

CUADRO N° 2

Uruguay - Balance Industria Manufacturera
1980
Relaciones Porcentuales

ACTIVO

Disponibilidades	7.3
Valores negociables	1.1
Créditos	28.3
Inventarios	32.9
Otros	1.6
Total activos corrientes	71.2
Inversiones	1.3
Activo fijo neto	26.9
Otros	0.6
Total activo	100.0

PASIVO

Deudas comerciales	12.4
Deudas bancarias	21.8
Deudas financieras	1.6
Deudas fiscales	10.1
Otros	7.8
Total pasivo corriente	53.7
Deudas a largo plazo	3.7
Total de deudas	57.4
Patrimonio neto	42.6
Total pasivo	100.0

La Riqueza se

SE ha expresado que los distintos ciclos económicos presentan características particulares.

En el caso de la recesión que está atravesando la economía internacional y nuestro país, un aspecto especialmente destacable es la existencia de altas tasas de interés reales positivas.

Estos comentarios apuntan a poner de relieve algunas consecuencias de este fenómeno económico.

LA TASA DE INTERES PASIVA

La tasa de interés pasiva, es decir aquella que los bancos pagan por sus depósitos y, en particular para su compra de fondos, ha pasado en los últimos tiempos de negativa a positiva, en términos reales.

El cuadro 1 muestra la evolución de la tasa pasiva real de moneda nacional y moneda extranjera y los gráficos 1 y 2 ponen de manifiesto, en forma más expresiva, el aspecto señalado.

Para la determinación de las tasas reales se ha seguido, por parte del Banco Central del Uruguay, la siguiente metodología:

- a) Tasa real en moneda nacional
- i - f

TASAS PASIVAS REALES EN URUGUAY

Meses	AÑOS 1979	
	En moneda nacional	En moneda extranjera
Enero	-11.8	-11.9
Febrero	-22.6	-23.6
Marzo	-14.01	-16
Abril	-14.6	-13.7
Mayo	-21	-21.8
Junio	-25.2	-27.6
Julio	-21.1	-25.3
Agosto	-27.9	-33.2
Setiembre	-28.3	-35.2
Octubre	-25.6	-34.9
Noviembre	-17.5	-29.9
Diciembre	-18.7	-32.7

FUENTE: Banco Central del Uruguay

ración medida por el índice de precios al consumo.

b) Tasa real de los depósitos en moneda extranjera

FUENTE: R. Pascale. "Comportamiento financiero de la industria manufacturera uruguaya 1977-1980". BCU, 1982.

$1 + i$
 donde:
 i = tasa de interés real de los depósitos
 i = tasa de interés nominal
 f = tasa de inflación del periodo de la ope-

$(ie + d + ie \times d) - 1$
 $i^* = \frac{\quad}{1 + f}$
 donde:
 ie = tasa de interés en moneda extranjera
 d = tasa de devaluación del periodo de la operación.

(Las tasas reales calculadas a noventa días luego se analizan.)

La información presentada pone de manifiesto que en 1979, tanto los depósitos en moneda nacional como en moneda extranjera rendían tasas reales negativas. En el caso de moneda extranjera su valor más expresivo superó el 35% negativo y en moneda nacional, sobreponen en algún caso el 28% negativo.

Durante 1980, la tendencia de tasas negativas de 1979, comienza a revertirse y termina 1980 con tasas positivas reales tanto en moneda nacional como en moneda extranjera. A diciembre de 1980 la tasa real pasiva en moneda nacional llegaba a más del 17% positiva, y en moneda extranjera al 10,6%, también positiva.

En 1981 la tasa en moneda nacional se mantiene positiva durante todo el periodo, en tanto que la tasa en moneda extranjera, si bien se mantiene la mayor parte del año positiva, se hace negativa en algún periodo, en particular sobre el tercer trimestre.

Finalmente, en 1982, con los datos hasta mayo, la tasa se hace positiva en ambas monedas, haciendo un máximo en marzo en moneda nacional del 35,3% positivo y en moneda extranjera en el mismo mes de 24,3%.

De 1979 a 1982, la tendencia ha sido, en una visión panorámica, de tasas del 30% negativa a 30% positivas.

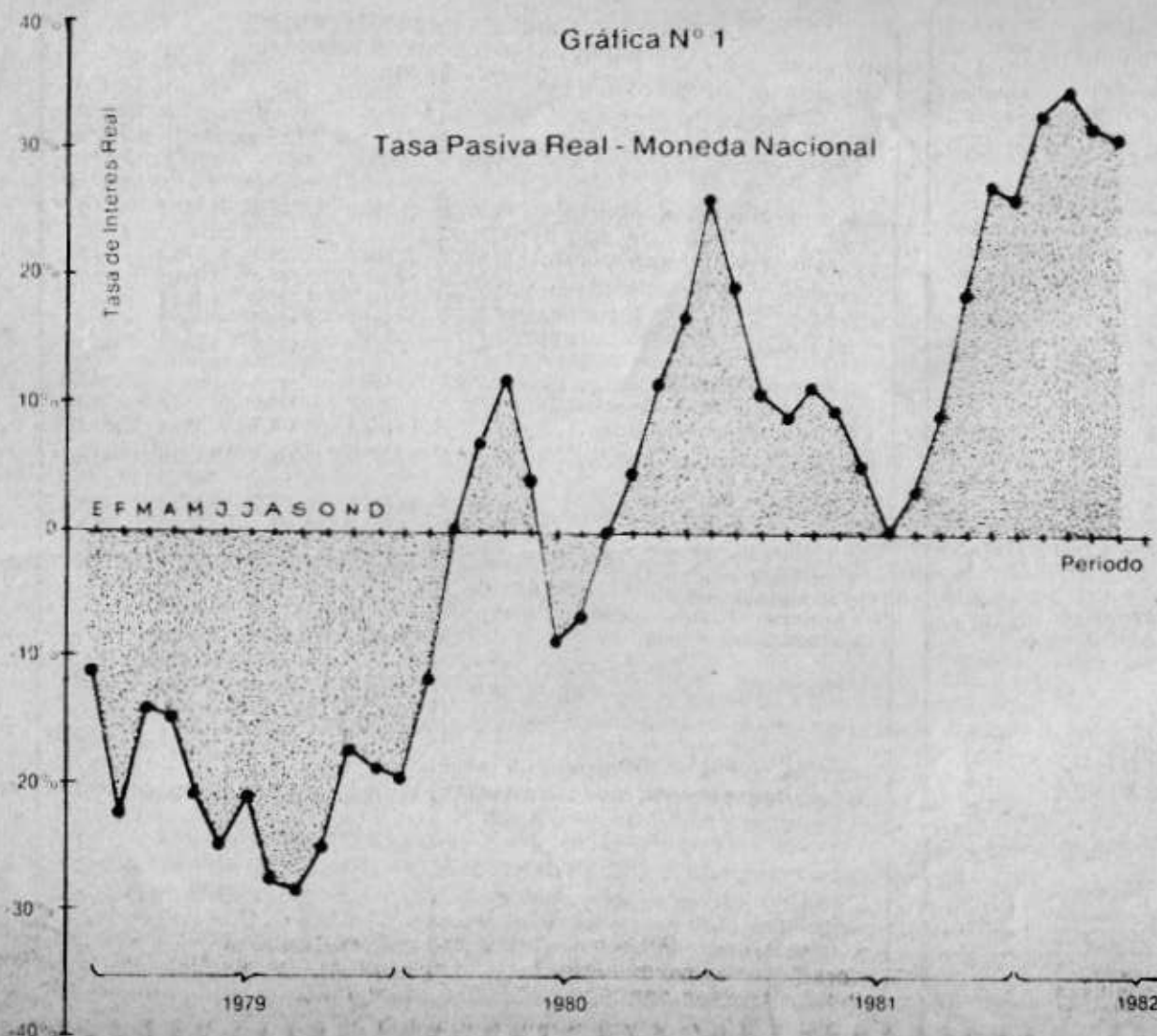
En otros términos, los depositantes de los bancos eran hacia 1979 claros perdedores de riqueza en términos reales. Por otra parte, un depositante de 1982, gana en un año un 30% de su capital inicial en términos reales, es decir eliminando la inflación o, dicho en otra forma, en términos de la cantidad de bienes y servicios que puede adquirir.

LA ESTRUCTURA FINANCIERA DE LAS EMPRESAS Y LA TASA REAL POSITIVA

La tasa de interés pasiva y fundamentalmente la tasa a que los bancos compran fon-

Gráfica N° 1

Tasa Pasiva Real - Moneda Nacional



Transfiere

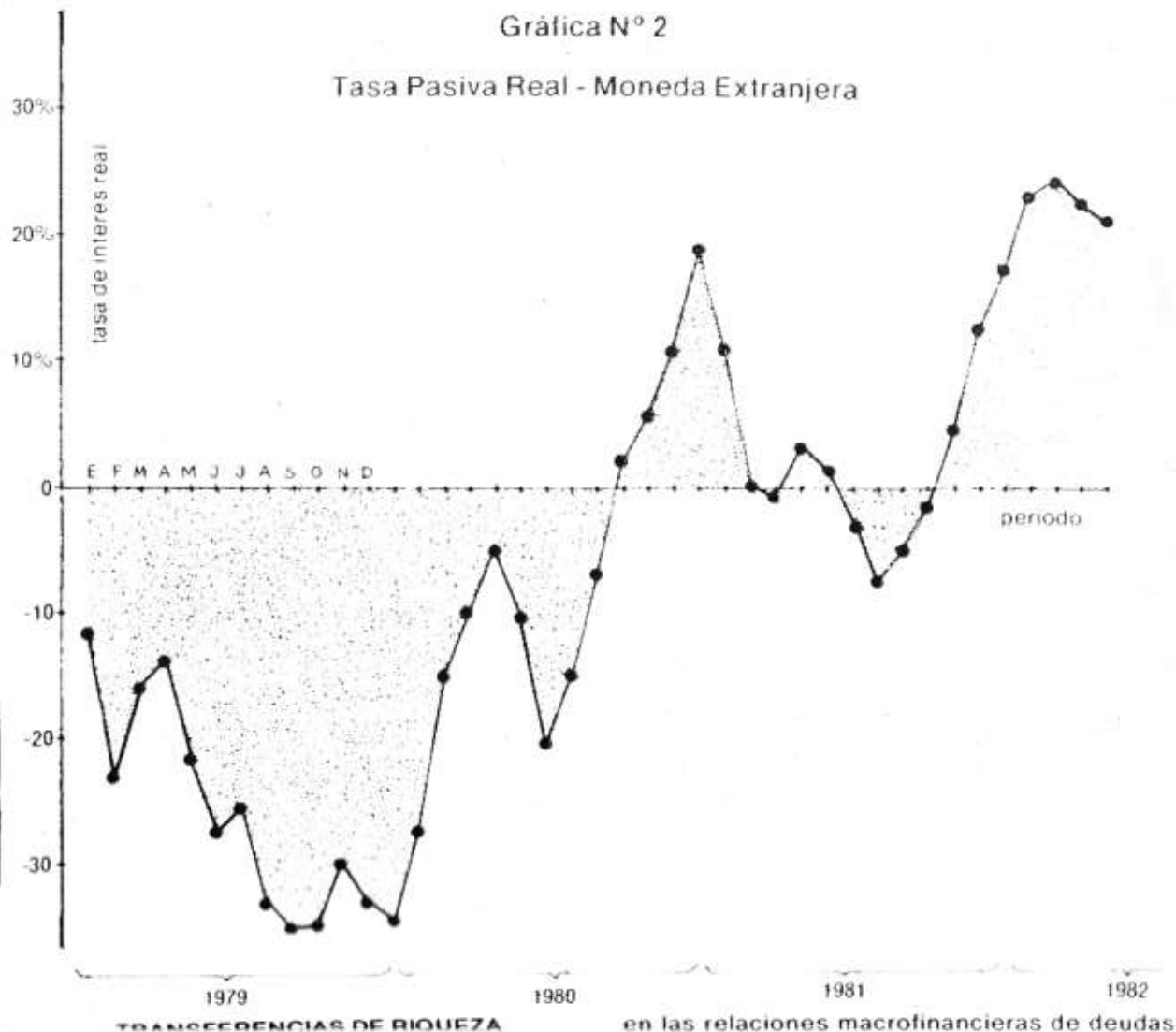
CUADRO N° 1
CUAY EN MONEDA NACIONAL Y EXTRANJERA
(en %)

1980		1981		1982	
moneda nacional	En moneda extranjera	En moneda nacional	En moneda extranjera	En moneda nacional	En moneda extranjera
19.9	-34.2	26.2	18.8	26.1	17.3
11.9	-27.4	19.7	10.8	33	23
0.4	-15.3	10.7	0.2	35.3	24.3
7.2	-9.9	9.6	-0.3	32.1	22.4
11.9	-5	11.7	3.8	31.1	21.5
4	-10.1	9.9	1.9		
-8.8	-20.5	5.5	-2.4		
-7.1	-14.9	0.3	-7.8		
-0.5	-7	3.6	-4.7		
4.5	1.9	9.3	-1.6		
11.9	5.8	18.6	4.2		
17.17	10.6	27.4	12.4		

dos, es un componente muy importante para la fijación de la tasa activa de interés, ésta es, la que los bancos cobran a sus clientes por sus préstamos.

Gráfica N° 2

Tasa Pasiva Real - Moneda Extranjera



préstamos.

Esta tasa que en la mayor parte del año 1979 era negativa, llegando a -17% en moneda nacional y -32% en moneda extranjera, pasa a ser fuertemente positiva en 1982 en un entorno del 40% en moneda nacional y del 27% en moneda extranjera.

La importancia de esas tasas reales activas positivas sobre la empresa depende, en buena medida, de la estructura financiera de ellas, en especial, del nivel de endeudamiento.

En el cuadro N° 2, se expone el balance para el promedio de la industria manufacturera uruguaya hacia 1980.

No es el objetivo de estas notas efectuar un análisis de la estructura de activos y financiera de la industria manufacturera, lo que permitiría muchos comentarios y deberíamos acudir a otros elementos.

Básicamente del cuadro queremos extraer las siguientes consideraciones:

a) En promedio, hacia 1980, la industria manufacturera uruguaya financiaba de cada \$ 100 de activos \$ 57,4 con deuda y \$ 42,6 con fondos propios. Años atrás esa relación era más aguda y es probable que hoy también lo sea.

b) El endeudamiento a corto plazo es la porción más importante. De aquellos \$ 57,4 de deudas, \$ 53,7 eran a corto plazo y \$ 3,7 eran deudas a largo plazo.

c) Las deudas bancarias y financieras eran \$ 23,4 en esas deudas de \$ 57,4.

El balance de la industria manufacturera americana que se presenta en el cuadro N° 3, a efectos ilustrativos, muestra marcadas diferencias:

a) el endeudamiento total es menor: 51%

b) el endeudamiento a corto plazo es el 26,6% y el de largo plazo el 24,5%. Dicho en otros términos casi la mitad de las deudas son a corto plazo.

c) Las deudas bancarias superan ligeramente el 8% de los activos.

Con una estructura financiera como muestra la industria uruguaya, básicamente endeudada a corto plazo y con gran presencia de deudas bancarias, la existencia de tasas de interés activas reales fuertemente positivas tiene una significación muy considerable y, más importante que en otros países.

TRANSFERENCIAS DE RIQUEZA

Las tasas de interés crecientes en términos reales, dada la estructura financiera de la industria uruguaya hace méritos a varios comentarios. La industria uruguaya y, esto se podría aplicar a muchos países más surgió y se desarrolló con otro esquema de tasas de interés. Ellas eran negativas o ligeramente positivas.

La industria se concibió en su estructura y en su estrategia para una determinada realidad financiera. Esta consideración se puede hacer extensiva también a otros sectores.

Ante la nueva realidad vemos transferencias de riquezas.

La riqueza económica se mueve desde aquellas empresas que obtenían sus beneficios de ventas operadas en base a créditos, a aquellas que orientan su mercado hacia los que han podido beneficiarse de las altas tasas de interés real que se pagan por sus inversiones.

En este panorama vemos una transferencia de riqueza desde nuevos perdedores hacia nuevos ganadores.

Los nuevos ganadores son los ahorristas, los tenedores de activos financieros que se benefician de las altas tasas de interés reales positivas.

Los nuevos perdedores son los deudores que deben pagar altas tasas de interés, los tenedores de activos reales como tierras, equipos, construcciones.

Este cambio es, a nuestro entender, uno de los fenómenos económicos más destacables por varias décadas en ciclos económicos.

En la coyuntura podría sostenerse que las empresas que se orienten hacia los nuevos ganadores son las que obtendrán mejor performance.

En una visión más general del problema, si los nuevos ganadores son los que ahorran y los nuevos perdedores son los que producen, cabe efectuarse la pregunta: ¿hasta cuándo podrá mantenerse este nuevo esquema?

Una posibilidad, quizás sea, con cambios muy significativos en el sistema productivo y

en las relaciones macrofinancieras de deudas y fondos propios de las unidades productivas.

Sin embargo, debemos apuntar que estos cambios cruciales, de poder producirse, requieren, entre otras cosas mucho tiempo. Y, es justamente el tiempo, lo que torna más dramática la situación.

Ricardo Pascale

CUADRO N° 3

EE.UU.: BALANCE DE LA INDUSTRIA MANUFACTURERA

1981

Relaciones Porcentuales

	%
—Caja y bancos	2.66
—Títulos y valores	2.39
—Cuentas a cobrar	15.85
—Inventarios	19.38
—Otros activos corrientes	2.88
ACTIVO CORRIENTE	43.16
—Activo fijo neto de depreciación	37.59
—Otros activos no corrientes	<u>19.25</u>
TOTAL ACTIVO	100
—Deudas bancarias	4.16
—Deudas comerciales	9.45
—Porción corriente de las deudas a largo plazo	1.08
—Otros pasivos corrientes incluyendo obligaciones fiscales	11.91
PASIVO CORRIENTE	26.6
Deuda bancaria a largo plazo	4.17
Otras deudas a largo plazo	20.39
TOTAL PASIVO	51.16
Capital y reservas	11.68
Resultados acumulados	37.16
PATRIMONIO	48.84
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	100

FUENTE: Quarterly Financial Report for Manufacturing, Mining and Trade Corporations. Fourth Quarter 1981. Publicación del 12/4/81.