (CxC) = $\text{Cuentas por cobrar} \times 365 / \text{Ventas}$.

Cuentas por pagar (CxP) = $\text{Cuentas por pagar} \times 365 / \text{Ventas}$.

2.1.7 Relación entre la financiación de las NOF y la rentabilidad de la empresa.

Las necesidades operativas de fondos representan la inversión neta requerida para llevar a cabo las operaciones corrientes de la empresa (existencias, clientes y tesorería necesaria, una vez deducida la financiación espontánea donde se incluye principalmente el crédito concedido por los proveedores). La decisión de financiación de unas NOF positivas implica establecer qué parte será financiada con recursos de carácter permanente y que parte con recursos negociados a corto plazo. En ese contexto, las empresas pueden optar por financiar sus NOF preferentemente con recursos a corto plazo (estrategia de financiación agresiva), utilizar principalmente recursos a largo plazo (estrategia conservadora), o una posición intermedia.

La financiación con deuda a corto plazo presenta una serie de ventajas, tal y como se pone de manifiesto en la literatura financiera. En este sentido, como señalan Jun y Jen (2003), la deuda a corto plazo se adapta más fácilmente a las necesidades financieras de la empresa y su costo suele ser inferior al costo de los recursos financieros a largo plazo (por su tasa de interés menor). Por otro lado, la empresa puede conseguir mejores condiciones crediticias como consecuencia de la mayor frecuencia con la que se renuevan estos créditos (Petersen y Rajan, 1994). Esta continua renovación de los préstamos ofrece un mayor control sobre los directivos, reduciendo los conflictos de agencia (Myers, 1977; Barclay y Smith, 1995; y Ozkan, 2000). Así, si se consideran todas las ventajas asociadas a este tipo de financiación, cabría esperar que financiar un mayor porcentaje de las NOF con deuda a corto plazo tenga un efecto positivo sobre la rentabilidad financiera de la empresa.

Sin embargo, el mayor uso de financiación a corto plazo también presenta inconvenientes. Supone un mayor riesgo de refinanciación y de tipo de interés (Jun y Jen, 2003). Las empresas podrían encontrarse con dificultades para poder renovar sus préstamos a corto plazo en un momento determinado, o podrían ver incrementado el costo de dicha financiación en las renovaciones, que se harían de forma más frecuente. Al considerar este riesgo, un mayor nivel de NOF financiado con deuda a corto plazo podría tener efectos negativos sobre la rentabilidad financiera de la empresa.

En resumen, si se tiene en cuenta las ventajas e inconvenientes que presenta el endeudamiento a corto plazo, cabría esperar que exista una relación entre el porcentaje de NOF financiado con deuda bancaria a corto plazo y la rentabilidad financiera de la empresa. En general, se espera que las empresas con bajos porcentajes de NOF financiados con deuda bancaria a corto plazo muestren una menor rentabilidad financiera, pues se benefician en menor medida de las ventajas asociadas a esta financiación. Por otro lado, también cabe esperar una menor rentabilidad en empresas

con elevados porcentajes de NOF financiados con deuda a corto plazo, ya que, para éstas, las ventajas de este tipo de recursos no compensan el mayor riesgo de refinanciación y tipo de interés.

Sin embargo, este óptimo que se encuentra en el equilibrio entre no contar con recursos negociados de corto plazo y financiar la totalidad de la NOF con deuda bancaria de corto plazo podría no cumplirse en una situación de crisis financiera caracterizada por una menor liquidez en el sistema financiero y mayores tipos de interés (Almeida, Campello, Laranjeira y Weisbenner, 2011). Pues las empresas se pueden encontrar con dificultades para poder renovar sus préstamos bancarios o deben hacerlo a una mayor tasa de interés debido a la reducción de los créditos concedidos por entidades financieras. Como consecuencia, el mayor riesgo de refinanciación y de tipo de interés asociado a la deuda a corto plazo se acentúa durante las crisis financieras, lo que provoca que estos inconvenientes superen ampliamente las ventajas asociadas a este tipo de financiación.

2.2 Crisis.

Mishkin (1991) considera que las crisis son perturbaciones que alteran el funcionamiento de los mercados financieros que pueden llevar a la economía fuera del equilibrio. Von Hagen y Ho (2003) hacen referencia a una crisis monetaria como aquella situación en la cual una disminución de la demanda monetaria conduce a fuertes pérdidas de las reservas o alzas en los tipos de interés a corto plazo o depreciación de la moneda, o la combinación de ambos efectos. Glick y Hutchison (1999) definen las crisis monetarias como grandes cambios en algunos indicadores reales o potenciales de la moneda; entendiendo por grandes cambios, aquellos que sobrepasan los umbrales establecidos para cada país de acuerdo a un determinado momento del ciclo económico. Específicamente, consideran los cambios en el índice de presión cambiaria, definido como el peso promedio ponderado de los cambios mensuales del tipo de cambio real y la pérdida de reservas mensuales.

En la literatura referente a las crisis financieras (Mishkin, 1991; Bordo, 1985; Schularick y Taylor, 2009; entre otros) se pueden distinguir dos grandes posturas respecto al origen y causas de las mismas. Una de ellas liderada por los monetaristas Friedman y Schwartz y la otra, un tanto más ecléctica, apoyada por Kindleberger y Minsky.

La primera de estas corrientes relaciona de forma directa las crisis financieras con las crisis bancarias o pánicos bancarios, ya que consideran que por intermedio de éstos se contrae la oferta monetaria, provocando contracciones en la actividad económica. Esta visión de las crisis financieras resalta la importancia del rol de prestamista de última instancia del Banco Central de los países para evitar la inestabilidad monetaria. Siguiendo esta misma línea, el canal más importante por el cual se transmiten las crisis financieras es el patrón monetario establecido. Bajo un tipo de cambio fijo, una crisis monetaria en un país atrae flujos de otros países, los cuales sufrirán como consecuencia una contracción en la oferta monetaria y reducción de la actividad económica. Por otro lado, con un tipo de cambio flexible, estos autores admiten que las consecuencias sobre el sistema serán menores.

Kindleberger (1978) y Minsky (1972) apoyan una visión más amplia respecto al origen de las crisis financieras. Consideran los descensos bruscos de los precios de los activos, los fracasos de los activos financieros, variaciones de la inflación, alteraciones en el tipo de cambio y las posibles combinaciones de estas variables como los posibles determinantes de las crisis financieras; por lo cual sostienen que las alteraciones en ciertos índices provocan serias consecuencias sobre la economía y apoyan la intervención del Gobierno cuando esto ocurre.

2.2.1 Tipos de crisis financieras.

Radelet y Sachs (1998) sostienen que, si bien las diversas crisis financieras acontecidas a lo largo de la historia tienen particularidades similares a simple vista, se puede realizar una clasificación de las mismas en función de los detonantes que las originaron.

Las crisis financieras de los últimos años estuvieron caracterizadas por caídas en los precios de los activos, depreciación del tipo de cambio de la moneda nacional y problemas financieros de las grandes empresas. Dadas sus causas de origen, podemos clasificar a las crisis en los siguientes grupos: Bancaria, Deuda externa, Default de deuda soberana, Inflación y de Tipo de cambio.

1. Crisis bancarias.

Cuando las corridas bancarias conducen al cierre o adquisición por parte del sector público de una o más instituciones financieras marca el inicio de una serie de resultados similares para otras instituciones financieras.

Debido a la importancia que reviste y a su rol preponderante en las últimas crisis internacionales se la estudiará específicamente en la próxima sección.

2. Crisis de deuda externa:

Implica el incumplimiento total o parcial de las obligaciones de deuda externa de un gobierno, es decir, el incumplimiento de pago a los acreedores de un préstamo otorgado bajo la jurisdicción de otro país u organismo internacional.

3. Crisis de deuda interna:

Se emite bajo la propia jurisdicción del país, generalmente en moneda local y mantenida principalmente por residentes. Al igual que las crisis bancarias y, a diferencia de los incumplimientos de la deuda externa, para muchos episodios de incumplimiento interno, el punto final de la crisis no es fácil de establecer.

4. Crisis de tipo de cambio. En países desarrollados una crisis de tipo de cambio (TdC) es cuando la moneda se deprecia el 15% anual, para países emergentes el límite es más alto y más difuso.

5. Crisis de inflación: En países desarrollados una crisis de inflación es cuando hay una inflación mayor al 40% anual. Al igual que en la crisis por tipo de cambio, para países en vía de desarrollo también el punto para determinar a partir de cuándo la inflación se considera crisis es más elevado y difuso.

2.2.2 Crisis bancarias.

El sistema bancario es uno de los intermediarios financieros con mayor repercusión, y si bien no absorbe todos los riesgos del sistema, los reduce mediante el manejo profesional de los fondos, usando como herramientas la diversificación, evaluación y control de los prestatarios. Los bancos juegan un papel clave en el proceso de asignación de los recursos y, más concretamente, en la distribución del capital. Uno de los principales resultados de la teoría financiera moderna es que la existencia de intermediarios financieros mejora la asignación de recursos que podría alcanzarse en una situación de autarquía (Alonso y Blanco, 2004). Mishkin (1991) sostiene que, en un escenario de pánico bancario, los bancos no están preparados para llevar a cabo completamente el rol de intermediario. En este contexto, los acreedores temen por la seguridad de sus depósitos y los retiran de forma masiva del sistema. Del mismo modo, Von Hagen y Ho (2003) definen las crisis bancarias como una situación en la que la incertidumbre sobre la solvencia de los bancos conduce a una retirada masiva de los depósitos, al requerimiento de mayor liquidez por parte de las autoridades monetarias y a fuertes aumentos de las tasas de interés a corto plazo. Calomiris y Gorton (1991) se refieren a una situación de pánico bancario cuando los titulares de la deuda bancaria de repente demandan que se convierta su deuda en efectivo, hasta el punto que los bancos suspendan la convertibilidad y acto seguido, utilizan certificados de deuda de los activos demandados.

El pánico es un equilibrio adverso en el que los prestamistas de corto plazo retiran sus colocaciones de prestatarios solventes. En general, para que esta situación suceda, deben darse ciertas condiciones: que los pasivos a corto plazo sean mayores que los activos a corto plazo; que ningún acreedor privado sea lo suficientemente solvente como para ofrecer toda la financiación necesaria para saldar los pasivos a corto plazo y que no exista prestamista de última instancia. Ante este escenario es lógico que los acreedores retiren los depósitos si el resto de los prestamistas están huyendo de los prestatarios.

En tiempos normales, los bancos mantienen recursos líquidos que son más que suficientes para manejar cualquier aumento en los retiros de depósitos. Sin embargo, durante una "corrida" en un banco, los depositantes pierden la confianza en el banco y se retiran en masa. A medida que aumentan los retiros, el banco se ve obligado a liquidar activos bajo coacción. Por lo general, a precios por debajo del mercado.

Las crisis bancarias casi invariablemente conducen a fuertes disminuciones en los ingresos fiscales y pagos de intereses más altos debido a primas de riesgo elevadas y rebajas de calificación.

Tal como se exponen Reinhart, C. y Rogoff, K. (2009), así como las crisis financieras tienen antecedentes macroeconómicos comunes en términos de precios de activos, actividad económica, indicadores externos, etc., también aparecen patrones comunes en la secuenciación (orden temporal) en que se desarrollan las crisis.

Expresan que una causa muy común de las crisis bancarias es la liberalización financiera. Esta facilita simultáneamente el acceso de los bancos al crédito externo y prácticas de préstamos más arriesgadas.

La siguiente etapa de la crisis se desarrolla cuando el banco central comienza a brindar apoyo a estas instituciones otorgándoles crédito. Aquí surge una inconsistencia política entre respaldar el tipo de cambio y actuar como prestamista de última instancia para las instituciones con problemas. La depreciación o devaluación de la moneda, según sea el caso, complica la situación en (al menos) tres formas:

- (1) exacerba el problema de los bancos que han tomado préstamos en una moneda extranjera, empeorando los desajustes de la moneda;
- (2) generalmente empeora la inflación, pues la inflación generalmente tiene una transferencia más alta y más rápida de los tipos de cambio a los precios; y
- (3) aumenta las probabilidades de incumplimiento externo e interno si el gobierno tiene deuda denominada en moneda extranjera.

Ante la experiencia reciente de los países emergentes en cuanto a crisis en el sistema financiero, resulta necesario hacer referencia al concepto de crisis gemelas. Algunos autores se refieren a éstas como la asociación entre las crisis bancarias y las crisis monetarias y viceversa. Del mismo modo, a efectos empíricos, Glick y Hutchinson (1999), Kaminsky et al. (1999) y Alonso y Blanco (2004) las definen como casos en los que una crisis bancaria es acompañada por una crisis monetaria ya sea en el año previo, presente, o siguiente.

2.2.2 Propagación de las crisis.

Las crisis suelen causar un efecto contagio hacia el resto de las economías, dado que las mismas modifican las percepciones de riesgo de los inversores y la diversificación de las carteras de inversión propagan el riesgo de mercado. El proceso de contagio se caracteriza por su envergadura y rapidez de expansión generando graves consecuencias al resto de los mercados (Longstaff, 2010; Bernoth y Erdogan, 2012). No obstante, el efecto contagio producido no es similar en todas las economías. Como es de esperar, las diversas posiciones internas y externas de las mismas, así como el diferente grado de desarrollo de los mercados financieros, provocan efectos diferentes.

Sobre los canales de propagación, hay distintas teorías que se proponen explicarlos. Por un lado, Kindleberger (1978) y Minsky (1972) consideran que las crisis financieras se transmiten principalmente por canales no monetarios, como la composición de las carteras de las entidades financieras, flujos de capitales, precio de los commodities y cambios en el comercio internacional. En este sentido, el tipo de cambio flexible actúa como un acelerador de dicha transmisión.

Otra escuela pondera con mayor importancia a los factores monetarios en la transmisión internacional de las crisis. De acuerdo a la visión de Friedman y Schwartz (1963), la transmisión debe ocurrir principalmente por cambios en las reservas internacionales que afectan la base monetaria y por lo tanto a la oferta monetaria. Con tipos de cambio flexibles, estos autores sostienen que la transmisión ha de ser leve.

2.3 Mercados Emergentes.

Como se expuso a lo largo del presente capítulo, las crisis son eventos que modifican las variables macroeconómicas y sociales de un país. En concordancia, los países, dependiendo su estructura y su coyuntura, responderán a las crisis modificando sus variables económicas. Es lógico pensar que estas respuestas variarán dependiendo el país y la cultura de sus habitantes.

Mientras que los países desarrollados cuentan con estabilidad política y fuertes alianzas internacionales; los países emergentes están caracterizados por inestabilidad política, trabas a nivel operativo y fiscal y su crecimiento económico será cíclico e irregular. Como así también la volatilidad monetaria hará carecer de liquidez a estos países.

Dado que las crisis y las respuestas de las empresas frente a ellas cambian considerablemente dependiendo del mercado en donde se encuentre, cobra especial importancia estudiar y definir a los mercados emergentes para separarlos de los mercados desarrollados.

La razón es que los mercados desarrollados cuentan con pilares sólidos para enfrentar las crisis y así no dejar que el cambio disruptivo de las variables macroeconómicas afecte a la economía doméstica; estos pilares son: estabilidad macroeconómica, sistemas bancarios sólidos, alta calidad institucional y un marco regulatorio y de supervisión adecuado.

Se reconoce ampliamente que los mercados de capitales no pueden desarrollarse en economías inestables. De hecho, en un gran número de episodios de crisis económicas y financieras en las economías de mercados emergentes, la actividad del mercado de capitales se contrajo drásticamente y, en algunos casos, prácticamente desapareció. Las debilidades macroeconómicas se reflejan en los precios de los activos y, si son lo suficientemente graves, pueden provocar el agotamiento de varios mercados de activos.

Tarun Khanna (2015), expone que una definición amplia concibe al mercado emergente cuando el intermediario especializado para el correcto funcionamiento de cualquier mercado está ausente o funcionando pobremente, haciendo que compradores y vendedores no se encuentren fácilmente o eficientemente.

En todos los mercados, mecanismos institucionales básicos son la función clave. Si hay alguno de los principales cuatro mecanismos que falte o falle, el mercado no funcionará correctamente. Ellos son:

1. Potenciador de credibilidad: Incluye agencias de acreditación, agencias de rating, rankings y auditoras, las cuales otorgan credibilidad.
2. Analistas de información: Mientras más información se tiene, mejores decisiones se toman.
3. Distribuidores: Minoristas de caja grande, instituciones financieras y agencias de colocación de talentos atraen compradores y vendedores en un modo eficiente.
4. Facilitador de transacciones: Proveedores de tarjetas de crédito, brokers y agencias de monedas extranjeras ayudan a aceitar las ruedas del comercio.

Idealmente cada gobierno debería proveer una gama de instituciones para facilitar el funcionamiento de mercados. Además de estas instituciones, el sector público debe jugar dos roles esenciales: Regular mercados y adjudicar disputas.

3 Metodología.

Para poder alcanzar los objetivos enunciados se utiliza el método empírico-analítico. El mismo es un modelo del método científico que se basa en la experimentación y se vale de la verificación empírica. Dentro de los principales pasos para seguir esta metodología se destacan la formulación del problema, definición de hipótesis u objetivos y determinación de la población.

En los casos en que no es posible o eficaz realizar la verificación empírica con toda la población, se recurre a utilizar una muestra de la misma. Es decir, utilizar una parte representativa de la población.

A continuación, se procede a definir cada uno de los parámetros involucrados en la metodología utilizada.

3.1 Población.

Las unidades de análisis del presente trabajo de investigación son las empresas no financieras bajo supervisión de la Comisión Nacional de Valores (CNV) de Argentina que se encuentran obligadas a presentar sus estados financieros con la periodicidad determinada por el “régimen informativo periódico” y que cotizan en el Mercado de Valores de Buenos Aires.

La Bolsa de Comercio de Buenos Aires fue fundada en el año 1854 donde se efectuaban transacciones en onzas de oro, y en donde hoy cotizan las empresas más importantes del país. Con la premisa de brindar un marco de transparencia y eficiencia para la unión de oferta y demanda, cotidianamente la Bolsa favorece el flujo de capitales. Es una entidad que se autorregula y su organismo de control es la Comisión Nacional de Valores.

En la bolsa cotizan empresas de diversos rubros, entre los que se destacan el sector Financiero, Energético, Petrolero, Campo, Materias Primas, Consumo Básico, Consumo Discrecional, Telecomunicaciones, Construcción y Telecomunicaciones.

3.2 Muestra.

Tomamos como muestra 16 empresas no financieras que cuenten con inventarios corrientes. Esto se debe al hecho de que las empresas financieras tienen regulaciones contables diferentes de las requeridas por las empresas no financieras. Además, y como afirman Falope y Ajilore (2009), las características financieras y la inversión en capital de trabajo de dichas empresas también son fundamentalmente diferentes.

También excluimos de la muestra a las empresas que cuentan con bajos niveles de inventarios corrientes ya que, en estos casos, los componentes del CCC no son representativos de la realidad que transita la empresa (empresas de energía eléctrica, por ejemplo).

Para ser incluidos en la muestra final, las empresas debían tener sus estados financieros completos para todo el período comprendido entre las cinco crisis abarcadas por este estudio, es decir, desde el 1 de enero de 1994 hasta el 31 de diciembre de 2016 inclusive.

Como resultado de la aplicación de los criterios anteriores, la muestra final se redujo a 16 empresas no financieras que representan el 20% de las empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Buenos Aires al 31 de diciembre de 2018 y el 30% de las empresas no financieras.

3.3 Origen de la información.

Para analizar detalladamente las empresas seleccionadas y distinguir su comportamiento durante distintas crisis frente a su comportamiento normal, trabajamos con información de carácter público, brindada en los balances trimestrales presentados a la Comisión Nacional de Valores desde el año 1992 hasta el año 2016.

3.4 Análisis de la información.

Para analizar y procesar toda la información que brinda una lectura profunda de los balances adoptamos el uso de distintas relaciones e indicadores de gestión financiera. El significado y alcance del indicador se potencia cuando es comparado con valores objetivos o con indicadores de otras empresas.

En base a la información que brindan los balances, calculamos para cada empresa la Necesidad Operativa de Fondo, el grado de endeudamiento de corto plazo medido a través de la relación Necesidad de recursos negociados dividido entre la necesidad operativa de fondo; y el ciclo de conversión de efectivo.

3.5 Empresas seleccionadas.

Las empresas seleccionadas pertenecen a los sectores Campo, Construcción, Consumo básico, Consumo discrecional y Materias primas. La composición de la muestra es la siguiente:

COMPOSICIÓN DE LA MUESTRA	
Consumo básico	7
Consumo discrecional	4
Materias primas - Materiales	3
Campo	1
Construcción - Inmobiliario	1

Tabla 3.1

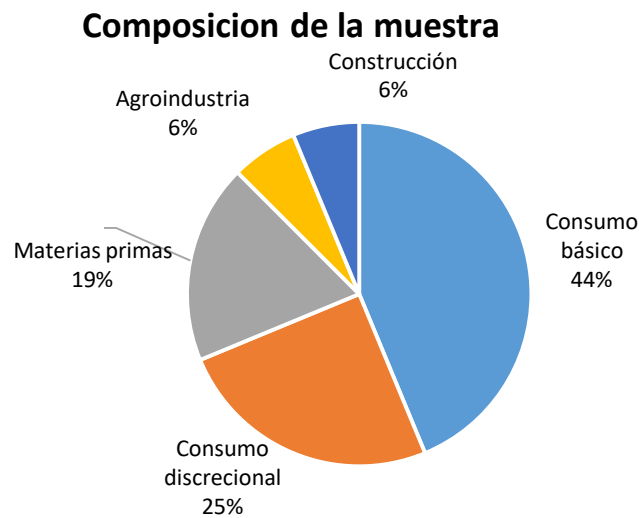


Gráfico 3.1

Ver Anexo 6.1 para el detalle de las empresas que componen la muestra seleccionada.

3.6 Eventos estudiados.

Los objetivos de la presente monografía están relacionados a la observación de variaciones de indicadores propios de finanzas operativas en torno a eventos disruptivos puntuales acontecidos en Argentina en los últimos 25 años. Ellos son: la crisis acontecida en Méjico 1994 (“Crisis del Tequila”), Argentina 2001 (“El Corralito”), Estados Unidos 2008 (“Crisis Subprime”), el inicio del cepo impuesto en Argentina en 2011 y el fin del cepo decretado en el 2015.

Estos eventos se describen en detalle en el Anexo 6.2.

3.7 Análisis del CCC de las empresas.

Tal como se detalló en el capítulo anterior y según expone Calleja J. (2008): “la Necesidad Operativa de Fondo se refiere al dinero necesario para que la empresa funcione, es decir el efectivo mínimo e imprescindible de mantener en caja, para comprar inventarios, financiar el crédito otorgado a los deudores, comprendiendo que para aquello se obtendrá el apoyo de los proveedores, así como el resto de la financiación espontánea que surja de la actividad”.

A efectos del presente trabajo, el alcance que se dará al concepto de Necesidades Operativas de Fondo (NOF) será con un sentido restrictivo, y estará definido por los siguientes componentes:

- + Plazo de cobro a Clientes. (CxC)
- + Plazo de pago a Proveedores. (CxP)
- - Almacenamiento de Materiales. (S)

Al ser estas variables las mismas que componen al CCC, ambos conceptos están íntimamente relacionados.

Se medirá el efecto que tuvieron las crisis suscitadas en Argentina en los últimos 25 años a través del Ciclo de Conversión de Efectivo por las bondades que este indicador presenta:

1. Su unidad de medida es de tiempo, los ciclos se expresan en días. El hecho de que sea una medida no monetaria, facilita que fenómenos como la inflación no distorsionan su significado. Por lo que dispersa los inconvenientes intrínsecos de comparar empresas a lo largo del tiempo.
2. Es independiente del tamaño de la compañía analizada. La NOF está relacionada con el volumen de ventas, por lo que una simple comparación de los valores nominales de las NOF de dos empresas no arroja demasiada información a efectos comparativos y de análisis de eficiencia operativa.

En el Anexo 6.3 se muestran graficados el CCC y cada uno de sus componentes para cada empresa analizada.

Para la comparación y análisis de los componentes del CCC de las empresas a lo largo del tiempo se discrimina cuáles de ellas son cíclicas y cuáles no. Entendiendo que las fluctuaciones cíclicas son movimientos oscilatorios alrededor de una tendencia, caracterizados por diferentes fases sucesivas recurrentes, de expansión y contracción, de mayor o menor amplitud.

Es importante resaltar que, aunque las ventas de la empresa sean estacionales, no implica que necesariamente el ciclo de conversión de efectivo sea estacional, pues depende además de su política de stock y sus métodos de producción. La diferencia que efectuamos en el cálculo de la variación de CCC entre empresas con CCC estacionales y CCC no estacionales es para discriminar las variaciones que se dan por cuestiones endógenas de la empresa de las variaciones dadas por los eventos exógenos.

Los resultados son series de variaciones, expresadas en unidades porcentuales, de cada componente del CCC para cada empresa para cada trimestre en la ventana de tiempo de 1992 a 2018.

Para determinar la cuantía del impacto de los eventos considerados en las empresas calculamos la variación de CCC de la siguiente manera:

- Para empresas con CCC estacional: $CCC_0 / \text{promedio}(CCC_{-4}; CCC_{-8}; CCC_{-12})$.

Es decir, se comparó el nivel del índice CCC en la fecha de ocurrencia del evento con el promedio de los mismos trimestres de los últimos tres años.

- Para empresas con CCC no estacional: $CCC_0 / \text{promedio}(CCC_{-1} : CCC_{-8})$.

Es decir, se comparó el nivel del índice CCC en la fecha de ocurrencia del evento con el promedio corrido de los CCC de los últimos 2 años.

Los CCC de cada empresa varían periodo a periodo, como resultado de las variables exógenas y de la gestión de los directores de la empresa. No se trata de valores fijos a lo largo del tiempo, sino que es normal que varíe en un rango determinado. Por lo tanto, cabe preguntarse a partir de qué valor la variación puede considerarse atípica o considerable.

Para el análisis llevado a cabo, se considera como valores atípicos aquellos valores que superan el promedio de variaciones de todos los trimestres normales, es decir todos los periodos en donde no hubo eventos exógenos que modifiquen las variables macroeconómicas. La observación de la variación de las cuentas de CCC arroja que es normal que varíe hasta 30% entre dos períodos consecutivos; por lo que consideraremos que una variación en alguna cuenta del CCC efectuada por un evento exógeno es considerable si supera este valor límite.

Siguiendo esta línea de análisis, se etiquetan las variaciones de las cuentas del CCC según los siguientes valores:

- $-30\% < CCC < 30\%$ Variación normal, no considerable.
- $CxC > 30\%$ Variación anormal, negativa para la empresa.
- $CxC < -30\%$ Variación anormal, positiva para la empresa.
- $CxP > 30\%$ Variación anormal, positiva para la empresa.

- $CxP < -30\%$ Variación anormal, negativa para la empresa.
- $S > 30\%$ Variación anormal, negativa para la empresa.
- $S < -30\%$ Variación anormal, positiva para la empresa.

Para determinar cómo fue el impacto de las crisis en las empresas tomando como principal indicador el CCC analizamos la variación que tuvo este índice en cada empresa trimestre a trimestre y comparamos su comportamiento a lo largo del tiempo.

Los resultados se esquematizan en el Anexo 6.4. Es una tabla de doble entrada en donde en las filas se listan todas las empresas y cada uno de los componentes del CCC de cada empresa y en las columnas se detallan cada uno de los eventos en orden cronológico y el trimestre puntual cuando impactó el evento en cada empresa.

4 Resultados.

La importancia del estudio del capital de trabajo reside en que existe una cierta relación entre la optimización del ciclo de conversión de efectivo (por ejemplo, disminuyendo el inventario o la inversión en cuentas por cobrar o aumentando la financiación de proveedores) y el aumento de la rentabilidad de la empresa.

Los resultados evidencian que las crisis repercuten considerablemente en las decisiones de capital de trabajo y en las inversiones en cada uno de sus componentes. A lo largo de la investigación se ha estudiado los niveles de stock, cuentas por cobrar y cuentas por pagar durante todos los trimestres dentro de la ventana de tiempo desde 1992 a 2018. Se consideraron tres posibles acciones que pueden tomar los indicadores en cada periodo de tiempo. Las cuales son que:

- el indicador mejore su nivel, es decir que se reduzcan los niveles de stock, de cuentas por cobrar, la duración del CCC o que aumente el financiamiento dado por las cuentas por pagar;
- empeore el nivel del indicador, es decir que aumenten los niveles de stock, de cuentas por cobrar, la duración del CCC o que disminuya la financiación dado por las cuentas por pagar; o
- el indicador permanezca sin variación considerable en su nivel.

Se puede resumir la información provista en el Anexo 6.4 de tal manera que se destaque a las empresas que variaron su ciclo de conversión de efectivo en cada una de las crisis.

	CRÍISIS MÉJICO 1994 ↑ CCC	CORRALITO ↑ CCC ↓ CCC	SUBPRIME ↑ CCC ↓ CCC	INICIO DEL CEPO ↑ CCC ↓ CCC	FIN DEL CEPO ↑ CCC ↓ CCC
CONSTRUCCION	CAPU	CAPU	CAPU	CAPU	
AGRO INDUSTRIA	AGRO	AGRO		AGRO	AGRO
CONSUMO BASICO		LEDE MORI PATA PATY SAMI SEMI	PATY MOLI MORI SAMI	SAMI MOLI MORI PATY SEMI	PATA PATY SAMI
CONSUMO DISCRECIONAL	DOME GRIM LONG	DOME GRIM LONG REGE	DOME REGE		LONG REGE
MATERIALES	COLO FIPL RIGO	FIPL COLO RIGO	FIPL	FIPL	RIGO FIPL

Tabla 4.1

A fines de organizar los resultados, los mismos se agrupan de la siguiente manera:

- a. Resultados por crisis.
- b. Resultados por sector.
- c. Resultados por componente del CCC.
- d. Velocidad de propagación de las crisis.

4.1 Resultados por crisis.

Utilizando el Anexo 6.4 como origen de datos, para cada crisis se calculó cómo fueron las variaciones del CCC y de cada uno de sus componentes. A estos resultados se los expresó en unidades porcentuales en el gráfico 4.1 y 4.2

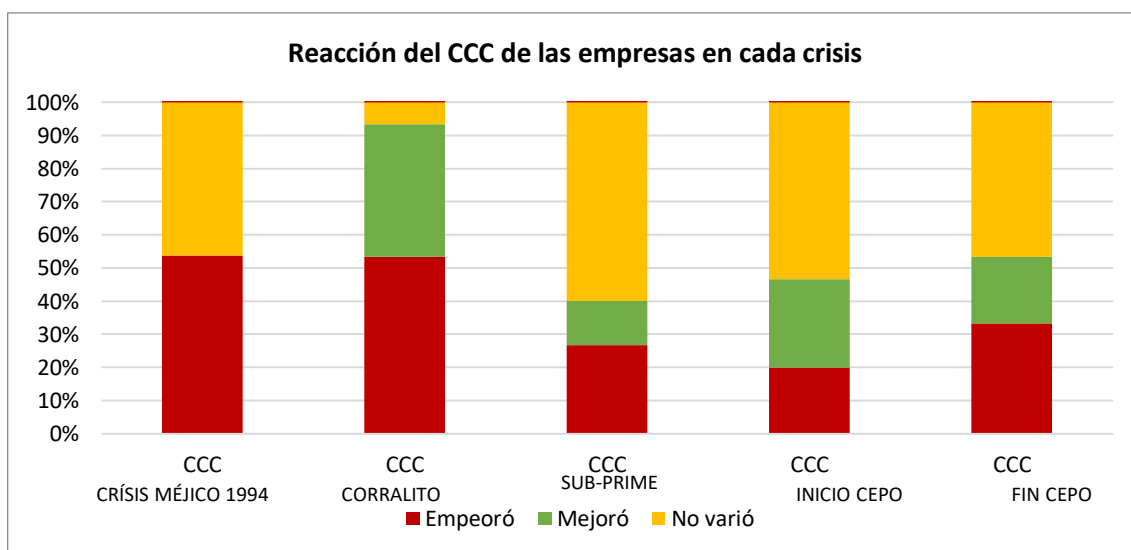


Gráfico 4.1

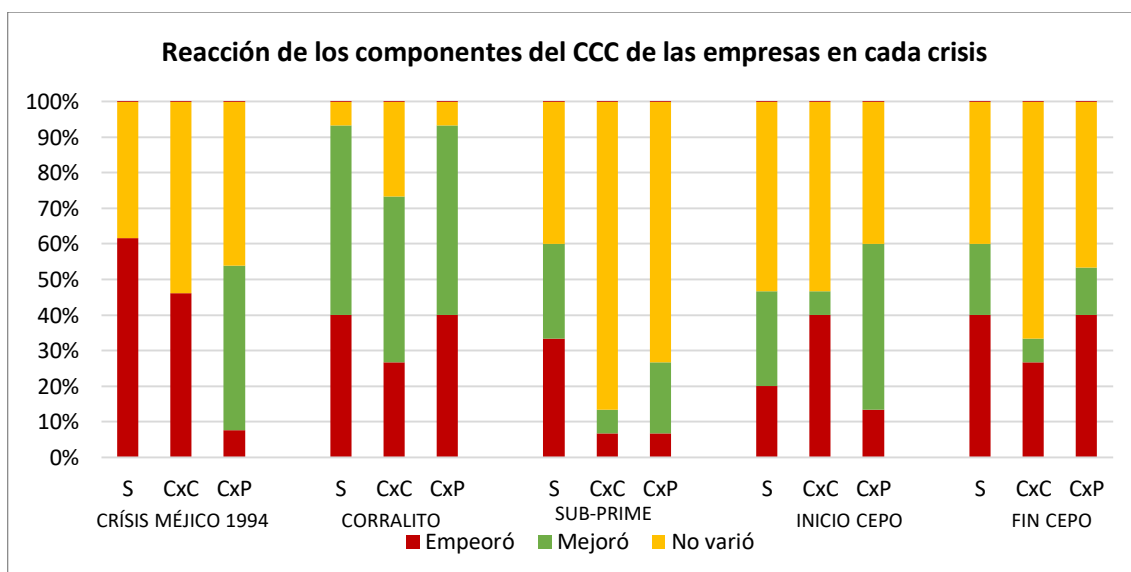


Gráfico 4.2

4.1.1 Crisis Méjico 1994 (Tequilazo).

Los cimbronazos derivados de la crisis mejicana y de las propias debilidades de la estructura económica argentina conmovieron prácticamente todo el entramado empresario y ello derivó en la caída y desaparición de un número importante de entidades financieras. Ello trajo aparejado la reducción del crédito por parte de las entidades bancarias debido a una política tendiente al resguardo de su liquidez, ya que lo que se estaba produciendo en el sistema bancario, era una crisis de iliquidez y no de solvencia. Al caer la cantidad de depósitos, la tasa de interés aumentó con lo cual para 1995 se había ingresado en una etapa de recesión.

Tal como expresa el gráfico anterior, la crisis iniciada en Méjico que devino en una crisis bancaria en Argentina fue la única que no benefició a ninguna empresa en el sentido que ninguna redujo su ciclo de conversión de efectivo. Más del 50% de las empresas aumentaron la duración de sus ciclos de conversión de efectivo, y las restantes no los modificaron considerablemente. Con respecto a sus componentes, las cuentas por pagar fue la única que mejoró sus plazos, pues el stock aumentó en más del 60% de las empresas y las cuentas por cobrar aumentaron en más del 40% de las empresas.

Esta crisis bancaria fue, junto con el Corralito, la que más repercutió negativamente en las empresas, evidenciando lo ligadas que están las empresas a los bancos y a la tasa de interés.

Este estrecho vínculo se resalta con el hecho de que las empresas que han empeorado sus indicadores de CCC son las que estaban financieramente más expuestas. Como se mencionó en el capítulo 2, las NOF pueden financiarse con recursos de largo plazo (fondo de maniobra –FM-) o con recursos de corto plazo (Necesidad de recursos negociados –NRN-); en este sentido, la proporción de necesidades operativas de fondo cubiertas con recursos de corto plazo se calcula a partir de la relación NRN/NOF. En la Tabla 4.2 se muestra a las empresas analizadas dispuestas en orden decreciente de acuerdo a cómo cubrían sus necesidades operativas de fondo, de tal manera que las primeras son las que en 1994 cubrían sus NOF con una mayor cuantía de recursos de corto plazo. Dentro de esta lista ordenada de empresas, las resaltadas son las que se vieron perjudicadas por la crisis de 1995. Resalta el hecho de que las empresas que aumentaron su ciclo de conversión de efectivo durante esta crisis son las que estaban más expuestas en términos de deuda de corto plazo.

Nro EMPRESA	NRN/NOF
1 COLORIN	263%
2 RIGOLLEAU	86%
3 AGROMETAL	77%
4 FIPLASTO	72%
5 LONGVIE	66%
6 GRIMOLDI	55%
7 MOLINOS	36%
8 SEMINO	33%
9 MORIXE	21%
10 G. REGERA	8%
11 DOMECA	-8%
12 LEDESMA	-56%
13 CAPUTO	-58%
14 PATAGONIA	-541%

Tabla 4.2

4.1.2. Crisis Argentina 2001 (Corralito).

El cambio de siglo trajo consigo a la crisis que más repercutió en las empresas argentinas, puesto que más del 90% de las empresas se vieron afectadas. La pesificación trajo aparejada una instantánea devaluación asimétrica del orden del 40%. La devaluación dividió la suerte de las empresas: dejó ganadoras y perdedoras. La varita del éxito tocó a las exportadoras, que vendían sus productos al extranjero en moneda dura. Entre las que se destacan Morixe (consumo básico), Quickfood (consumo básico), Juan Semino (consumo básico) y Fiplasto (materiales).

Con una caída del Producto Bruto del 15% en la primera parte del año, la mayoría de las compañías dependientes del mercado interno mostraron caídas en sus ventas, que contrarrestaron con fuertes ajustes de costos. En la nómina se encuentran la constructora Caputo (-53,4%); la industria de artefactos de línea blanca Longvie (26,1%); y la fábrica de calzados Grimoldi (-10,3%). Todas ellas trajeron aparejado un aumento en su ciclo conversión de efectivo.

En el medio del llamativo éxito de las exportadoras y de la devaluación se sitúan aquellas empresas que lograron ganar espacio con la sustitución de importaciones. Es el caso de Agrometal, que aumentó sus ventas el 80% y redujo su CCC el 40%. Colorín también cuadra en este caso, puesto que, si bien aumentó su CCC a raíz de la crisis, luego lo disminuyó rápidamente y sostuvo este nuevo nivel más bajo durante los siguientes años. Al igual que en la anterior crisis bancaria, más del 50% de las empresas vieron aumentados sus CCC, la diferencia radica en que en esta oportunidad hubo empresas que mejoraron la duración de sus CCC y de sus componentes.

Además, analizando las empresas que se vieron perjudicadas por las crisis resalta el hecho de que el 100% de las empresas de consumo discrecional operaron con peores

eficiencias. Eso se debe a que, en la merma del mercado interno, las ventas disminuyeron considerablemente.

4.1.3. Crisis Estados Unidos 2008 (Crisis Subprime).

Argentina no fue profundamente afectada en este caso. Vemos que menos del 40% de las empresas no variaron de forma considerable sus ciclos de conversión de efectivo. Esta crisis no afectó directamente a Argentina porque en términos financieros estábamos desconectados y sin capitales golondrina (capitales que ingresan al país para hacer negocios financieros por un corto lapso de tiempo). Las consecuencias que vimos en Argentina se debieron a que no estábamos completamente aislados del mundo; en este sentido, la consecuencia llegó como una caída en los productos de exportación, como por ejemplo los commodities. Es por ello que el componente del CCC que menos varió fue cuentas por cobrar. La crisis no se sintió de forma considerable en los clientes de las empresas.

Las únicas 3 empresas que mejoraron sus indicadores operativos son Semino, San Miguel y Molinos, correspondientes al sector de consumo básico, impulsadas por su desempeño a nivel nacional; el resto de las empresas exportadoras aumentaron su duración del ciclo de conversión de efectivo.

4.1.4. Argentina 2011 (Inicio del “cepo” cambiario).

Analizando los gráficos 4.1 y 4.2 se observa que la reacción de las empresas a tal medida restrictiva fue diversa. Hubo empresas que se beneficiaron y otras que no.

El costo del cepo fue evidente, en el sentido que luego de la aplicación las exportaciones se movieron después del cepo con una performance peor al promedio regional y cayeron en volumen. Un dólar retrasado no era útil para las exportaciones puesto que no hace competitivo al país. Además, cuando se afecta la fluidez de las importaciones lo primero que se perjudica es la producción debido a que muchas empresas cuentan con insumos importados para poder producir.

Exportadoras que se vieron perjudicadas son San Miguel, Agrometal y Fiplasto, las cuales aumentaron sus niveles de stock por las trabas a las importaciones.

Por otro lado, con la decisión de instaurar el cepo cambiario, se beneficiaron las empresas que se posicionaron como sustitución de las importaciones que se realizaban antes, caso de Quickfood. La disminución del CCC en estos casos se da principalmente porque al aumentar las ventas, disminuye el nivel de días de inventario.

4.1.5. Argentina 2015 (Fin del “cepo” cambiario).

El cambio de gobierno y el levantamiento del “cepo cambiario” fue, a priori, una buena noticia para las empresas, porque redujo la incertidumbre de la economía recuperando la confianza de los consumidores, acelerando las inversiones, y reduciendo la burocracia en muchas operatorias cotidianas (como la normalización de los pagos al exterior de las empresas o la agilización de las importaciones de insumos).

Sin embargo, para evitar la huida al dólar al levantar el cepo, el BCRA liberó las tasas de interés, convalidando subas muy fuertes. Esto encareció el crédito a empresas.

Para exponer el vínculo entre la suba de la tasa de interés y la performance de las empresas, se analizó cómo financiaban las NOF las empresas durante el 2014 y 2015. Observamos que las empresas que se han visto perjudicadas por el fin de cepo son, en su mayoría las que financian sus NOF con NRN en una proporción mayor a la media de las empresas, lo que indica que puede llegar a existir una relación entre ambas variables.

Nro EMPRESA	NRN/NOF
1 MORI	497%
2 MOLI	98%
3 PATA	81%
4 RIGO	78%
5 LEDE	69%
6 SAMI	65%
7 COLO	60%
8 AGRO	45%
9 GRIM	43%
10 LONG	24%
11 SEMI	19%
12 REGE	15%
13 DOME	6%
14 CAPU	3%
15 FIPL	-6%
16 PATY	-24%

Tabla 4.3

A su vez, al subir el nivel del tipo de cambio por el levantamiento del cepo y quitar las trabas a las importaciones vemos que las empresas como Agrometal y Fiplasto, que anteriormente se habían beneficiado con estas medidas, esta vez vieron sus ciclos de conversión de efectivo operar con peores eficiencias.

4.2. Resultados por componente del CCC por sector.

Realizar el mismo análisis que en la sección anterior, pero esta vez teniendo en cuenta el sector al cual pertenecen las empresas permite dilucidar si todos los sectores responden de la misma manera a las modificaciones de las variables macroeconómicas.

Observando el gráfico 4.3, en donde se pueden ver las variaciones de cada componente del ciclo de conversión de efectivo de las empresas pertenecientes al sector Consumo Básico, se observa que las empresas de este sector son más proclives a mejorar sus CCC durante las crisis. A su vez, cuando ocurren eventos disruptivos se financian con proveedores, pues en cada una de las crisis hubo más empresas del sector consumo básico que aumentaron los días de financiación de proveedores en comparación con las que redujeron sus días de financiación. También se observa que la crisis que más ha afectado a las empresas de este sector es la llamada popularmente Corralito, y que en todas las crisis la reacción de las empresas es diversa en términos de que hay empresas que se han beneficiado y otras perjudicado.

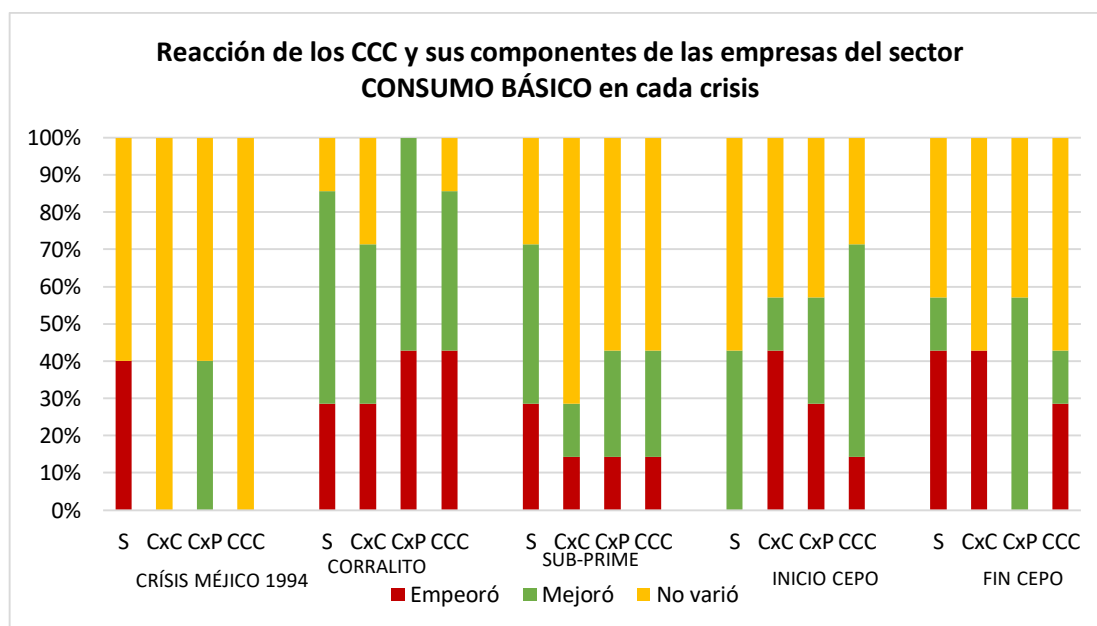


Gráfico 4.3

Con respecto a empresas del sector consumo discrecional, se destaca que no disminuyeron los días del ciclo de conversión de efectivo en ninguna crisis, esto puede implicar que la disminución de las cuentas por pagar no fue suficiente para compensar el aumento del nivel de stock y cuentas por cobrar. Esto puede estar relacionado a que las empresas que componen este sector son las que menos proporción de exportaciones presentan, por lo que no pudieron aprovechar las devaluaciones del peso argentino que trajo aparejada cada crisis.

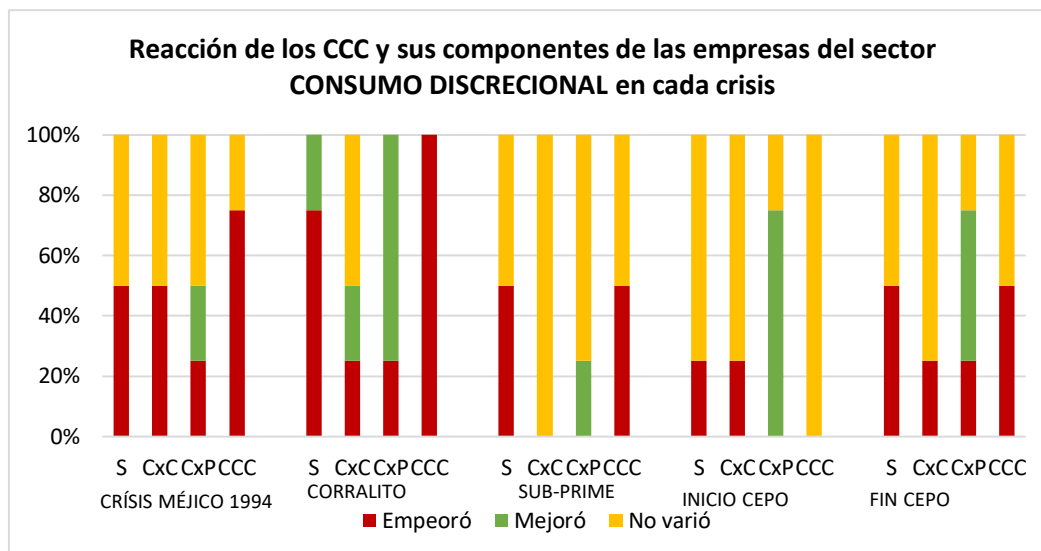


Gráfico 4.4

En el gráfico 4.5 se observa que las empresas del sector Materias Primas reaccionan más a crisis bancarias, es decir, se presenta evidencia de que están fuertemente vinculadas a la variación de la tasa de interés. También resalta que, al contrario de las empresas de Consumo Básico, estas empresas suelen aumentar sus días de CCC en una proporción mayor a la que lo disminuyen.

Además, es el sector que menos ha variado las cuentas por pagar de proveedores. Es decir que frente a las crisis y a la modificación de su escenario macro no puede trasladar su situación a los proveedores. Esto puede deberse a que su relación de negociación relativa es mucho menor que en los otros dos sectores analizados.

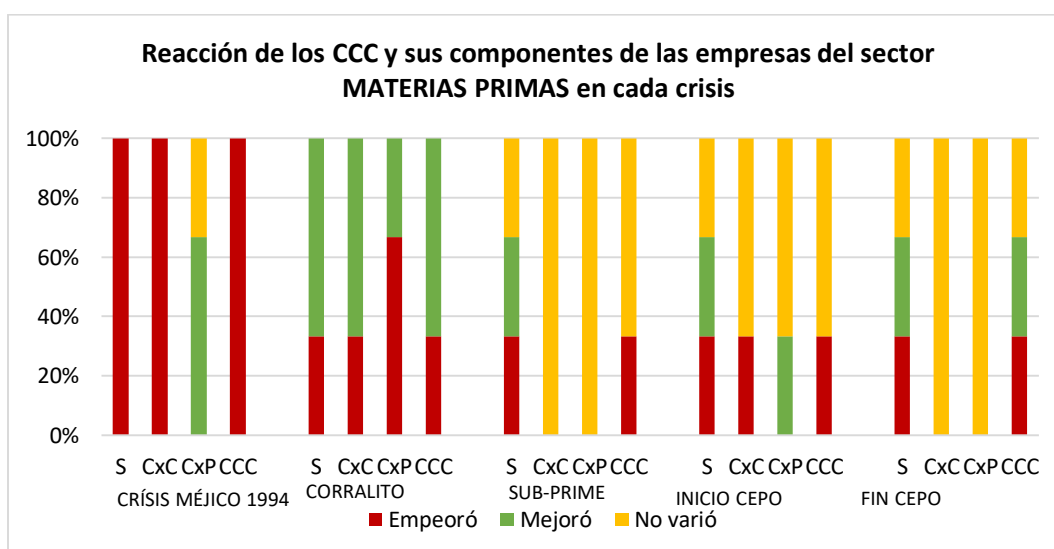


Gráfico 4.5

4.3. Resultados por componente del CCC.

Un aspecto interesante a analizar es cómo varía cada uno de los componentes del CCC independientemente del tipo de crisis o sector de la empresa. Para ello se promedian las variaciones de todos los periodos estudiados, sus proporciones se aprecian en el gráfico 4.6.

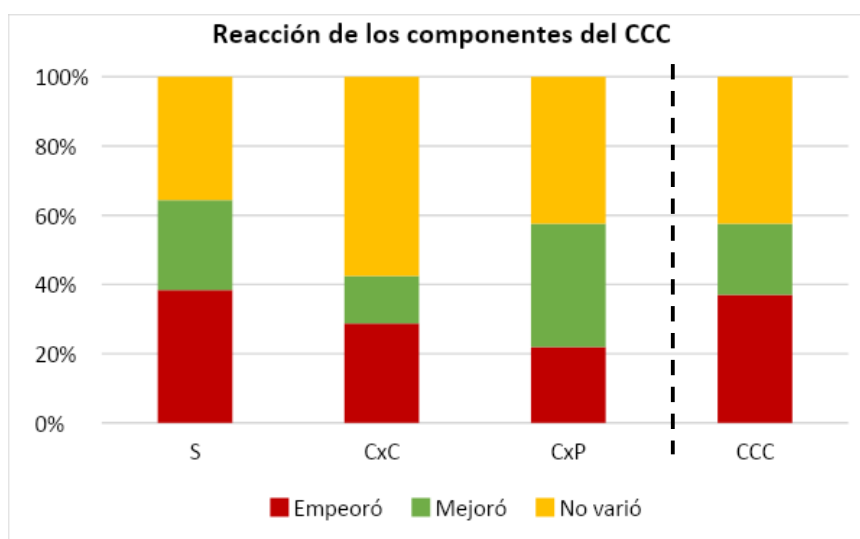


Gráfico 4.6

De este análisis se desprende que Stock y Cuentas por Pagar son los componentes del CCC más sensibles a las crisis. Al disminuir abruptamente el nivel de ventas, se suele continuar con la producción y el nivel de stock aumenta. Además, en épocas en donde el financiamiento de los bancos es caro, las empresas se apoyan en los proveedores para financiarse.

Esto representa una limitación en la investigación pues las empresas que cotizan en la bolsa de valores generalmente son empresas de una envergadura tal que tienen mayor peso de negociación con los proveedores. No podemos extrapolar esta situación al resto de las empresas argentinas, especialmente a las PyMEs.

Resalta, además, la similitud en las variaciones que tiene el stock con el ciclo de conversión de efectivo, para evidenciar su estrecha relación se utiliza el coeficiente de correlación. El promedio de los coeficientes de correlación de todas las empresas entre el CCC y cada uno de sus componentes se muestra a continuación:

Componente	ρ
STOCK	0,6
CxC	0,3
CxP	0,1

Tabla 4.3

Estos resultados muestran que hay mayor grado de relación entre CCC y el stock que con los demás componentes. Ello se debe a la injerencia que tiene el componente stock en el ciclo de conversión de efectivo. Teniendo en cuenta los datos con los que hemos trabajado, el stock representa el 40% de los días que componen al CCC (mientras que las cuentas por cobrar significan el 32% y las cuentas por pagar el 28%).

4.4. Velocidad de reacción.

Si bien se evidencia que los cambios de variables económicas causadas por las crisis efectivamente repercuten en las empresas, es interesante analizar la cinética de reacción de ellas. Esto es, medir cuánto tiempo pasó desde que ocurrió la crisis hasta que las empresas sintieron dichos cambios en su estructura interna. Cobra especial relevancia en el caso de las crisis internacionales, en donde hay más eslabones en la cadena de mecanismos de transmisión.

Se consideran todos los impactos de las crisis con las que se trabajó y se detalló cuantos periodos (medidos en trimestres) pasaron hasta que las cuentas de las empresas reaccionaron a dicho evento. Así es como el rango de reacción se extiende desde -1 (en estos casos la crisis se venía gestando y ya afectaba a las empresas aún antes de que haya estallado o marcado su fecha más disruptiva) hasta +6 (en estos casos la crisis se extiende más tiempo y va afectando a las empresas en distintos periodos del tiempo). Para analizar cuando impactó la crisis en promedio en todas las empresas desarrollamos un indicador, al cual lo calculamos de la siguiente manera:

Se calculó, para cada crisis, cuantos componentes del CCC se vieron afectadas en cada periodo de tiempo (desde -1 hasta +6) y se expresó la cantidad de componentes de cada periodo como porcentaje del total de componentes modificados en la crisis. Con ello se obtuvo el peso que tiene cada periodo en cuanto a la modificación de los componentes del CCC. Se multiplicó cada periodo por su peso relativo y la suma de ellos es el indicador requerido.

De esta manera obtenemos un indicador que nos es útil para comparar que tan rápido las empresas reaccionan frente a las crisis.

En el gráfico siguiente se observa el periodo equivalente cuando impactó cada crisis, es decir en qué periodo reaccionaron las empresas en promedio. El detalle se presenta en el Anexo 6.5.

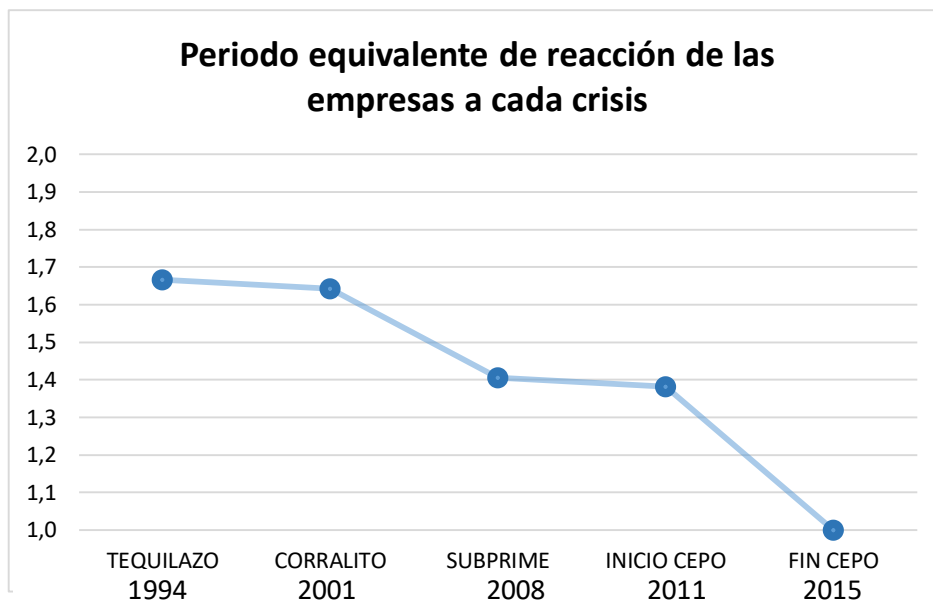


Gráfico 4.7

Se destaca la pendiente negativa. Las crisis más antiguas tardaron más en impactar en las empresas que las más recientes. Esto puede deberse a la mayor fluidez en lo que respecta a los mecanismos de transmisión y al aumento del número de interacciones de las personas, fenómeno propio de la globalización, lo cual hace que las noticias se propaguen mucho más rápido de lo que lo hacían años atrás. Estos dos factores hacen que las variables económicas y sociales repercutan cada vez más rápido en las empresas.

5 Conclusión.

Los resultados del presente trabajo presentan importantes implicancias para la gestión empresarial, permiten dilucidar cuestiones de funcionamiento y muestran que las empresas resultan profundamente afectadas por la ocurrencia de eventos que modifican el escenario en donde operan.

En el período analizado, se ha mostrado que las crisis, dependiendo de cuáles sean las causas que las hayan originado, impactan de diferentes maneras y con distintas intensidades en las empresas. Las crisis bancarias son las que más repercutieron negativamente, evidenciando la directa vinculación que tienen las empresas a los bancos y a la tasa de interés. Esta estrecha relación podría deberse a que en Argentina no están desarrollados los mercados de capitales y que los bancos son el principal proveedor de financiamiento no operativo de las empresas. La crisis iniciada en Méjico, que devino inmediatamente en una crisis bancaria en Argentina, fue la única que no benefició a empresa alguna, en el sentido de que ninguna redujo su ciclo de conversión de efectivo. Dentro de este grupo de empresas, las más perjudicadas fueron las que estaban más expuestas en términos de deuda de corto plazo.

Por su parte, la crisis bancaria del 2001 fue la que mayor impacto tuvo, pero a diferencia de la anterior crisis mencionada, sí tuvo en su nómina a empresas que se beneficiaron, como ser las exportadoras y las que se impusieron como sustitución de importaciones. Durante la crisis Subprime, Argentina no se vio profundamente afectada, menos del 40% de las empresas variaron de forma considerable sus ciclos de conversión de efectivo. Esto se debió a que el país estaba con una economía cerrada, aislada internacionalmente en términos de financiamiento externo y sin capitales golondrina. Las crisis originadas desde la modificación en Argentina de la política del tipo de cambio o la política de importaciones han afectado a las empresas. A través de indicadores de gestión operativa, se observa que esta modificación de escenario agrupa a las empresas en dos categorías, a las exportadoras capaces de generar ingresos en moneda dura y a las orientadas al mercado local. Las políticas que tienden a favorecer a una categoría de empresas, tienden a perjudicar a la otra.

Las crisis estudiadas han impactado de diferentes maneras en empresas de distintos sectores. Una modificación considerable en las variables macroeconómicas altera el escenario de las empresas, a lo cual su respuesta o reacción va a depender de cómo estén planteadas y cuál sea el mercado en donde operan. El haber tenido en cuenta el

sector al cual pertenecen las empresas permitió dilucidar que no todos los sectores responden de la misma forma a las modificaciones de las variables macroeconómicas. Se observó que las empresas del sector Consumo Básico son más proclives a mejorar sus CCC durante las crisis y que cuando ocurren eventos disruptivos se financian con proveedores. También se observó que la crisis que más ha afectado a las empresas de este sector es la llamada popularmente Corralito, y que en todas las crisis la reacción de las empresas es diversa en términos de que hay empresas que se han beneficiado y otras perjudicado.

Con respecto a empresas del sector Consumo Discrecional, se destaca que no disminuyeron los días del ciclo de conversión de efectivo en ninguna crisis. Si bien el componente Cuentas por Pagar (financiación operativa) mejoró sus niveles, no fue suficiente para compensar el aumento del nivel de stock y cuentas por cobrar. Esto puede estar relacionado a que las empresas que componen este sector son las que menos proporción de exportaciones presentan, por lo que no pudieron aprovechar las devaluaciones del peso argentino que trajo aparejada cada crisis.

El sector Materias Primas es el que más ha reaccionado a las crisis bancarias, es decir, se presenta evidencia de que las empresas de este sector están fuertemente vinculadas a la variación de la tasa de interés. También resalta que, al contrario de las empresas de Consumo Básico, estas empresas son más propensas a aumentar sus días de CCC. Además, es el sector que menos ha variado las Cuentas por Pagar de proveedores.

En cuanto al impacto sobre el Ciclo de Conversión de Efectivo, los resultados obtenidos evidencian que sus componentes (Stock, Cuentas por Pagar y Cuentas por Cobrar) no varían de la misma forma ni en la misma magnitud frente a las crisis. El componente que mayor peso tiene sobre el CCC es el Stock. Además, el componente del CCC más sensible a variaciones exógenas es Cuentas por Pagar. En épocas en donde el financiamiento de los bancos es caro o nulo, las empresas se apoyan en los proveedores para financiarse. Durante periodos de crisis financiera caracterizados por fuertes dificultades para el acceso al crédito las empresas consideran más ventajoso optar por un financiamiento operativo, en la medida de su disponibilidad.

Como opción de extensión para futuros trabajos de investigación y con objetivo de profundizar en este tema se propone realizar un análisis del costo financiero de este tipo de endeudamiento.

Con respecto al tiempo en que tarda en notarse el impacto de las crisis en las empresas, se presenta evidencia de que las crisis más antiguas tardaron más tiempo en impactar que las crisis más recientes. En promedio, las crisis suscitadas en los 90s tardaban casi

dos trimestres en repercutir en las empresas, mientras que la última crisis analizada ocurrida en el año 2015 vio sus consecuencias sólo un trimestre después. Esto puede deberse a la mayor fluidez en lo que respecta a los mecanismos de transmisión de información y al aumento del número de interacciones de las personas, fenómeno propio de la globalización, lo cual hace que las noticias se propaguen mucho más rápido de lo que lo hacían años atrás. Estos dos factores hacen que las variables económicas, políticas y sociales repercutan cada vez más rápido en las empresas.

Finalmente, se puede concluir que, según los resultados del análisis empírico sobre el impacto en la gestión del financiamiento de las operaciones, las empresas reaccionan de diversas maneras a las distintas crisis. Basándonos en los datos obtenidos, la variación de los ciclos de conversión de efectivo en respuesta a las modificaciones de variables macroeconómicas depende del sector al que pertenece la empresa, el mercado en donde opera, su grado de exposición financiera de corto plazo y el tipo de crisis que se esté suscitando.

6 Anexos.

Anexo 6.1: Empresas utilizadas en la muestra seleccionada.

AGRO. Agrometal (Campo).

Su actividad principal es la fabricación de maquinarias agrícolas de siembra de precisión. Actualmente se encuentran investigando nuevos sistemas de siembra adaptables a las variaciones que se producirán en las diferentes semillas y en la aplicación de herbicidas y fertilizantes.

CAPU. Caputo (Construcción – Inmobiliario).

Desde sus inicios, se dedicó a la ejecución de obras públicas y privadas, prestando servicios a empresas de máximo nivel de los distintos sectores de la economía. En su portafolio de edificaciones cuentan con el Banco Galicia Green Tower (Chacarita - CABA), Edificio Tango – SC Johnson & Johnson (San Isidro – Buenos Aires) y el Hotel Casino Carrasco (Montevideo – Uruguay).

LEDE. Ledesma (Consumo básico).

Empresa agroindustrial argentina con 111 años de historia, líder en la producción de azúcar y papel, y con una importante participación en los mercados de frutas y jugos cítricos, alcohol, bioetanol, carne, cereales y jarabes y almidones de maíz. En 2017, crearon una empresa de energía renovable, orientada a desarrollar proyectos para futuros parques solares en distintos puntos de la Argentina.

MOLI. Molinos (Consumo básico).

Molinos es una compañía argentina de productos alimentarios y una de las empresas líderes de la industria alimentaria de Latinoamérica con llegada a más de 50 países en todo el mundo. Con una trayectoria de más de 115 años son actores clave en el procesamiento de soja y comercialización de sus derivados.

MORI. Morixe Hermanos SACI (Consumo básico).

Es una empresa argentina fundada en 1901 dedicada a la fabricación de harinas para la industria de la alimentación. Es una empresa con más de 100 años de experiencia elaborando que sigue invirtiendo e innovando para desarrollar nuevas categorías que satisfagan a los clientes.

PATA. Patagonia (Consumo básico).

La Sociedad Anónima Importadora y Exportadora de la Patagonia, más conocida como La Anónima, es un grupo empresarial dedicado principalmente a la gestión de supermercados en Argentina, con centro en la Patagonia de ese país, y que se ha extendido a otras provincias como Buenos Aires, Santa Fe y Córdoba.

PATY. Quickfood (Consumo básico).

Quickfood Marfrig Group es una compañía de alimentos líder a nivel nacional e internacional, con actividades en el procesamiento y distribución de productos de carne bovina y sus derivados. Cuenta con 9 plantas industriales distribuidas estratégicamente a lo largo del país. Procesan productos cárnicos bovinos, aviares y vegetales.

SAMI. San Miguel (Consumo básico).

San Miguel es una de las empresas fruti-hortícolas más importantes del mundo. Siendo el principal exportador de limón de Argentina y del Hemisferio Sur, supo consolidarse a través de los años como una empresa productora, industrializadora y líder a nivel global.

SEMI. Molinos Juan Semino (Consumo básico).

Molinos Juan Semino desarrolla sus actividades en la localidad santafesina de Carcarañá, ubicada en el corazón de una de las zonas agroindustriales más importantes del país tanto en la producción como en la exportación de granos y subproductos. Es uno de los 10 molinos más importantes del país. Sus harinas, gluten, almidones nativos y modificados son la materia prima con la que se elaboran los productos de las más reconocidas marcas.

DOME. Domec (Consumo discrecional).

A principios del año 1948 la empresa "DOMEC" inicia la fabricación de cocinas a gas con un nuevo y original diseño que la coloca a la vanguardia entre sus competidores. La calidad de sus productos y el prestigio adquirido en plaza se han ido incrementando en el correr de los años, y sus artefactos se comercializan en todas las regiones del país.

GRIM. Grimoldi (Consumo discrecional).

Grimoldi comenzó su actividad en 1895 como una fábrica de calzado bajo la denominación "Grissetti y Grimoldi". Fue pionera en acuerdos con firmas internacionales tales como Bally (Suiza) y United States Shoe Corp (Estados Unidos).

LONG. Longvie (Consumo discrecional).

Longvie S.A., empresa nacional comprometida con el medio ambiente, que desde 1918 produce y comercializa artefactos para el hogar bajo estándares de la más alta calidad. Da empleo a más de 800 personas en sus tres plantas ubicadas en Buenos Aires, Paraná y San Fernando de Catamarca en las cuales produce lavarropas, secarropas, cocinas, hornos, anafes, calefones, termotanques y calefactores para el mercado interno e internacional.

REGE. Garcia Reguera (Consumo discrecional).

Garcia Reguera se especializa en toda clase de productos y artículos relacionados con la construcción. Su filosofía consiste en ofertar lo más novedoso y avanzado en el mundo de la construcción y sus materiales.

COLO. Colorin (Materias primas – Materiales).

Colorín es una de las empresas líderes en el mercado Argentino de Pinturas. Hace más de 70 años nació como una empresa familiar que comenzó sus operaciones en su planta de la localidad de Munro, Provincia de Buenos Aires. A lo largo del tiempo, y como consecuencia de su desarrollo comercial, Colorín fue creciendo y consolidándose como una empresa líder y de gran renombre en el mercado, lo que aceleró la expansión y la construcción en 1988 de una planta exclusiva de pinturas en la provincia de San Luis.

FIPL. Fiplasto (Materias primas – Materiales).

Su misión es ser referentes, protagonistas y generadores de tendencias en decoración, muebles, construcciones e industria. Ofrecen soluciones de diseño con estilo. Es una empresa pionera en el sector maderero, con 70 años de trayectoria en la fabricación de tableros de madera de alta densidad (hardboard) y más de 10 años en la fabricación de muebles. Cuentan con una amplia gama de productos para la industria, la construcción y el hogar: chapadur, pizarrones, pisos, placas decorativas, puertas, tableros, tabiques y una gran variedad de muebles para cada ambiente del hogar.

RIGO. Rigolleau (Materias primas – Materiales).

Rigolleau es hoy uno de los mayores fabricantes de artículos de vidrio del país y Latinoamérica; en la actualidad, emplea -en forma directa- a más de mil personas. Hoy, Rigolleau produce dos millones de envases de vidrio diarios.

Anexo 6.2: Eventos considerados.

Las crisis contempladas en el presente trabajo son: Crisis de Méjico 1994 (Crisis del Tequila), Crisis de Argentina 2001 (Corralito), Crisis de Estados Unidos 2008 (Subprime), situación en Argentina 2011 (Inicio del cepo cambiario) y situación en Argentina 2015 (Fin del cepo cambiario).

A continuación, explicamos detalladamente cada una:

Crisis Méjico 1994 (Crisis del Tequila)

La crisis mejicana de 1994 desembocó en una crisis financiera con efecto contagio en otros países latinoamericanos.

El año 1994 fue particularmente complejo para Méjico desde el punto de vista social y político, pues desde comienzos del año ya se palpitaban sucesos que atentaban con el orden social. En pleno año electoral, las divisas salían del país presionando al tipo de cambio y disminuyendo las reservas internacionales; había déficit en la cuenta corriente y compromisos de pago de deuda externa que comprometían las finanzas públicas.

La administración presidencial cambió el 1º de diciembre y como primera medida se decidió devaluar la moneda. Respecto de esta crisis, Jacobs y Rodríguez-Arana (2003) señalan que en diciembre de 1994 el mercado cambiario en Méjico sufrió un ataque especulativo y, por tanto, una devaluación que, sumado a los pagos sobre la deuda pública que debían hacerse, llevaron al Gobierno Mejicano prácticamente a la insolvencia.

Para retener la salida de divisas y contener las presiones sobre el mercado cambiario y el déficit en la cuenta corriente, se aumentaron las tasas de interés en las emisiones primarias de los títulos de deuda (Cetes, Bondes y Ajustabonos), generando el aumento a su vez de las tasas de interés que cobran las instituciones de crédito, y como resultado de ello el sistema bancario se debilitó por el súbito aumento en la tasa de morosidad, que culminó con la descapitalización de los propios bancos.

Los treinta y cinco bancos que operaban en el sistema sufrieron una severa descapitalización para 1995 y tuvieron que ser rescatados por el Gobierno.

Destacamos que, si bien sólo algunos de los bancos presentaban problemas de capitalización, el fenómeno se extendió a todos los bancos por el llamado riesgo sistémico. El cual es aquél que se produce al existir temor por la descapitalización de un banco que contagia a los clientes de los demás bancos, quienes, a su vez, retiran masivamente sus depósitos, generando pérdidas de capital que provoca la quiebra del banco que no necesariamente tenía problemas de capitalización en un inicio.

Para aliviar los efectos de la crisis financiera (monetaria y bancaria) se recurrió a la asistencia financiera internacional, dando lugar al mayor rescate en la historia del Sistema Financiero Internacional. El Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo realizaron en 1995 un préstamo a Méjico por 2,250 millones de dólares para fortalecer el sistema bancario mejicano, con la condición de que el país realizara una profunda reforma al sistema financiero con énfasis en el mejoramiento de la supervisión bancaria, la regulación prudencial y evitar el riesgo sistémico, con el propósito de hacerlo más sólido y confiable después de la crisis bancaria.

Efecto en Argentina.

Entre 1991 y 1994 se registró un fuerte crecimiento de depósitos y créditos; el crédito al sector privado pasó de representar 12% del PIB en 1991 a 18% en 1994. Esta explosión del crédito se financió sobre todo mediante las entradas de capital y consistió principalmente en crédito al consumo. La crisis bancaria de 1995 fue inicialmente muy intensa. Se produjo una fuga de alrededor de 3.500 millones de pesos del sistema financiero argentino (7% del total de los depósitos) y un número significativo de bancos se vieron proclives a la liquidación. En una respuesta de ajuste característica, los tipos de interés experimentaron agudos movimientos, y la salida de capitales contribuyó a agravar la situación (Jarcia-Herrero, 1997). El efecto macroeconómico de la crisis bancaria fue considerable en el corto plazo, introduciendo una súbita y fuerte recesión.

Crisis Argentina 2001 (Corralito)

El popularmente conocido Corralito suscitado en el año 2001 fue el fin del periodo en donde el tipo de cambio era absolutamente fijo y se regía por la paridad con el dólar, es decir la moneda de curso legal estaba atada al patrón dólar de tal manera que \$1=USD1. En abril de 1991, Argentina introdujo un cambio trascendental en la orientación de su política económica, al ser aprobada la Ley de Convertibilidad, que estableció un consejo monetario, el cual implantó un tipo de cambio absolutamente fijo para el peso argentino en un nivel de paridad con el dólar estadounidense. Esa política se encuadraba en un conjunto de reformas económicas acordes con Consenso de Washington -cuyos vectores fundamentales fueron la privatización, la liberalización de algunos mercados y la desregulación-.

Durante una década se mantuvieron tasas de cambio fijas, pero el sistema económico terminó colapsado debido a que el desorden fiscal no se corrigió, la inflación interna produjo un rezago cambiario frente a la menor inflación externa.

Utilizando el tipo de cambio como ancla.

La convertibilidad significaba que no podría haber emisión de moneda local sin su correspondiente respaldo (uno a uno) en moneda extranjera. Para garantizar dicho respaldo, la deuda externa argentina pasó de 50.000 millones de dólares a 150.000 millones de dólares, a lo largo de los noventa y aunque la inflación descendió y hubo una recuperación económica los primeros años, al no ajustar su tipo de cambio tras la devaluación de su principal socio, Brasil, la economía entró en la recesión más severa de su historia, con tasas de desempleo superiores al 20%, crecimiento de -9% y una crisis política que vio pasar en una semana a 5 presidentes.

La crisis brasileña de 1998 y la devaluación de su moneda provocó una disminución de las exportaciones argentinas y un aumento de las importaciones que agudizó la recesión económica en Argentina.

Fin de la convertibilidad.

A partir de allí, ocurrió una gigantesca crisis de confianza que cada vez más se centró en las posibilidades de mantener la convertibilidad. Son muchos los indicadores que muestran esa gran crisis de credibilidad. Por ejemplo, a lo largo de ese año hubo un muy significativo aumento del riesgo país y el hecho de que a fines de 2001 se produjo la renuncia de Cavallo con la de otros ministros y la del propio presidente. El 1 de diciembre de 2001 se iniciaron las modificaciones que culminaron con el abandono del régimen de convertibilidad y la "pesificación" de las deudas y de los depósitos en dólares que habían quedado restringidos en los bancos a lo largo de 2001. El 3 de febrero de 2002 se anunció un programa que incluyó la "pesificación" total de la economía, el cual consistió en:

- Depósitos en dólares: se convirtieron a pesos a una relación de 1,40 con respecto al dólar. Para los ahorristas con depósitos menores a 30.000 dólares que no querían pesos existía la opción de convertir esos depósitos en bonos o títulos públicos en dólares con garantía del Estado.
- Deudas en dólares: se convirtieron a pesos a una relación de 1 a 1 con el dólar; y luego se ajustaron con una tasa de interés regulada por el BCRA.
- Compensación bancaria: Los bancos debían cobrar deudas en dólares en una relación de 1 a 1 y debían entregar depósitos a valor de 1,40 pesos. El gobierno respaldaba esa diferencia financiando 60% con la pesificación voluntaria de los títulos que entraron en el canje local de la deuda pública a 1,40 pesos. El 40% restante se financiaba con la emisión de nuevos bonos.

Crisis Estados Unidos 2008 (Crisis Subprime)

El lunes 15 de septiembre de 2008 el mundo amaneció con la noticia financiera más impactante de los últimos años. Lehman Brothers, un banco de inversión norteamericano fundado en el siglo XIX y con activos valuados en 690.000 millones de dólares, había iniciado formalmente el proceso de bancarrota.

Lo sucedido con este gigante de la banca de inversión no fue algo aislado. Ya hacía varios meses que el sector financiero en Estados Unidos venía sufriendo una crisis generalizada de confianza.

Esta fue sólo una de las consecuencias de la segunda crisis más grande que tuvo Estados Unidos. Entre sus causas se destacan la desregulación del mercado de hipotecas de alto riesgo y la decisión de 2004 de la Comisión de Bolsa y Valores para permitir a los bancos de inversión triplicar sus índices de apalancamiento.

Los problemas más extremos fueron causados por el mercado de préstamos hipotecarios otorgados a prestatarios "subprime" o de bajos ingresos. Las hipotecas de alto riesgo permitieron que las personas más pobres y los prestatarios más riesgosos obtuvieran préstamos hipotecarios en el supuesto de que su capacidad para financiar sus hogares estaba garantizada por las ganancias de capital inherentes al aumento de los precios de las propiedades. Las personas empezaron a comprar casas más allá de su poder adquisitivo. Desafortunadamente, muchos de estos prestatarios dependían de préstamos con tasas de interés variables. Cuando los precios de las casas comenzaron a bajar y muchas personas empezaron a tener problemas para afrontar sus obligaciones hipotecarias, comenzó la debacle de las hipotecas de alto riesgo.

Esto se vio agravado por el uso de prestamistas intermedios que no estaban regulados ni supervisados, haciendo que la securitización extensa les permita a los bancos agrupar y transferir riesgos. La securitización amplió la oferta de crédito, pero hizo que el riesgo fuera subestimado. De este modo, el riesgo crediticio se transfirió fuera del sistema bancario a prestamistas no regulados y no transparentes. Esto, con el tiempo, socavó la estabilidad del sistema financiero porque creó activos no líquidos y de alto riesgo en forma de valores financieros complejos (Lund S., Mehta A. y Manyika j., 2018).

A principios de la década de 2000, los bienes raíces en los Estados Unidos parecían irresistibles, y una subida vertiginosa de los precios hizo que los consumidores, los bancos y los inversores tomaran deuda. Los instrumentos financieros exóticos diseñados para difundir los riesgos, en lugar de ampliarlos y ocultarlos, atrajeron a inversores de todo el mundo. Las grietas aparecieron en 2007 cuando los precios de las viviendas en Estados Unidos comenzaron a disminuir, lo que eventualmente provocó el

colapso de dos grandes fondos de cobertura cargados con valores de hipotecas de alto riesgo. El daño finalmente provocó la primera recesión mundial desde la Segunda Guerra Mundial y sembró las semillas de una crisis de deuda soberana en la eurozona.

Si bien la crisis logró golpear a la economía, el Banco Central y el ministerio de Economía lograron activar políticas fiscales contracíclicas y moderar las depreciaciones cambiarias, logrando que en el último trimestre de 2009 ya se hubiera iniciado la reactivación económica (French-Davis, R., 2012).

Efecto en Argentina.

La primera gran crisis financiera del siglo XXI tuvo una considerable repercusión a nivel global. Son variadas las apreciaciones y los puntos de vista en el momento de discutir cómo la gran crisis del siglo afectó a América Latina. Reinhart sostiene que “La recesión se extendió a nivel mundial provocando una crisis de liquidez global. La parada repentina en el financiamiento global se extendió rápidamente a las pequeñas y medianas empresas de todo el mundo, y las grandes empresas pudieron obtener financiamiento solo en términos más caros que antes.” (Reinhart, C. y Rogoff, K., 2009).

Los países sufrieron grandes efectos recesivos y regresivos desde mediados de 2008. Como, por ejemplo, las exportaciones descendieron abruptamente y el financiamiento externo se volvió difícil de obtener. (Kulfas, M., 2014)

Argentina 2011 (Cepo cambiario y restricción a las importaciones)

A este evento, regido por el cepo cambiario cada vez más estrecho y las trabas a las importaciones, elegimos catalogarlo como crisis debido a las complicaciones que trajo no sólo a empresas, sino también en la vida diaria de las personas.

A fines de 2011, la macroeconomía argentina mostraba importantes desajustes. El tipo de cambio prácticamente no se había movido en los años precedentes, mientras que los costos internos crecían de manera notable. Las importaciones se incrementaron en un escenario de elevado consumo interno. La industria argentina, que había crecido de manera virtuosa hasta 2008, mostraba señales de estancamiento en términos de creación de empleo y problemas de competitividad en algunas ramas, y no hubo nuevas políticas industriales para profundizar y fortalecer los logros anteriores; el panorama mostraba un peso mayor de las importaciones y un abultado déficit externo.

El surgimiento de la restricción externa (impulsada por la fuga de capitales), el deterioro de la balanza comercial (por las crecientes erogaciones en materia energética y el crecimiento de las importaciones) y la caída en el nivel de las reservas, comenzaba a condicionar fuertemente el desenvolvimiento de la economía doméstica (Schorr, 2013).

Por tales motivos, el Gobierno impulsó dos medidas con el objetivo de atenuar los efectos de la restricción externa:

1. La implementación de rígidos controles cambiarios que impedían la adquisición de divisas (cepo cambiario), y
2. El establecimiento de las declaraciones juradas anticipadas de importaciones.

A pesar de la implementación de este paquete de medidas, no fue posible evitar la devaluación de la moneda en enero del 2014, que se ubicó en el orden del 20%. Si bien el Banco Central impulsó una suba de la tasa de referencia para neutralizar lo máximo posible la dolarización de las carteras, en lo que intentó convertirse en una suerte de “devaluación controlada”, la corrección de los precios relativos de la economía tendría por efecto una inevitable aceleración inflacionaria y una caída de los salarios reales y de la demanda interna.

Las medidas señaladas se vieron acompañadas por una serie de políticas públicas orientadas a impulsar la demanda luego de su caída tras la devaluación. Fue así como se implementó el programa “Precios Cuidados”: un acuerdo de precios para productos de consumo masivo establecido entre la Secretaría de Comercio; el programa “Ahora 12”: una medida destinada a financiar el consumo popular que consistía en una línea de créditos subsidiados para la compra de bienes domésticos; y el Pro.Cre.Ar.: un programa de crédito para la vivienda única familiar que consistía en el otorgamiento de créditos a tasas subsidiadas destinados a los sectores populares para que estos accedan a la vivienda propia.

Si bien estas políticas públicas mitigaron los efectos de la devaluación y la caída de los salarios reales, el sensible descenso de las reservas en poder del Banco Central continuaba acentuando la restricción externa (Porta, Santarcángelo y Schteingart, 2017).

Las medidas aplicadas.

En este marco, reaparecieron presiones en el mercado de cambios y hacia fines de 2011 se intensificaron las compras de dólares por parte de particulares y empresas.

Como medida paliativa se dispuso restricciones en el mercado de cambios que culminó con la prohibición de la compra de dólares que no estuviera estrictamente asociada a operaciones comerciales y financieras con el exterior.

En rigor, el cepo tuvo características más amplias y fue solo una cara de la administración del mercado de cambios. Desde comienzos de 2012, comenzaron a restringirse los ingresos de importaciones a través de un nuevo régimen de declaraciones juradas anticipadas de importaciones. La Secretaría de Comercio se atribuyó la facultad de autorizar el ingreso de todo tipo de bienes importados y estableció negociaciones informales con los sectores importadores con el objeto de estimular cierto equilibrio en el intercambio.

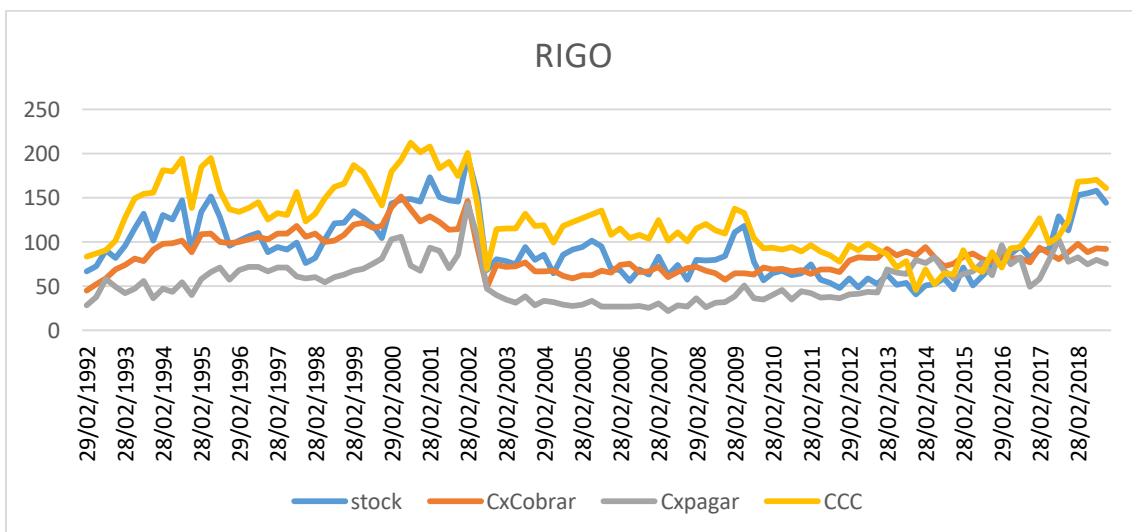
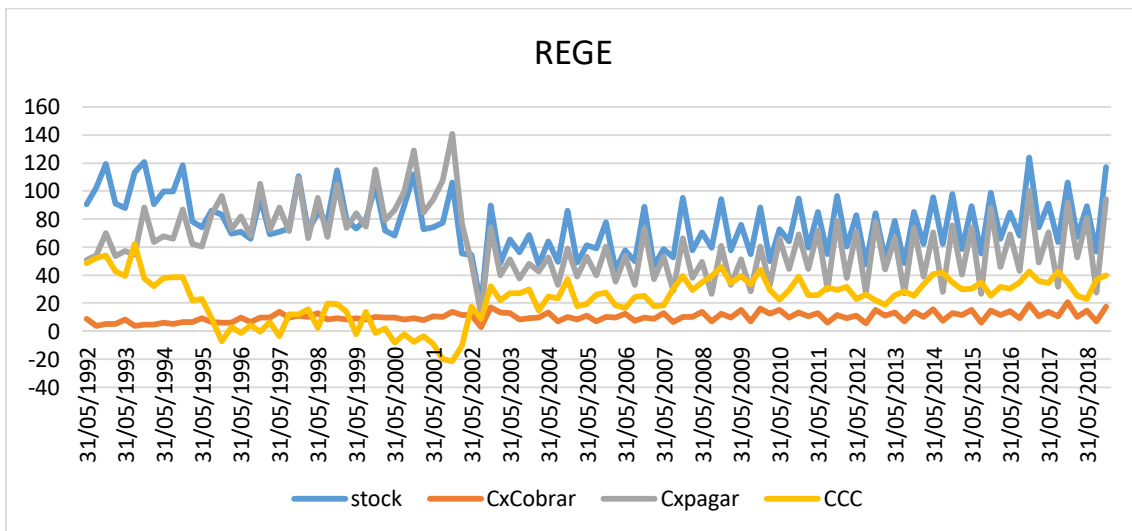
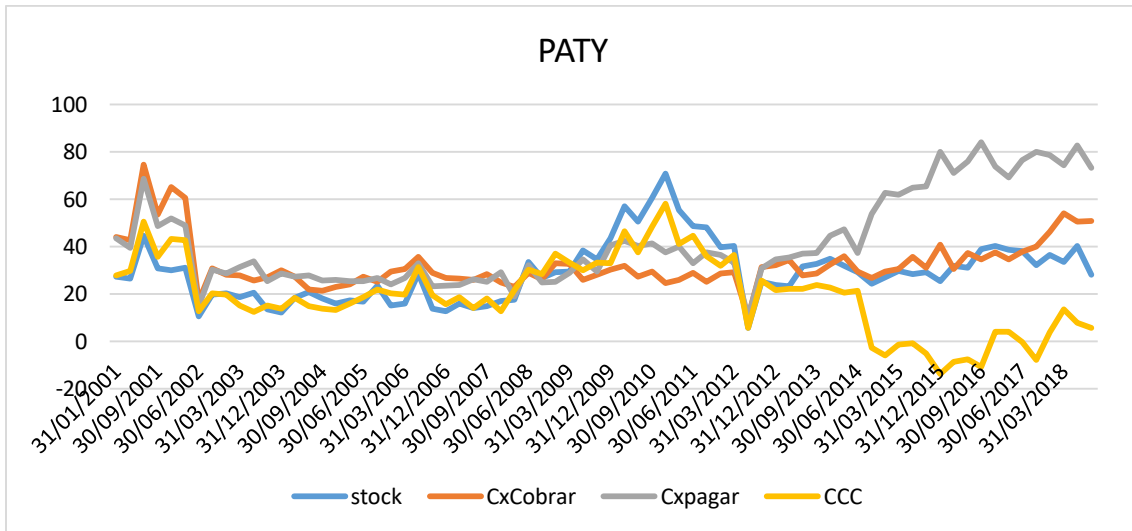
La razón de considerar estas medidas como crisis, si bien no presentan la totalidad de las características que un evento demanda para ser llamado así, las consideramos como tales por las modificaciones en la coyuntura macroeconómica que significaron.

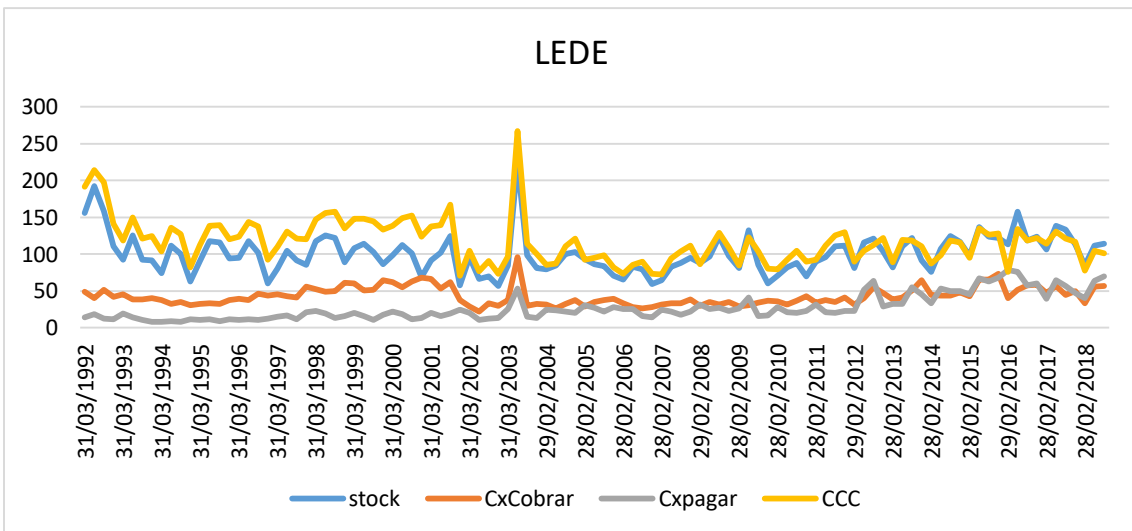
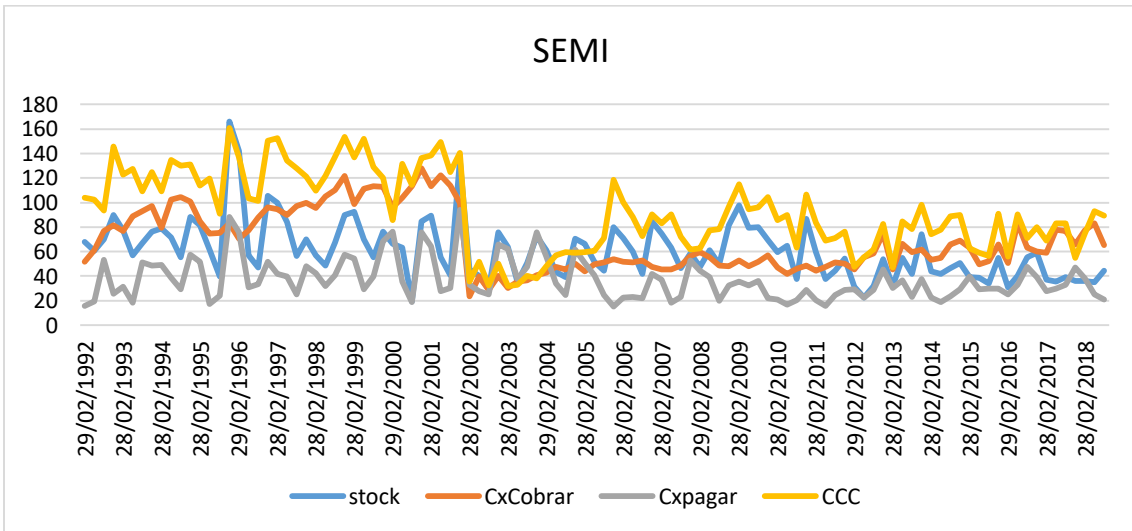
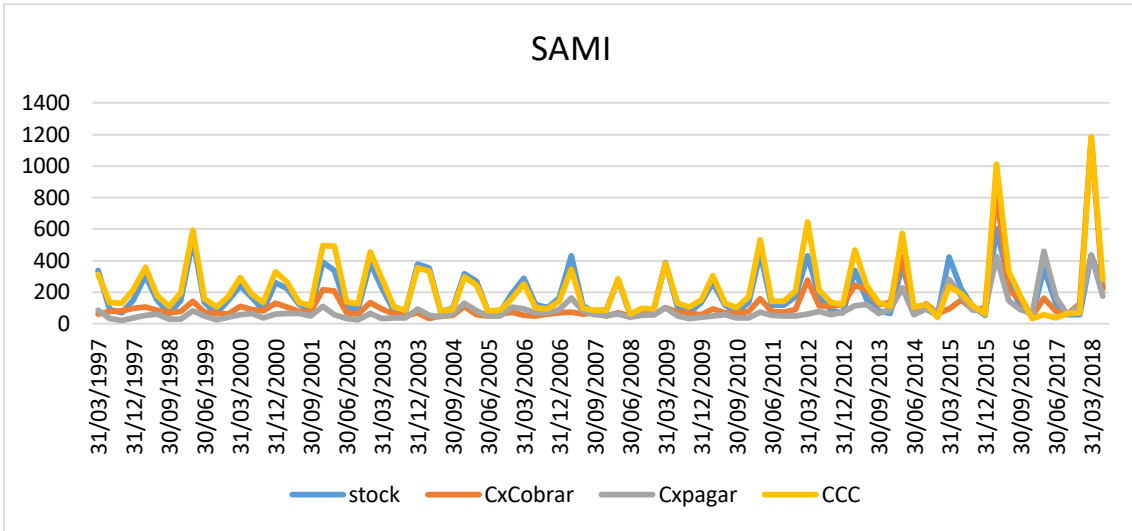
Argentina 2015 (Fin del cepo cambiario)

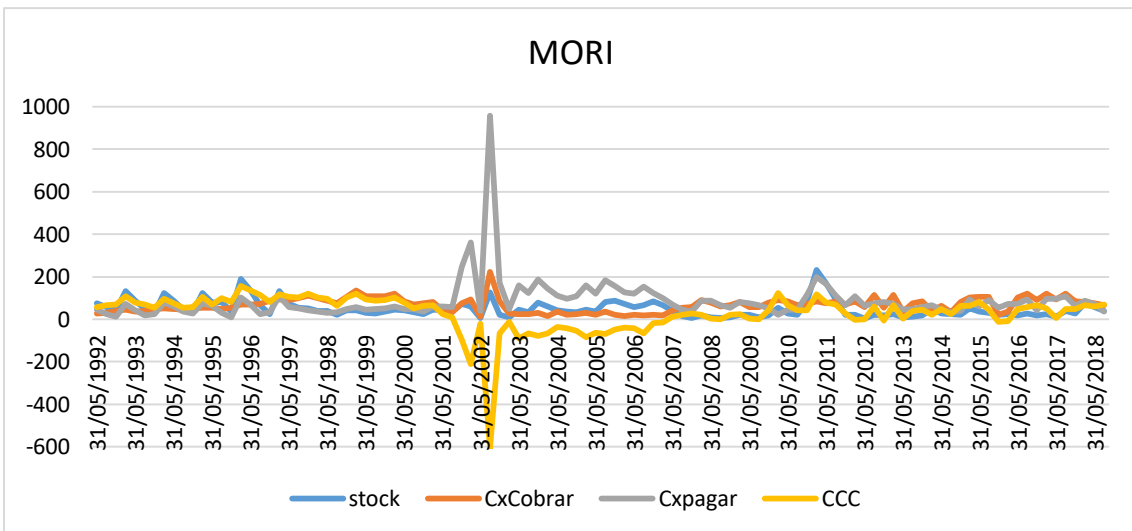
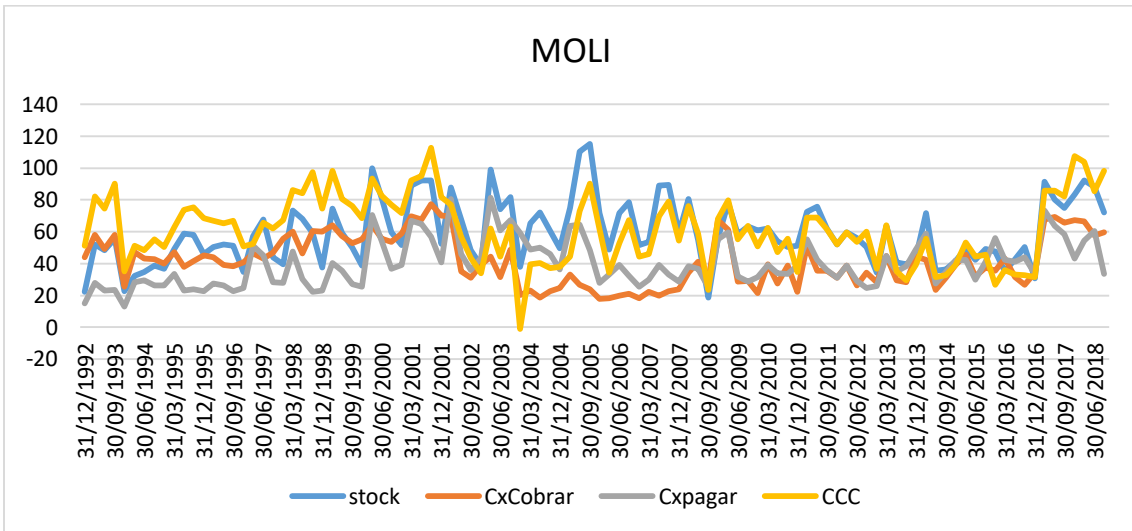
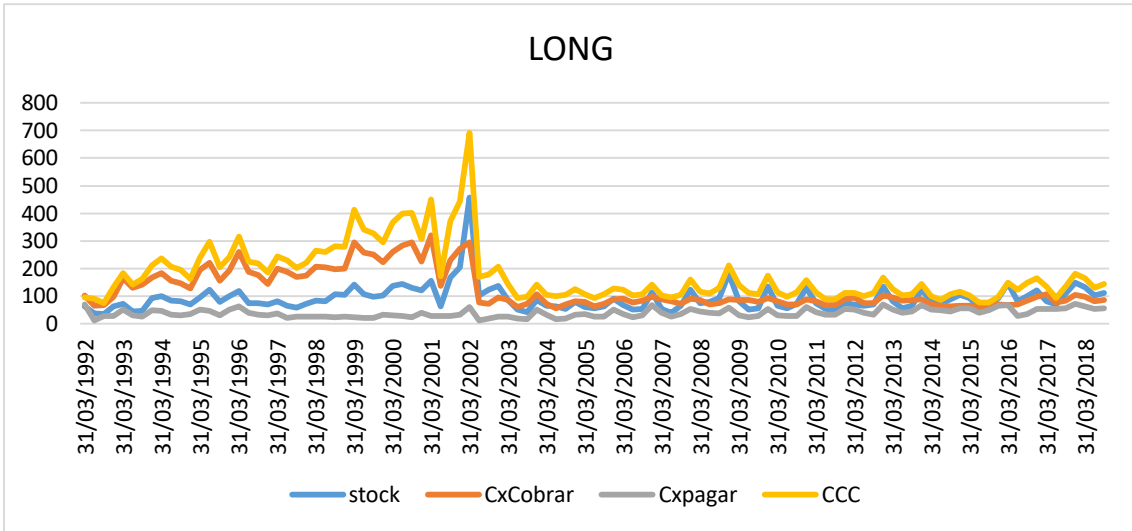
Al asumir el nuevo Gobierno en diciembre del 2015 se tomaron medidas de carácter de mayor apertura de la economía. Se produjo una devaluación del orden del 40% y las retenciones al campo fueron suprimidas. Simultáneamente, se produjo una apertura comercial indiscriminada del comercio exterior que afectó, particularmente, a las pequeñas y medianas empresas, que vuelcan su producción en el mercado interno. Por otra parte, los fuertes aumentos tarifarios en la provisión de servicios públicos tales como electricidad, gas, luz y agua, a lo que se suma el combustible, provocaron una fuerte contracción del consumo y del mercado interno en general. Este paquete de medidas se vio acompañado por despidos en el sector público, que rápidamente alcanzarían al ámbito privado, particularmente en el sector manufacturero. La eliminación de las restricciones cambiarias también afectó a las pequeñas y medianas unidades productivas puesto que el aumento de la tasa de interés encareció el crédito destinado a la producción (Pierbattisti D., 2018).

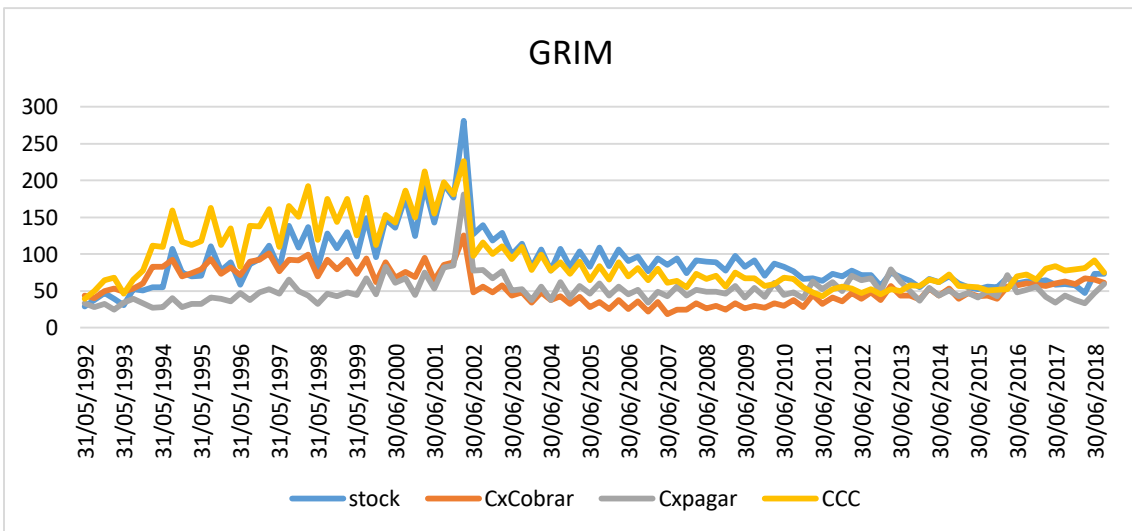
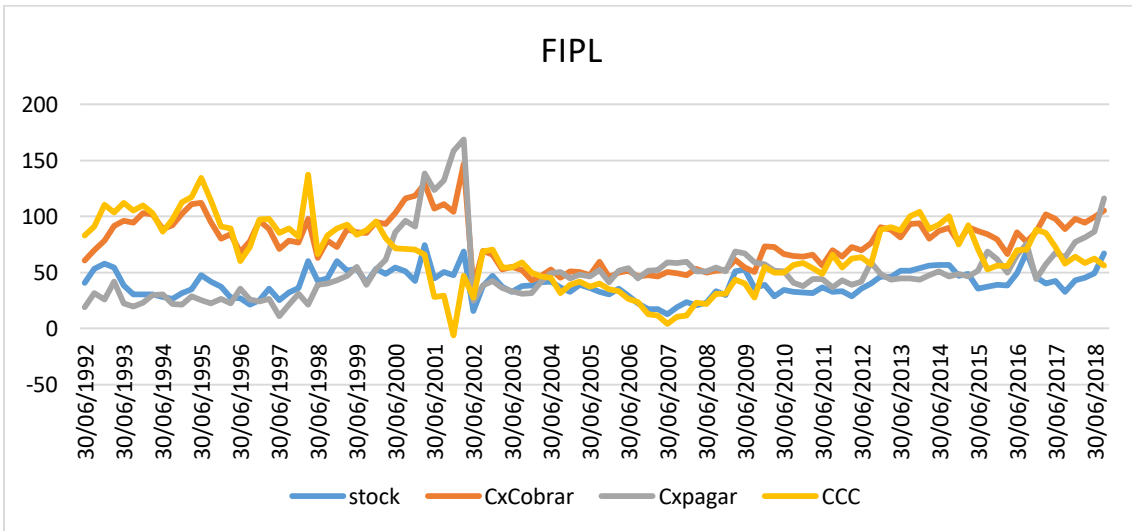
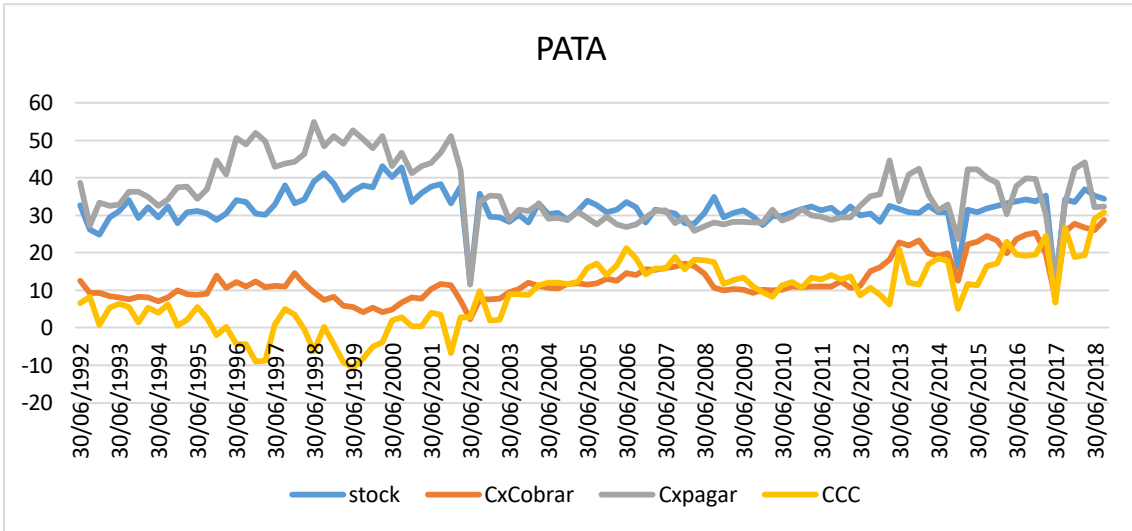
Consideramos incluir la quita del cepo como evento disruptivo de la economía porque la apertura al libre juego de los mercados hizo que el tipo de cambio se devalúe un 40% en una sola jornada. El aumentar el costo de las importaciones se tradujo en una mayor inflación. Adicionalmente, se implementaron incentivos para que los exportadores reintegren el dinero que tenían en el extranjero, lo que impactó sobre el nivel de las reservas internacionales.

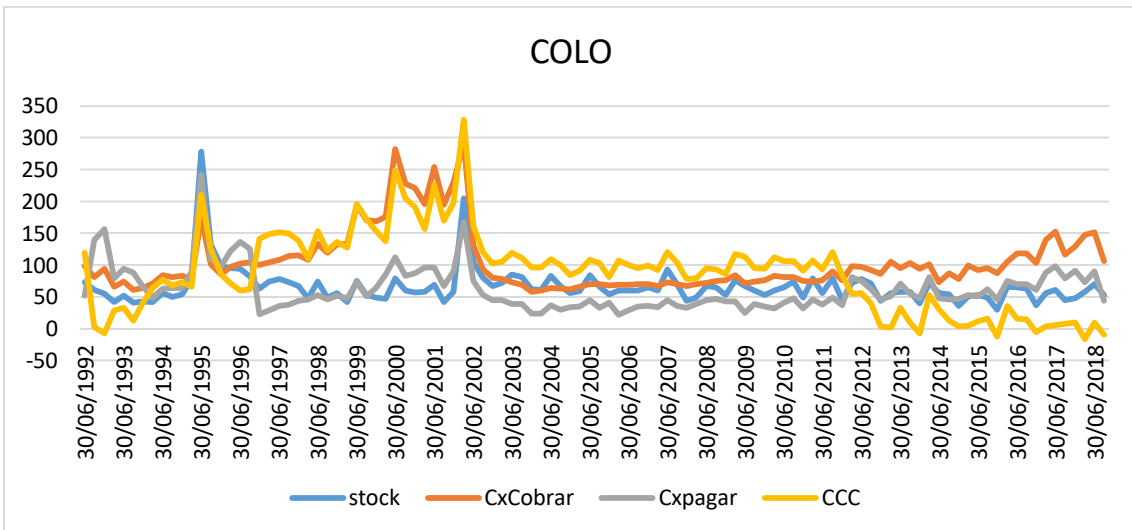
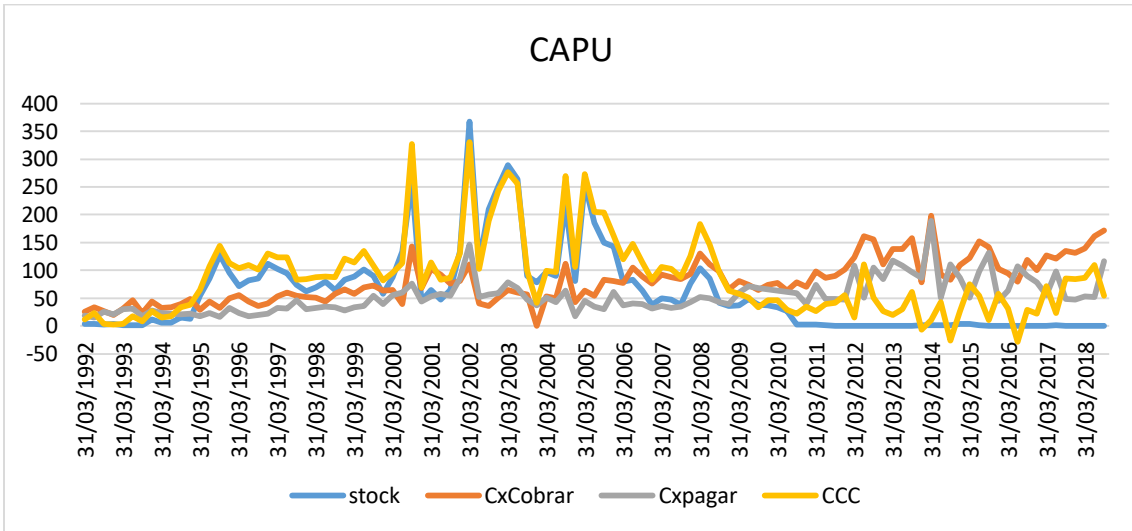
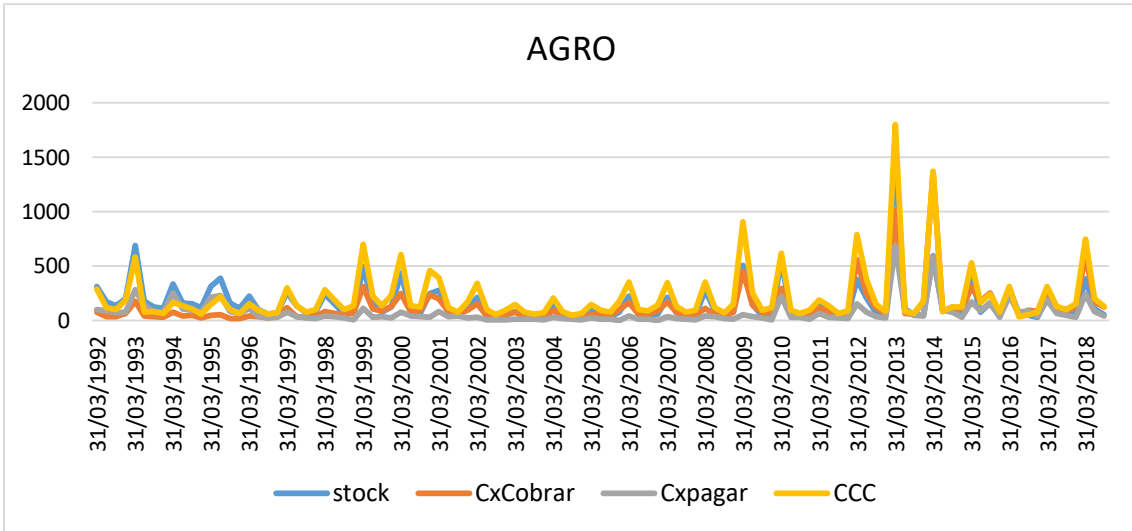
Anexo 6.3: CCC desde 1992 a 2018 por trimestre de cada empresa.

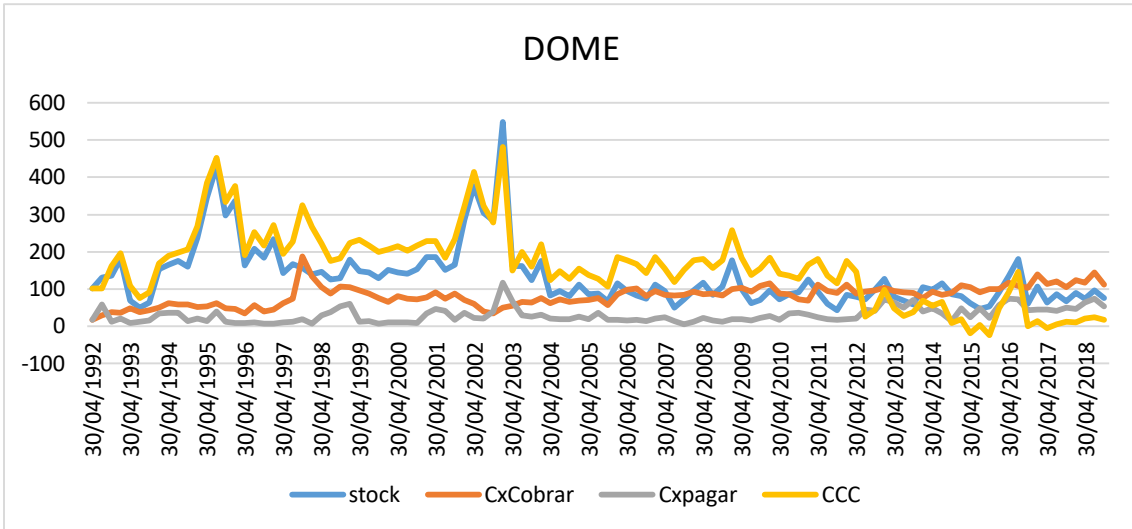












Anexo 6.5: Indicador periodo equivalente de propagación de las crisis en Argentina.

CRISIS	PERIODO	IMPACTO	IMPACTO RELATIVO	PESO DEL PERIODO	PERIODO EQUIVALENTE
MÉJICO (1994)	-1	0	0%	-	1,67
	0	0	0%	-	
	1	9	33%	0,33	
	2	18	67%	1,33	
ARGENTINA (2001)	-1	0	0%	-	1,64
	0	13	23%	-	
	1	16	29%	0,29	
	2	20	36%	0,71	
	4	3	5%	0,21	
	6	4	7%	0,43	
ESTADOS UNIDOS (2008)	-1	4	13%	-0,13	1,41
	0	7	22%	-	
	1	5	16%	0,16	
	2	6	19%	0,38	
	3	8	25%	0,75	
	4	2	6%	0,25	
INICIO CEPO (2011)	-1	3	9%	-0,09	1,38
	0	7	21%	-	
	1	11	32%	0,32	
	2	3	9%	0,18	
	3	7	21%	0,62	
	4	3	9%	0,35	
FIN CEPO (2015)	-1	0	0%	-	1,00
	0	10	30%	-	
	1	16	48%	0,48	
	2	4	12%	0,24	
	3	3	9%	0,27	

7 Bibliografía.

- Angulo Sánchez, L. (2016). La gestión efectiva del capital de trabajo en las empresas. *Revista Universidad y Sociedad*, 8(4), 54-57.
- Archaina, C. (2007). El efecto tequila. Su impacto en el sistema económico, financiero y en la política argentina. Argentina: Instituto de Profesorado Sedes Sapientiae.
- Baños-Caballero, S., García-Teruel, P. J., & Martínez-Solano, P. (2014). Estrategias de financiación de las necesidades operativas de fondos y rentabilidad de la empresa. *Universia Business Review*.
- Carbellido, O. A. (2018). Fortalecimiento de la banca en Méjico después de la crisis 1994-1995, y sus efectos. TEUKEN BIDIKAY. *Revista Latinoamericana de Investigación en Organizaciones, Ambiente y Sociedad.*, 9(13), 81-101.
- Carrino, I. C. (2017). La convertibilidad en Argentina: El éxito, fracaso y porqué de su final. *Polémika*, 5(11).
- De Angelis, C., & Porcari, C. ¿Del “Kirchnerismo” al “Macrismo”? una evaluación de los primeros meses del nuevo gobierno argentino.
- Faus, J. (1997). Finanzas operativas. Lo que todo directivo debería saber. Biblioteca IESE. Ediciones Folio.
- French-Davis, R. (2012). ¿Qué ha fallado en la macroeconomía y finanzas suramericanas desde los años noventa? el trimestre económico.
- Genoni, G., & Zurita Lillo, S. (2004). Capital de trabajo, gestión de tesorería y valuación de empresas.
- Herrera, Valencia, Beethoven. Aldea Global: avances y rupturas, Editorial Unimagdalena, 2017
- Kulfas, M. (2014). La economía argentina, entre la «década ganada» y los «fondos buitres». *Nueva sociedad*, 254.
- Lane, P. R. (2013). Financial globalisation and the crisis. *Open Economies Review*, 24(3), 555-580.
- Nyeadí, J. D. (2018), Sare, Y. A., & Aawaar, G. (2018). Determinants of working capital requirement in listed firms: Empirical evidence using a dynamic system GMM. *Cogent Economics & Finance*.
- Orobía, L. A., Byabashaija, W., Munene, J. C., Sejjaaka, S. K., & Musinguzi, D. (2013). “How do small business owners manage working capital in an emerging economy?” *Qualitative Research in Accounting & Management*. Pierbattisti, D. (2018).

- Pierbattisti, D. (2018). La confrontación entre dos modelos societarios y económicos en Argentina 2003-2017. *Ensayos de economía*, 28(53), 121-140.ROSCAR. (2015). En el podio de la devaluación.
- Reinhart, C. M., & Rogoff, K. S. (2009). *This time is different: Eight centuries of financial folly* (Cap. XX). princeton university press
- Schlageter, J. D., & Alonso, L. F. (2005). *Finanzas operativas, un coloquio*. Editorial Herberto Ruz.
- Tovar García, E. (2011). Consecuencias de la globalización financiera sobre la eficiencia del sistema financiero. *Problemas del desarrollo*.
- Una década después de la crisis financiera mundial: ¿Qué ha cambiado (y no ha cambiado)? Instituto Global Mc Kinsey. 2018. Por Susan Lund , Asheet Mehta, James Manyika y Diana Goldshtein