



Autores:

**Nannini, María Susana
Fernández, Analía Raquel
Vázquez, Claudia Mónica
Compagnucci, María Inés
Martín, Oscar Daniel**

Colaboradores:

**Guillermo Español
Marcelo Giménez
Gustavo Ilharrescondo**

Instituto de Investigaciones Teóricas y Aplicadas, Escuela de Contabilidad

Colaboradores:

**Ernesto Mattos
Carlos Rodríguez
Alicia Ruíz
Sergio Ruíz
Juan Manuel Bevilacqua
Luciana Cavallo
Máximo Benítez
Lucrecia Mancini
Mariana Ramos**

ANÁLISIS DE INDICADORES RELEVANTES PARA PREDECIR POSIBLES CRISIS EMPRESARIALES

1. INTRODUCCIÓN

En los últimos años ha comenzado a definirse el concepto de crisis y los autores especializados parecen coincidir en la necesidad de encontrar formas para su detección, pues esa es la clave para implementar soluciones programadas, bien sea dentro del ámbito concursal o al margen del mismo.

El concepto doctrinario que se asimila al de insolvencia es el de cesación de pagos, que actualmente es aceptado por ser un presupuesto objetivo para la apertura de los procesos concursales.

Este concepto se refiere a un ente imposibilitado de cumplir regularmente sus obligaciones a su debido vencimiento, con los recursos provenientes de su giro ordinario.

Puede tratarse de una diferencia patrimonial negativa o de una insuficiencia de los recursos disponibles para atender las obligaciones exigibles: un activo superior en valores absolutos al pasivo, puede también indicar una situación de insolvencia cuando la fuerte incidencia del activo no corriente impida tener recursos disponibles a tiempo, los compromisos sean mayoritariamente a corto plazo. Contrario sensu, un patrimonio solvente es el que permite atender las obligaciones a su debido vencimiento, con los recursos normales y en la especie comprometida.

Se advierte que este concepto, a través de su evolución en el tiempo y de las contribuciones de doctrina y jurisprudencia, ha perdido su significado literal "dejar de pagar" para adquirir una nueva orientación de estado patrimonial. Si bien el incumplimiento continúa siendo el hecho necesario para demostrar la cesación de pagos, no todo incumplimiento implica cesación de pagos, siendo sus principales notas características, desde un enfoque jurídico, la generalidad y la permanencia.

La primera implica afectar a todo el patrimonio. No se caracteriza por la existencia de varios incumplimientos, pues un solo incumplimiento puede tener un significado definitorio sobre la suerte de ese patrimonio e, incluso, aún sin incumplimientos la cesación de pagos puede



estar instalada cuando el deudor recurre a recursos dilatorios, ruinosos o fraudulentos para procurarse recursos disfrazando su situación.

La segunda, no implica un estado instalado a perpetuidad, pero se diferencia de los problemas de iliquidez o dificultades y desequilibrios financieros de carácter transitorio los que pueden ser subsanados sin recurrir a recursos extraordinarios como supone un concurso preventivo.

Se necesitaron varios siglos para que la solución liquidativa (quiebra) cediera posiciones permitiendo encarar soluciones preventivas de la liquidación (concurso preventivo).

Según Rouillón (2002) en los últimos años una corriente doctrinal cada vez más difundida sostiene que el objetivo de estos mecanismos no es sólo preventivo de la liquidación sino una oportunidad de reorganización de la estructura financiera de su pasivo. Así, no sólo se previene la declaración de quiebra sino que, además, se actúa solucionando las causas de la crisis empresarial. Por ello, los que tradicionalmente fueron llamados procesos concursales preventivos hoy son denominados procesos concursales de reorganización.

Estos medios procuran buscar soluciones rápidas, económicas y discretas. No son necesariamente concursos, sino métodos alternativos de solución de las crisis económicas y financieras o del mismo estado de cesación de pagos.

Hallar soluciones a situaciones patrimoniales que pongan en peligro la conservación de las empresas ha sido un desafío a partir del siglo XX, más precisamente a partir de la década de 1920, demostrando que los problemas del ente afectan a todos los sujetos vinculados al mismo y trocando un problema individual en social.

Por ello se pensó que la concursabilidad debería encarar soluciones previas a la insolvencia (cesación de pagos) creando mecanismos que tiendan a evitar no ya la liquidación sino la cesación de pagos. Si bien en el derecho positivo esto no ha tenido acogida para su instalación como presupuesto objetivo, la mira debe estar en la crisis o en esas dificultades económico-financieras previas a la insolvencia y en la detección de las mismas.

El objetivo del proyecto en el que se encuentra enmarcado este trabajo es avanzar en la elaboración de indicadores relevantes que permitan detectar posibles crisis empresariales.

En función del mismo, fue tomada una muestra de empresas industriales de diversos sectores con un criterio selectivo, incluyendo intencionalmente algunas que presentaron procesos de crisis en los períodos analizados, aunque no en todos los casos hayan finalizado en concursos.

Los datos obtenidos de los estados contables publicados en la página web de la Comisión Nacional de Valores se combinaron para elaborar los ratios considerados, a priori, útiles para detectar posibles crisis empresariales.

Para realizar el análisis de los indicadores calculados, se discriminaron a las empresas que sufrieron crisis de las que no atravesaron este tipo de situaciones.

Entre las primeras, se distinguió a los entes que resultaron concursados y aquellos que refinanciaron o reestructuraron sus pasivos.

El objeto del trabajo realizado fue detectar, a través del análisis de los indicadores correspondientes a los períodos previos a la exteriorización de la crisis de una empresa, los sín-



tomas que indiquen la existencia de problemas.

Durante el periodo relevado, fueron detectadas situaciones de crisis generadas por causas internas y externas a las empresas. Las externas están referidas principalmente al el contexto adverso por el que atravesó la Argentina durante los años 2001 y 2002.

Si bien el desequilibrio que se generó en las empresas argentinas como consecuencia de la devaluación producida en enero de 2002 fue general, el efecto sobre el patrimonio de las distintas empresas fue asimétrico como consecuencia de la diferente composición patrimonial de las mismas.

2. BREVE SÍNTESIS DE LA SITUACIÓN ECONÓMICA DE LA ARGENTINA DURANTE EL PERÍODO BAJO ANÁLISIS

Resulta imposible referirse a la situación económica del período analizado sin, previamente, referenciar los prolegómenos.

Durante la década del '90 y a poco de la adopción de la convertibilidad ($1\text{\$}=1\text{u}\text{\$s}$), se fue advirtiendo que la sustentación legal del valor del peso, por un lado implicó un gran endeudamiento externo y por otro restó competitividad a la producción por los altos precios de la misma en dólares, reduciendo sustancialmente las exportaciones. La situación favoreció, además, el ingreso (que fue ilimitado e irrestricto) de productos de casi todo el mundo, desmejorando la balanza comercial y generando el cierre generalizado de fábricas y comercios. Como consecuencia de la falta de empleo hubo una pérdida creciente del consumo interno, generando una espiral recesiva sin antecedentes. Además, hubo un endeudamiento generalizado de las empresas en dólares

Este panorama de la economía interna contrasta con un sorprendente, por su duración, ciclo de crecimiento de la economía de los principales países desarrollados, como también con la rápida salida de las crisis que sufrieron numerosos países de menor desarrollo, entre ellos México, Brasil y el sudeste asiático.

La situación local eclosiona a fines del 2001 produciéndose el cese de pagos del estado nacional, la devaluación de la moneda local, la pesificación asimétrica de los depósitos financieros, el control de cambios, las retenciones a las exportaciones, el congelamiento de tarifas, aumentos de salarios nominales y subsidios a los desocupados.

Las medidas adoptadas no tuvieron inmediata repercusión en el consumo interno. La lenta recuperación de las fuentes de empleo y la falta o lenta devolución de los depósitos retenidos fueron factores decisivos en tal sentido. Asimismo se necesitó tiempo en razón del escepticismo e incertidumbre que se reflejaron en la cotización en ascenso del dólar. El dinero tardó en volver al sistema bancario mientras que los ahorristas se volcaban a la compra de la moneda extranjera.

La recuperación de la actividad productiva se produjo primero a través del incremento de las exportaciones como consecuencia de la mayor competitividad, dependiendo la rapidez de tal recuperación de la mezcla de comercialización entre mercado interno y externo de cada empresa. La posibilidad de sustitución de productos de importación fue abordada en forma generalizada. Otro tema fue la inmediata necesidad de resolver el problema del endeudamiento y su posible pesificación en un marco en el cual el crédito estuvo ausente. Si bien las mejoras en el inicio aparecen en las actividades vinculadas al mercado exportador y de sustitución de importaciones, poco a poco se extienden al resto de la economía

En general es a partir de los años 2004 y 2005 cuando la recuperación se refleja en crecimiento. Varios factores confluyen: una menor incertidumbre en el aspecto político económico, coyunturas favorables como el incremento de los precios internacionales de los princi-



pales productos de exportación, que supone el recupero de los términos del intercambio y la existencia de capacidad instalada, que permaneció ociosa en los años de recesión.

Hacia finales del período bajo análisis aparecen dos factores limitativos del crecimiento: la incipiente inflación y la inadecuada política energética, que han afectado los costos y la planificación de las inversiones empresarias.

El contexto económico descripto influyó sin duda en todas las empresas de la muestra, pero en forma distinta según el sector, según la vinculación con el mercado externo o con su relación con sectores de rápida recuperación como el de la construcción. Por ello se efectúa una descripción del contexto de cada sector sobre la base del resumen de las memorias de cada una de las empresas estudiadas (Anexo I).

Se advierte que la contabilidad ha sido un factor orientador en un contexto tan enrarecido y las decisiones tomadas -reducción de la estructura de costos, refinanciaciones extrajudiciales y concursos preventivos- tendieron a operar como un elemento protector de la incipiente recuperación, cimentando las bases del posterior recupero de utilidades y el crecimiento empresario.

3. ELABORACIÓN DE INDICADORES RELEVANTES

La realidad empresarial se refleja tanto en su situación financiera como en su situación económica y éstas, a su vez, en los estados contables.

Por lo tanto, del análisis de la capacidad del ente para hacer frente a sus compromisos (situación financiera) y de su capacidad para generar ganancias (situación económica) surgirán elementos de valor para juzgar su actualidad e intentar predecir su futuro.

Los ratios elegidos para realizar este trabajo son, a juicio de los autores, los más relevantes para hacer un análisis parcial de cada una de las situaciones planteadas.

Como indicador de la situación financiera de largo plazo –o situación patrimonial- se han elegido los ratios de solvencia, de inmovilización del activo y de financiación de la inversión inmovilizada.

El ratio se *solvencia* -patrimonio neto/pasivo- determina la relación existente entre las fuentes de capital propio y ajeno. El resultado obtenido indica la cantidad de pesos aportados por los propietarios por cada peso obtenido de terceros acreedores. Un ente es más solvente en la medida que se financie más con recursos de sus propietarios que de sus acreedores. Las deudas con los acreedores tienen un vencimiento y deben ser canceladas en algún momento. Los aportes de los propietarios son, en principio, permanentes.

El ratio de *inmovilización del activo* –activo no corriente/activo total-, también conocido como inmovilización de la inversión total, debe analizarse en función de la actividad del ente ya que hay algunas que requieren, necesariamente, de inversiones muy importantes en activos fijos que se reflejarán en resultados altos para este ratio. La actividad industrial es una de ellas. Una alta inmovilización no es buena ya que le quita posibilidades a la empresa para hacer frente a necesidades imprevistas de fondos.

Se considera apropiado que sean los propietarios los que aporten los fondos necesarios para financiar los activos inmovilizados ya que aquellos son, en principio, permanentes. El ratio de *financiación de la inversión inmovilizada* –patrimonio neto/activos no corrientes- refleja justamente de donde provienen los fondos que financian este tipo de activos. Si el resultado es menor a 1 indica que hay parte de los activos inmovilizados que están financiados por pasivos, aunque el problema puede ser atenuado si estos son pasivos no corrientes. En estos casos se utiliza la fórmula de segundo grado – patrimonio neto+pasivo no corriente /activo no corriente-.



Asimismo se completó el análisis con el *ratio de mantenimiento de la inversión en bienes de uso* –altas de bienes de uso/ (bajas de bienes de uso + amortizaciones del ejercicio)- que indica en qué medida la empresa ha destinado fondos para mantener la capacidad operativa de estos bienes. Un resultado igual o mayor a 1 indica, precisamente, que esa capacidad se ha mantenido o aumentado.

Para el análisis de la situación financiera de corto plazo se seleccionaron dos ratios. El de *liquidez corriente* -activo corriente/pasivo corriente-, uno de los más utilizados a estos fines, para determinar si la empresa tiene los recursos necesarios para hacer frente a sus obligaciones de corto plazo. No puede establecerse un valor esperable para este ratio, ya que éste depende en gran medida de la actividad de la empresa. No obstante, los analistas de balances normalmente consideran que un resultado próximo a 2 es, en general, aceptable y muestra buena salud financiera.

El *ciclo de pagos* -promedio deudas comerciales/ (ventas a crédito+IVA) x 365- completa este análisis, reflejando los plazos en que se cancelan las deudas con proveedores. Su evolución a través de distintos ejercicios y su comparación con los plazos otorgados por los proveedores brindan información de importancia en el análisis financiero. Un ciclo de pagos que va aumentando a través de los ejercicios puede indicar que la empresa ha conseguido mayores plazos o que está teniendo problemas financieros para poder hacer frente a sus compromisos de corto plazo al momento de su vencimiento.

La rentabilidad fue estudiada a través de la determinación de la *rentabilidad operativa sobre ventas* –resultado operativo/ventas- que mide el porcentaje de ventas que queda como utilidad luego de considerar los ingresos y costos operativos y de la *rentabilidad neta sobre ventas* -resultado final/ventas- que mide el porcentaje de las ventas que representa el resultado del ejercicio.

Finalmente se seleccionaron los ratios de *rentabilidad del activo* y de *costo del pasivo*, necesarios para la determinación del leverage financiero o efecto palanca. De esta manera se trata de evaluar si fue conveniente para la empresa financiarse con capital ajeno.

Teniendo en cuenta que la empresa obtiene resultados utilizando sus activos, que son financiados por los propietarios y por terceros, la *rentabilidad del activo* –resultados generados por activos/promedio de activos- muestra la tasa de rentabilidad de la inversión total de empresa.

El *costo del pasivo* –resultado generado por pasivos/promedio pasivo- muestra la tasa promedio que la empresa debe afrontar por utilizar sus pasivos

Como se dijo anteriormente, para poder invertir en activos, la empresa recurre a aportes de los propietarios (sin costo) y a financiación de terceros (generalmente con costo financiero). Por lo tanto si los activos generan una rentabilidad superior al costo de los pasivos se potenciarán las ganancias de los propietarios a partir de esa diferencia. Para reflejar esta situación se utiliza el leverage –rentabilidad activo/costo del pasivo- que será favorable cuando su resultado sea mayor que uno, que indica que los propietarios incrementan su beneficio utilizando recursos de terceros, es decir obtienen recursos a un costo y los colocan en una inversión con un rendimiento mayor. Si fuera menor que 1 estaría indicando que la tasa de interés de los pasivos es superior a la tasa de rentabilidad de los activos.

El análisis descripto es válido en contextos “normales”, pues se basa en situaciones razonables: el uso de los activos genera resultados positivos y el endeudamiento tiene un costo (resultado negativo). Sin embargo el comportamiento de los resultados está condicionado por el contexto en el que se desenvuelve la empresa y en muchos casos los resultados no se manifiestan como los lógicos esperados. En estas circunstancias, los indicadores no pueden leerse de la misma manera porque ello induciría a interpretaciones erróneas.



En economías recesivas e inflacionarias, el sentido de los resultados puede invertirse: los activos pueden tener rentabilidad negativa y el uso de pasivos puede arrojar resultados positivos. En estas condiciones la lectura del efecto palanca debe efectuarse con especial cuidado y es imposible generalizar un resultado como favorable o desfavorable según que el mismo sea mayor o menor a 1.

De las posibles alternativas puede inferirse:

- a) Si la rentabilidad del activo es positiva y el resultado del uso de pasivos es negativo, el indicador será favorable cuando sea mayor a 1 y desfavorable cuando sea menor a 1.
- b) Si la rentabilidad del activo es positiva y el resultado del uso de pasivos es positivo, el indicador será siempre favorable, sin necesidad de considerar el valor absoluto del resultado.
- c) Si la rentabilidad del activo es negativa y el resultado del uso de pasivos es negativo, el indicador será siempre desfavorable, sin necesidad de considerar el valor absoluto del resultado.
- d) Si la rentabilidad del activo es negativa y el resultado del uso de pasivos es positivo, el indicador será favorable cuando sea menor a 1 y desfavorable cuando sea mayor a 1.

4. CONCLUSIONES

Realizado el análisis de los ratios descriptos en el apartado anterior, cuya síntesis se incluye en el Anexo II, se arribaron a las conclusiones que se detallan a continuación.

En cuanto a la solvencia, los resultados de las empresas concursadas muestran una declinación paulatina en los años previos al concurso preventivo y una recuperación a partir del mismo.

El ratio de inmovilización del activo no permite visualizar diferencias significativas entre las empresas que estuvieron en crisis y las demás. Esto muestra que los problemas no provienen de la estructura del activo sino de cómo están financiados.

En función, justamente, del estudio de la financiación del activo inmovilizado se obtuvieron algunas conclusiones. Con respecto al ratio de 1er. grado, las empresas que se presentaron en concurso, emitieron obligaciones negociables o negociaron una refinanciación importante de sus pasivos (Química Estrella, Solvay Indupa, Pertrak, INTA, Alpargatas, Massuh) llegaron a esos momentos con resultados, en algunos casos sensiblemente, menores a la unidad, a diferencia de casi la totalidad del resto de las empresas, cuyos resultados fueron mayores a uno, en algunos casos significativamente mayores.

Un resultado menor a 1 implica que las empresas financian la mayor parte de sus activos inmovilizados con capital ajeno.

Con respecto al ratio de 2do grado, sus resultados fueron –con una sola excepción- mayores a 1, lo que implica que si bien las empresas nombradas anteriormente financiaban la mayor parte de sus activos inmovilizados con pasivos, éstos resultaron ser no corrientes. Sin embargo, aún así tuvieron problemas financieros.

El comportamiento de la liquidez corriente es errático en cuanto a sus resultados no permitiendo ser utilizada como parámetro de predicción de las crisis ni de su evolución en los años posteriores.

Sin embargo, con respecto al ciclo de pagos, las empresas que se presentaron en concurso preventivo y las que refinanciaron sus pasivos llegan al concurso o a la refinanciación con



valores que van aumentando año a año, lo que indica las dificultades para cumplir con sus compromisos de corto plazo, normalmente operativos, en un camino que conduce a una probable cesación de pagos. También ha quedado claro que una vez que logran el concurso o la refinanciación, el ciclo de pagos baja notoriamente.

Con respecto al mantenimiento de la inversión en bienes de uso y analizando las empresas presentadas en concurso, que emitieron obligaciones negociables o refinanciaron sus pasivos, de los ejercicios previos a la exteriorización de la crisis, solamente en dos casos se logró mantener o aumentar la inversión en este tipo de bienes. En los casos restantes las altas de bienes de uso no alcanzaron a compensar las bajas y las amortizaciones. Si se considera que estos bienes se valúan al costo, las altas están expresadas en valores de los respectivos ejercicios analizados pero las bajas y amortizaciones se encuentran medidas a valores de los años en que ingresaron al patrimonio, por lo que el desfasaje se hace más notorio.

Con respecto a los ratios que miden la rentabilidad de las empresas, no se puede obtener una conclusión satisfactoria ya que fue influida notoriamente por la delicada situación que vivieron las industrias en la década del noventa. En esos años el contexto económico incidió fuerte y negativamente en la rentabilidad.

Además se debe tener en cuenta que una rentabilidad baja o negativa, sobre todo si perdura en el tiempo, repercute directamente en la situación patrimonial y financiera. Es por ello, como queda plasmado en este trabajo, que el camino hacia la crisis empresarial queda reflejado, precisamente, en los ratios que ayudan a evaluar esta situación.

Del análisis cualitativo realizado surge que las empresas concursadas no desvalorizaron sus activos fijos ni sus activos por impuesto diferido, ni antes ni después de su presentación en concurso. Esto es llamativo debido a que el inicio de un período de crisis en una empresa afecta las condiciones necesarias para su continuidad operativa. De cualquier manera, el análisis de la recuperabilidad de los activos fijos siempre ha sido un tema controvertido. La complejidad de su cálculo y su alto grado de subjetividad plantean siempre la incertidumbre acerca de su adecuada aplicación en las empresas analizadas.

A diferencia de lo anterior, las empresas que han enfrentado sus crisis con la reestructuración de sus pasivos y con la emisión de obligaciones negociables, reconocieron el problema, desvalorizando sus activos fijos y/o saldos activos por impuestos diferidos.

Finalmente las empresas no encuadradas en los párrafos anteriores, pero que tuvieron rentabilidad negativa recurrente también fueron analizadas. En este caso no se pudo obtener una conclusión homogénea ya que el comportamiento fue muy errático. Algunas reflejaron una desvalorización de sus activos fijos y de sus activos por impuesto diferido, otras sólo de estos últimos y el resto mantuvo sus valuaciones sin cambios.



ANEXO I

RESUMEN DE LAS MEMORIAS DE LAS EMPRESAS DEL SECTOR ALIMENTOS Y BEBIDAS.

Todas las empresas del sector han debido sortear en los años 2000, 2001 y 2002 (así como en los años anteriores) una de las mayores crisis económicas que afectó a todos los sectores productivos, fundamentalmente con un mercado interno recesivo y una disminución del nivel de las exportaciones a Brasil en consonancia con la disminución global de las exportaciones del sector.

Asimismo, hasta el abandono de la convertibilidad, el sector debió soportar la competencia de las importaciones.

Esta situación económica se reflejó en los resultados y afectó las cobranzas.

Las que se encontraban en una situación financiera comprometida tuvieron dificultades para competir y ello las tornó más vulnerables. Las políticas de racionalización de gastos y de resguardo en el otorgamiento de créditos fueron en este caso las más adecuadas.

RESUMEN DE LAS MEMORIAS DE LAS EMPRESAS DEL SECTOR DE LA CONSTRUCCIÓN

El año 1999 ha sido muy difícil para la economía argentina y para el sector en particular. Los efectos de la crisis internacional del tercer trimestre de 1998, la consiguiente restricción del financiamiento interno y la devaluación brasileña ocurrida durante el mes de enero de 1999 se hicieron sentir a través de una reducción de la demanda interna, con la consiguiente disminución de las ventas y una reducción monetaria de las mismas en razón de la concentración de la demanda en productos de menor valor agregado. La devaluación brasileña supuso un incremento de las importaciones que también operó como factor recesivo.

La evolución modificó su tendencia negativa a partir del segundo semestre de 2002. El abandono de la convertibilidad y la desconfianza en el sistema financiero fue un aliciente para el incremento de las inversiones en el sector. Ello redundó en un mayor nivel de actividad de las empresas pero se vio en parte opacado por la necesidad de reestructurar los pasivos (fundamentalmente financieros y dolarizados) en razón del endeudamiento de las empresas del sector y de que las ventas pasaron a estar totalmente convenidas en pesos, mientras que en ese momento el dólar (moneda del endeudamiento), llegó a superar los cuatro pesos.

La evolución positiva del sector se puede observar a través del indicador sintético de la actividad de la construcción (ISAC), el cual toma como referencia la demanda de insumos requeridos. En el año 2003 el ISAC (desestacionalizado) presentó una tendencia positiva, registrando un crecimiento del 27,2% respecto del año 2002.

A pesar del fuerte crecimiento observado, a fines del año 2003 el índice muestra valores similares a los del segundo semestre del año 2000, los cuales están aún lejos de los niveles de 1998.

La recuperación económica del país de los años 2004 y 2005 tuvo un claro exponente en el sector de la construcción que alcanza a recuperar niveles históricos.

En estos avatares económicos las empresas debieron ir adaptando su producción a la evolución de la demanda interna y externa. Consecuentemente, la política de reestructuración laboral siguió el mismo camino.



RESUMEN DE LAS MEMORIAS DE LAS EMPRESAS DEL SECTOR QUÍMICO

El nuevo gobierno argentino que asume a fines del 2001 modificó drásticamente las reglas de juego que habían regido la economía argentina desde abril de 1991, se fijó una nueva paridad entre el peso y el dólar (USD 1 = Peso 1,40) para pasar en muy poco tiempo a un esquema de flotación cambiaria sin suficientes reservas de divisas en el Banco Central para mantener la relación peso/ dólar dentro de la nueva paridad. En esas condiciones, la cotización del dólar comenzó a crecer y también lo hicieron los demás precios de la economía aunque a un ritmo mucho menor- excepto las tarifas de los servicios públicos que fueron congeladas- debido a que la devaluación provocó una abrupta caída del poder adquisitivo de la población. La recesión económica se profundizó en la primer parte del año 2002.

Las profundas divergencias entre el gobierno y el Fondo Monetario Internacional acentuaron la escasez de financiamiento externo y en gran medida impidieron el aprovechamiento de las ventajas competitivas generadas por un tipo de cambio real alto. La desconfianza de los ahorristas (afectados por las medidas de restricción de retiro de fondos) incidió negativamente en la ya importante escasez de crédito interno

En el año 2003, la economía fue acelerándose a partir del crecimiento de las exportaciones y el buen desempeño del consumo y la inversión. Tanto los sectores productivos ligados al comercio exterior (exportadores y sustitutivos de importaciones) como aquellos más relacionados con la demanda interna fueron consolidando su posición durante el año. La industria manufacturera y el sector agropecuario fueron los principales motores de crecimiento. Por otra parte, la construcción, los servicios públicos y en menor medida el comercio, adquirieron una importancia creciente como determinantes de la mejora del nivel de actividad económica.

En el plano interno, una política fiscal y monetaria prudente apuntaló la consolidación de la estabilidad de precios, incentivó el consumo y la inversión, y permitió que la devaluación del peso se convirtiera en depreciación real.

Estos resultados se lograron sin una firme recuperación del crédito bancario, porque a pesar de la baja de las tasas de interés y la liquidez de los bancos, el crédito reapareció apenas de manera tibia hacia fin de año, debido a la indefinida situación patrimonial de los bancos y a las elevadas tasas activas en relación con la capacidad de pago de la población.

En el plano externo, el bajo desempeño de la economía brasileña fue adverso para la Argentina, pero fue compensado con un importante incremento de los términos de intercambio con el resto del mundo, impulsado básicamente por los altos precios de la soja y en menor medida del petróleo. La depreciación del dólar frente al euro favoreció la posición competitiva de los productos locales en los mercados europeos, el bajo nivel de las tasas de interés internacionales incentivó el flujo de capitales hacia los mercados emergentes y la demanda de los países importadores de alimentos.

En el año 2004, en el ámbito mundial, hubo crecimiento del PBI y del comercio, los precios de las materias primas alcanzaron un alto nivel y, debido al contexto de liquidez mundial imperante, las tasas de interés permanecieron bajas. Por su parte, la economía brasileña se expandió, lo cual impulsó un crecimiento de las colocaciones argentinas en ese mercado, con particular lucimiento de las manufacturas industriales.

En el plano interno, tras el derrumbe de 2002, la economía comenzó un sostenido camino de recuperación.

Por último, dado que el sector de la construcción reacciona con mayor velocidad a los ciclos económicos; esto es, cuando la economía crece, esta actividad lo hace a una tasa muy superior al promedio, en el 2004 creció un 25,5% y recuperó el mismo nivel que tenía en el



año 2000, incrementándose, consecuentemente, las demandas de materiales necesarios para el sector.

En 2005, en el plano financiero, la economía internacional se caracterizó por presentar alta liquidez y tasas de interés todavía bajas, pese a la progresiva suba de tasas a corto plazo en Estados Unidos. Al mismo tiempo, muchos países "emergentes" generaron excedentes en la cuenta corriente de la balanza de pagos, fundamentalmente debido a la demanda sostenida de "commodities" por parte de China e India, incluyendo al petróleo, y eso les permitió disminuir su endeudamiento exterior.

La economía argentina creció un 9,1% impulsada principalmente por la construcción (14,6%) y la industria (7,7%). Se trata de uno de los índices más altos del mundo, y es el tercer año consecutivo de fuertes incrementos del PBI, tras el 8,8% de 2003 y el 9% de 2004, que permitieron una recuperación luego de la recesión del 10,9 por ciento de 2002.

No obstante la evolución favorable económico-financiera, ello repercutió en forma diferenciada en las empresas analizadas en razón que una de ellas se encuentra más fuertemente vinculada al sector construcción e industria en general, mientras que la otra se dedica a la producción de productos de consumo masivo en los cuáles influyó negativamente la lenta recuperación del consumo y se vio afectada por los cambios de orientación del mismo. Por ello resulta necesario detenerse en las particularidades de cada empresa.

RESUMEN DE LAS MEMORIAS DE LAS EMPRESAS DEL SECTOR TEXTIL

Quizás ha sido el sector más afectado por la crisis de los años 90. Varios factores actuaron en forma conjunta:

1. El estado de depresión económica del país, que se grafica con la caída de la producción industrial textil y la pérdida del consumo.
2. El altísimo crecimiento de las importaciones de vestimenta en general y de calzado, en particular desde el Brasil, que absorbió más del 45% del consumo de los argentinos, sumado a la caída de las exportaciones como consecuencia del valor sostenido del peso durante la convertibilidad que quitó posibilidades competitivas a los productos nacionales. Es importante resaltar que una parte significativa de las importaciones de tejidos ha sido realizada con algodón argentino, que luego fue re-exportado a nuestro país en tela elaborada.
3. La caída de los precios del mercado interno del orden del 40%, que afectó la rentabilidad del sector, caída que no ha beneficiado a los consumidores.
4. El crecimiento del comercio desleal, tanto interno como externo. Esto no sólo afecta el tamaño disponible para el mercado institucionalizado, sino que además incrementa los costos por el aumento del riesgo de crédito de la cadena de comercialización, además de la ilegal reducción de los precios de los productos.
5. La imposibilidad de obtener fuentes de financiamiento de capital de trabajo. El estado del sector lo transformó en una inversión de riesgo para los proveedores de capital, generando un crédito escaso y caro. La indisponibilidad de crédito a tasas normales determinó, por otra parte, que las empresas recurrieran en muchos casos a mercados marginales para descuentos de cheques u otros documentos con tasas altísimas.

El año 2002, muestra en sus indicadores principales, la magnitud de una crisis sin precedentes. Las mediciones anuales del PBI señalan una caída del 10.1%, la inflación mayorista registró 117.94%, la inflación minorista 40.2%, la actividad económica se retrajo 11.1%, la pobreza llegó al 57.5% de la ciudadanía, en tanto que las necesidades básicas no pueden ser cubiertas por la cuarta parte de la población.



En lo político, el año comenzó con la designación de la asamblea legislativa de un nuevo presidente, que entre otras medidas, ordenó el cese de pagos del estado nacional, la devaluación de la moneda local, la pesificación asimétrica de los depósitos financieros, el control de cambios, las retenciones a los exportadores, el congelamiento de tarifas, aumentos de salarios nominales y subsidios a los desocupados. Ese período estuvo cargado de escepticismo, incertidumbre y volatilidad que pudieron ser controlados recién hacia fines del año.

Hacia el año 2003 la situación macroeconómica, política y social se estabilizó, luego de los sucesos de fines del 2001 y principios del 2002. La precaria estabilidad lograda en los últimos tiempos de la gestión interina del presidente Duhalde, se ha consolidado con la continuidad de la conducción económica, que ha logrado la difícil tarea de contener la inflación, la cotización del dólar, la actividad fabril, el empleo y en general, los índices económicos. Como ilustrativo de esta situación, puede mencionarse que durante el año 2003, el PBI se incrementó, la actividad industrial se recuperó, en tanto las importaciones volvieron a retomar los valores previos a la crisis, incrementándose 41,4 %. Los índices sociales, como el desempleo que bajó al 16,3 % y la conflictividad social, medida con las huelgas, también mostró importantes mejorías. Todo ello en el marco político de una transición ordenada de gobierno.

La mejoría del sector se advierte en los años 2004 y 2005 con aumentos de la facturación y resultados finales positivos revirtiendo una situación que ya reconocía una antigüedad de una década.

RESUMEN DE LAS MEMORIAS DE LAS EMPRESAS DEL SECTOR AUTOMOTRIZ

El año 2001 finalizó con la más profunda crisis político-económica que se recuerde en nuestro país.

El mercado doméstico sufrió la combinación de la caída del salario real de la población con la desaparición absoluta del crédito. Debido al riesgo de hiperinflación y la incertidumbre sobre la actualización, la comercialización en cuotas no tuvo impacto sobre las ventas.

A la disminución de ventas en el mercado interno, producto de la gran recesión, se sumaron hechos externos, fundamentalmente en razón de que los principales socios del Mercosur no lograron un acuerdo definitivo sobre la política automotriz. Por lo tanto, no se reconocieron los perjuicios de los subsidios y la devaluación del real para la industria argentina, perjuicio agravado por la amenaza de Brasil de cobrar multas a las fábricas de autos que tuvieran déficits de sus balanzas comerciales con Argentina.

Asimismo, existieron dificultades para conseguir nuevos mercados en razón de la gran competencia con otros países y por la falta de renovación de los modelos.

La autorización del gobierno a principios de 2002 para disponer de los fondos depositados en cuentas corrientes y en plazos fijos durante un período de tres meses - a los efectos de utilizarlos para la compra de automóviles- fue el único factor positivo que permitió arrimar algo de liquidez al sector.

A partir del año 2003 se inicia una recuperación por el incremento de la demanda que se mantiene en los ejercicios siguientes y que en cada empresa tuvo efectos particulares relacionados con el grado de endeudamiento y con las políticas adoptadas en tal sentido.

RESUMEN DE LAS MEMORIAS DE LAS EMPRESAS DEL SECTOR PAPEL Y CELULOSA

En los años 1999/2000 se advierte un contexto recesivo de la economía argentina, el más largo en décadas.



Este panorama de la economía interna contrasta con un sorprendente, por su duración, ciclo de crecimiento de la economía de los principales países desarrollados, como también con la rápida salida de las crisis que sufrieron numerosos países de menor desarrollo, entre ellos México, Brasil y el sudeste asiático.

En este contexto, el mercado del papel en el plano internacional, continuó su evolución favorable, presentando un leve pero sostenido incremento de precios. Paralelamente, el mercado de la celulosa muestra un fuerte incremento de precios, lo que permite entrever la consolidación de las mejoras en el precio del papel.

La mejora en las condiciones del mercado internacional de la celulosa y del papel han evitado que la caída del consumo provocara un mayor deterioro en el nivel de precios internos, pero no ha logrado trasladar sus efectos a los productores nacionales de papel.

El acuerdo de complementación al que se arribara con los productores brasileños ha sido muy importante para evitar luchas por porciones crecientes en un mercado cada vez más chico.

En los años 2000/2001 se advierte una profundización de la recesión. En efecto, todos los indicadores de nivel de actividad, tanto industriales como de consumo, de inversión, etc., han reflejado esta circunstancia.

Esto se ha reflejado en la rentabilidad de toda la actividad industrial así como en otros sectores de la economía.

El consumo de papel no ha sido una excepción, estimándose la caída promedio para todo el mercado en alrededor del 20 % hacia el final del ejercicio. Los niveles de consumo aparente han estado muy por debajo de los máximos de 1998.

A lo largo del año 2002 se profundizó la crisis de confianza que, ya durante el 2001 había provocado el cierre absoluto de las fuentes de financiación del sector público, la caída de las reservas internacionales, la caída de los depósitos bancarios que llevaron a los llamados "corralito" y "corralón", lo que implicaba el fin de la convertibilidad y la devaluación de la moneda.

La falta de reconocimiento oportuno de esa situación provocó un tremendo descontento, caos social y, finalmente, la caída del Gobierno y su reemplazo apurado sin un verdadero plan integral para enfrentar la crisis. Ello motivó la desconfianza de los actores económicos, la falta de acuerdo con los organismos multilaterales de crédito y retrasó el comienzo de la recuperación de niveles razonables de producción y empleo.

A partir de fines del año 2002 y durante el año 2003 comenzó una leve y gradual recuperación del nivel de actividad a partir de una mayor confianza generada en la sociedad y a través de una política de contención social hacia los sectores más necesitados.

La recuperación y posterior crecimiento se advierten en los años 2004 y 2005. La situación general de la economía argentina se ha ido recuperando a partir de una menor incertidumbre en el aspecto político y coyunturas favorables como el incremento de los precios internacionales de los principales productos de exportación del país y el bajo uso de la capacidad instalada industrial que dejaron varios años de recesión.

La política económica llevada adelante por el Gobierno Nacional generó un marco de estabilidad de las principales variables macroeconómicas, en particular la inflación y el tipo de cambio, lo que favoreció un crecimiento general del nivel de actividad. Dentro de este marco, el consumo nacional de papel ha mostrado signos de recuperación. Si bien las mejoras han estado concentradas principalmente en los sectores exportadores y sustitutivos de importaciones, paulatinamente van extendiéndose al resto de la economía.

La culminación exitosa del proceso de canje de la deuda soberana de la República Argentina con los acreedores privados, ha otorgado un marco de certidumbre al contexto economi-



CO.

Sin embargo, el problema energético ha afectado los costos y la planificación de las inversiones.

Se advierte en las empresas analizadas una política muy cuidada en el aspecto financiero y una constante adaptación productiva al contexto.

Se evidencia una preocupación por responder a las exigencias de la demanda y a los cambios producidos en ésta.

También se advierte que las empresas buscan resguardo en un adecuado equilibrio de integración productiva.

RESUMEN DE LAS MEMORIAS DE LAS EMPRESAS DEL SECTOR AGROPECUARIO

El año 1999 se caracterizó por diversas dificultades que afectaron seriamente el desempeño de todas las empresas fabricantes de tractores, cosechadoras e implementos para el agro. Los síntomas más evidentes fueron la caída de los precios internacionales de los productos agrícolas, la restricción del financiamiento y el encarecimiento de la tasa de interés. A eso debió agregarse la incertidumbre causada por factores políticos, lo que contribuyó a postergar decisiones de inversión, situación que perjudicó a la industria productora de bienes de capital.

En el año 2000, el país tuvo que soportar un lapso muy prolongado de retracción del consumo y de la inversión. Una disposición nacional obligó a ese tipo de empresas a ofrecer sus productos con un descuento, en busca de incentivar la inversión en esos bienes.

La amenaza de default elevó la tasa de riesgo país, encareció los tipos de interés, virtualmente hizo desaparecer el crédito y alentó temores de devaluación. Las condiciones adversas del escenario macroeconómico afectaron al sector agropecuario e impactaron de manera decisiva en su rentabilidad. Los precios internacionales de los granos se mantuvieron por debajo de los registrados en campañas identificadas como óptimas. Además, en muchos países, los gobiernos aplicaron subsidios al sector agrícola. El incremento del precio del gasoil (insumo crítico para el agro) también impactó en los costos del sector.

El colapso del sistema financiero verificado en la finalización del año 2001 con la ruptura de la cadena de pagos produjo un incremento en los niveles de incobrabilidad de los créditos, el diferimiento en la concreción de los proyectos de inversión de activo fijo previstos y severísimas restricciones financieras.

En el año 2002, la "pesificación" de las deudas y créditos internos generaron un quebranto financiero por cuanto sus acreencias fueron pesificadas pero registran compromisos con el exterior que deberán ser honrados oportunamente a la cotización del dólar vigente al momento de su cancelación. En contrapartida a lo señalado, los productores agropecuarios se vieron, en general, favorecidos por la pesificación, por cuanto arrastraban importantes niveles de endeudamiento y se les mejoraba la rentabilidad de su gestión por producir bienes con cotización internacional en dólares. Esta situación suponía una oportunidad para todos los proveedores del sector agrícola que mostrarían importantes índices de crecimiento. Así, el volumen de la cosecha gruesa marcó un nuevo record que, sumado al aumento en pesos de las cotizaciones de los cereales y a la pesificación de las deudas del sector, produjo importantes excedentes financieros en poder de los agricultores que motivó una verdadera explosión de demanda de implementos agrícolas a partir del mes de mayo.

A pesar de la inexistencia de financiación para la compra de bienes de capital, el sector de industria de maquinarias agrícolas desarrolló su política comercial a través del canje de cereales permitiendo la canalización del crédito con capital propio en un contexto de incerti-



dumbre respecto a la evolución de los precios de la economía.

En el año 2003, la actividad económica se desarrolló en un contexto de bajísima inflación, sensible apreciación del peso y baja generalizada de las tasas de interés. Gran parte de la mejora en los niveles de actividad estuvo sustentada en los excepcionales niveles de precios internacionales de la soja.

En el año 2004, la demanda mostró las mismas características expansivas que la evidenciada en el año precedente.

El año 2006 se ha caracterizado por la existencia de un tipo de cambio alto, sostenido por la permanente intervención del Banco Central.

La demanda interna de maquinarias agrícolas disminuyó como consecuencia de una sensible reducción en los márgenes de rentabilidad de los productores agropecuarios. En muchos casos esa disminución del mercado interno se vio compensada por las ventas al exterior.