

## Las Empresas Uruguayas en la Presente Coyuntura

# Cr. Pascale: "Se ha Producido un Gran Cambio de Riqueza"

Organizado por la revista especializada "Guía Financiera", se desarrolló el jueves ppdo. un foro dedicado al análisis de las "perspectivas de la empresa uruguaya en la presente coyuntura económica". En la oportunidad, las exposiciones estuvieron a cargo del Economista Carlos Steneri y del Cr. Ricardo Pascale. Por entenderlo de interés para nuestros lectores, dada la vigencia de la temática considerada y la reconocida capacidad técnica de los expositores, hemos decidido recorrer los aspectos que consideramos más trascendentes de ambas disertaciones.

EL Cr. Ricardo Pascale enfocó su disertación a la consideración de los aspectos microeconómicos relacionados con la empresa uruguaya en la presente coyuntura, a la vez que hizo sucesivos aportes derivados de su extensa experiencia en la tarea cotidiana de asesoramiento de empresas.

### TEORIA DE LA FIRMA

Explicó en primer término, que la Teoría neoclásica estudia exclusivamente variables de flujo. No toma en cuenta otro conjunto de elementos como por ejemplo: el riesgo, el tiempo y las variables de stocks.

Una empresa determinada se encuentra en una situación de equilibrio pero se ve afectada por determinados shocks que la hacen salirse de su posición inicial. Entonces esta unidad empresaria debe pensar cómo recomponer ese equilibrio. Como la empresa debe estar preparada para acomodarse a la incertidumbre, debe considerar si esa estructura de stocks era o es la adecuada en la busca del nuevo estado de equilibrio. Por eso es necesario tener presente que hay que ir adaptando stocks y flujos a esas nuevas situaciones. No se puede hacer el análisis exclusivamente en función de variables de flujo.

### MODELO

El Cr. Pascale paso luego, a exponer muy brevemente, un modelo que analiza la rentabilidad del patrimonio como

la norma, f) reducir la dependencia de los bancos, g) aumentar la cooperación entre empresas, en lugar de incentivar un nivel de competencia despiadado que conduce necesariamente, a la absorción de unas por otras.

### ESTRATEGIA DE MOVILIDAD FINANCIERA

Como ya había expresado, el disertante hizo hincapié en la necesidad de que la empresa esté dotada para enfrentar lo inesperado. En ese sentido explicó, es fundamental tener la información que se necesita en el momento y en el lugar que se la requiere. Luego se refirió a una estrategia de planificación dinámica. Definió entonces a la movilidad financiera como la capacidad de la firma de influir en el tipo de cambio de sus recursos económicos y, por lo tanto, determinar las proporciones de los recursos en un momento dado.

La Estrategia de movilidad financiera se compone de: a) maximización del recurso tiempo y la utilización de análisis de contingencia (que pasa si, etc), considerando los principios riesgos, por ejemplo: demanda, liquidez, tipo de cambio, etc., b) inventario de los recursos de la movilidad. Se deben confeccionar estados de los recursos de la movilidad tomando en cuenta la magnitud, condiciones de disponibilidad, certidumbre de la disponibilidad, (si las hay dentro de un tiempo determinado), tiempo requerido para su activación. c) estrategia de respuestas, que es cuando se define, con respecto a los recursos de la movilidad, su secuencia y adecuación.

### PROBLEMAS FINANCIEROS DE HOY

En este capítulo, el Cr. Pascale procuró realizar una

enumeración de cuales eran, en su opinión, los principales problemas financieros de la empresa de nuestros días.

En primer lugar ubicó el hecho de que no se sigue cumpliendo aquella regla de que a mayor riesgo mayor retorno. Prácticamente hoy día no se da que en una actividad más riesgosa al retorno sea superior a una que lo es menos. Destacó también, que se ha producido un gran cambio de riqueza. Los ganadores de antaño, aquellos poseedores de activos físicos (tierras, inmuebles, etc.) han cedido su posición privilegiada a los perdedores de antes, los ahorristas. Hoy, con tasas de interés fuertemente positivas, se ha cambiado esta posición y los que obtienen los verdaderos o mayores retornos son los que antes eran perdedores. Este es un rasgo inusual de la crisis financiera.

Luego ubicó la reducción de la tasa de inversión fija como consecuencia de los menores retornos; debilitamiento de la posición de capital de trabajo; caída de niveles de actividad y rentabilidad, capacidad de operar en condiciones de racionamiento crediticio; mayor endeudamiento; mayor importancia de los compromisos asumidos en moneda extranjera y costos del endeudamiento mayor que la rentabilidad de los activos.

Finalmente sobre este punto explicó que es una realidad muy cambiante y que depende de muchos factores como por ejemplo del tamaño de la empresa, etc.

### REHABILITACION FINANCIERA

Finalmente se refirió a las condiciones de rehabilitación financiera. La primera condición que enumeró el Cr. Pascale fue la no realización de todas las negociaciones de importancia financiera desde el punto de vista del pasivo. Eso no es correcto, no solo debe considerarse ese aspecto de la problemática de la empresa.

La segunda condición enumerada fue que la tasa de rentabilidad de los activos sea mayor o igual al costo de las deudas.

La tercera condición se refiere a la búsqueda de patrones de flujos de fondos bastante equilibrados que aseguren la viabilidad del repago.

En cuarto lugar menciona que la rehabilitación de muchas empresas solo es viable a determinadas escalas de rentabilidad y finalmente ensayar estrategias de movilidad financieras como las reseñadas anteriormente.

## Marco Macroeconómico

El Sr. Carlos Steneri se refirió fun- baja arancelaria, la variable de ajuste niveles de precios previos al "bo-

no es función de la tasa de retorno sobre la inversión en activos más la diferencia entre dicha tasa de retorno y el costo del endeudamiento por el nivel de endeudamiento. De allí surgen tres posibilidades. Si la tasa de retorno sobre la inversión activa menos el costo del endeudamiento es mayor que cero, la rentabilidad del patrimonio irá en aumento. Se mantendrá estable si aquella diferencia es igual a cero y disminuirá si la tasa de costo del endeudamiento es superior a la tasa de rentabilidad de la inversión en activos.

Concluyó este primer bloque de su exposición explicando que la primera consecuencia práctica que surge de lo expuesto es que no se debe mirar la empresa exclusivamente en términos de flujos, sino también, en términos de stocks.

### EVIDENCIA EMPIRICA

Reseñó luego algunas de las características básicas que, en su experiencia a nivel de campo, había encontrado en aquellas empresas que lograron alcanzar una mejor performance en medio de la crisis. La enumeración de características o factores incluyó: a) las empresas que mejor interpretaron la realidad, tuvieron mayores ventajas comparativas. En este tipo de situación es necesario dejar de lado los deseos y ajustarse, lo más exactamente posible, a las realidades. También es muy importante en este aspecto, el factor tiempo en la toma de decisiones. La misma decisión adoptada en períodos diferentes puede generar resultados totalmente disímiles, b) segmentación de la empresa. Los promedios no son buenos consejeros en este tipo de situación de crisis. Se ha observado que las dispersiones en torno a los promedios se hacen cada vez más marcadas. Entonces se llega a que en una empresa es viable un determinado producto o línea de producto o sector y no otro, c) cambio de estructura operativa. Esto se refiere a la estructura de costos fijos y variables que tenga la empresa.

Al respecto explicó el Cr. Pascale que cuanto mayores son los costos fijos que tiene una empresa posee mayor leverage operativo, es decir que un incremento determinado de ventas produce un incremento más que proporcional en las ganancias. En este tipo de situación muchas empresas se lanzaron a reducir costos fijos y pasaron a depender fundamentalmente de costos variables. Con ello pierden leverage operativo. Pero también disminuyen decididamente las pérdidas, en caso de que éstas se produzcan, d) priorizar la liquidez. Las empresas que dieron mayor importancia a la liquidez aún en sacrificio de rentabilidad, obtuvieron mejores resultados, e) reducción del capital de trabajo. Esto implica llevar los stocks al mínimo. Justamente esta política es opuesta a la que siguieron los empresarios uruguayos por décadas, donde el sobrestockamiento era

dicha rebaja arancelaria. Explicó en primer término que "en los últimos cinco o seis años la empresa uruguaya estuvo sometida a una serie de shocks, tanto externos como internos". Para su análisis los separó por procedencia.

**EXTERNOS:** "Dentro de los factores externos habría reconocer el comportamiento errático de la economía Argentina en el período 1978/79 y las variaciones sustanciales del poder adquisitivo del dólar. Ambos factores determinaron una presión alcista sobre los precios internos. De esta forma la inflación uruguaya fue menor que la argentina y se generaron tasas reales negativas.

Posteriormente —señaló Steneri— se produjeron efectos contrarios. El dólar se fortaleció y Argentina cambió de política cambiaria. Entonces Uruguay pasó a recibir deflación. De esta forma los precios internos se volvieron caros para los argentinos y se diluyó lo que se llamó "demanda agregada". Concluyó este bloque significando que ya en 1982 la crisis internacional adquirió ribetes excepcionales que, por ejemplo, se reflejaron en la fuerte caída de la relación de intercambio.

**INTERNOS:** "Nuestro país, en el plano interno, intentó corregir un fenómeno inflacionario y a la vez, mejorar la asignación de recursos internos a través de la rebaja arancelaria y la aplicación de la "tablita" como sistema cambiario.

Sin embargo, ambas medidas de política económica eran contradictorias y determinaron desequilibrios internos que hasta ahora se están ajustando. Con la aplicación de la rebaja arancelaria se procuró acercar a las empresas nacionales a la competencia internacional de forma de mejorar su eficiencia. Sin embargo, en una estrategia de este tipo, con re-

Peró en la experiencia uruguaya, el tipo de cambio fue fijado en forma independiente a la pauta de la rebaja arancelaria. El tipo de cambio fue fijado a través de la "tablita", utilizando el tipo de cambio como un instrumento de lucha antiinflacionario ("la política cambiaria no es el ideal para combatir la inflación"). Entonces, con la rebaja de aranceles se produjo una disminución de los precios externos y como el tipo de cambio no se ajustó, se produjo lo que normalmente se denomina atrazo cambiario. (Disminuye la capacidad de compra del dólar en términos internos y además, el aumento de los costos internos sin un ajuste del tipo de cambio hace prácticamente imposible para las empresas nacionales seguir compitiendo). Luego vino la flotación que significó un reajuste interno de las distintas variables para ubicarse en niveles de equilibrio. Se produjo entonces, un doble efecto, disminuyeron los precios en términos de dólares de los bienes no comerciables internacionalmente (por ejemplo construcción), mientras que los precios de los bienes comerciables internacionalmente, si bien no aumentaron, disminuyeron en términos de dólares sus costos, aumentando entonces, sus márgenes.

### PERSPECTIVAS

A este respecto el Ec. Steneri manifestó que para lo que queda de 1983 y para 1984, el sector exportador debería seguir un comportamiento dinámico y de mayor crecimiento; las empresas internas, al aumentar el tipo de cambio deberían mejorar su nivel de protección y pueden competir mejor incrementando su nivel de actividad.

En cambio, para los sectores de bienes no comerciables, las perspectivas son de retornar a los

te. "La situación anterior era la que implicaba un desajuste".

### ENDEUDAMIENTO

Analizadas las perspectivas en términos de nivel de actividad de la empresa uruguaya, al disertante explicó que un problema extremadamente grave que quedaría subyacente, es el del endeudamiento empresarial. Al respecto destacó que si se considera el cociente entre la deuda y el producto bruto sectorial, se tiene que para el sector agropecuario indica una relación del 64%; industria manufacturera del 45 por ciento, construcción del 31 por ciento y servicios del 6 por ciento. Esto significa que el endeudamiento del agro representa el 64 por ciento del producto bruto sectorial. Y si suponemos que esas deudas pagan un interés del 80 por ciento, llegamos a que aproximadamente el 50 por ciento del producto bruto de la agropecuaria estaría dedicado al servicio de la deuda.

Relacionando esta situación con las perspectivas antes comentadas, el disertante explicó que en el caso de la agropecuaria y la industria manufacturera, como son integrantes del sector productor de bienes comerciables, tiene mejores perspectivas de poder solucionar los problemas de endeudamiento.

Esta temática muestra también, otra faceta según las deudas sean en moneda nacional o extranjera, de un sector productor de bienes comerciables o no. En este último caso, por ejemplo el sector construcción, tiene el 82 por ciento de su endeudamiento en moneda extranjera. Entonces, como sus precios en términos de dólares caen para llegar al verdadero nivel de equilibrio y su endeudamiento es en moneda extranjera, sus posibilidades de encontrar una solución se hacen más complejas.