

URUGUAY 1973-1981:
INTERRELACION ENTRE SHOCKS FINANCIEROS Y REALES*

JAIME DE MELO**
RICARDO PASCALE***
JAMES TYBOUT****

ABSTRACT

This paper uses the financial statements of industrial firms to develop an integrated firm's eye view of the changes in the Uruguayan economy during 1973-81. In the first of three subperiods, 1973-75, real financial costs were very negative and tended to offset low returns on operating assets. During 1976-78 the dismantling of interest rate controls increased real financial costs, but other factors increased the returns on operating assets more rapidly. During 1979-81 financial costs jumped enough to more than absorb increases in gross earnings, which were probably due to Argentine demand. The rates of earning and capital formation were highest among exporters in the second subperiod, when a major export promotion program was in place. This pattern was reversed in the third subperiod, as the promotion programs were dismantled and real currency appreciation seemed to squeeze gross earnings of exportables relatively more. This unequal squeezing was probably due to redundant tariff and other protection for import-competing producers.

I. ANTECEDENTES

A. OBJETIVOS DEL TRABAJO

Desde mediados de la década de 1950 y hasta principios de la de 1970, las autoridades uruguayas persiguieron una estrategia de desarrollo de sustitución de importaciones con una intensa intervención gubernamental. En 1973 la inflación se estaba acelerando como respuesta a la monetización de un creciente déficit del sector público y el crecimiento del PGB real había alcanzado apenas un promedio anual de 0,8 por ciento para los últimos 18 años. Por estos y otros problemas, los militares tomaron el poder en junio de 1973. Y cuando se designó un nuevo equipo económico en julio de 1974, las políticas gubernamentales cambiaron por completo.

* Esta investigación se llevó a cabo como parte del proyecto del Banco Mundial denominado "Liberalización y Estabilización en el Cono Sur" (RPO 672-85). Los autores agradecen a Margarita Roldós y Kalayarat Suriyasat por su asistencia en nuestra investigación, y a un referee anónimo.

** Banco Mundial, Washington D.C.

*** Universidad de Uruguay

**** Universidad de Georgetown

Para combatir la inflación, el nuevo equipo implementó primero políticas de estabilización ortodoxas; luego adoptó una estrategia basada en el tipo de cambio. Pero desde el comienzo apuntó también a mejorar la asignación de recursos y alcanzar un crecimiento mayor, abandonando la sustitución de importaciones y desregulando la economía. Para inducir la competencia entre firmas oligopólicas se levantaron los controles de precios y las barreras comerciales. Y para aumentar la rentabilidad de las exportaciones, se eliminaron los tributos a las exportaciones tradicionales a la par que se creaban incentivos fiscales y financieros a las exportaciones no tradicionales. Junto con levantar las regulaciones a los mercados de productos se desregularizaron también los flujos de capital y las tasas de interés domésticas, y se dismantelaron progresivamente los controles a la asignación del crédito.

Frente a estas reformas la respuesta de la economía uruguaya fue casi milagrosa. El crecimiento del producto fue explosivo, las exportaciones subieron a las nubes, el sector financiero prosperó rápidamente y se aceleraron las nuevas inversiones. Pero por motivos que no se explican completamente, la economía estaba en crisis una vez más en 1982. Este trabajo observa a las empresas para ver cómo la combinación de las políticas de estabilización y de liberalización hicieron que la economía recorriera un ciclo completo en una década.

Nuestro análisis utiliza los estados financieros anuales de 69 empresas industriales para pesquisar los efectos de los cambios en el ámbito económico durante 1973-81¹. Comenzamos haciendo ajustes globales que anulan los sesgos de la inflación en los libros de cada firma. Luego, en un intento por cuantificar diversos shocks económicos y sus consecuencias sobre el sector manufacturero como un todo, estudiamos los cambios intertemporales en los balances consolidados y en las cuentas de ingreso de nuestra muestra. Por último, dividimos nuestra muestra de empresas entre productores de bienes exportables e importables para analizar si los incentivos fueron consistentes con el objetivo de una asignación eficiente de los recursos. Este ejercicio comprende numerosos test a los componentes de las corrientes de ingreso y las estructuras financieras de una submuestra *vis-à-vis* la otra.

B. LAS REFORMAS Y EL COMPORTAMIENTO MACROECONOMICO²

Para establecer la base de nuestro análisis, revisamos en primer lugar las reformas y los cambios asociados en el ambiente económico entre 1973 y 1981.

Las Reformas

Para comenzar, bajo el nuevo régimen económico las políticas fiscales cambiaron en varios aspectos. Dado que se habían retirado los controles de precios, se hizo un esfuerzo por reducir la inflación reportando los déficit presupuestarios. En 1974 fue abolido el impuesto a la renta y se reemplazó por un impuesto al valor agregado de 18 por ciento. Además se instituyeron diversos incentivos fiscales a las exportaciones durante 1975-79, pero fueron gradualmente eliminados.

¹ Este grupo de empresas incluye las más grandes de Uruguay, y representa alrededor de sesenta y cinco por ciento del empleo en la industria. En la versión completa de este estudio, se describen las correcciones por inflación, y corresponden al sistema de ajuste de "poder adquisitivo general" descrito en Tybout (1984). El grupo consolidado de firmas se obtiene sumando las entradas de las cuentas de ingreso y estados de balance de todas las firmas de la muestra. Así, la muestra consolidada es una agregación de todas las firmas en una sola unidad.

² Esta sección se deriva de Hanson y de Melo, (1985).

A comienzos de 1975 se levantaron las restricciones cuantitativas a las importaciones de bienes de capital; también se eliminaron las restricciones a otras importaciones y se redujeron los aranceles máximos. Y, a partir de diciembre de 1979 se estableció una reforma arancelaria que había de conducir a una tasa de protección uniforme de 35 por ciento en 1985. Pero para 1981 poco se había logrado en cuanto a reducir la dispersión en las tasas de protección efectiva entre sectores (Cuadro 1, columnas 6 a 8). Sólo hacia fines de 1980 se había eliminado la protección efectiva (CINVE 1983).

También fueron eliminados los grandes controles al sistema bancario y a los flujos internacionales de capital. Hasta 1974 el crédito se distribuía por reglamentos de asignación directa del crédito. Los costos ex-post de los fondos eran negativos en términos reales para quienes tenían acceso al crédito. Los techos a las tasas de interés a los depósitos fueron levantados progresivamente y finalmente eliminados en 1977. Más aún, la convertibilidad *de facto* del peso tuvo lugar en 1974, cuando los uruguayos por primera vez tuvieron libertad para comprar y vender activos denominados en moneda extranjera. Además se autorizó la entrada de nuevos bancos en 1977, por primera vez desde 1965, y en 1979 se abolieron los requisitos de reserva a los bancos comerciales.

La política cambiaria varió de manera sustancial en 1979. Hasta fines de 1978 se persiguió la estabilización de precios mediante restricción fiscal, y un tipo de cambio repante pasivo mantuvo el valor del tipo de cambio real razonablemente estable. Pero en 1979 las autoridades, frustradas con la persistencia de una inflación de 60 por ciento anual, comenzaron a tratar de estabilizar los precios frenando la tasa de devaluación según un esquema preanunciado (la *tablita*). Argentina aplicó el mismo tipo de política de estabilización hasta 1981, cuando comenzó una serie de devaluaciones grandes, asegurándose así cambios rápidos en el tipo de cambio real entre Uruguay y su principal socio comercial (Cuadro 2, columna 10).

Desempeño Macroeconómico

Las condiciones iniciales en 1973 eran pobres, ya que Uruguay estaba a punto de experimentar una gran pérdida en sus términos de intercambio (Cuadro 1, columna 2), como resultado de la combinación de precios crecientes para el petróleo y precios declinantes para la carne y la lana³. Después de que el nuevo régimen económico llegó al poder, la economía rápidamente respondió a las políticas de estabilización y a las reformas. El crecimiento industrial saltó de -0,6 por ciento en 1973 a 2,5 por ciento en 1974, y en los años siguientes a menudo excedió el 5 por ciento (Cuadro 1, columna 1). Hasta 1979, cuando los esquemas de promoción del comercio se fueron gradualmente eliminando, esta expansión fue encabezada por las exportaciones (Cuadro 2). La inversión privada como proporción del PGB comenzó una tendencia sostenida a ascender, especialmente en maquinarias y equipos, los que podían importarse libremente (Cuadro 2). La inflación bajó de 97 por ciento en 1973 a entre 40 y 70 por ciento después, a pesar de la expansión extremadamente rápida del crédito al sector privado, tanto en pesos como en dólares (Cuadro 2).

La liberalización de los controles a las tasas de interés no resultó inicialmente en altas tasas de interés reales; las tasas para el endeudamiento en pesos permanecieron negativas en términos reales hasta 1980. Endeudarse en dólares ya no estuvo controlado por el gobierno y se hizo aún más barato después de 1977. El tipo de cambio real (medido por el índice de paridad de poder adquisitivo (PPP-ER) en el Cuadro 1) comenzó a descender cuando se implementó la *tablita* en 1979. Esta caída en el tipo de cambio real coincide

³ La magnitud de este shock externo ha sido estimada en 10 por ciento del PGB promedio del período 1974 - 78 (Balassa, 1981).

CUADRO 1
INDICADORES INDUSTRIALES

Crecimiento Industrial	Precios Ind. al por mayor	Salario Real (privado)	Horas Trabajadas	Desempleo (Montevideo)	NRP	Protección Estim. ab	ERP	Impto a las Exportaciones ^c	Subsidios a las Exportaciones
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
1973	- 0.6	117.9	100.5	8.9	-	-	-	21	17
1974	2.5	86.2	100.0	8.1	-	-	-	13	18
1975	5.6	82.1	92.1	8.1	52	-	-	2	18
1976	1.9	54.6	85.2	12.9	34	-	-	1	20
1977	6.3	49.8	74.0	11.8	36	-	-	-	-
1978	5.8	40.2	71.2	10.1	25	23	-	-	-
1979	7.8	72.4	64.3	8.4	-	-	-	-	14.3 ^b
1980	3.1	51.6	60.9	7.4	36	16	-	-	13.7 ^b
1981	- 4.4	28.0	65.7	9.3	38	-	75	-	13.6 ^b

Fuente : Si no se indica otra cosa, Banco Central del Uruguay.

a/ Rama (1982) para 1975 - 1977.

b/ CINVE (1983) para 1978 - 1981.

c/ Bension y Caumont (1981).

Notas: NRP = Protección Nominal Media Implícita para ventas domésticas.

RP = Protección Excesiva.

ERP = Tasa efectiva de Protección (ventas domésticas). En 1981, la ERP media para ventas de exportación fue de 30% o.

- = No disponible.

CUADRO 2

INDICADORES MACROECONOMICOS

Crecimiento del PGB (o/o)	Términos de Intercambio	Crecimiento de Exportaciones No Tradicionales (o/o)	Invers. Privada/PGB (o/o)	Parte Corresp. Maquinaria y Equipos	Inflación (o/o)	Oferta Monetaria Real	Tasa de Endeudamiento Real Promedio	Diferencial Pesos-dólar Ex Post	Grado de Competencia con Argentina	Índice Tipo de Cambio Real (PPP - ER)
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)
1973	186,7	21,0	6,1	2,0	97,0	127,0	- 30,2	-	98,5	111,4
1974	100,0	46,5	6,4	2,4	77,2	100,0	- 21,9	-	100,0	100,0
1975	71,0	11,3	7,3	3,2	81,4	94,8	- 13,6	-	71,1	111,9
1976	68,6	76,1	8,0	4,0	50,6	110,7	- 1,5	- 3,4	99,2	118,9
1977	76,2	12,2	7,9	4,2	58,2	97,2	- 8,4	11,4	83,4	114,3
1978	82,9	8,9	8,0	4,0	44,5	108,0	3,6	25,9	105,4	111,2
1979	87,6	1,1	10,8	5,3	66,8	110,6	- 21,0	15,9	128,5	88,5
1980	69,5	- 0,3	12,4	5,5	63,5	118,0	4,5	30,8	131,0	58,6
1981	64,8	3,2	12,1	5,5	34,0	100,8	13,3	17,8	99,1	60,5

Fuente: Si no se indica otra cosa, Banco Central del Uruguay (BCU)

Cols. 2, 3 : Cámara Nacional de Comercio, p. 32.

Col. 5 : IFS

Col. 6 : BCU Cifras de Fin de Año.

Col. 7 : 1974 = 100.

Col. 8 : Cifras no publicadas del BCU. Tasas anualizadas calculadas como: $(1 + RP) / (1 + P) - 1$.

Col. 9 : Tasa anualizada computada como $(1 + RP_t) (1 + E_t + 6) - (IRD_t)$ donde $RP = 1$ - tasa de depósitos en pesos de 6 meses; $RD = 1$ - tasa de depósitos en dólares de 6 meses; $E_t + 6 =$ Tasa de devaluación para los 6 meses siguientes.

Col. 10 : Hanson y de Melo (1985, Cuadro 2) computado a partir de índices (1974 = 100) como sigue: $(CPI_a/CPI_u) ER_a$; donde $a =$ Argentina, $u =$ Uruguay.

Col. 11 : Índice del tipo de cambio nominal multiplicado por la razón de la inflación mundial (de IFS) al índice de precios al consumidor.

con una reducción del crecimiento de las exportaciones no tradicionales durante ese año y en adelante. Sin embargo, el tipo de cambio real *vis-à-vis* Argentina fue elevándose hasta 1981, reflejando el hecho que las autoridades argentinas estaban apreciando su moneda más fuertemente que sus contrapartes uruguayas (Cuadro 2). Pero con las rápidas devaluaciones de Argentina en la primavera de ese año ocurrió una reversión, que marcó el comienzo de una espiral hacia abajo de la economía uruguaya, y el fin de nuestro período muestral.

C. EL PLAN DE NUESTRO ANALISIS

Poco se sabe acerca de cómo influyeron las diversas reformas y shocks macroeconómicos sobre la rentabilidad y comportamiento del sector industrial y aún menos se sabe sobre cómo estos hechos indujeron los cambios en la rentabilidad y comportamiento de los diversos subsectores. ¿Cuáles fueron las tasas de rentabilidad de los activos operacionales de las distintas líneas de producción? ¿Cuáles fueron los incentivos implícitos para la reasignación de recursos? ¿Cómo se combinaron estas tasas de rentabilidad reales con los shocks de las tasas de interés para determinar los patrones del ingreso neto empresarial? ¿Cómo afectaron los cambios de la economía a la adquisición de activos, los niveles de endeudamiento (por monedas) y las tasas de pago de dividendos entre los diversos grupos de firmas? El propósito de este trabajo es abordar todos los puntos y así proporcionar un cuadro integrado a nivel de empresa del ajuste de Uruguay durante el período de liberalización y reforma.

Como se explicó en la introducción a estos trabajos, estos puntos se pueden analizar utilizando variables construidas a partir de los estados financieros de las empresas. (Ver la ecuación 1 y la discusión que sigue de la introducción). En el lado "real", los mercados cambiantes de trabajo, de productos y de insumos intermedios afectan la rentabilidad por la vía de los márgenes entre precio y costo y la utilización de capacidad, de modo que estas influencias pueden recogerse usando razones tales como márgenes brutos y rotación de activos. Por el lado financiero, las variaciones en la inflación, en las tasas de interés y en la disponibilidad de distintos tipos de crédito afectan la rentabilidad por la vía de los costos de mantener activos. Estas influencias pueden recogerse estudiando los costos financieros reales medios, los niveles de endeudamiento y la composición monetaria de las deudas. Finalmente, se puede estudiar el efecto de ambos tipos de shocks, reales y financieros, sobre el nuevo endeudamiento de las firmas, su pago de dividendos y adquisiciones de capital, usando las tasas de crecimiento real de las deudas, los pagos reales de dividendos por unidad de patrimonio y la nueva inversión fija real por unidad de capital existente.

A continuación, construimos en primer lugar estas razones a partir de los estados financieros de las firmas de nuestra muestra consolidada, para el período 1973-81. Esto nos permite comprobar la validez de nuestros ajustes inflacionarios comparando los resultados con las cuentas nacionales y ver qué podemos aprender acerca del desempeño global del sector industrial más allá de lo que se puede observar en las estadísticas oficiales. Luego dividimos nuestra muestra en grupos que difieren entre sí en su grado de exposición a la competencia internacional y comparamos estadísticamente entre subgrupos las trayectorias temporales del mismo conjunto de razones.

II. RESULTADOS

A. DESEMPEÑO GLOBAL DEL SECTOR INDUSTRIAL

El análisis del desempeño global del sector manufacturero se basa en la muestra consolidada corregida por la inflación⁴. Comenzamos revisando la contribución relativa a los ingresos netos de los márgenes brutos y de los gastos generales, ambos indicadores de ajustes a los shocks del sector real. En seguida examinamos el rol de los costos financieros reales y las estructuras de balance, ambos indicadores de cómo se ajustaron las empresas a los shocks inducidos por las reformas financieras. Finalmente, habiendo mostrado cómo las reformas afectaron la trayectoria de los ingresos netos, y establecido que la trayectoria generada por nuestros datos ajustados por la inflación es plausible, examinamos cómo la nueva deuda y los ingresos netos después del pago de intereses se dividieron entre nueva acumulación de activos y dividendos a accionistas.

Shocks Reales

Tanto los márgenes brutos como la rotación de activos crecen en el tiempo, reflejando ganancias globales por unidad de activo operacional crecientes (Cuadro 3, columnas 2 y 4). El año 1973 se destaca por ser especialmente malo, como se podría esperar a la luz del estado de la economía cuando tomaron el poder los militares. Para las ganancias brutas, 1980 y 1981 destacan como años estelares, lo que es consistente con el auge asociado con la alta demanda de Argentina⁵. Tal desempeño puede haber también reflejado en parte la decreciente tasa de salarios reales y un traspaso de los costos financieros (Cavallo 1977), los que estaban subiendo de modo dramático (Cuadro 2).

El otro determinante real de los ingresos son los gastos generales. Expresados como proporción de los ingresos por ventas, esta variable muestra una leve tendencia ascendente a pesar de las ventas crecientes por unidad de activos (Cuadro 3, columna 3). En consecuencia, tales costos no aparentan haber generado fluctuaciones de importancia en el retorno a los activos, al menos no en el sector manufacturero como un todo. Una interpretación de la estabilidad de esta razón es que la compensación a los gerentes aumentó más que proporcionalmente con las ventas a medida que el optimismo crecía y los ejecutivos comenzaban a recoger algunos de los frutos de la recuperación.

Shocks Financieros

¿Cómo afectaron los costos financieros a la corriente de ingresos? Luego de ajustar por los efectos de la inflación los pasivos netos reales de las empresas, el costo financiero medio por unidad de pasivo neto fue típicamente bastante negativo (Cuadro 3, columna 5). Esto fue particularmente cierto durante 1973-75, tal como sugiere la serie macroeconómica de tasas de interés reales en el Cuadro 2. Así, en el período de la reforma, y en menor medida entre 1976 y 1979, el endeudamiento generó más ingresos que costos y debe haber ayudado a contrarrestar los pobres ingresos operacionales.

⁴ Puesto que el uso de datos consolidados en esta subsección impide hacer test estadísticos, entregamos también para el lector interesado los resultados estadísticos basados en los valores medios de las razones para todas las firmas de la muestra en el cuadro A2 del apéndice.

⁵ El cuadro 1 muestra el fin de este auge en 1981, pero debido a que la mayor parte de nuestra muestra cerró sus libros de contabilidad a mitad de año, la aguda declinación del producto que sobrevino durante la segunda mitad del año no debe esperarse que aparezca en las cifras.

CUADRO 3
FUENTES DE FLUCTUACION DE LA RENTABILIDAD NETA: MUESTRA CONSOLIDADA

Tasa de Retorno Real sobre el Patrimonio Neto	Margen Bruto	Gastos Generales	Rotación de Activos	Costos Financ. Reales por unidad de deuda	Razón de Endeudamiento Total	Test Acido	Activos Externos Netos	Crecimiento de la deuda	Crecimiento de los Activos Fijos Físicos	Inversión Capital	Dividendos Patrimonio Neto
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
1973	-0,040	0,103	0,136	0,984	-0,532	0,506	-0,133	-0,203	-0,100	0,065	0,016
1974	-0,022	0,174	0,138	1,159	-0,338	0,472	-0,101	0,025	0,103	0,089	0,024
1975	0,019	0,196	0,130	1,196	-0,283	0,494	-0,152	0,107	0,042	0,067	0,022
1976	-0,013	0,206	0,150	1,155	-0,035	0,487	-0,143	-0,038	-0,013	0,088	0,036
1977	0,089	0,221	0,148	1,209	-0,140	0,512	-0,181	0,134	0,083	0,161	0,023
1978	0,077	0,223	0,149	1,170	-0,128	0,517	-0,175	0,023	0,001	0,113	0,033
1979	0,031	0,190	0,150	1,216	-0,222	0,519	-0,181	-0,150	-0,187	0,103	0,036
1980	0,045	0,243	0,153	1,255	0,038	0,518	-0,189	0,185	0,215	0,183	0,040
1981	0,007	0,301	0,157	1,251	0,160	0,509	-0,147	0,050	0,094	0,182	0,055

Definiciones: (las variables están definidas en el Cuadro 1 de la introducción y en las ecuaciones 1 y 2)

Col. 1 : G_{10} / W

Col. 2 : G_3 / G_1

Col. 3 : G_4 / G_1

Col. 4 : G_1 / A_{op}

Col. 5 : $d - (G_5 + G_9) / D$

Col. 6 : D / A

Col. 7 : $(A_1 + A_2) / (D_1 + D_2)$

Col. 8 : $(A_2 - D_2 - D_4) / A$

Col. 9 : $(D_t / D_{t-1}) - 1$

Col. 10 : I / K

Col. 11 : P / W

Los costos financieros medios descendieron en 1979, reflejando un repentino (y probablemente inesperado) aumento abrupto de la inflación. Pero de ahí en adelante se vuelven repentinamente muy positivos. (Ambos cambios reproducen fielmente los patrones de la tasa de interés real en el Cuadro 2). Este movimiento aminoró, por tanto, el crecimiento de las ganancias anotado antes, y puede haber sido responsable en parte de los crecientes márgenes entre precio y costo (como se especuló más arriba⁶).

Hasta qué punto afectaron estas fluctuaciones de los costos financieros medios a las tasas de rentabilidad neta dependió naturalmente de las razones de endeudamiento total (deuda por unidad de activo). Estas fueron sorprendentemente estables para la muestra consolidada. Pero tal como explican De Melo, Pascale y Tybout (1985), esto se debe en parte a la valoración al costo de reposición de los activos fijos físicos corregidos por la inflación y al aumento en el costo del capital relativo al nivel general de precios durante parte del período muestral⁷.

El endeudamiento externo también fue estable como proporción de los activos totales después de 1976, cuando representaba cerca de la mitad de la deuda de las empresas de la muestra. Pero no sorprende el hecho que antes de 1976 la deuda estaba siendo rápidamente traspasada de moneda doméstica a moneda externa, a medida que eran liberalizadas las entradas de capital. Hacia mediados de 1981, cuando empezaban a surgir las expectativas de una gran devaluación, el sector industrial no había reducido aún su exposición o vulnerabilidad frente al dólar. Este comportamiento fue consistente con la creencia popular de que en 1981 las entidades prestamistas estaban dispuestas sólo a renovar los préstamos denominados en dólares, y las empresas no tuvieron más alternativa que aceptar. Cualquiera haya sido el motivo, la fuerte dependencia del sector financiero respecto del dólar iba a convertirse en causa fundamental de las crisis financieras cuando por fin se produjeran las devaluaciones.

Tasas de Rentabilidad Neta

Hasta aquí hemos demostrado que los ingresos operacionales y los costos financieros se movían contrarrestándose unos a otros, de modo que las tasas de rentabilidad neta deberían ser más estables que cada uno de estos componentes. De hecho éste es el caso, aunque aún es visible alguna fluctuación de la rentabilidad neta. En 1973, a pesar de las muy pobres ganancias operacionales, la pérdida real neta del patrimonio ajustado por la inflación fue sólo -4 por ciento debido a los importantes subsidios financieros derivados del régimen de tasas de interés. A medida que estos subsidios cayeron en 1974-78, los ingresos operacionales mejoraron como para dar retornos de 9 por ciento en 1977 y 8 por ciento en 1978. Durante el período de la *tablita* (1978-81) y a pesar de ondulaciones en los ingresos brutos y en la rotación de activos hasta la primera mitad de 1981, el espectro de los costos financieros reales repentinamente positivos era suficiente como para hacer descender el ingreso neto. En 1980 y 1981 el rendimiento neto al patrimonio cayó a 5 y 0

⁶ Para que esto hubiere ocurrido, los productores tendrían que haber podido subir los precios de sus productos *vis-à-vis* los competidores externos, o reducir sus pagos reales al trabajo. Lo primero habría requerido de una sustituibilidad limitada entre los bienes domésticos y extranjeros o de protección excesiva, un tema que retomaremos más adelante.

⁷ Reemplazamos nuestro índice de precios del capital por el IPC en nuestros ajustes por inflación, y encontramos que las razones, fuera de la razón de endeudamiento total, no cambiaron mucho. Los resultados sectoriales de la sección B están basados en estos datos ajustados por el IPC, de modo que aislamos la influencia de todos los factores distintos de los precios reales de los activos físicos que aparecen en los resultados del cuadro 3.

por ciento respectivamente. En consecuencia, aun cuando las cuentas nacionales muestran el auge de la producción real durante estos últimos años del período de reforma, dicho auge no se tradujo en alta rentabilidad para el sector manufacturero⁸.

Algunas Fuentes y Usos de Fondos

En último término los ingresos industriales después del pago de interés (ingreso neto) se convierten en dividendos a los accionistas, cancelan deudas pendientes o financian nueva acumulación de activos. Por esto el último punto que abordamos es cómo se desempeñaron estas dos variables.

El crecimiento de la deuda sigue un patrón desigual. Es bastante sorprendente que a pesar del incremento de la disponibilidad real de crédito para el sector privado a través de todo el período, el crecimiento acumulado de la deuda real de la industria en el período fue insignificante (Cuadro 3, columna 7). La razón es que el nuevo crédito del sector bancario estaba canalizado hacia la alimentación del ganado, a la construcción y al auge del consumo⁹. Debido al crecimiento relativamente bajo de su deuda, la liquidez del sector manufacturero (medida según su test ácido) aumenta lenta, pero sostenidamente, a través del período¹⁰. Así, aun a pesar de que la industria alteró la composición de su estructura financiera reorientándose hacia una deuda denominada en dólares, no participó del rápido crecimiento de los fondos disponibles.

Las estadísticas oficiales muestran que la inversión creció rápidamente, en particular durante el auge de la construcción de 1979-81 (Cuadro 1). Las cifras de inversión para la muestra consolidada (expresadas como proporción de los activos fijos físicos promedio), también reflejan este movimiento, así como la alta tasa de inversión observada para 1977. Queda claro de esta serie que el período de reforma generó una recuperación de las tasas de inversión industrial, que se mantuvo aun a través del aumento de las tasas de interés y de la rápida declinación en los ingresos durante 1980-81. El comportamiento de la inversión durante 1980-1981 también confirma la hipótesis de que los industriales estaban adquiriendo maquinarias y equipos importados anticipando las ganancias de capital que ocurrirían cuando se devaluara el peso (Hanson y de Melo, 1985).

El pago de dividendos creció sostenidamente durante las reformas, alcanzando un 5 por ciento del patrimonio neto en 1981. Estos pagos fueron iguales o superiores a la tasa de retorno al patrimonio neto durante los tres últimos años de las reformas, lo que significó que era necesario un crecimiento relativamente rápido de la deuda (Cuadro 3, última columna). Así, hacia finales de las reformas, los dividendos a los accionistas representaron dinero generado con fondos prestados. En los hogares se usaron presumiblemente estos ingresos (y fondos obtenidos directamente de los bancos), para financiar el auge del consumo que tuvo lugar como participación de una devaluación (Hanson y de Melo, 1985).

⁸ Se estaba produciendo una importante transferencia desde los accionistas y los trabajadores hacia los depositantes en intermediarios financieros, los que en último término cosecharon los beneficios del mayor producto a través de sus ganancias por intereses.

⁹ Ver Hanson y de Melo, (1985). Los datos de la deuda del sector manufacturero están disponibles, a partir de 1979. Estos muestran que la razón de la deuda al valor agregado del sector manufacturero subió en 10 puntos porcentuales a 0,62 entre 1979 y 1980, pero permaneció estable en 1981, confirmando así las tendencias del cuadro 5.

B. PATRONES DE AJUSTE Y EXPOSICION A LA COMPETENCIA INTERNACIONAL

Los patrones de ajuste que revela nuestra muestra consolidada entregaron nueva evidencia sobre la interacción entre los shocks reales y financieros durante las reformas. También confirmaron que nuestro método entrega resultados conformes con otra evidencia acerca del sector industrial. Pero las cifras consolidadas ocultan las diferencias en los patrones de ajuste por subgrupos de firmas. Así, habiendo mostrado cómo pueden usarse las razones financieras para inferir el comportamiento, analizamos estas mismas razones para varias submuestras.

Clasificamos las firmas según el esquema delineado en el Cuadro 4. Primero las separamos entre empresas productivas de bienes exportables e importables, usando el criterio de si las ventas, bajo circunstancias "normales", están destinadas al mercado interno o hacia el exterior¹¹. Luego hicimos otra subdivisión entre aquéllas con protección alta y baja, concluyendo que el primer grupo debe haber sobrellevado una parte desproporcionada de los costos del ajuste a las reducciones tarifarias. También deben haber estado altamente protegidas, en primer lugar porque no estaban en la línea de las ventajas comparativas del país, y por tanto tienen que haber tenido peores resultados luego de la apertura al comercio exterior.

CUADRO 4

CLASIFICACION DE LAS EMPRESAS

	Productores de Exportables	Importables	Protección Efectiva a Ventas Domésticas	
			MIN	MAX
Exportadores	10			
Alta Protección		33	102	545
Baja Protección		26	- 17	82
Total	10	59		

Nota: Protección Efectiva Media a la Industria para Ventas Domésticas: 86%o

¹⁰ La caída en la liquidez durante 1980 refleja el aumento de la deuda real durante ese año. Nótese que en tanto la riesgosisdad por el dólar estaba aumentando, mientras el tipo de cambio real se apreciaba y se veía venir en el horizonte una maxidevaluación, los valores crecientes de los tests ácidos son indicadores engañosos de liquidez.

¹¹ En Uruguay tal clasificación es muy peligrosa, en especial durante el período que estamos analizando, debido a que el índice de tipo de cambio real con Argentina y Brasil fluctuó mucho. De hecho, cuando Argentina apreció significativamente su moneda respecto de Uruguay en 1979 y 1980, muchas firmas de importables pudieron exportar temporalmente a Argentina. Pero es plausible suponer que esta exportación se percibía como temporal, de modo que esta clasificación debe interpretarse con cautela para los años en que la competitividad con Argentina y/o Brasil fluctuó drásticamente. Más aún, dado que los conglomerados no eran importantes en Uruguay como lo eran en Chile, no clasificamos las empresas según si pertenecen o no a un conglomerado.

Esta clasificación de empresas por grado de protección está hecha sobre la base de cifras de protección efectiva que estimó el CINVE a nivel de productos para 1980¹².

Una vez más, se construyen y analizan las razones descritas en el Cuadro 3 para cada subgrupo. Pero ahora utilizamos comparaciones de las razones medias específicas por empresas (en lugar de las razones construidas a partir de los estados financieros consolidados), lo que nos permite realizar tests estadísticos de constancia a través de subgrupos y del tiempo usando un modelo de componentes de error (Para una descripción del modelo estadístico véase la introducción). Entre otras cosas testeamos formalmente:

(1): si las razones no cambian y son comunes a todos los sectores; (2): si siguen la misma trayectoria en todos los sectores y (3) si existe alguna correlación significativa entre el tamaño de la firma y la razón analizada. La totalidad de los resultados estadísticos se muestran en el Cuadro A1 del Apéndice.

Shocks Reales

Existe la creencia general de que la combinación de reformas a la política comercial y regímenes cambiarios que caracterizaron al período 1973-1981 tuvo importantes efectos sobre las variaciones específicas por sector de las tasas de rentabilidad. También se cree que los subsidios especiales a las exportaciones y los cambios de los mercados internacionales jugaron roles significativos. En esta sección comenzamos por cuantificar estos efectos mediante medias de márgenes brutos y de rotación de activos, específicas por sector.

En primer lugar consideramos la hipótesis de que el tipo de cambio sobrevalorado afectó más a los productores de bienes exportables que a los productores de bienes que competían con importaciones tanto durante 1972-75 como durante 1979-81. La creencia general es que esto ocurrió debido a que la protección excesiva a las industrias de importables las hizo invulnerables a las reducciones en el tipo de cambio real (CINVE 1983 y Cuadro 1).

Respecto de los márgenes brutos, el desempeño relativo de los productores de bienes exportables está en la línea de las expectativas hasta por lo menos 1980 (Gráfico 2.1). Sus márgenes medios fueron extremadamente pobres durante el período 1973-75 y luego subieron abruptamente durante 1976 y 1977 cuando subió el tipo de cambio real y se instituyeron varios esquemas de promoción de exportaciones. Luego, al suspenderse estos esquemas de promoción y al comenzar a apreciarse el tipo de cambio durante 1978 y 1979, los márgenes de los exportables se hicieron muy bajos una vez más. En contraste, las firmas de importables muestran una variación mucho menor y presentan claramente márgenes medios superiores. No sorprende entonces el hecho de que la diferencia entre las trayectorias de los márgenes de las firmas de exportables y de importables es significativa (apéndice, Cuadro A1).

¹² Dado que las firmas producen una variedad de productos no relacionados tecnológicamente (por ejemplo productos mixtos), resultan sesgos en la clasificación. Pero esto es de rara ocurrencia en Uruguay, donde hay un claro corte en el rango de las estimaciones de la protección efectiva para cada grupo, lo que reduce el impacto de los sesgos.

GRAFICO 1.1
TASAS DE RENTABILIDAD NETA
EXPORTABLES E IMPORTABLES (1973 a 1981)

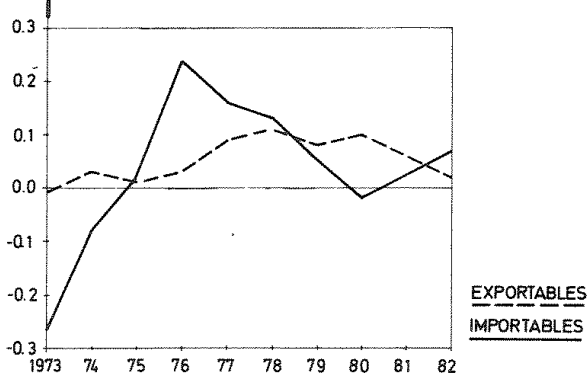


GRAFICO 1.2
TASAS DE RENTABILIDAD NETA
PROTECCION ALTA VS. BAJA (A/B) (1973 a 1981)

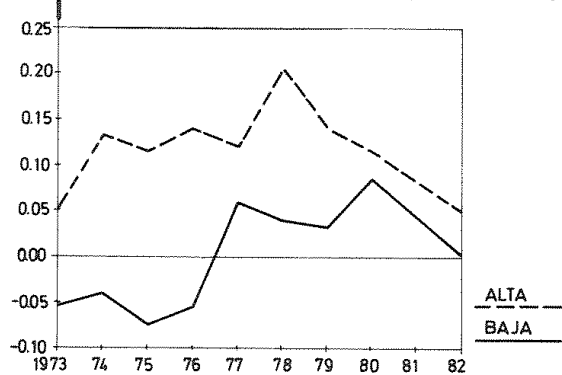


GRAFICO 2.1
MARGENES BRUTOS. EXPORTABLES
VS. IMPORTABLES (1973 a 1981)

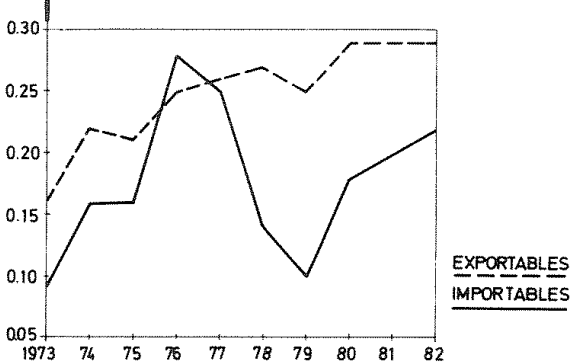


GRAFICO 2.2
MARGENES BRUTOS. PROTECCION
ALTA VS. BAJA (1973 a 1981)

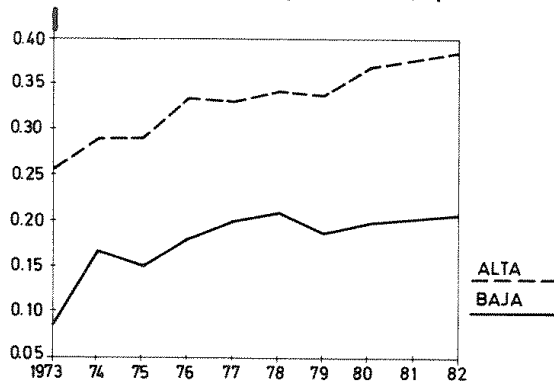


GRAFICO 3.1
ROTACION DE ACTIVOS
EXPORTABLES VS. IMPORTABLES (1973 a 1981)

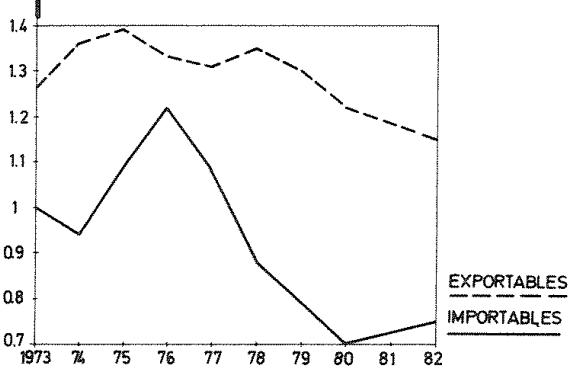


GRAFICO 3.2
ROTACION DE ACTIVOS
PROTECCION ALTA VS. BAJA (1973 a 1981)

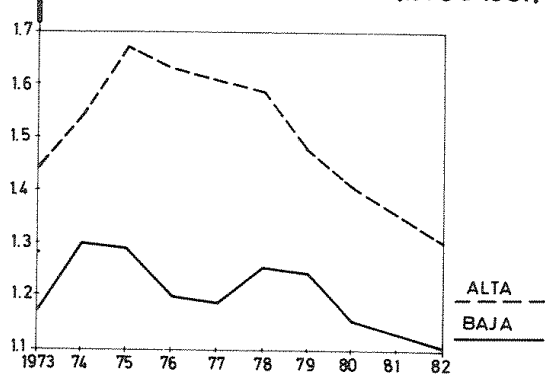


GRAFICO 4.1
GASTOS GENERALES.
EXPORTABLE VS. IMPORTABLES
(1973 a 1981)

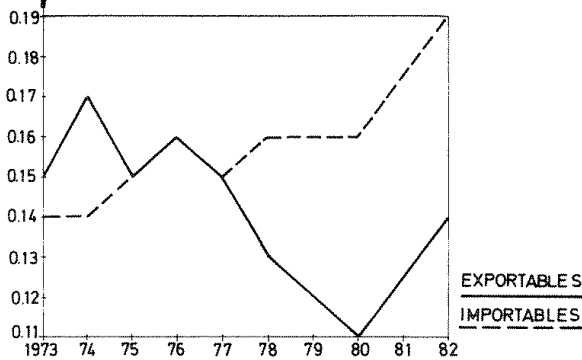


GRAFICO 4.2
GASTOS GENERALES.
PROTECCION ALTA VS. BAJA
(1973 a 1981)

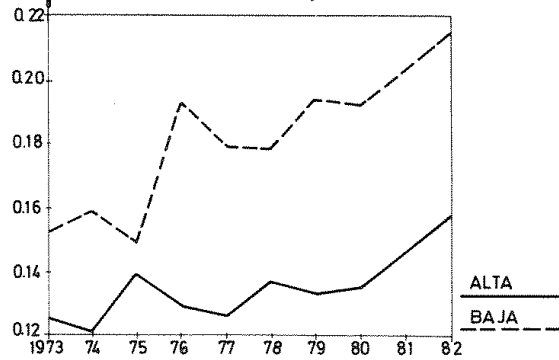


GRAFICO 5.1
COSTOS FINANCIEROS REALES MEDIOS
EXPORTABLES VS. IMPORTABLES
(1973 a 1981)

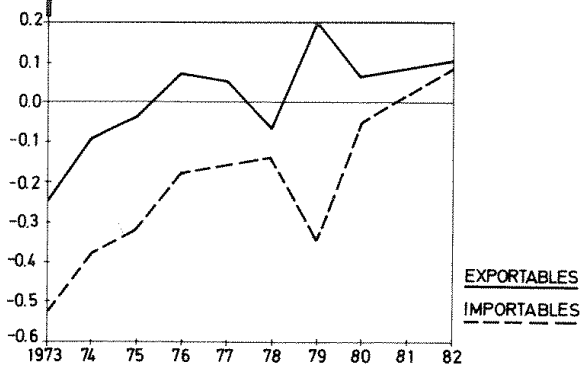


GRAFICO 5.2
COSTOS FINANCIEROS REALES MEDIOS
PROTECCION ALTA VS. BAJA
(1973 a 1981)

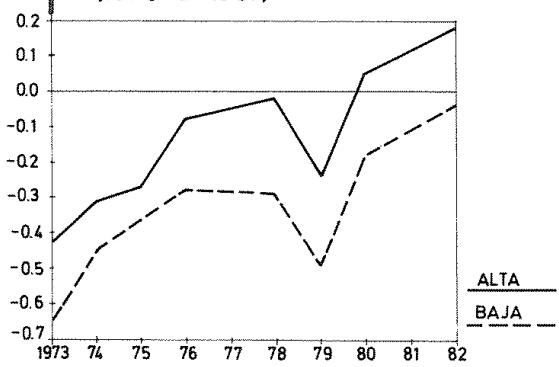


GRAFICO 6.1
ACTIVOS EXTERNOS NETOS
POR UNIDAD DE ACTIVOS
EXPORTABLES VS. IMPORTABLES
(1973 a 1981)

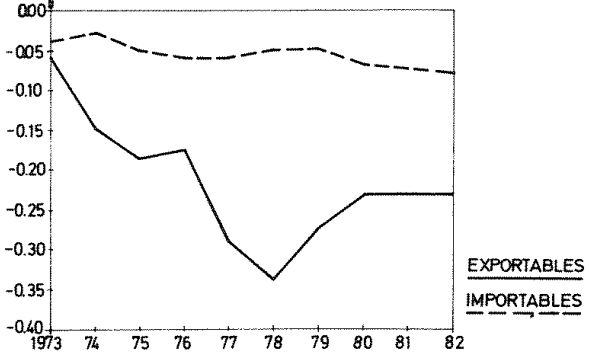


GRAFICO 6.2
ACTIVOS EXTERNOS NETOS POR UNIDAD
DE ACTIVOS. PROTECCION ALTA VS. BAJA
(1973 a 1981)

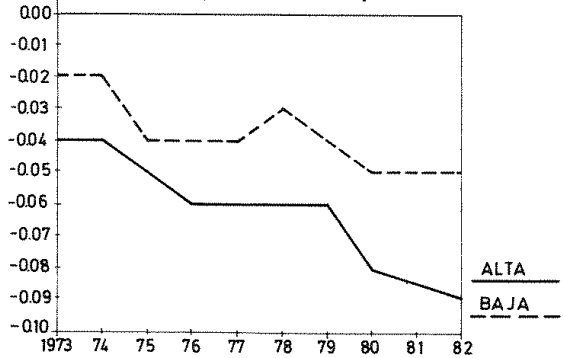


GRAFICO 7.1
RAZONES DE ENDEUDAMIENTO TOTAL
EXPORTABLES VS. IMPORTABLES
(1973 a 1981)

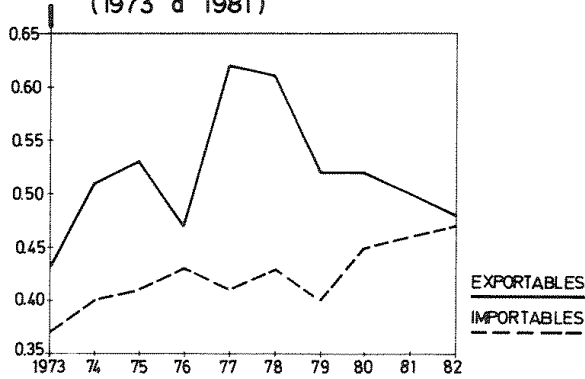


GRAFICO 7.2
RAZONES DE ENDEUDAMIENTO TOTAL
PROTECCION ALTA VS. BAJA
(1973 a 1981)

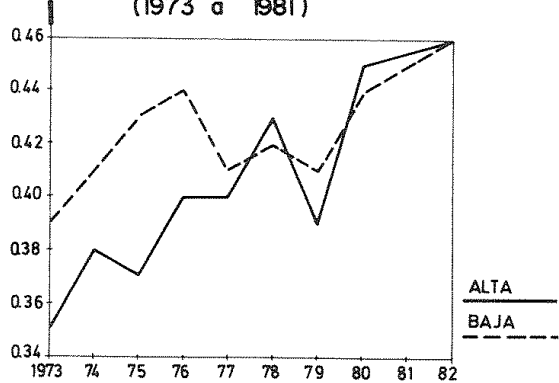


GRAFICO 8.1
CRECIMIENTO DE LA DEUDA REAL
EXPORTABLES VS. IMPORTABLES
(1973 a 1981)

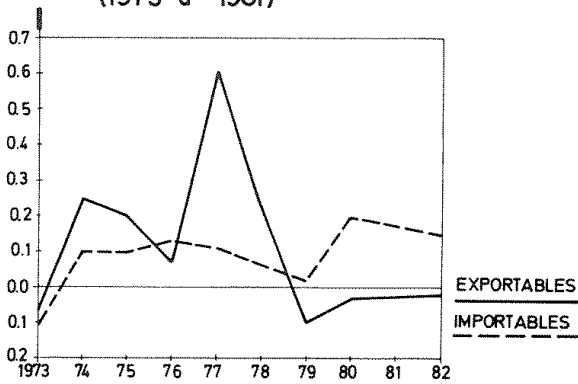


GRAFICO 8.2
CRECIMIENTO DE LA DEUDA REAL
PROTECCION ALTA VS. BAJA
(1973 a 1981)

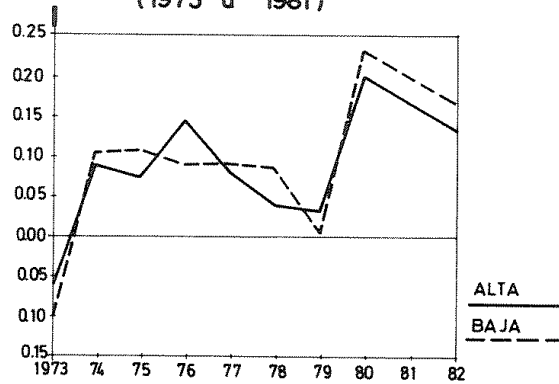


GRAFICO 9.1
TASAS REALES DE PAGO DE DIVIDENDOS
EXPORTABLES VS. IMPORTABLES
(1973 a 1981)

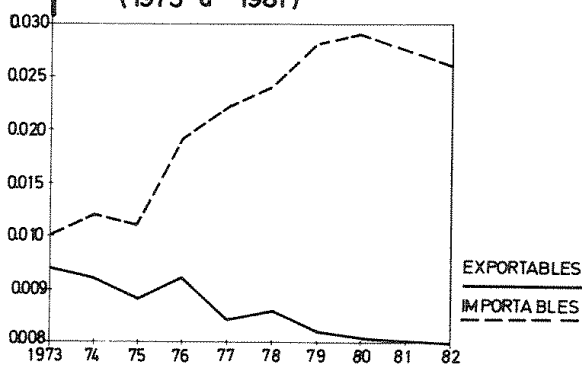


GRAFICO 9.2
TASAS REALES DE PAGO DE DIVIDENDOS
PROTECCION ALTA VS. BAJA
(1973 a 1981)

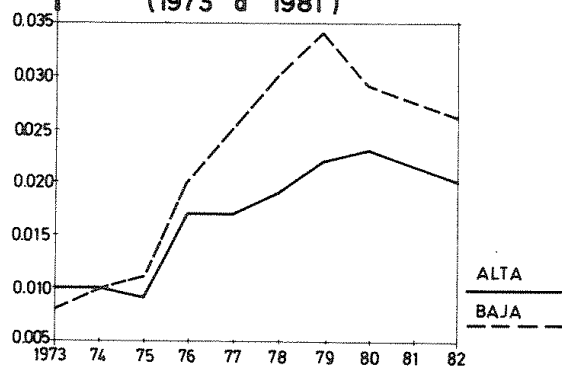


GRAFICO 10.1
INVERSION FIJA (BRUTA) POR UNIDAD
DE CAPITAL. EXPORTABLES VS. IMPORTABLES
(1973 a 1981)

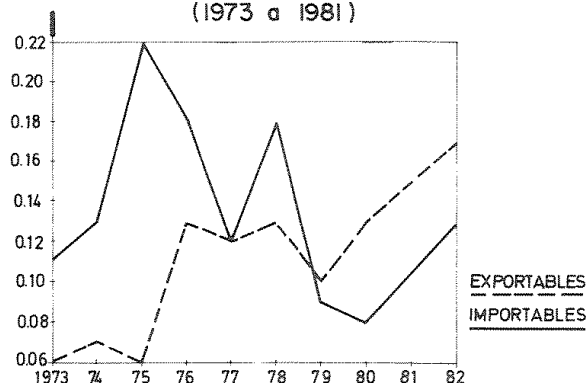


GRAFICO 10.2
INVERSION FIJA (BRUTA) POR UNIDAD
DE CAPITAL. PROTECCION ALTA VS. BAJA
(1973 a 1981)

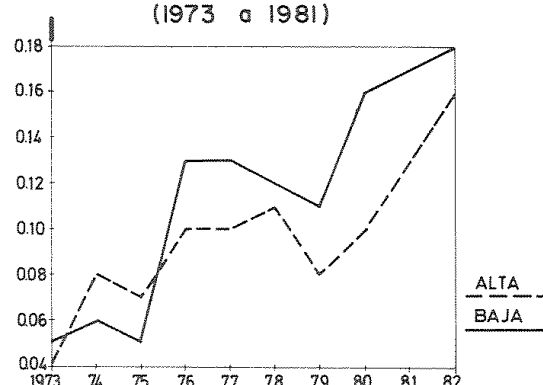


GRAFICO 11.1
TEST ACIDOS.
EXPORTABLES VS. IMPORTABLES
(1973 a 1981)

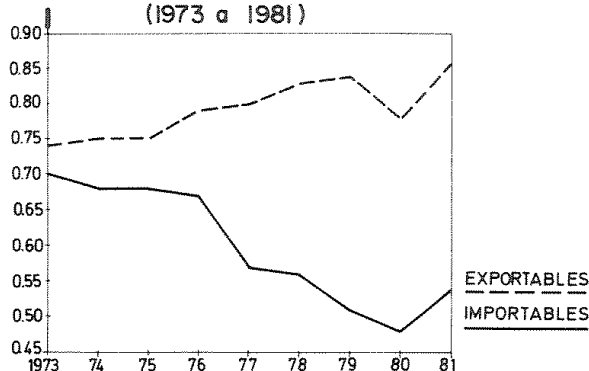
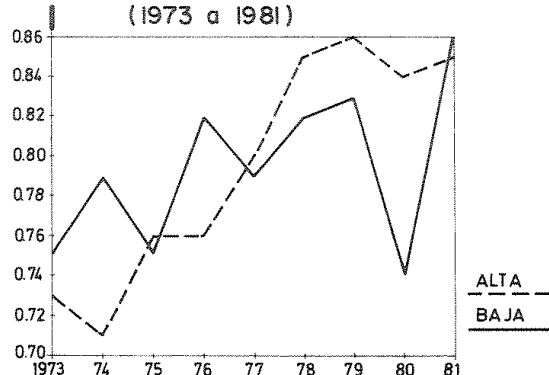


GRAFICO 11.2
TEST ACIDOS.
PROTECCION ALTA VS. BAJA
(1973 a 1981)



Los márgenes para 1980 y 1981 no parecen explicarse por el tipo de cambio real, al menos no por el dólar. A pesar del hecho de que la apreciación real se aceleró durante estos años, los exportables exhiben una recuperación dramática (si bien parcial) y los importables registran más altos márgenes que nunca. Hay dos explicaciones plausibles. Primero, y quizá la más importante, durante estos años el peso argentino se apreció respecto al peso uruguayo (Cuadro 2, columna 10), induciendo un desplazamiento importante de la demanda argentina hacia los productos uruguayos (Esto puede explicar por qué los exportables se recuperan relativamente más). Segundo, durante 1980 y 1981 los costos financieros reales de Uruguay subieron muchísimo y es posible que muchos productores hayan podido traspasar al menos parte de estos costos, ya sea a los consumidores, aumentando los precios de sus productos o hacia atrás, a los trabajadores, reduciendo los salarios reales.

Para los importables hay una asociación negativa entre tamaño y márgenes sorprendentemente fuerte. Esto no sucedió entre los exportables. Más aún, ni exportables ni importables mostraron una asociación significativa entre tamaño y márgenes ni en Chile ni en Argentina (Gálvez y Tybout 1985 y Petrei y Tybout 1985). Una explicación posible es que las empresas más grandes compiten con los productores extranjeros más directamente, un efecto que puede no observarse en los otros países porque las empresas pequeñas uruguayas son mucho más pequeñas que sus contrapartes chilenas o argentinas.

La importancia de las reformas a la política comercial se calibra mejor al dividir la muestra de los importables entre aquéllos con alta y baja protección. Los márgenes brutos de las firmas con protección baja fueron mayores que aquellos de las altamente protegidas a través de todo el período de reforma, y la brecha es notablemente constante en aproximadamente 0,15 (Gráfico 2.2). En consecuencia, tenemos una sorprendente corroboración del estudio de CINVE (1983). Las reformas a la política comercial no parecen haber presionado más a las firmas con alta protección. En otras palabras, elementos tales como precios de referencia o la protección excesiva parecen haber contrarrestado cualquier tendencia de las reducciones tarifarias a obligar a descender el precio relativo de las firmas de importables altamente protegidas *vis-à-vis* otras¹³. Sin embargo, no obstante las barreras a la competencia externa, estas empresas altamente protegidas se desempeñaron mucho peor en términos de márgenes. Es fácil imaginar por qué las autoridades no querían poner presión adicional sobre este conjunto ya débil de productores.

En principio, los altos volúmenes de ventas pueden ser contrarrestados por bajos márgenes, situación que podría esperarse de las industrias intensivas en trabajo. De modo que para comparar los desempeños de los subgrupos de firmas de diferentes industrias es necesario examinar tanto la rotación de activos como los márgenes. Las trayectorias de la rotación de activos también entregan evidencia de las fluctuaciones intertemporales del uso de capacidad cuando los precios reales de los productos son estables (o se conoce la dirección de su cambio).

Para los productores de bienes exportables, los márgenes no sólo fueron relativamente bajos, sino que las ventas por unidad de activo fueron relativamente pequeñas (Gráfico 3.1). La distinción entre las tasas de rotación de los dos sectores es significativa, al igual que las diferencias en los márgenes. De modo que las bajas tasas de rotación agravaron más que contrarrestaron los problemas por los bajos márgenes de los productores de bienes exportables. Para estos productores las tasas de rotación aumentan con los márgenes en 1977, lo que sugiere que un aumento en los precios reales de los productores explica los resultados al menos en parte. Pero en 1980 y 1981 los exportables registran tasas de rotación muy bajas a pesar de los mejores márgenes, de modo que éstos pueden haber venido mejorando en parte por menores costos laborales antes que por mejores precios de los productos y puede también haber estado cayendo algo la utilización de capacidad (El Cuadro 1 muestra un retardo en el crecimiento industrial, especialmente durante 1981).

Al igual que con los exportables, las tasas de rotación de las empresas de importables disminuyen hacia el final del período muestral. Esta caída en las tasas de rotación hacia fines del período muestral es consistente con las variaciones en el índice de horas trabajadas del Cuadro 1, también una *proxy* de la utilización de capacidad. Sin embargo, este resultado es algo desconcertante, puesto que no apareció en nuestras cifras consolidadas (Cuadro 3). La explicación a esto puede ser que las firmas pequeñas comenzaron a experimentar problemas con su rotación de activos ya en 1978, pero que las cifras consolidadas no lo reflejaron porque las firmas grandes —que tienen una ponderación mayor— estaban mejorando su rotación.

Una comparación entre los productores de bienes importables con alta y baja protección confirma que también aquí las tasas relativamente bajas de rotación agravan más que contrarrestan el impacto de sus márgenes relativamente bajos de ingresos. Así, tal como con los exportadores, los problemas de baja utilización de capacidad y diferencias peque-

¹³ Este resultado contrasta con un estudio análogo para firmas que compiten con importaciones en Chile (Gálvez y Tybout, 1985) donde al reducirse las tarifas, los márgenes para las firmas altamente protegidas cayeron mucho más violentamente que para aquéllas con baja protección.

ñas entre precio y costo hicieron descender los ingresos de las firmas que competían con importaciones y que habían comenzado el período de reforma en una posición de alta protección.

Retornando a los gastos generales unitarios, el último de los componentes del ingreso operacional, encontramos que algunos interesantes contrastes intersectoriales estaban disfrazados por nuestras cifras consolidadas estables. Específicamente, los gastos generales de los exportadores comienzan a bajar después de 1977, mientras los de los que compiten con importaciones continúan subiendo (Gráfico 4.1). Recordando que 1977 es el año cumbre para los márgenes y las tasas de rotación de los exportadores, ciertamente los gastos generales por unidad de ventas están siendo rebajados en este sector a pesar de la caída en las ventas. Esto debe haber ayudado a amortiguar el efecto de los mercados cada vez más adversos sobre estas firmas y puede estar reflejando un aumento de la eficiencia gerencial. Entre los productos altamente protegidos de bienes importables, que también tuvieron problemas de márgenes y de rotación de activos, la economía de gastos generales es similar (Gráfico 4.2).

Shocks Financieros

Antes de presentar nuestros hallazgos respecto de si el cambiante ambiente financiero afectó a los distintos subsectores de manera diferente, mencionaremos varias creencias populares. En primer lugar, se sostiene que las empresas se beneficiaron sustancialmente de los bajos costos financieros reales durante la década de 1970 y sufrieron cuando éstos desaparecieron en la década siguiente (Hanson y de Melo, 1985)¹⁴. Segundo, algunos autores han enfatizado que los productores de bienes exportables gozaron de costos particularmente bajos cuando estuvieron en vigencia los subsidios financieros especiales (1976-78) y del mismo modo tuvieron el más arduo problema de ajuste cuando coincidieron la supresión de estos subsidios y el rápido aumento de las tasas de interés reales (Mezzera, 1980). Tercero, se especula comúnmente que los exportadores optaron preferencialmente por el crédito en dólares a lo largo del período, ya que sus ingresos por ventas estaban atados al precio de los dólares. Si es cierto, este factor debería haber, en alguna medida, contrarrestado los pobres ingresos operacionales después que comenzó el período de la *tablita*.

Al igual que con las cifras consolidadas presentadas antes, la trayectoria temporal de las tasas de endeudamiento real en pesos está fielmente reproducida en las cifras desagregadas (Gráfico 5.1). Las firmas reciben al comienzo del período de reforma importantes subsidios financieros, y las tasas negativas dan paso a tasas positivas en los últimos años. Sorprendentemente, sin embargo, los productores de bienes exportables muestran haber pagado tasas *más altas* que los productores de importables. Durante la fase *pretablita* (1974-76), la deuda más fuerte en dólares de los productores de exportables podría explicar por qué los exportables tuvieron costos financieros más altos puesto que el crédito en dólares era relativamente caro en esos días. Pero tal explicación no vale para el precio con-

¹⁴ El gobierno prestó dólares a los bancos para ser convertidos en pesos y usarlos para financiar exportaciones. Los exportadores que recibían este dinero pagaban intereses que alcanzaban al 10 por ciento del préstamo en dólares, traducidos a pesos al tipo de cambio vigente al vencimiento del préstamo. Pero el capital se repagaba al tipo de cambio vigente al otorgar el préstamo, con lo que la tasa de interés real efectivo resultaba muy negativa.

tinuadamente alto que estos productores pagaron durante 1977-81. Podemos anotar sólo que estas medidas del costo financiero varían considerablemente de una firma a otra en cada submuestra, y en consecuencia, la distribución de los costos financieros entre productores de bienes exportables e importables dista mucho de ser significativa.

¿Prefirieron realmente los productores de bienes exportables el crédito en dólares?

La respuesta es afirmativa (Gráfico 6.1). Las obligaciones netas en dólares de estas empresas como proporción de los activos totales alcanzaron un increíble promedio de 0,36 en 1981, comparado con el 0,12 de las empresas de importables. Como se indica en el apéndice, claramente las firmas más grandes estaban más expuestas en dólares que las demás. Y a pesar de que esta correlación era significativa en todas las submuestras, era mucho más pronunciada para los exportadores. Podemos concluir que aunque el impacto del endeudamiento en dólares sobre los costos del crédito de los exportadores no era lo suficientemente claro como para destacar en nuestra muestra, los exportables estuvieron muy expuestos al dólar en 1981. Como ya hemos mencionado, esta exposición puede no haber sido tanto una opción de los gerentes sino una exigencia de los bancos. Cualquiera haya sido la causa, esta exposición al dólar significó que lo que las autoridades mismas del sector habían declarado promover a mediados de la década de 1970, se había transformado para 1981 en una desventaja relativa en las operaciones reales y financieras.

Tasas de Rentabilidad Neta

A pesar de las grandes variaciones de una firma a otra en los costos financieros, el ingreso neto sigue trayectorias temporales estadísticamente distintas para cada sector (Gráfico 1.1). Podemos rechazar fácilmente la hipótesis nula de que ambas trayectorias son planas y que ambos sectores siguen la misma trayectoria en el tiempo (apéndice). Puesto que los dos sectores tenían costos financieros estadísticamente indiferenciables, no sorprende el que estas tasas de rentabilidad neta parecen corresponder a cambios en factores del lado real. Nótese que el brusco aumento de los márgenes brutos y de las tasas de rotación durante el período de promoción de exportaciones (1975-78) se tradujo en utilidades sin precedentes para los exportadores. Nótese asimismo que la subsecuente caída en estos márgenes y tasas de rotación parece jugar un rol importante en hacer descender nuevamente las utilidades de los exportadores. Concluimos que el efecto combinado de los programas de promoción de exportaciones y un tipo de cambio real razonable ayudó mientras duró el buen desempeño exportador del sector manufacturero.

El patrón de los productores de bienes importables con alta y baja protección también es un aparente reflejo de las diferencias en los factores reales antes que financieros (Gráfico 1.2). Las empresas con alta protección tuvieron persistentemente peores márgenes y tasas de rotación, lo que parece traducirse directamente en ingresos netos pobres.

Algunas Fuentes y Usos de Fondos

Las tres maneras en que las empresas pueden ajustar sus flujos de caja a los cambios en los ingresos y en las expectativas son los ajustes en las tasas de endeudamiento, en las tasas de pago de dividendos y en las tasas de inversión. Una vez más se sostienen diversas teorías. Primero, que las empresas que mostraban buenos resultados no retenían gran parte de sus ingresos durante el auge de 1979-81 (Pascale 1982).

Segundo, que la inversión que sí tuvo lugar provino principalmente de los exportadores durante el período de promoción de exportaciones de 1976-78 (Hanson y de Melo 1985). Tercero, que la liberalización de los mercados financieros permitió financiar esta inversión con deuda, y las tasas de interés reales negativas durante la última parte de la década de 1970 condujeron a una rápida expansión del crédito simplemente como fuente de ingresos (de Melo y Suriyasat, 1985).

Respecto a la retención de ingresos, las firmas con mejor desempeño a mediados de la década de 1970 (los exportadores) virtualmente no estaban pagando dividendos, mientras aquellas que competían con importaciones pagaban alrededor de un tercio de sus utilidades (Gráfico 9.1). Aun cuando las firmas con alta protección pagaban un poco menos que aquellas con baja protección, que eran más rentables, este resultado pone en tela de juicio la idea de que los dividendos estaban estrechamente relacionados con los ingresos (Gráfico 9.2). De hecho en 1981, cuando las firmas altamente protegidas tuvieron cero ingreso real y las con baja protección alrededor de 5 por ciento, estos dos sectores pagaron 2 y 2,6 por ciento de su patrimonio neto respectivamente.

¿Por qué los exportadores no pagaron más durante 1976-78? Aparentemente estaban acumulando activos a gran velocidad. Tal vez inspirados por la resolución del nuevo gobierno de promover el comercio internacional y animados por las altas utilidades, registraron tasas brutas de inversión fija considerablemente más altas que las del sector de importables entre 1975 y 1978 (Gráfico 10.1). Las ganancias retenidas por sí solas eran insuficientes para financiar el crecimiento de estos y otros stocks de activos líquidos, de modo que, como a menudo se ha aseverado, el endeudamiento real de los exportables también se expandió rápidamente (Gráficos 7.1 y 8.1). Ambas variables muestran contrastes sectoriales significativos (apéndice, Cuadro A.1). Cuando cayeron las tasas de rentabilidad de los exportadores en 1979 y 1980, tanto la inversión fija como el crecimiento de la deuda real cayeron bruscamente.

Las firmas de importables se convirtieron en el sector dominante en 1979-81. Tanto aquellas firmas con alta como con baja protección registran tasas de inversión fija crecientes, a pesar de los costos de intereses cada vez mayores y en algunos casos, de ganancias inciertas. En parte porque estas empresas continuaron pagando dividendos de 2 a 3 por ciento del patrimonio neto, esta expansión significó que las deudas volvieran a crecer aceleradamente. El efecto último sobre la estructura de balance fue un marcado incremento de las razones de endeudamiento total entre las empresas de productos que competían con importaciones (Gráfico 7.1).

Conclusiones

El objetivo básico de este trabajo fue entregar una visión integrada a nivel de firma de los cambios en las condiciones económicas que ocurrieron durante las recientes reformas uruguayas. Luego de establecer que nuestro método entregaba resultados que estaban de acuerdo con lo que ya se sabía, informamos acerca de una cantidad de nuevos descubrimientos. Para comenzar, al estudiar el sector manufacturero como un todo, encontramos tres fases claras en el período de reforma de 1973 a 1981. Durante la primera fase, la tasa de rentabilidad real de los activos productivos fue más bien baja, pero gracias a que las tasas de interés reales eran altamente negativas, los industriales consiguieron sobrevivir. Durante la segunda fase, la liberalización financiera había incrementado notablemente los costos financieros; sin embargo, los ingresos operacionales se habían revertido lo suficiente como para hacer que mejoraran las tasas de rentabilidad neta. Durante la tercera fase los costos financieros reales subieron tan violentamente que ni los altos ingresos operaciona-

les (inducidos probablemente por la demanda argentina por productos uruguayos) fueron suficientes para prevenir una clara caída del rendimiento del patrimonio.

Estos patrones de ingreso no fueron uniformes entre sectores de actividad. A medida que la economía se movía hacia la segunda fase, se instituyeron varios esquemas de promoción de exportaciones, los que tuvieron un claro efecto positivo sobre los ingresos operacionales reales de los exportadores. Pero durante la tercera fase estos programas se suprimieron y las nuevas políticas antiinflacionarias tuvieron el efecto de apreciar el tipo de cambio. Los exportadores dejaron de ser el sector más rentable, a pesar de la mayor demanda argentina, y florecieron los sectores que competían con importaciones.

A lo largo de las tres fases, las empresas de importables que estaban altamente protegidas tuvieron mucho peor resultado que los otros productores de bienes importables. Este pobre desempeño se debió a los bajos márgenes brutos y tasas de rotación, los que más que contrarrestaron sus bajos gastos generales. Parece probable, por tanto, que la protección haya estado determinada en gran medida por la capacidad de cada sector de competir con sus sustitutos externos. Un hallazgo interesante es que la diferencia entre los márgenes y tasas de rotación de las empresas con alta y baja protección fue muy estable, lo que sugiere que las reformas a la política comercial —si bien muy publicitadas— tuvieron poco efecto sobre las utilidades.

Las tasas brutas de inversión fija mostraron una abrupta alza entre la primera y la segunda fase y se mantuvieron a través de la tercera, a pesar de las declinantes tasas de rentabilidad real. Así, el endeudamiento jugó un rol cada vez más importante en el financiamiento de la inversión al final del período de reforma. Tal como con otras variables, estos indicadores de desempeño exhibieron algunos contrastes intersectoriales. Durante la segunda fase, caracterizada por la promoción de exportaciones, los exportadores estaban adquiriendo bienes de capital rápidamente. Más tarde, en la tercera fase, las firmas más entusiastas con respecto a la expansión de capacidad fueron las de importables. De modo que el régimen de promoción de exportaciones, cualesquiera sean sus méritos, tuvo un efecto perceptible sobre la asignación de recursos a largo plazo del sector manufacturero. No debe sorprender entonces que el sector de bienes importables relativamente menos rentable que gozaba de alta protección haya expandido menos su capacidad que otras firmas de importables; sin embargo la distinción entre estos subgrupos no fue significativa.

Finalmente, las tasas de pago de dividendos se recuperaron desde cerca de cero en la fase primera a alrededor de 2 ó 3 por ciento del patrimonio neto en la segunda y tercera fase. En la segunda fase, esto se tradujo en aproximadamente una cuarta parte de las utilidades no excesivas. Pero hacia 1981 dichos dividendos deben haber requerido de un considerable mayor endeudamiento, dado que las utilidades eran cercanas a cero y las tasas de inversión fija continuaban sin alteraciones. (Un estudio más a fondo de los datos revela que, sin importar la fase, sólo las empresas que competían con importaciones estaban pagando dividendos significativos). Las políticas imprudentes de dividendos y de inversión, combinadas con una fuerte vulnerabilidad por deudas en dólares mantenidas por mucho tiempo, proporcionaron, así, los ingredientes para una crisis financiera cuando el período de reforma terminó con fuertes devaluaciones.

APENDICE

Test Estadígrafo

En el Cuadro A1 presentamos los resultados de estimar el modelo de componentes de error descritos en la introducción para cada razón financiera comentada en el texto.

Para la muestra agregada entregamos un conjunto de resumen de estadígrafos para exportadores versus importadores y para firmas con alta versus baja protección.

- n = número de firmas en la muestra luego de excluir las observaciones extremas.
 $\hat{\beta}$ = correlación entre la variable dependiente y el tamaño de firma.
 t = razón t para la hipótesis nula que $\beta = 0$.
 $\hat{\sigma}_\epsilon^2$ = estimación del componente de error "puro ruido"*.
 $\hat{\sigma}_v^2$ = estimación de la variación no explicada entre firmas.
 F_1 = estadígrafo para la hipótesis nula de que el valor medio de la variable dependiente es el mismo para todas las submuestras y constante en el tiempo.
 F_2 = estadígrafo para la hipótesis nula de que el valor medio de la variable dependiente sigue la misma trayectoria temporal en todas las submuestras.
 F_3 = estadígrafo para la hipótesis nula de que β es la misma en todas las submuestras.

* En esta versión no se incluyen los valores de σ_ϵ^2 y de σ_v^2 ; éstos se pueden encontrar en la versión completa. Ver de Melo, Pascale y Tybout, 1985.

CUADRO A1

		Por Protección				
		Agregado	Por Sector		Alta	Baja
			Exportables	Importables		
1. Margen Bruto	n	58	9	51	29	22
	$\hat{\beta}$	- 0,031	0,054	- 0,35	- 0,035	- 0,030
	t	(- 3,22)	(1,42)	(- 3,58)	(- 3,42)	(- 1,65)
	F_1	10,71		6,65		6,10
	F_2			2,65		1,89
	F_3			5,15		0,60
2. Tasas de Rentabilidad Neta	n	55	6	48	28	20
	$\hat{\beta}$	0,008	0,87	- 0,09	- 0,017	0,007
	t	(0,47)	(1,24)	(- 0,57)	(- 0,92)	(0,26)
	F_1	2,23		2,75		2,07
	F_2			2,24		1,69
	F_3			1,80		0,53
3. Rotación de Activos	n	53	8	46	29	18
	$\hat{\beta}$	- 0,35	- 0,19	- 0,37	- 0,39	- 0,35
	t	(- 14,09)	(- 1,96)	(- 14,29)	(- 14,09)	(- 5,97)
	F_1	5,97		4,76		3,71
	F_2			2,70		1,97
	F_3			2,86		0,39

(Continuación)

CUADRO A1

		Agregado		Por Sector		Por Protección	
				Exportables	Importables	Alta	Baja
4. Costos Financieros Reales Medios	n $\hat{\beta}$ t	48 - 0,029 (- 1,21)	8 - 0,040 (- 0,45)	40 - 0,035 (- 1,38)	22 - 0,034 (- 5,38)	18 - 0,043 (- 7,27)	
	F ₁	21,07		10,57		9,99	
	F ₂			1,19		1,01	
	F ₃			0,003		0,02	
5. Razón de Endeudamiento Total	n $\hat{\beta}$ t	49 0,044 (3,59)	8 0,06 (1,68)	45 0,04 (3,12)	27 0,03 (1,85)	17 0,07 (2,98)	
	F ₁	3,27		3,63		2,19	
	F ₂			2,93		0,64	
	F ₃			0,31		2,22	
6. Activos Externos Netos	n $\hat{\beta}$ t	51 - 0,022 (- 4,35)	3 - 0,010 (- 3,24)	46 - 0,017 (- 3,76)	27 - 0,02 (- 4,27)	19 - 0,01 (- 0,84)	
	F ₁	4,32		6,41		2,29	
	F ₂			8,74		0,50	
	F ₃			6,70		4,88	
7. Inversión Fija Por Unidad de Capital	n $\hat{\beta}$ t	50 0,008 (1,26)	7 - 0,032 (- 1,13)	44 0,009 (1,21)	25 0,01 (1,16)	18 0,01 (1,39)	
	F ₁	4,85		3,30		3,67	
	F ₂			2,14		0,70	
	F ₃			1,95		0,08	
8. Crecimiento de la Deuda Real	n $\hat{\beta}$ t	56 0,0004 (0,038)	9 0,034 (0,71)	48 - 0,002 (- 0,12)	29 - 0,01 (- 0,74)	19 0,02 (0,86)	
	F ₁	3,76		3,61		1,46	
	F ₂			3,10		0,13	
	F ₃			0,51		1,30	
9. Tasas Reales de Pago de Dividendos	n $\hat{\beta}$ t	51 0,002 (0,87)	6 0,00 (0,43)	44 0,002 (1,91)	27 - 0,00 (- 0,05)	16 0,01 (2,53)	
	F ₁	3,68		2,81		2,36	
	F ₂			1,27		0,48	
	F ₃			0,05		4,92	

(Continuación)

CUADRO A1

		Agregado		Por Sector		Por Protección	
				Exportables	Importables	Alta	Baja
10. Gastos Generales	n	58	10		48	48	19
	$\hat{\beta}$	- 0,007	- 0,005		- 0,007	0,001	0,001
	t	(- 1,43)	(- 0,30)		(- 1,40)	(0,16)	(0,12)
	F ₁	2,61)		2,71		3,37	
	F ₂			2,73		2,11	
	F ₃			0,01		0,00	
11. Test Acido	n	55	9		46	26	20
	$\hat{\beta}$	- 0,069	- 0,068		- 0,065	- 0,066	- 0,076
	t	(- 3,14)	(- 0,82)		(- 2,85)	(- 2,32)	(- 1,63)
	F ₁	0,68		1,36		0,85	
	F ₂			1,96		0,45	
	F ₃			0,001		0,04	

Los coeficientes de las *dummies** de tiempo no los presentaremos ni para nuestras estimaciones para exportables versus importables, ni para nuestras estimaciones para alta versus baja porque han sido graficados en los gráficos 1 a 10 del texto. Pero dado que en el texto sólo presentamos los valores de las razones consolidadas para la muestra agregada, entregamos los coeficientes de las *dummies* de tiempo asociados con esta muestra en el Cuadro A.2.

* N. del T. Aunque es aceptada la traducción de *dummies* como variables ficticias, se ha preferido dejar el término en inglés.

CUADRO A2

INDICADORES DEL DESEMPEÑO FINANCIERO
ESTIMACIONES DE LAS RAZONES MEDIAS PARA LA MUESTRA AGREGADA

	Margen Bruto	Costo Financiero	Crecimiento de la Deuda	Inversión en Capital	Dividendo sobre el Patrimonio Neto	Gastos Generales	Ingreso Neto	Rotación de Activos	Razón de Endeudamiento Total	Activos Externos Netos	Test Acido
1973	0,148	- 0,486	- 0,102	0,067	0,010	0,144	- 0,052	1,220	0,376	- 0,035	0,736
1974	0,212	- 0,329	0,127	0,077	0,011	0,148	- 0,007	1,304	0,404	- 0,034	0,741
1975	0,203	- 0,269	0,106	0,076	0,012	0,149	0,017	1,343	0,414	- 0,062	0,740
1976	0,253	- 0,135	0,125	0,133	0,018	0,159	0,040	1,296	0,430	- 0,071	0,772
1977	0,257	- 0,124	0,161	0,119	0,019	0,153	0,070	1,263	0,424	- 0,077	0,760
1978	0,249	- 0,130	0,087	0,137	0,021	0,155	0,067	1,274	0,430	- 0,082	0,787
1979	0,232	- 0,327	0,006	0,098	0,024	0,158	0,041	1,226	0,404	- 0,090	0,787
1980	0,278	- 0,034	0,169	0,126	0,025	0,156	0,051	1,150	0,448	- 0,099	0,734
1981	0,278	0,085	0,126	0,159	0,022	0,179	- 0,010	1,102	0,456	- 0,107	0,808

REFERENCIAS

- Balassa, B. (1981), "The Newly Industrializing Developing Countries After the Oil Crisis", *Review of World Economics*, pp. 142 - 94.
- Bension, A. y J. Caumont (1981), "Alternative Trade Strategies and Employment", pp. 495 - 528 en A. Krueger et al. eds. *Trade and Employment in Developing Countries*, Chicago, University of Chicago Press.
- Cámara Nacional de Comercio (1984), *Comercio Exterior del Uruguay*, Publicación N° 14, Montevideo.
- Cavallo, Domingo (1977), "Stagflationary Effects of Monetarist Stabilization Policies", Disertación de Ph D. Universidad de Harvard.
- CINVE (1983), "Industria y Protección en un Contexto de Apertura Externa: Uruguay, 1978 - 1982" (mimeo), Montevideo.
- Gálvez, Julio y James Tybout (1985), "How the Financial Statements of Chilean Firms Reflected Stabilization and Reform Attempts during 1977 - 1981", (mimeo), Banco Mundial.
- Hanson, J. y J. de Melo (1983), "The Uruguayan Experience with Liberalization and Stabilization: 1974 - 1981", *Journal of Interamerican Studies and World Affairs*, pp. 477 - 507.
- Hanson, J. y J. de Melo (1985), "External Shocks, Financial Reforms, and Stabilization Attempts in Uruguay: 1974 - 1983", (mimeo), Banco Mundial.
- Melo, J. de y K. Suriyasat (1985), "Uruguay: Problems and Prospects for Manufacturing", (mimeo). Banco Mundial.
- Melo, J. de, R. Pascale, y J. Tybout (1985), "How the Financial Statement of Uruguayan Firms Reflected Reforms: 1973 - 1981", (mimeo), Banco Mundial.
- Mezzerá, J. (1980), "El Proceso de Apertura en la Esfera Real", *ECIEL*, Santiago.
- Pascale, R. (1982), *El Comportamiento Financiero de la Industria Manufacturera Uruguaya*, Banco Central del Uruguay, Montevideo.
- Petrei, Humberto y James Tybout (1985) "How the Financial Statements of Argentine Firms Reflected Stabilization and Reform Attempts during 1976 - 1981", (mimeo), Banco Mundial.
- Rama, M. (1982), *Protección y Crecimiento Industrial: 1975 - 1980*, Estudios CINVE, N° 3, Montevideo.
- Tybout, J. (1984), "The Algebra of Inflation Accounting", *DRD Discussion Paper N° 84*, Banco Mundial.
- Banco Mundial (1982), *Economic Memorandum on Uruguay*, Inform. N° 3652 - UR, Washington D.C.