

La inflación y las proyecciones de negocios

Zicari, Adrián

1 — Introducción

El resurgimiento de la inflación es un fenómeno más bien nuevo en nuestro país. Tanto es así que durante muchos años nos habíamos acostumbrado a no considerar la inflación como un factor relevante. Hasta en la universidad se había dejado de enseñar en detalle el mecanismo de ajuste por inflación en estados contables. Es por esto que hoy muchos profesionales y especialistas en finanzas no tienen un adecuado entrenamiento en el uso de herramientas de proyección de fondos en entornos inflacionarios. Este trabajo apunta a brindar elementos de trabajo que permitan subsanar esa dificultad.

2 — ¿Qué es realmente la inflación?

Más allá de las polémicas acerca del actual nivel de inflación real en Argentina, es bueno aclarar algunas ideas al respecto. Esta es, por definición, un incremento general y sostenido en el nivel de precios. En otras palabras, la inflación no es un incremento puntual de un cierto precio (por ejemplo, aumenta el precio del maíz porque hubo una mala cosecha y consecuentemente hay menos oferta de ese cereal). Lógicamente, el aumento en precios de algunos insumos clave (un caso clásico es el petróleo) puede impulsar el aumento de otros precios, en un efecto que los economistas suelen llamar "Inflación de costos".

Tampoco la inflación consiste en un aumento de precios generalizado, por única vez. Por ejemplo, cuando en la Unión Europea se adoptó el euro como moneda común (un suceso histórico, excepcional), muchos precios anteriormente definidos en pesetas, libras, marcos y otras monedas tuvieron que ser reexpresados en euros. Como el lector se imagina, fue una oportunidad para redondear los precios para arriba. Un fenómeno análogo pasó en nuestro país hace bastantes años cuando se elevó la alícuota del IVA. Sin embargo, como se trata en estos casos de sucesos extremadamente atípicos, nadie considera que se trata de un fenómeno inflacionario "puro", que haya de por sí retroalimentado expectativas inflacionarias.

Precisamente el tema de las expectativas es muy importante para cualquier proyección de negocios. En otros países que han convivido largos años con niveles altos de inflación (por ejemplo, el Brasil de los '80), ha sido común el procedimiento de crear un índice inflacionario de referencia al cual hacían referencia el común de los contratos en ese país. Por ejemplo, una persona podía tener su sueldo y sus principales erogaciones (alquiler, cuotas de préstamos, servicios de educación, de salud) nominados según este índice inflacionario. De este modo, la gente se protegía de las variaciones producidas por la inflación, al estar atados tanto los ingresos como gran parte de los egresos al crecimiento inflacionario. En otro ejemplo, hoy Chile utiliza para su mercado inmobiliario un índice llamado Unidad de Fomento (UF), que se ajusta mensualmente por la inflación en pesos chilenos.

Ahora bien, si alguien quisiera hacer una proyección de negocios en una economía indexada (al estilo del Brasil de los '80) o en un proyecto inmobiliario en el Chile de hoy, posiblemente la inflación no sea un gran problema. Todos o gran parte de los ingresos y gastos estarán indexados, y por tanto, aunque no sepamos exactamente cuál será el nivel de inflación que finalmente haya, ello no será un problema para nuestro proyecto. Cualquiera sea el nivel de inflación, los flujos de fondos del proyecto se ajustarán automáticamente según el índice de referencia.

Sin embargo, la indexación no es lo habitual. Si bien existen y han existido en nuestro país algunos índices de ajuste por inflación, nunca hemos llegado al extremo de indexación casi total que tuvo Brasil en los ochenta. Es raro entonces que tengamos un proyecto donde una parte importante de sus ingresos y egresos estén indexados. En definitiva, tendremos que encontrar algún medio de analizar los impactos de la inflación en nuestras proyecciones de negocios.

3 — ¿Cómo se calcula la inflación?

Podríamos ahora preguntarnos cómo se calcula la inflación (suponiendo, claro está, que esta medición fuera confiable). Como la inflación mide el cambio en los precios y éstos precios son muchos (los

correspondientes a todos los productos y servicios en una economía), no queda más remedio que hacer una estimación. Esto es, un promedio ponderado del incremento de precios, según una canasta de bienes. ¿Cómo se define esa canasta de bienes? Normalmente según el perfil de consumo promedio de una familia tipo en nuestro país. Ahora bien, aquí nos encontramos con un problema: la composición de esa canasta responde a un promedio y no a la realidad de cada persona o familia. Podríamos imaginarnos una familia cuya pauta de consumo sea diferente al promedio (imaginemos por ejemplo que sea una familia vegetariana). En tal caso para esa familia un incremento del precio de la carne no implicará un aumento en su costo de vida. Naturalmente, un aumento en el precio de los vegetales significará un impacto proporcionalmente mayor para esa familia.

Vemos de este modo que lo importante de la inflación no es la medición general, sino más bien, la inflación que le corresponde a cada uno. Así, a cada persona/organización le interesa su propia inflación, esto es el aumento de los precios relevantes para su empresa o proyecto. Por ejemplo, una empresa cuyo principal insumo sea un derivado del petróleo, estará muy atenta a la variación de precio de dicho insumo, lo cual impactará mucho más en la firma que el porcentaje general de la inflación.

En definitiva, deberíamos preguntarnos cuál es nuestra propia inflación, en particular la que corresponde a nuestros precios de venta y costos. Porque no es cierto que la inflación sea un fenómeno homogéneo: los precios aumentan, pero no todos de la misma manera. Habrá entonces proyectos que ganen y proyectos que pierdan frente a la inflación. Será necesario preguntarnos cuál es el poder de negociación que tenemos en cada caso frente a clientes y proveedores. En algunos proyectos, trasladar precios al cliente será una alternativa viable, en otros casos (quizás por factores competitivos o por controles públicos), tales incrementos de precios de venta serán difíciles o imposibles. También en algunos casos, los proveedores sean fuertes (quizás por ser éstos oligopolios o monopolios) y ellos están en condiciones de imponer aumentos incluso superiores al promedio de la inflación.

Entonces, es de este modo como el factor inflacionario impacta fuertemente en nuestras proyecciones de negocios. En líneas generales, podemos decir que la inflación nos juega a favor si tenemos una posición de mercado fuerte; en cuyo caso podremos aumentar los precios sin perder volumen de ventas. Si nuestros proveedores son débiles, son muchos o no están coaligados, es posible que el incremento de nuestros costos sea menor que la inflación. En caso contrario, la inflación puede ser un factor negativo para la rentabilidad de nuestro proyecto.

4 — Metodologías de proyección

Tradicionalmente hay dos modos de proyectar flujos de fondos en un entorno inflacionario. El primer método, el más sencillo, consiste simplemente en estimar los flujos de fondos futuros a valor de hoy, tal cual haríamos si no existiera la inflación. Luego, esos flujos de fondos los descontamos a una tasa de actualización "pura", que no contenga inflación. Desde el punto de vista conceptual hay consistencia porque no estamos considerando la inflación en la proyección ni tampoco en la tasa que utilizamos para actualizar los flujos de inversión.

El otro método consiste en proyectar los flujos de fondos "insuflándole" la inflación, esto es, procurando estimar los precios de venta y costos que realmente sucederán en el futuro. Luego, esos flujos de fondos los descontamos a una tasa de actualización que incluya la inflación. Nótese que también desde el punto de vista conceptual hay consistencia: hay inflación en la proyección de flujos y la hay también en la tasa de actualización.

¿Cuál de los dos métodos es el mejor? Desde el punto de vista teórico, los dos son útiles. En la medida que haya consistencia, esto es, que considere (o no considere) la inflación en la proyección y en la tasa de actualización, no hay objeciones. El problema es más bien de orden práctico. El primer método es más sencillo, de más fácil aplicación. Aunque la proyección de fondos resulta más inexacta, porque el flujo de fondos que realmente suceda no será el que estimamos inicialmente, este enfoque es útil en entornos de baja inflación. Digamos que una empresa que proyecta una inversión en la Unión Europea posiblemente utilice este método.

El segundo método, en cambio, aunque es de más compleja implementación, resulta el más adecuado para

un entorno inflacionario como el de la Argentina actual, de inflación mediana o alta. ¿Por qué decimos que este método es más difícil? Fundamentalmente porque exige la estimación de un porcentaje de inflación, tarea difícil en nuestro entorno macroeconómico volátil.

Podríamos preguntarnos también por qué este método es más adecuado para la Argentina de hoy. Principalmente porque los precios y costos pueden aumentar en distinta proporción. En otras palabras, es necesario modelizar nuestro proyecto frente a diferentes escenarios de inflación específica, esto es frente a diferentes aumentos de precios de venta y costos.

Una práctica habitual en los proyectos de negocios consiste en la llamada sensibilización. Ésta consiste en el análisis del impacto que sufre el negocio ante el cambio de algunas variables clave. Por ejemplo, podríamos estudiar cómo repercute en la empresa una caída en sus precios de venta. También se podría ver el impacto del incremento de un insumo clave o de la caída en unidades vendidas. De este modo, el analista comprende la sensibilidad de la empresa o proyecto frente a un factor específico (por ejemplo, precio, cantidad vendida, costos, etc.). Análogamente podemos estudiar el impacto de la inflación en nuestro proyecto: estaríamos sensibilizando el proyecto frente a la variable inflacionaria.

Sería conveniente entonces, proyectar distintos escenarios inflacionarios: por ejemplo, en un caso se pueden aumentar los precios en un 10% en tanto que nuestros costos aumentan un 15%. Véase que en definitiva, lo que estamos tratando de hacer aquí es explorar el impacto de la "brecha" inflacionaria, esto es, la diferencia entre aumento de nuestros precios de venta y nuestros costos. Dicho de otro modo, en la sensibilización ante la inflación estaremos tratando de averiguar cuál es la "brecha" inflacionaria máxima que puede sobrellevar nuestro negocio sin perder dinero. Por ejemplo, en el caso anterior, podríamos llegar a estimar que esa brecha del 5% (la diferencia entre el 10% de precios y el 15% de costos) sea la máxima brecha que el proyecto pueda soportar sin entrar en zona de pérdidas. Poco importa para este cálculo el valor nominal de la inflación. Si los precios aumentan un 30% y los costos un 25%, el impacto en la empresa será igual: lo que importa aquí es el diferencial, la brecha inflacionaria.

5 — Inflación y moneda dura

Habitualmente surge la pregunta acerca de si no será conveniente hacer proyecciones en moneda dura (dólares o euros, por ejemplo). Pareciera ser que ante las variaciones del peso argentino, cualquiera de esas monedas debería representar una pauta de equilibrio y estabilidad en cualquier proyección. Aunque el dólar (y también el euro) tienen su propia inflación, ésta es muchísimo menor que la del peso argentino.

Sin embargo, esta alternativa no es recomendable. Sencillamente porque normalmente los ingresos y egresos de nuestro proyecto estarán nominados en pesos y estos no necesariamente aumenten al compás del tipo de cambio. Hemos visto, por ejemplo, períodos en los cuales la inflación aumentaba mientras el tipo de cambio permanecía más bien fijo (años 2007 y 2008) y por el contrario, etapas donde aumentos en el tipo de cambio no se vieron acompañados en el corto plazo por un aumento de la inflación (los primeros años posteriores a la devaluación del 2002). Si bien la teoría económica nos sugiere que en el largo plazo la inflación y el tipo de cambio deberían equilibrarse, nada impide que haya un desequilibrio que se sostenga por un tiempo prolongado, incluso años.

Como excepción, hacer una proyección en moneda dura tiene sentido si todos o los principales ingresos y egresos del negocio están previstos en divisas. Por ejemplo, una compañía que prevé exportar gran parte de su producción y cuyos costos corresponden principalmente a insumos importados o nominados en dólares. Por supuesto, podría haber una situación intermedia, en cuyo caso parte de la proyección será en pesos argentinos inflacionados y parte en divisas.

6 — Tasa de actualización real y nominal

Una de las costumbres que teníamos cuando la tasa de inflación era pequeña o irrelevante era la de simplificar nuestros cálculos de tasas de actualización. Supongamos por ejemplo, que la tasa de real (sin inflación) actualización para un proyecto fuera del 10%. Supongamos también que se espera una tasa de inflación pequeña, digamos del 4%. Sencillamente diríamos que la tasa nominal de actualización (incluyendo inflación) sería del 14%. Este cálculo, aunque no es del todo exacto, es razonablemente válido en entornos de poca inflación. Incluso en libros de texto norteamericanos suele verse que este cálculo se realiza así.

Sin embargo, la aritmética financiera es algo más compleja. En vez de haber hecho $0,10 + 0,04 = 0,14$ (o sea 14%), deberíamos haber hecho $(1,04 \times 1,10) - 1 = 0,144$ (o sea 14,4%). La diferencia es pequeña, y naturalmente en un entorno de inflación baja posiblemente no valga la pena hacer el cálculo exacto. La simplificación en tal caso es eficiente aunque no sea tan exacta. Pero el problema surge si tenemos un entorno de tasas de inflación más altas. Supongamos que el mismo proyecto del 10% tiene una inflación del 35%. ¿La tasa de actualización nominal será del 45%? No, será de 48,5%. El cálculo es $(1,35 \times 1,19) - 1 = 0,485$. Nótese entonces que con tasas de inflación más altas deberemos refinar el cálculo de las tasas de actualización nominales.

7 — Conclusión

Hemos procurado presentar algunas pautas conceptuales acerca de la inflación para el uso de profesionales y analistas que hacen proyecciones de negocios. Se han destacado aspectos metodológicos de la medición de inflación, herramientas de proyección con inflación y algunos aspectos puntuales, tales como el uso de moneda dura en las proyecciones y el cálculo de tasas en ambientes de alta inflación.

© Thomson Reuters