



**Universidad
Nacional
Villa María**

Biblioteca Central "Vicerrector Ricardo A. Podestá"
Repositorio Institucional

Comportamiento de la rentabilidad en empresas argentinas: años 2018-2019

Año
2020

Autores

Pérez, Jorge Orlando; Conrero, Cristina Laura; Vinanti,
Mauricio; Luján, Luciano y Caporalini, Nicolás Carlos

Este documento está disponible para su consulta y descarga en el portal on line de la Biblioteca Central "Vicerrector Ricardo Alberto Podestá", en el Repositorio Institucional de la **Universidad Nacional de Villa María**.

CITA SUGERIDA

Pérez, Jorge O., [et al.] (2020). *Comportamiento de la rentabilidad en empresas argentinas: años 2018-2019*. 5to Congreso de Ciencias Económicas. 9no Congreso de Administración. 6to Encuentro Internacional de Administración del Centro de la República: Las ciencias económicas en tiempo de crisis, sin aporte. Villa María: Universidad Nacional Villa María



Esta obra está bajo una Licencia Creative Commons Atribución 4.0 Internacional

Título: Comportamiento de la rentabilidad en empresas argentinas: años 2018-2019

Línea temática: 12. Otros temas del ámbito de las Ciencias Económicas

Autores

1. Pérez, Jorge Orlando
Dirección: Tránsito Cáceres de Allende N° 450, depto. 12 B – (X5000HVF) Córdoba
Institución: Universidad Nacional de Villa María – Universidad Católica de Córdoba
E-mail: jorgeoperez53@gmail.com
2. Conrero, Cristina Laura
Dirección: Chile 817 (5900) Villa María
Institución: Universidad Nacional de Villa María
E-mail: crislconrero@yahoo.com.ar
3. Vinanti, Mauricio
Dirección: César Titina Bravin 2.079 (5900) Villa María
E-mail: mauriciovinanti@hotmail.com
4. Luján, Luciano
Dirección: Julio Cortázar 227 (5903) Villa Nueva
E-mail: lucianolujan@yahoo.com.ar
5. Caporalini, Nicolás Carlos
Dirección: Norma Tais 2107 (5900) Villa María
E-mail: nicolascaporalini@gmail.com

Palabras clave: ROA - ROE - *leverage*

Introducción

Desde el año 2011 la economía argentina está inmersa en un proceso de estancamiento, con ascensos y descensos consecutivos de su PBI, enfrentando dificultades constantemente que la sitúan en un círculo vicioso difícil de superar.

Las empresas, como motores de la economía real reflejan esta realidad en sus resultados. Resulta obvio que para generar riqueza es necesaria la inversión y para que ello ocurra tienen que existir incentivos. Por otro lado, si se decide incorporar activos debe preverse que habitualmente una parte de los mismos son financiados con fondos autogenerados (por lo que tiene que haber ganancias), si el costo del pasivo es elevado el endeudamiento financiero suele tornarse prohibitivo, mientras que el ahorro no suele direccionarse a la compra de acciones cuando no se vislumbra un horizonte promisorio.

Tomando en cuenta la realidad arriba señalada, el objetivo de este trabajo consiste en verificar lo ocurrido en la rentabilidad de las empresas argentinas en el periodo 2018-2019. Fueron tomados dichos años, por ser los más actuales y a partir del periodo en que las empresas se vieron obligadas a realizar el ajuste de sus estados financieros para tomar en cuenta el fenómeno inflacionario, lo cual genera mayor credibilidad en la información provista a sus usuarios.

En primer lugar analizamos el marco teórico necesario para tomar en cuenta cómo se produce la rentabilidad de las empresas. Posteriormente nos abocamos a estudiar un grupo de compañías que presentan sus estados financieros ante la Comisión Nacional de Valores, para verificar cómo ha sido el comportamiento de sus rentabilidades a través del ROE (rentabilidad de los accionistas) y el ROA (rentabilidad de la inversión), surgiendo de la comparación entre ambas el efecto del apalancamiento financiero, buscando obtener conclusiones al respecto.

Variables que afectan la rentabilidad

Básicamente hay 2 maneras de analizar la rentabilidad, una es a través del ROA comprobando el rendimiento de los recursos totales invertidos, independientemente de cómo estén financiados y otro es con el ROE, que muestra el resultado obtenido respecto al capital propio, el cual indica además cómo interactúan el resultado de la inversión con el costo del financiamiento de terceros.

En cuanto a las variables que impulsan al ROA, en la fórmula desarrollada por Pérez (2014, pp. 214-221) se despejan las variables primarias que conforman el margen sobre ventas y la rotación del activo, lo que permite analizar distintos escenarios.

En lo que respecta al margen, se llega a la siguiente fórmula:

$$1 - \frac{pc_j + ov_j}{pv_j} - \frac{cf + of}{pv_j \cdot q_j}$$

Donde:

pv: precio de venta

q: cantidades

pc: costo de venta unitario variable

ov: otros gastos unitarios variables

cf: costo de venta fijo

of: otros gastos fijos

j: periodo proyectado

Quiere decir, que el margen sobre ventas es igual a: la unidad, menos la relación del costo variable unitario sobre el precio de venta y menos la relación de costos fijos sobre la venta.

Reflejado de esta forma, ante un cambio en las condiciones, permite observar cómo se produce una variación en el margen sobre ventas por una modificación en precio de costo y/o en el precio de venta y por otra parte, cómo incide la mayor o menor proporción de los gastos fijos, respecto al nivel de actividad. Permittiéndonos explorar en las causas del resultado obtenido.

En cuanto a la rotación del activo, se despliega en los distintos componentes:

$$\frac{ac_j \cdot pv_j \cdot q_j \cdot ci}{P} + \frac{as_j \left[\frac{pv_j \cdot q_j}{(pc_j \cdot q_j) + cf} \right] + c_{j-1} \frac{(pc_j + ov_j) q_j \cdot pv_{j-1}}{(pc_{j-1} + ov_{j-1}) q_{j-1} \cdot pv_j}}{P} + anc$$

Donde:

ac: antigüedad de créditos

ci: coeficiente de I.V.A.

P: período (ej.: 365 días, 12 meses, etc.)

cr: saldo de créditos por ventas

as: antigüedad de stock

c: efectivo

j-1: período anterior a la proyección

ANC activo no corriente

De esta manera, podemos establecer el importe del nuevo activo como consecuencia de los cambios operados en las políticas e identificar las causas que provocaron la rotación del activo, analizando el impacto de las variaciones en el ciclo operativo bruto, el precio de venta, las cantidades vendidas y en los costos.

Respecto a los determinantes del ROE, Higgins (2004, p. 28) señala que dicho ratio puede observarse a través de sus 3 componentes principales, que son los siguientes:

$$ROE = \frac{\text{Beneficio neto}}{\text{Fondos propios}} = \frac{\text{Beneficio neto}}{\text{Ventas}} \times \frac{\text{Ventas}}{\text{Activos}} \times \frac{\text{Activos}}{\text{Fondos propios}}$$

Señalando a continuación el autor mencionado que:

el directivo solo dispone de 3 palancas para controlar el ROE: (1) el beneficio extraído de cada dólar de ventas, o el margen de beneficios, (2) las ventas generadas por cada dólar de activos empleados, o la rotación del activo, y (3): la cantidad de fondos propios utilizados para financiar el activo, o el apalancamiento financiero

Por lo tanto, en una situación ideal se podría afirmar que la mejor rentabilidad de los accionistas se daría con el mayor resultado operativo posible, con el mínimo de activos utilizables, financiados estos con la máxima cantidad de fondos de terceros, con un costo financiero lo más bajo posible en relación a la rentabilidad de la inversión.

En nuestra opinión, podríamos efectuar un desglose adicional a la fórmula presentada por Higgins, de la siguiente manera:

$$ROE = \left(\frac{\text{Beneficio operativo}}{\text{Ventas}} - \frac{\text{Costos financieros}}{\text{Ventas}} \right) \frac{\text{Ventas}}{\text{Activos}} \times \frac{\text{Activos}}{\text{Fondos propios}}$$

En la fórmula arriba presentada, se llega al mismo resultado anterior, pero permite separar el impacto de los intereses. Situación esta última que es muy importante controlar en países con fuertes desajustes macroeconómicos, donde la tasa de interés en determinados momentos puede alcanzar niveles muy elevados, lo que limita a las empresas financiarse con apalancamiento, debiendo optar por la emisión de acciones (o al aporte de los socios en entidades no cotizantes), siendo que esto último no siempre es factible cuando las expectativas de rentabilidad son bajas.

En la comparación del ROE con el ROA se verifica el efecto del *leverage* o apalancamiento financiero, dado que cuando $ROE > ROA$, está indicando que la utilización de capital ajeno ha tenido un costo inferior al ROA, lo cual contribuyó a elevar el ROE.

Ostengo (2006, pp. 380-384) señala otro camino para verificar el efecto apalancamiento. En realidad lo que busca es determinar el ROE a través del *leverage*, en la siguiente fórmula:

$$u = r + (r - i)D/C$$

Donde:

u : ROE, tasa de rentabilidad del patrimonio neto

r : ROA, tasa de rentabilidad del activo

i : tasa de costo financiero, neta del efecto impositivo

D/C : relación pasivo/patrimonio neto

Hay que tener en cuenta que el ROA debe ser calculado con el resultado operativo deducido el efecto pleno del impuesto a las ganancias (sin considerar intereses) y el costo del pasivo es neto del efecto impositivo

El contexto económico

Durante los 2 años analizados, la economía argentina se caracterizó por ser un periodo de desequilibrios macroeconómicos que impactaron fuerte, con variaciones en el tipo de cambio del 107% en 2018 y del 63% en 2019, mientras que el IPIM (índice de precios internos mayorista) tuvo un incremento del 73,5% en 2018 y 58,5% en 2019.

En el año 2018 el mercado financiero enfrentó problemas de credibilidad, debido a que se avizoraba una elevada contingencia respecto a que Argentina no pudiera hacer frente a los servicios de su deuda externa, lo que provocó una fuerte “corrida” hacia el dólar, generando una crisis cambiaria muy importante, que derivó en un pedido de auxilio financiero al Fondo Monetario Internacional. Mostrando las cuentas fiscales un resultado financiero negativo de 5,2% sobre el PBI.

En una columna del 26/3/2019 para el diario económico El Cronista, Martín Guzmán, señalaba:

...en el 2018 la economía argentina cayó su PBI 2,5% y la tasa de inflación anual ascendió al 47,6%. Tanto el desempleo como la pobreza continúan creciendo. La tendencia es de estancamiento; en cuatro de los últimos siete años el país experimentó una caída del producto.

....El volumen de exportaciones en 2018 fue igual al del 2005, mientras que el de importaciones más que se duplicó en ese mismo periodo.

En el año 2019 se restringió fuertemente la emisión monetaria en aras de bajar la inflación, objetivo que no se consiguió y en cambio provocó una fuerte suba de las tasas de interés. Aparte de las endeble condiciones financieras en que se hallaba la economía se sumó el resultado adverso que sufrió el oficialismo en las elecciones primarias, generando presión sobre el tipo de cambio, lo que concluyó hacia el final del periodo en la constitución de un “cepo” cambiario para frenar el drenaje de divisas.

La agencia EFE señalaba el 21/2/2020:

La actividad económica de Argentina cerró 2019 con una caída anual del 2,1 %, según el informe que difundió este viernes el Instituto Nacional de Estadística y Censos (Indec), después de que la recesión se agravara en los últimos meses del Gobierno de Mauricio Macri.

El descenso es uno de los peores resultados de los últimos diez años, aunque mejoró en cinco décimas respecto al cosechado en 2018, y el indicador sirve como anticipo para medir la variación del producto interior bruto (PIB), que es de carácter trimestral.

Además de todo lo comentado debe tenerse en cuenta que el nivel de pobreza alcanzó niveles superiores al 30% y la presión fiscal ubicada entre las más altas del mundo, con impuestos distorsivos que interfieren en la actividad económica. Según un informe de la OCDE, Argentina es el país con el costo laboral más alto de América Latina y el Caribe.

Análisis de la información

Para el análisis se tomaron 84 empresas no financieras de diversos ramos de actividad, que presentan sus estados financieros ante la Comisión Nacional de Valores, considerando el año en que cierran sus ejercicios económicos, independientemente del mes en que se realizó el mismo.

Se calculó el ROE de cada empresa para cada año, tomando el patrimonio promedio. Para el cálculo del ROA se consideró el activo promedio y el efecto del impuesto a las ganancias (considerando el impacto que tiene la eliminación de los intereses)

Para el periodo 2018, se observa que la media aritmética del ROE fue de -0,006 (-0,6%), con una gran dispersión entre empresas, obteniéndose una desviación estándar de 0,78, mientras que el promedio del ROA fue de 0,09 (9%) con una desviación de 0,19.

Si bien la realidad deja en claro que las situaciones son muy diversas para cada una de las empresas, las mismas muestran en promedio una rentabilidad de sus activos positiva, con una relación que podría considerarse razonable. No obstante, la misma se desvanece fuertemente en el ROE por el efecto negativo del costo financiero, pudiendo observarse en este caso grandes diferencias por empresa, según sea su estructura de financiamiento.

En el año 2019, la media del ROE fue -0,03 (-3%), con una desviación estándar si bien amplia de 0,41 fue menos que en el periodo anterior. En cuanto al ROA resultó 0,02 (2%), con una desviación estándar cercana a la del periodo anterior, en este caso 0,16.

Debe notarse que en el último año la rentabilidad media sobre los activos de las empresas fue un cuarto respecto a la del año anterior y además el efecto negativo del *leverage* fue significativo, generando una rentabilidad sobre el patrimonio negativa como el año anterior, pero multiplicada por 5.

Mientras los altos costos financieros destruían la rentabilidad de los accionistas en el 2018, al año siguiente se desplomaron los resultados operativos, sumado esto a un fuerte impacto negativo de los intereses, lo cual llevó al peor de los escenarios. De todas maneras, al estar prevenidas las empresas sobre lo que estaba ocurriendo en el mercado financiero no tomaron préstamos más allá de lo indispensable, evitando un desastre mayor, ya que ante un ROA muy bajo y costos financieros tan elevados el

apalancamiento financiero habría generado resultados aún más desfavorables que los presentados.

Conclusiones

A través del análisis de las rentabilidades en importantes empresas argentinas, intentamos comprender el funcionamiento de una parte de la economía real. Queda claro que si las compañías no tienen resultados positivos no hay incentivos para la inversión y la economía permanece estancada. Elevados costos impositivos y laborales, fuertes variaciones en el tipo de cambio, inflación y tasas de interés desmesuradas, operan como fuertes desincentivos y el objetivo pasa a ser la mera supervivencia de las organizaciones.

Debemos tener en cuenta que en este trabajo hemos verificado el comportamiento de grandes sociedades, las cuales cuentan con mayores recursos de todo tipo respecto a las pymes. Si bien no se cuenta con un banco de datos como el de la CNV para este último tipo de empresas, no resulta difícil imaginar lo dramático que puede resultar en muchos casos conducir una pyme en Argentina, donde las dificultades que mencionamos se ven agravadas.

Si bien se tomaron los últimos 2 años, se puede inferir que el problema no se circunscribe a estos, sino que se viene arrastrando desde décadas con mayor o menor profundidad, dependiendo por lo general de las condiciones externas y del comportamiento del agro, generando cada tanto crisis recurrentes, de las cuales nunca se sale indemne, sino que por el contrario sumergiendo a una parte importante de la población en la pobreza.

No es el propósito de este artículo encontrar soluciones para la economía argentina, tampoco sus autores son economistas. Pero un gasto público excesivo que no puede ser financiado en su totalidad, genera la mayoría de las distorsiones antes comentadas. En oportunidades, se sostiene que el déficit del sector público va desaparecer cuando la economía crezca. Pero, de no ocurrir un milagro, ¿cómo generar un círculo virtuoso si el sistema está plagado de trabas? ¿No será el momento de generar acuerdos básicos en la sociedad argentina, asumiendo con realismo los problemas y desatando los nudos que impiden la generación de riqueza para sacar de la pobreza a millones de argentinos?

Referencias bibliográficas

EFE <https://www.efe.com/efe/america/economia/la-actividad-economica-argentina-cayo-2-1-en-2019-ultimo-ano-del-gobierno-macri/20000011-4179340>

Guzmán, M. <https://www.cronista.com/columnistas/El-camino-inestable-de-la-economia-argentina-201903250069.html%20Copyright%20%C2%A9%20www.cronista.com>

Higgins, R.C. "Análisis para la dirección financiera". McGraw Hill. Madrid

OCDE. <https://www.oecd.org/dev/Impuestos-sobre-los-salarios-en-America-Latina-y-el-Caribe-RESUMEN.pdf>

Ostengo, H.C. (2006). "Control de Gestión". Buyatti. Buenos Aires

Pérez, J.O. (2014). "Análisis de estados financieros". Educc. Córdoba

Anexo: empresas analizadas

Empresas	2018		2019	
	ROE	ROA	ROE	ROA
Grimoldi	-0,27	0	-0,21	-0,02
Grupo clarín	-0,11	-0,1	-0,14	-0,13
Grupo cohen	0,29	0,13	-0,04	-0,01
Metrovías	0,35	0,03	1,26	0,21
Metrogas	0	0,02	0,05	0,05
Loma Negra	0,13	0,07	0,15	0,09
Longvie	1,11	-0,15	-0,17	0,03
Los Grobo	-4,12	-0,15	-1,66	-0,07
Mastellone	-0,26	-0,07	0	0,03
Pampa Energía	0,16	0,09	0,4	0,19
Hulytego	0,09	0,08	-0,03	-0,03
Holcim	0,22	0,12	0,19	0,12
Nuevo Continente	0,28	0,22	0,01	0,01
Newsan	0,01	0,03	-0,08	0,12
Impsa	0,81	0,14	0,02	0,07
Msu	0,29	0,1	0,25	0,09
Morixe	-4,26	-0,25	0,1	0,03
Molinos r.plata	-0,26	-0,08	-0,12	-0,01
Molinos semino	0,17	0,1	0,1	0,06
Molinos agro	0,35	0,06	0,49	0,05
Mirgor	-0,02	-0,005	0,28	0,17
Rosenbusch	0,01	0,015	-0,59	-0,15
Inversora Eléctrica Bs.As.	0,09	0,18	0,06	0,07
Inversora Juramento	0,01	0,02	-0,04	-0,03
Irsa	0,45	0,35	-0,54	-0,36
Laboratorios Richmond	-0,19	-0,07	0,06	0,05
Ledesma	-0,82	-0,08	-0,27	-0,06
Leyden	0,23	0,07	0,11	0,05
Liag Argentina	0,31	0,07	0,13	0,06
Papel Prensa	0,06	0,07	0,24	0,35
Patricios	-0,15	0,045	-0,69	-0,55
Petroagro			0,15	0,01
Petrobras			0,1	0,05

Petrolera del Conosur	-1,59	-0,36	-1,44	-0,51
Petroq. Com. Rivadavia			0,09	0,06
Plaza Logística	0,12	0,05	0,32	0,27
Polledo	-0,09	1,11	-0,04	0,04
Prear	0,11	0,07	0,09	0,07
Quickfood	-1	-0,08	0,09	-0,03
Raghsa	0,65	0,26	0,42	0,24
Red Surcos	0,6	0,13	-0,47	0,11
Ribeiro	-0,33	0,08	-1,16	0,08
Rigolleau	0,14	0,13	-0,14	0,09
Rio Energy	0,15	0,03	0,15	0,06
Rizobacter	-0,65	0,25	0,23	0,12
Roth	-0,19	0,17	-0,52	-0,05
Imp. y Exp. de La Pampa	-0,05	-0,01	-0,08	-0,04
San Miguel	-0,14	-0,09	-0,03	-0,03
Sadesa	0,04	0,01	0,3	0,1
Santiago Saenz	-0,48	0,03	0,03	0,02
Savant Pharm	0,54	0,32	0,06	0,04
Soc.Com. del Plata	0,54	0,32	0,07	0,05
Tecnoseeds	0,14	0,06	0,47	0,22
Tecpetrol	0,37	0,09	0,19	0,04
Toyota	0,18	0,01	0,43	0,05
Tenium	0,15	0,13	0,07	0,06
Transportadora de gas del norte	0,14	0,1	0,1	0,06
Trasportadora gas sur	0,41	0,42	0,27	0,28
Volkswagen	0,25	0,04	0,46	0,09
Ypf	0,15	0,1	-0,08	0,02
Cgm	-0,02	0,02	-1,23	-0,006
Dist.Eléctrica Salta	-0,02	0,1	0,03	0,05
Edenor	0,15	0,13	0,23	0,16
García Reguera	0,32	0,23	0,05	0,05
Consultatio	0,09	0,08	0,02	0,02
Dicasa	0	0,03	-0,005	0,06
Grupo Conces. del Oeste	1,08	0,67	-0,1	0,02
Cía. Introdutora	0,34	0,22	0,08	0,07
Dulcor	-0,19	-0,05	-0,32	0,02
Celulosa	0,37	0,17	0,12	0,09
Central puerto	0,71	0,45	0,16	0,17
Ctral. termina roca	-0,17	0,03	-0,08	0,07
Cía. general de combustibles	0,57	0,22	0,25	0,12
Disal	0,2	0,1	0,03	0,03
Domec	0,18	0,13	-0,03	-0,05
Electromac	0,11	0,02	0,1	0,02
Ferrum	0,12	0,15	0,01	0,03

Fiplasto	0,05	0,08	-0,31	-0,02
Central urbana	-0,38	-0,3	-0,6	-0,52
Conti Urbana	0,33	0,23	-0,07	-0,05
Edesal	0,11	0,11	0,14	0,14
Garovaglio	-0,13	-0,07	-0,68	-0,58
Dist. Gas Cuyana	0,27	0,17	0,09	0,1
Cfn	0,29	0,09	0,09	0,03
Media aritmética	-0,006173	0,0917901	-0,030655	0,0246905
Desviación estándar	0,7762515	0,1907818	0,4143857	0,1588372