

**Reformas, shocks y finanzas industriales:  
el caso uruguayo**

**Ricardo Pascale**

*Profesor Titular de Finanzas de Empresas.*  
**Universidad de la República, Uruguay**

**VERSION PRELIMINAR**

**SEMINARIO**

**La industria ante la apertura.**

**Reestructura industrial en la última década, el caso uruguayo.**

**Abril, 1994**

## I. CONSIDERACIONES GENERALES

*escenarios de las últimas décadas*  
Las reformas ~~recientes~~, que se hacen más marcadas a partir de 1974, se caracterizan por una apertura más acelerada al comienzo en el campo financiero que en el comercial, así como por una liberalización de la economía.

Luego de algunos shocks positivos, se inaugura a partir de 1978 un régimen tabular en materia cambiaria buscando la convergencia entre tasas de interés y otros precios internacionales y los internos. Sobre 1979-80, comienzan a cambiar de signo los shocks, para transformarse en negativos, llegándose a fines de 1982 a <sup>una</sup> fuerte depreciación del peso uruguayo.

Luego del importante ajuste cambiario, se siguió hasta hoy con distintos ritmos y escenarios económicos un proceso de liberalización y apertura de la economía uruguaya, que fue avanzando en el campo comercial con mayor énfasis en términos relativos que en el área financiera, en donde los avances habían sido previos y profundos.

Este trabajo presenta:

- a. Algunos de los grandes problemas financieros que caracterizan el período.
- b. Las repercusiones de los mismos y de otros shocks tanto reales como financieros en la performance financiera de las empresas industriales en esta última década y,
- c. Algunas de las principales reflexiones que pueden desprenderse de estas reformas

y shocks, en términos de las finanzas industriales.

Detalles de las reformas y otros aspectos de la actividad real de la industria no se tratan, y pueden encontrarse en otras ponencias así como en la bibliografía anexa.

## II. PROBLEMAS FINANCIEROS CARACTERIZANTES.

Entre los principales a los efectos de los objetivos del trabajo, se exponen:

### 1. **CRISIS FINANCIERA**

Algunas definiciones parecen necesarias a efectos de la mejor interpretación de los comentarios.

Los serios problemas financieros se caracterizan por la dificultad o inhabilidad de los agentes económicos para cumplir sus obligaciones. La inestabilidad financiera ocurre cuando los serios problemas financieros se vuelven ampliamente generalizados. Cuando estas inestabilidades financieras llevan a serios desequilibrios en los mercados financieros que afectan significativamente el comportamiento de los agentes económicos, así como el nivel de actividad, se entiende que se está en presencia de crisis financieras. En los serios problemas financieros de entidades económicas se destacan dos tipos de situaciones críticas: la iliquidez y la insolvencia. La iliquidez, concepto que debe tomarse en un sentido dinámico, aparece cuando la firma no cuenta con activos líquidos en cantidad y oportunidad necesarias para hacer frente a sus obligaciones de corto plazo. Por activos

liquidos se entienden el dinero y otros disponibles para ser utilizados para el pago de obligaciones. En estos otros activos, su grado de liquidez varía según dos elementos básicos: el tiempo necesario para convertir el activo en dinero, y el grado de certidumbre del precio al que puede lograrse esa conversión.

La insolvencia técnica se produce cuando el valor de mercado de las deudas supera el valor de mercado de los activos, por una extensión de tiempo que se acerca a la certidumbre de irreversibilidad.

Sobre los años 80, el endeudamiento externo que fue visto en algún momento como un camino para aumentar el ritmo de crecimiento, se transformó en un problema de pagos externos casi crónico a lo que contribuyó el estancamiento que caracterizó la economía mundial durante 1979-1982.

Las políticas de desarrollo a largo plazo ~~eran el centro~~ de las preocupaciones, desplazando, en general, a los problemas de los desequilibrios económicos de corto plazo, que parecían más bien patologías de los países industrializados. Cuando los problemas de inestabilidad financiera y de crisis financiera se agudizan hacia 1982, aparecen entonces como un ~~shock~~ <sup>fenómeno no esperado</sup> con pocos o ningún precedente en sus características y profundidad.

La cartera morosa e incobrable de las instituciones financieras llega a niveles muy altos con precios relativos adversos de las <sup>colocaciones</sup> ~~colocaciones~~. La cartera vencida de las instituciones financieras sobre el total llegaba en 1982 al 30.4% y en 1986 era casi el 46%.<sup>1</sup>

Virtualmente la crisis llega a niveles sin precedentes con una situación crítica en términos

<sup>1</sup> Roldós, Jorge, "La crisis bancaria uruguaya de los 80", CERES, Montevideo, 1991.

técnicos de prácticamente todo el sistema financiero.

La generalizada inestabilidad financiera afecta seriamente la actividad económica. Las instituciones financieras, que venden en distintos grados sus carteras de difícil cobro al Banco Central del Uruguay, a menudo restringen sus operaciones de crédito y aparecen diversas normas legales y reglamentarias que buscan regular el sobreendeudamiento <sup>2</sup>

Las empresas centran su actividad en la administración de la caja, buscando soportar la crisis, más que en producir con eficiencia. Entre 1982 y 1984 el producto decrece a una tasa anual del 5.6% y el industrial del 7.4%.

## 2. SINDROME DE ALTAS TASAS DE INTERES REALES POSITIVAS.

La frecuentemente recomendada liberalización de las tasas de interés, de forma que llegara a mantener un equilibrio de tasas compatible con la inversión y el crecimiento, en la realidad mostró, por períodos, una tasa real de interés positiva muy alta.<sup>3</sup> En la superestructura financiera el componente deuda se profundizó, y con él se debilitó la inversión y las finanzas industriales.

Estas altas tasas provocaron transferencias de ingresos desde las unidades productoras y, por lo tanto, de sus accionistas o dueños, a los poseedores de activos financieros, como los depositantes, los tenedores de bonos o debentures, promoviendo así una menor

---

<sup>2</sup> Pascale, Ricardo (1994) "Finanzas de las empresas Uruguayas, Contribución a la Investigación de sus Elementos Caracterizantes". En proceso de publicación por el Banco Central del Uruguay.

<sup>3</sup> Ver Roldós, Jorge. Ob. Cit.

acumulación de utilidades retenidas y creando, por tanto la necesidad de más endeudamiento para financiar los activos.

La tasa de interés, entonces excede frecuentemente la tasa de retorno real de los fondos propios, que no puede generar los flujos de caja necesarios para atender el servicios de deuda. La tasa de interés real de esos niveles sólo operaba si quienes tomen préstamos, se siguen endeudando para poder hacer frente al pago de intereses, transfiriendo de esta forma parte de su capital a sus acreedores.

En otras palabras, la tasa de interés real reflejó una transferencia en el stock de activos financieros sobre la riqueza real, de capital propio a deuda, y no un flujo real de producto sobre el capital.

### 3. ALTO ENDEUDAMIENTO

*entre los que puede mencionarse*  
*el hecho de que como el levantamiento de un patrimonio*  
*crediticio,*  
Corolario de lo expuesto, se aprecia un crecimiento del endeudamiento.

Las deudas totales sobre los activos totales creció para el estrato mayor de empresas (más de 200 personas empleadas) del 56.4% en 1980 para hacer un máximo en 1984 del 75.2% (después de la crisis de 1982), para llegar en 1991 a 67.5%.<sup>4</sup>

---

<sup>4</sup> Ver Pascale, Ricardo, Ob.Cit.

### III. LA PERFORMANCE FINANCIERA DE LAS EMPRESAS INDUSTRIALES EN LA ULTIMA DECADA

Los hallazgos provenientes de recientes investigaciones ya citadas <sup>5</sup> denotan algunos rasgos caracterizantes del comportamiento financiero de la industria, en particular ellos son muy marcados en el período de reformas con shock de precios (depreciación del peso de noviembre de 1982). El período analizado es 1989-91 y el estrato de la industria manufacturera de más de 200 personas empleadas.

#### 1982-1984

Siempre trabajando en términos de promedios los principales rasgos son:

1. Se incrementa el endeudamiento, llegando al 75% de los activos en 1984 (en 1980 se situaba en el 56%).
2. El patrimonio neto cae un 40% en términos reales, pasando a ser negativo en muchos casos.
3. Dentro del endeudamiento, por otra parte se produce un cambio estructural importante, proveniente de una nueva realidad de inestabilidad financiera que provocó un cómputo de normas de refinanciación así como compra de carteras por parte del Estado.

---

<sup>5</sup> Pascale, Ricardo, Ob.Cit.

Las deudas a largo plazo pasan a ser el 37% del total de deudas habiéndolo sido en 1982 el 21%.

4. Los activos totales se ajustan, decreciendo un 17%. La caída más importante se produce en los activos corrientes descendiendo un 26% siempre en términos reales. El principal ajuste dentro de los activos corrientes se produce en los créditos (33%), y luego en los inventarios (13%).
5. Las inversiones fijas netas decrecen un 5.6% entre 1982 y 1984 y, en términos de fuentes, las internas son negativas y significan un 64% del total.
6. La rentabilidad de la industria manufacturera arroja, siguiendo la metodología de flujos de fondos descontados, <sup>una tasa del</sup> un 22.3% negativo, habiendo caído el producto industrial un 20.5% entre 1982 y 1984.
7. El camino que se siguió en la emergencia, en una visión global, fue financiarse a través de la disminución de activos corrientes a la vez que se prolongaban los vencimientos de buena parte de los pasivos, esto último al amparo de normas o conductas a veces facultativas y a veces obligatorias para los acreedores.

Este cuadro le otorga al caso uruguayo una característica peculiar que lo hace atípico. Las empresas no lucen como lo muestran los datos empíricos de los países en desarrollo, en donde los aportes de capital son significativos. Asimismo, se separa de los comportamientos de los países industrializados, al ser negativas las fuentes internas en el caso uruguayo. Estas consideraciones deben ubicarse en el contexto de la época, con fuertes shocks en la política económica implementada



y la presencia de algunas debilidades en la administración de muchas empresas, que condicionó seriamente el comportamiento de las firmas.

#### 1989-1991

1. La rentabilidad promedio mejora, pasando a ser positiva en un 1.8%, y el producto industrial decrece entre los años 1989 y 1991 un 2%. Las fuentes internas pasan a ser positivas (21%).
2. El endeudamiento baja en términos constantes un 17%, en tanto que los fondos propios se mantienen estables. De esta forma, la proporción del endeudamiento sobre los activos desciende hacia 1991 al 67.5%.
3. Dentro de este descenso del endeudamiento se aprecia una pérdida de importancia del endeudamiento bancario. En 1984 era el 55.4% de los activos y en 1991 el 40.6%.
4. El pasivo a largo plazo mantiene su proporción sobre los activos totales (25%) y las deudas en moneda extranjera crecen hasta el 66.6% del total de deudas en 1991 (esta cifra era el 16% en 1972).
5. El proceso de ajuste de los bancos, se ve correspondido por una baja en los activos totales del 13%, en particular al impulso de una caída de los corrientes (20%) en particular los inventarios, creciendo un 9% los activos fijos netos.
6. En suma, se continuaron haciendo ajustes financieros entre 1989-1991. La

rentabilidad mejora, el endeudamiento decrece, concentrando esta caída en la baja de fuentes de corto plazo y en especial bancarias; se opera a la vez en descenso en los activos, sobre todo en los corrientes (inventarios en particular), con una suba en la inversión en activos fijos.

#### III. ALGUNAS REFLEXIONES SOBRE LA CRISIS FINANCIERA Y LAS FINANZAS INDUSTRIALES EN EL URUGUAY EN LA ULTIMA DECADA

##### 1. INSOLVENCIA GENERALIZADA Y LOS CAMINOS PARA LA SOLUCION. PRIMERA VISION.

Los problemas financieros llegan en muchas oportunidades a ser tan severos que aparece un problemas de insolvencia generalizada. En Uruguay, este fue un tema real.

Cuando las crisis son generalizadas, la política pública toma habitualmente alguna acción, que suele canalizarse por alguno <sup>1</sup> de los siguientes caminos. *camino, tres de los cuales son los siguientes*

El primero sería dejar que el mercado se limpie, esto es, que se vaya a masivas bancarrotas y liquidaciones de empresas y entidades financieras. Se suele señalar los altos costos sociales de este tipo de soluciones cuando la inestabilidad financiera es generalizada. Según numerosos autores, ésa parece ser una de las lecciones de los años treinta.

La segunda es la inflación, que confisca la deuda de las empresas, a la que se le atribuye frecuentemente un mayor atractivo político. Si las tasas de interés internas pueden ser efectivamente controladas, la inflación puede reducir el valor de la deuda interna y

transferir la propiedad de la riqueza real de las empresas desde los acreedores, los depositantes y otros agentes poseedores de activos financieros, a los originales accionistas.

Argentina utilizó una variedad de esta estrategia ante una grave situación de inestabilidad financiera a comienzos de los ochenta. En el caso uruguayo, la amplia dolarización de los activos financieros en general deja poco espacio para este camino.

Una tercera solución, de difícil aplicación práctica, es la que se conoce en la literatura especializada como la "reescritura del balance nacional". Quienes sostienen esta posición entienden que en este caso debería mediar la intervención de los gobiernos, de manera de incentivar un cambio de los créditos que mantienen los bancos y otros acreedores de las empresas, por partes de capital.

Algunos países, mediante la intervención gubernamental, han buscado dar opciones para mejorar las estructuras financieras de los agentes económicos. La conversión de deuda externa en fondos propios, fue usada en varios países: Chile, por ejemplo, en forma amplia, y Uruguay en forma más restringida, permitieron aliviar en alguna medida la presión que sufrían muchos deudores a través de mecanismos de conversión de deuda externa. Asimismo, a veces aparecen normas, algunas de aplicación facultativa para los acreedores y otras obligatorias, por las que se otorgan refinanciamientos de las deudas, que en algunos casos incluyen quitas de interés e incluso de capital. En Uruguay se aplicaron y aún se aplican algunas de estas normas. Muchas empresas se acogieron a las mismas, a la vez que buena parte de ellas efectuaban ajustes.

## 2. VIEJOS Y NUEVOS PARADIGMAS DE LAS INESTABILIDADES FINANCIERAS.

Las inestabilidades financieras del siglo XIX y primeras décadas del XX, aparecen con marcadas diferencias con respecto a las más recientes.

Las que ocurrieron con anterioridad a la Segunda Guerra Mundial estaban asentadas en determinados contextos socio-políticos así como de ciertos regímenes institucionales. Las diferencias entre ambas son varias, entre ellas:

- a. En la crisis reciente, aparece como un elemento a remarcar las altas tasas de interés por sostenidos períodos de tiempo, que no tuvo ni esa extensión ni profundidad en las anteriores.
- b. El crecimiento del endeudamiento a niveles no conocidos, es un rasgo caracterizante y también diferencial con respecto al viejo régimen.
- c. En las crisis anteriores un rasgo distintivo era la fuerte presencia del juego de los mercados, de la propiedad privada y del "laissez faire".

Los gobiernos hoy día con variado énfasis se ven más cercanos a intervenir en muchos asuntos económicos a fin de mantener el bienestar económico, alto empleo o crecimiento, haciendo asimismo esfuerzos para suavizar las inestabilidades cíclicas de la economía.

Estas diferencias, en buena medida explican otra diferencia entre los paradigmas.

En las crisis anteriores aparece la fragilidad financiera, pánico, quiebras

generalizadas. Ellas pueden hoy día, y en nuestro país también, caracterizarse por un asomamiento de las situaciones de serios deterioros financieros, arrastrándose en el tiempo, evitándose bancarrotas, existiendo como rasgo la flexibilidad en lugar de la fragilidad de las inestabilidades financieras.

iv. Sin perjuicio de la flexibilidad imperante, gran parte del sistema financiero ingresa, con la masiva insolvencia técnica, en serios problemas de solvencia que en su evolución, en la misma línea de flexibilidad, en lugar de fragilidad se optó por asumir el Estado la mayor parte de las pérdidas ocurridas en el sistema (compra de carteras, etc.)<sup>6</sup>

v. En las crisis precedentes, la percepción del riesgo por parte de los depositantes, las posibilidades de los bancos de ingresar en una corrida, llevó a los mismos a administrar el crédito, fijando la cantidad.

vi. En el nuevo régimen, con la percepción de seguros de depósitos implícitos, los bancos administraron el crédito más que por la cantidad, por el precio, se llevan a diferir los problemas de créditos incobrables y, se pasan a cobrar tasas más altas para compensar las pérdidas esperadas.

vii. Se ha expuesto que las altas tasas de interés real y el incremento del endeudamiento eran dos patologías que se resaltaron en la reciente crisis, que resultan en ajustes a través de las variables financieras mucho más que reales y de precios, que han sido en precedentes crisis el centro del ajuste. Estas últimas

---

<sup>6</sup> Puede verse Roldós, Jorge (1991), Banda, Ariel (1991).

aparecen, pero tardía y tímidamente.

### 3. LA RELACION ENTRE EFECTOS IMPOSITIVOS Y COSTOS DE BANCARROTA

El ~~trade-off~~ <sup>es claro en el campo</sup> entre los efectos impositivos y los costos de bancarrota ~~ya fue señalado~~ anteriormente. Esto es, la ventaja impositiva derivada de la deducibilidad fiscal de los intereses propiamente a tener un mayor nivel de endeudamiento. La ventaja fiscal, entonces, ~~se ve hasta que~~ los costos de bancarrota provenientes de tener un mayor endeudamiento ~~se ven hasta alcanzar~~ las ventajas obtenidas y neutralizarlas.

La realidad empírica muestra la ventaja impositiva de tener más deudas. En el contexto ~~realista~~ ~~se~~ ~~hubiera~~ ~~esperado~~ una fuerte presencia de costos de bancarrota. Dentro ~~de~~ ~~este~~ ~~costo~~, como se vio, hay costos directos (honorarios de abogados, contadores ~~y~~ ~~otros~~ ~~profesionales~~, así como el valor del tiempo de los administradores consumido en ~~la~~ ~~gestión~~ ~~de~~ ~~la~~ ~~bancarrota~~), y también indirectos, entre los que se cuentan costos de ~~venta~~ ~~de~~ ~~activos~~, ~~activos~~ y ~~beneficios~~ ~~perdidos~~ y dificultades para obtener créditos a tasas ~~que~~ ~~no~~ ~~son~~ ~~tan~~ ~~altas~~.

La realidad muestra que ante procesos generalizados de excesivo endeudamiento de las empresas y, por tanto, de marcada debilidad de los activos de los bancos, cuando la acción gubernamental para manejar estos problemas es el dictado de normas generales de refinanciación de adeudos, se van produciendo erosiones en los derechos de propiedad. En esa situación (al alterarse contratos, suspenderse ejecuciones, determinar por vía de leyes las conductas financieras), los costos de bancarrota que son relevantes son los esperados. Estos son los que, en lugar de inferirse del pasado, se obtienen mediante

proyecciones integradas con la probabilidad de ocurrencia de la bancarrota. En el caso uruguayo, por la estrategia global de la solución citada, en época de crisis financiera los costos esperados de bancarrota parecen haber sido en general bajos, han operado en rangos más amplios que los habituales en consonancia con las ventajas impositivas y explican en buena medida la existencia de tan altos niveles de endeudamiento.

#### 4. DISMINUCION DE LOS COSTOS DE AGENCIA.

El análisis de los costos de agencia y su influencia en los ciclos económicos fue tratado por Fisher,<sup>7</sup> señalando que la relación deudas-deflación desempeñaba un papel importante al caer rápidamente el valor de los activos dejados como colaterales y, por tanto, producir una caída de la inversión y de esta forma de la oferta y demanda agregadas.

Las ideas de Fisher son tomadas años más tarde por otros autores, entre ellos Bernanke y Gertler,<sup>8</sup> quienes desarrollan un modelo neoclásico sobre el ciclo de los negocios, en donde los estados de situación de los demandantes de crédito son una fuente del comportamiento dinámico del nivel de actividad. Según los autores, la existencia de patrimonios mayores de los prestatarios reduce los costos de agencia que pudieran surgir de financiar nuevas inversiones de capital. La suba del ciclo de los negocios mejora aún más los patrimonios, bajando los costos de agencia, y aumenta la inversión, proceso que se da a la inversa en la baja del ciclo. La existencia de shocks puede afectar los

---

<sup>7</sup> Fisher, Irving, "The Debt-Deflation Theory of Great Depressions", en Econometrica, Vol. 1, octubre de 1933, págs. 337-357.

<sup>8</sup> Bernanke, Ben, y Mark Gertler, "Agency Costs, Networth, and Business Fluctuations", en The American Economic Review, vol. 79, núm. 1, marzo de 1989, págs. 14-31.



patrimonios en los cuales se basaron los préstamos y de esta forma comienza a iniciarse la etapa de baja del ciclo. Parece claro, como se ha expresado antes, que esta situación de disminución del valor de los patrimonios cuando comienza la fase recesiva del ciclo, en una perspectiva a las situaciones de deuda-deflación, se presentó en el caso uruguayo.

Sin embargo, a la luz de la experiencia uruguaya, este aspecto es sólo una parte de un problema más complejo respecto de la conducta de los agentes económicos involucrados en los procesos financieros, como los deudores, acreedores y accionistas. En materia crediticia, se distingue la primera salida del crédito (first way-out), esto es la que más importa, derivada del propio ciclo de caja de la empresa. Es la salida natural, la que deriva del propio negocio que se pretende financiar. Existe una segunda salida (second way-out), la que opera en casos de emergencia representada por la solidez patrimonial de las garantías. Actúa en una emergencia cuando la primera no puede accionar.

Las instituciones financieras eficientes se preocupan de ambas salidas. Los bancos no fueron creados para rematar, como tarea habitual, campos o apartamentos (que son ejemplos de segundas salidas).

Parece existir pues, en épocas de auge económico, un cambio en la conducta de los actores financieros que lleva a una disminución de los costos de agencia. Ese cambio de conducta comienza por restarle importancia a la primera salida y toma cuerpo en las decisiones crediticias la segunda salida, esto es los patrimonios y garantías. El relegar la primera salida implica la más significativa variación de los costos de agencia. Esto es una conclusión del caso uruguayo. Los datos empíricos muestran que cuando los costos de agencia involucrados en la primera salida han resultado altos, la influencia de los patrimonios y los efectos de su deflación ha sido mucho menor, y la crisis financiera se



atempora.

## EL ERRORES DE DIAGNOSTICO E INFORMACION ASIMETRICA

En el contexto de flexibilidad y cadencia lenta en que se desarrollaron las soluciones, la frecuencia de los errores de diagnóstico es grande. El análisis de una empresa bajo ciertos elementos contables o estadísticos de carácter estático, han llevado a equivocaciones. Un uso excesivo inadecuado de paraclínica financiera provocó diagnósticos que no eran correspondientes por la clínica. Si en los análisis efectuados se detecta que una empresa está "muerta" financieramente y, sin embargo, compra, vende, paga jornales, es decir tiene "vida", debería revisarse el diagnóstico. En nuestra disciplina, ~~al igual~~ <sup>en forma similar</sup> que en las ciencias exactas en caso de contradicción entre la clínica, y la paraclínica financiera, ~~primero~~ <sup>la primera</sup>

Los errores de diagnóstico y, en definitiva la falta de precisión y transparencia de los datos, facilitó altos grados de información asimétrica, que llevaron, en muchos casos, a incrementar los costos de la crisis.

## EL LENTA Y DESACOMPASADA REESCRITURA DEL BALANCE NACIONAL.

En la opción de solución general que se adoptó en el Uruguay, se favoreció la baja del valor de los derechos financieros que no son objeto de comercialización, manifestadas en quitas, refinanciaciones a tasas preferenciales, así como varias formas de reducción del valor presente neto del derecho.

De esta forma se fueron separando la situación de endeudamiento que reporta la contabilidad de las empresas y la que mostraba la realidad económica. El caso uruguayo muestra elocuentemente que ante la presencia de escenarios financieros elásticos, flexibles, en lugar de las fracturas provocadas por la fragilidad propia del viejo régimen, la reescritura del balance nacional, se ha venido realizando en forma lenta y desacompañada de la realidad.

## **7. INESTABILIDAD FINANCIERA DOMINANTE Y REESTRUCTURA DE EMPRESAS. SEGUNDA VISION.**

La respuesta a severas situaciones financieras incluye habitualmente un conjunto de medidas como la reestructuración de activos reales, reorganización de las firmas, transformación de deudas en capital, refinanciaciones, etc.<sup>9</sup>

En casos "normales", esto es en situaciones esporádicas de crisis de bancarrota de empresas, se utiliza ese tipo de medidas, aunque no son siempre fáciles de aplicar. Por el contrario, en general, toman mucho esfuerzo y tiempo, e incluyen reemplazar o fortalecer la administración, reorganizar operaciones, vender activos y operaciones, reemplazar otros activos para fabricar nuevos productos y obtener nuevos mercados, encontrar nuevas fuentes de financiamiento, así como encontrar la posibilidad de convertir deuda en capital, por mencionar algunas de las más comunes.

Estas medidas microeconómicas y microfinancieras pueden llegar a ser exitosas en

---

<sup>9</sup> Hay una visión más global de la reestructuración de empresas en Schwartz, Hugh, "Guidelines for Industrial Reconversion and Restructuring" (mimeo.), trabajo presentado en las Séptimas Jornadas Anuales de Economía, Banco Central del Uruguay, Montevideo, noviembre de 1992.

situaciones de serios problemas financieros cuando operan circunstancias "normales" o  
recursivas.

Si embargo, cuando la crisis es generalizada pueden no tener éxito. Supóngase que los  
accionistas, el gobierno, los deudores y los reguladores se orientan todos a aplicar las  
medidas que pueden resultar exitosas a nivel de una unidad económica; en ese caso, la  
simple multiplicación de esas medidas por la totalidad de los afectados puede implicar  
simplemente una falacia de composición: lo que es verdadero para una parte no lo es para  
el todo.

Vender activos puede ser efectivo para una empresa, por ejemplo, pero no lo es si todas  
tienen que hacerlo. Lo mismo sucede con las otras medidas. Por este motivo, ante crisis  
financieras generalizadas aparecen serias limitaciones a la aplicación en amplia escala de  
las medidas tradicionales de recomposición financiera de las empresas; en general, es  
necesaria la incorporación de políticas macroeconómicas.

*(complementaria por ~~acciones~~ medidas  
macroeconómicas)*

En definitiva, las tres opciones antes manejadas se resumen en dos: o la bancarrota  
generalizada o la implementación de políticas macroeconómicas que contribuyan con  
amplitud a eliminar o disminuir el problema. Este es, probablemente, un camino más  
seguro y menos costoso.