

Revista de la CEPAL

Secretario Ejecutivo de la CEPAL
Norberto González

*Secretario Ejecutivo Adjunto de
Desarrollo Económico y Social*
Gert Rosenthal

*Secretario Ejecutivo Adjunto de
Cooperación y Servicios de Apoyo*
Robert T. Brown



NACIONES UNIDAS
COMISION ECONOMICA PARA AMERICA LATINA Y EL CARIBE

SANTIAGO DE CHILE, AGOSTO 1987

SUMARIO

Introducción deuda interna, deuda externa y transformación económica. <i>Carlos Massad.</i>	7
Otro ángulo de la crisis latinoamericana: la deuda interna. <i>Carlos Massad y Roberto Zahler.</i>	11
El endeudamiento privado interno en Colombia, 1970-1985. <i>Mauricio Carrizosa y Antonio Urdinola.</i>	27
Deuda interna y ajuste financiero en el Perú. <i>Richard Webb.</i>	55
América Latina: reestructuración económica ante el problema de la deuda externa y de las transferencias al exterior. <i>Robert Devlin.</i>	75
La conversión de la deuda externa vista desde América Latina. <i>Eugenio Labera.</i>	105
La deuda externa en Centroamérica. <i>Rómulo Caballeros.</i>	127
Restricción externa y ajuste. Opciones y políticas en América Latina. <i>Nicolás Eyzaguirre y Mario Valdivia.</i>	155
Revisión de los enfoques teóricos sobre ajuste externo y su relevancia para América Latina. <i>Patricio Meller.</i>	177
Lista de publicaciones de la CEPAL.	

Deuda interna y ajuste financiero en el Perú

*Richard Webb**

La crisis de los años ochenta fue precedida en el Perú por un quinquenio de estancación económica, lo que acentuó sus efectos. La inversión bruta cayó bruscamente, así como también la producción industrial y agrícola, y la construcción. Sin embargo, esta caída se debió principalmente a las actividades vinculadas a la demanda interna, puesto que aquellas que responden al mercado internacional no tuvieron tal resultado.

El autor analiza dentro de este marco la evolución financiera de las empresas en el período 1980-1985. Muestra que si bien la situación financiera de las empresas productivas se deterioró con rapidez, éstas lograron traspasar a otros sectores parte importante de este deterioro. Con ello no se produjo una situación de insolvencia generalizada, a pesar de las fuertes bajas en las ventas que se registraron a comienzos de la crisis. Por una parte, cayeron los salarios reales y los precios relativos de los insumos del sector industrial. Por otra, las empresas demoraron y redujeron sus pagos de impuestos así como el servicio de sus deudas, con lo cual la morosidad de las carteras de los bancos alcanzó cifras sin precedentes. La autoridad abandonó la política de tasas de interés reales positivas introducida en 1981 y facilitó créditos de refinanciación a las empresas. Según el autor, éstas lograron resistir la crisis con sorprendente éxito, pero sus mecanismos de supervivencia tuvieron un alto costo social y probablemente contribuyeron a agravar la crisis global.

*El autor fue Presidente del Banco Central de Reserva del Perú. Este estudio fue preparado bajo los auspicios del Proyecto Conjunto CEPAL/PNUD RLA/77/021 "Implicaciones para América Latina del Sistema Monetario y Financiero Internacional"

Introducción

Durante el período 1980-1985 el Perú, como la mayoría de los países de la región, sufrió una crisis económica sin precedentes en este siglo. En esa crisis se combinaron una caída de 16% en el producto interno bruto y una duplicación del ritmo de la inflación, el que pasó de 60 a 120% anual en los primeros meses de 1983. Los sueldos y salarios reales, en la actividad moderna, bajaron 40% entre 1982 y 1985, mientras la deuda pública externa aumentaba 44%.

Como en el resto de la región, la crisis en el Perú estuvo estrechamente asociada a conocidos acontecimientos externos de esos años: recesión mundial y fuerte caída de los precios de las materias primas, aumento de las tasas de interés mundiales, proteccionismo, y cierre de los mercados financieros externos.

Pero la crisis peruana tuvo dos agravantes. El primero fue la corriente de El Niño, fenómeno climático que causó una pérdida directa de 5% del producto interno bruto de 1983, y cuyo efecto se sumó al resultado de la crisis en el sector externo durante ese período.

El segundo agravante derivó de lo sucedido en la década anterior a la crisis. En el Perú, la recesión de los años ochenta vino a ser la continuación de un estado de crisis financiera y productiva casi continua desde 1975. A diferencia del resto de la región, el Perú no creció entre 1975 y 1979, y en ese período la economía sufrió un colapso en la estabilidad financiera que tradicionalmente la había caracterizado, y se vio debilitada además por cambios institucionales e intervenciones estatales durante todos los años setenta, y especialmente en el período 1970-1975. La economía al cierre de los años setenta, trabada por distorsiones en los mercados de trabajo, tierra y capital, y también por un sector público sobredimensionado y particularmente ineficaz, probablemente redujo su capacidad de ajuste durante los años ochenta.

¿Cuál fue el efecto de esta crisis sobre el endeudamiento empresarial? ¿Hubo una crisis financiera en el sector privado? ¿Cómo afectaron los problemas financieros de las empresas a la evolución global de la economía?

A continuación se busca una respuesta a estos interrogantes. En la sección I se resume la evolución de la economía a nivel agregado para mostrar el contexto global que vivió la empresa en ese período. La sección II examina el comportamiento financiero de

las empresas a base de sus balances auditados y presentados anualmente a la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV). Finalmente, la sección III ofrece algunas interpretaciones de lo observado.

Cabe señalar que, en términos generales, la estadística que se encontró es limitada y, mucha de ella, de poca confiabilidad. Además, el tema se ha investigado poco en el país. Lo que se presenta, por lo tanto, es de carácter eminentemente tentativo.

I

Evolución de la economía en 1970-1985

1. Antecedentes (1970-1978)

Sería difícil comprender el comportamiento empresarial en los años ochenta sin conocer la experiencia vivida en la década anterior.

Esa experiencia tuvo dos componentes negativos para el empresario. El primero fue el aumento marcado de la intervención y la participación directa del Estado en la economía (1970-1975). Este dirigismo se acompañó de medidas redistributivas que quebraron las reglas del juego en cuanto a las garantías de que disfrutaba el empresario, tanto nacional como extranjero.

En ese período, el gobierno impuso una reforma agraria drástica cuyo efecto sobre las actitudes empresariales provino no sólo de la expropiación misma, sino también de la arbitrariedad burocrática y la hostilidad política con que se llevó a cabo la transferencia. La propiedad industrial y minera se vio afectada por la ley de comunidad industrial, que transfirió parte de las utilidades al trabajador y le otorgó participación en el directorio de la empresa. A la vez, hubo proyectos de leyes con el mismo objetivo para otros sectores de actividad, y aunque no llegaron a promulgarse, la percepción de amenaza subsistió. El empresario también se vio afectado por la ley de estabilidad laboral que casi imposibilitó la reducción de personal. Finalmente, el gobierno expropió diversas actividades y empresas, mayormente de propiedad extranjera, pero también algunas nacionales, como sucedió en la industria pesquera.

La intervención del Estado aumentó con la implantación del control de cambio y de las importaciones, además de una mayor reglamentación de la inversión y de otros aspectos de la actividad productiva.

El segundo componente negativo coincidió con la segunda mitad de los años setenta. De 1975 a 1978 se vivió un período de aguda inestabilidad macroeconómica en el cual la inflación sobrepasó largamente los niveles de 10 a 20% que había alcanzado anteriormente. De 1975 a 1979 la inflación promedió 44%, y los precios relativos, especialmente de productos controlados por el gobierno, tales como las divisas y los combustibles, sufrieron variaciones grandes y repentinas. El Banco Central perdió todas sus reservas, y tanto el acceso a las divisas como su precio se volvieron altamente inseguros para el empresario, situación que el país no había sufrido desde los años cuarenta. La producción se estancó y, al final de la década, el ingreso por habitante era 5% menor que en 1974. A lo largo de los años setenta la inversión, y en especial la del sector privado, se redujo.

El efecto adverso de todo esto fue contrarrestado en parte por una recuperación del balance de pagos en los últimos años del decenio. El volumen de las exportaciones creció 65% entre 1975 y 1979, al iniciarse las operaciones en el oleoducto de la selva norte y en una importante mina de cobre, y las exportaciones no tradicionales aumentaron de 96 millones de dólares en 1975 a 845 millones en 1979. Además, y excepcionalmente, los precios de las exportaciones subieron en 1979. La mejora en la balanza de pagos también se debió a una fuerte reducción de las importaciones que siguió a las medidas de austeridad fiscal y control monetario en 1978-1979. En esos dos años, el producto interno bruto empezó a recuperarse a una tasa de 3% anual, a pesar de la reducción de la demanda agregada impuesta por el programa de estabilización.

El balance de los años setenta no fue favorable para la capacidad productiva. Esta se redujo por el efecto acumulado de una década de menor inver-

sión, y por la pérdida de flexibilidad empresarial derivada de las diversas distorsiones en los mercados de factores y de bienes, así como de la sujeción de una parte importante de la economía a una mayor regulación y gestión directa de la burocracia.

La experiencia de esos años también terminó condicionando las expectativas empresariales, reduciendo la propensión a invertir en el país, y acentuando el comportamiento especulativo. A esto contribuyeron la incertidumbre crónica en cuanto a la disponibilidad de divisas, la posibilidad de utilizar crédito en moneda nacional a tasas de interés negativas en términos reales, la percepción de mayor inseguridad en cuanto al derecho a la propiedad y a las ganancias, y el mayor riesgo que resultaba de un ambiente macroeconómico inestable. Todo esto aumentó la renuencia a arriesgar la inversión de capitales propios y acrecentó, por lo tanto, la ventaja relativa del endeudamiento.

El efecto de todo lo anterior sobre el comportamiento empresarial se puede resumir en las siguientes estadísticas de inversión privada y de probable fuga de divisas: la tasa anual media de inversión privada para los decenios de 1950, 1960 y 1970 fue de 17.7, 12.3 y 8.0% (cuadro 1). La baja en la inversión aparente se acompañó de un aparente aumento en la fuga de divisas: en las mismas décadas los errores y omisiones de la balanza de pagos fueron, en promedio, de 0.6, 0.8, y -1.1% del producto interno bruto por año.

Cuadro 1
PERU: INVERSION BRUTA PRIVADA,^a
1950-1985
(Porcentaje del producto interno bruto)

	Porcentaje
1950-1959	17.7
1960-1969	12.3
1970-1979	8.0
1980-1982	10.8
1983	7.9
1984	6.8
1985	6.8

Fuente: Elaborado sobre la base de cifras de cuentas nacionales del Instituto Nacional de Estadística (INE) y del Banco Central de Reserva del Perú (BCR).

^aIncluye variación de inventarios. Excluye empresas públicas.

2. Tres años y medio de recuperación: enero de 1979 a junio de 1982

Los años setenta cerraron con varias golondrinas que parecían anunciar el verano. Entre enero de 1979 y junio de 1982 la economía se recuperó lentamente y creció 13% a lo largo del período en tanto que la inflación mantuvo un ritmo alto pero estable de 60% anual. La escasez de divisas para el empresario desapareció con la abundancia exportadora de 1979-1980, y se dictó varias medidas de apertura a las importaciones. La demanda global aumentó con las mejoras salariales que hubo en 1980, y con el crecimiento de la inversión pública. El marco legal para el propietario pareció afianzarse con el regreso de un gobierno democrático, que además era de tendencia de centro o centro-derechista. El gobierno también se alineó discretamente con la actitud de la segunda fase del régimen anterior, morigerando algunas de las medidas reformistas, en particular la vinculada a la estabilidad laboral. Por otro lado, la disponibilidad de divisas y las buenas relaciones con el FMI y el resto del sistema financiero mundial crearon expectativas de un menor grado de inestabilidad macroeconómica.

Pero el verano anunciado no llegó. Los precios de exportación comenzaron a declinar desde los primeros meses de 1980, y hacia junio de 1982 el índice del poder de compra de las exportaciones tradicionales había perdido la mitad del valor que había registrado en enero de 1980. La confianza con respecto a la disponibilidad de divisas se desvaneció rápidamente ante la recesión externa, el fuerte aumento de las importaciones (41% en tres años), y la caída de las reservas que se inició en los primeros meses de 1981.

El sector industrial sufrió el impacto simultáneo de menores aranceles, alza de la tasa de cambio, medidas de apertura, fuerte expansión de las compras en el exterior por empresas y entidades del Estado, que tradicionalmente no pagan los aranceles de aduana, y contrabando estimulado por el blanqueo de divisas provenientes del narcotráfico y por el *dumping* que generaba la recesión mundial. Durante 1980-1981 el precio relativo de los productos industriales bajó: en el caso de los sectores textil y del calzado la reducción fue de 28%, y para los artefactos domésticos de 21%. El sector externo actuó como un fuerte factor deprimiente, tanto por medio de la demanda directa como por su efecto sobre las expectativas.

El creciente déficit fiscal contribuyó a las preo-

cupaciones con relación al futuro. De otro lado, la elevada afluencia de crédito externo permitió mantener el nivel de las reservas internacionales, y la recuperación de la economía mundial creó esperanza. En este contexto, el empresario invirtió poco, pero hubo un sólido flujo de retorno de capitales del extranjero, los que se invirtieron principalmente en

certificados bancarios de moneda extranjera. La creciente desconfianza con que se miraba el futuro no pareció afectar a este instrumento de ahorro en dólares. De 1980 a 1982 la inversión privada aumentó ligeramente (a 10.8% del PIB), pero su nivel no se acercó a las tasas registradas en el período 1950-1969 (cuadro 1).

Cuadro 2

PERU: PRODUCTO INTERNO BRUTO SEGUN GASTO,^a 1980-1985

(Índice: 1980 = 100)

Año	Consumo		Gasto público		Inversión privada		Exportación		Importación		Producto interno bruto	
	Índice	Porcentaje variación	Índice	Porcentaje variación	Índice	Porcentaje variación	Índice	Porcentaje variación	Índice	Porcentaje variación	Índice	Porcentaje variación
1981	102	2.0	106	6.0	127	27.0	95	-5.0	110	10.0	103	3.0
1982	102	...	115	8.5	115	-9.4	107	12.6	116	5.5	105	1.9
1983	93	-8.8	103	-10.4	55	-52.2	95	-11.2	87	-25.0	92	-12.4
1984	96	3.2	94	-8.7	58	5.5	100	5.3	70	-19.5	97	5.4
1985	98	2.1	87	-7.4	58	...	101	1.0	61	-12.9	98	1.0

Fuente: Elaborado sobre la base de información del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP).

3. Crisis: julio de 1982 a julio de 1985

El último semestre de 1982 fue un período de creciente recesión, producto del continuo descenso del valor de las exportaciones, y de la competencia externa que debió enfrentar el sector industrial. A pesar de un programa monetario restrictivo —el Banco Central no prestaba al gobierno— la capacidad de gasto se mantuvo gracias a un fuerte endeudamiento externo, tanto público como privado, que, en proporción creciente, tomó la forma de créditos a corto plazo. Sin embargo, gran parte de esta capacidad de gasto se dirigió al exterior, y casi todos los sectores productivos exhibieron bajas en el segundo semestre de 1982.

A partir de los primeros meses de 1983 la crisis adquirió otra dimensión tras el desastre climático causado por la corriente del Niño. La pérdida de cosechas, embarques de minerales y petróleo, pesca,

algunas manufacturas y otra actividad ligada a las materias primas afectadas, alcanzó a 5% del producto nacional. Por su lado, las políticas fiscal y monetaria deprimieron aún más las ventas industriales y comerciales: el gasto público se redujo 7% en términos reales (cuadro 2).

El cambio en el entorno en que vivía el empresario no se limitó al colapso de sus ventas; desde los primeros meses de 1983 la inflación subió a un ritmo anual de tres dígitos, y los precios relativos comenzaron a acusar modificaciones mayores, sobre todo por la aceleración de la devaluación, la reducción de subsidios a los combustibles y otros productos controlados, y la escasez de muchos productos agrícolas.

En el lapso de año y medio (junio de 1982 a diciembre de 1983), la producción industrial disminuyó 25%, la agrícola 17%, y la de la construcción 19% (cuadro 3).

Cuadro 3
**PERU: PRODUCTO INTERNO BRUTO
 SEGUN SU ORIGEN^a**

(Indice: 1980 = 100)

	Sector agro- pecua- rio ^b	Mine- ría	Manu- fac- tura	Cons- truc- ción	Otros ^c	Pro- ducto inter- no bruto total
1978	101	96	91	81	93	93
1979	105	105	95	84	96	97
1981	110	96	100	111	104	103
1982						
I	112	103	100	122	104	105
II	118	99	100	114	108	107
III	112	102	98	114	104	104
IV	111	104	90	104	100	100
1983						
I	110	86	86	88	98	95
II	100	99	82	93	95	93
III	95	99	79	84	89	88
IV	101	98	75	92	94	90
1984						
I	110	101	80	87	94	93
II	110	100	84	91	97	95
III	120	102	85	97	99	98
IV	120	103	83	88	98	97
1985						
I	120	106	93	88	101	101
II	117	108	85	79	98	97
III	115	108	82	72	96	95
IV	117	108	83	75	98	97

Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE).

^aDesestacionalizado.

^bIncluye el sector pesquero.

^cIncluye el sector gobierno.

Al descomponer esta pérdida de producción se descubre que la baja inducida por la reducción de la demanda agregada fue mayor que la producción perdida por causas exógenas (el clima y la recesión internacional). Durante esos 18 meses, el producto real de las actividades primarias y exportadoras bajó

14% (cuadro 4). De incluirse la pérdida de ingreso real por efecto de la relación de precios del intercambio, la reducción llega a 13%. En el resto de la economía, sin embargo (es decir, en las actividades industriales, comerciales y de servicios cuya producción, en el corto plazo, responde más bien a la demanda) la reducción del producto fue de 17%.

Este patrón se repitió en el sector manufacturero. La industria elaboradora de productos primarios, mayormente para la exportación, descendió 29% en el lapso de nueve meses por efecto del clima (cuadro 5). Pero su recuperación fue rápida; entre enero de 1983 y junio de 1985 creció 31.3%. El resto de la industria, que disponía de gran capacidad ociosa a partir de 1983 e incluso de 1982, creció sólo 0.6% entre diciembre de 1983 y junio de 1985.

Otro de los efectos inducidos por la recesión internacional y los problemas climáticos fue la caída de la inversión: la privada descendió 35% en términos reales en 1982-1983, y la total 29%. Como se ve, el componente endógeno fue mayor que el exógeno en la recesión de este período.

La situación global no varió sustancialmente en los siguientes 18 meses, o sea, hasta el inicio de un programa económico radicalmente distinto impuesto por el gobierno que se inició en julio de 1985. La producción en los sectores primarios y en otros cuya oferta no responde a la demanda interna se recuperó totalmente durante 1984, pero el resto de la economía endógena siguió en severa recesión. El cuadro financiero también continuó inestable, con una inflación de tres dígitos que seguía elevándose, debido en grado importante a una acelerada devaluación y al aumento del precio de la energía y de los servicios públicos. El programa monetario limitó el crédito y aumentó las tasas de interés, en un intento desesperado por limitar la fuga de capitales y la dolarización de la liquidez; estos procesos estaban siendo estimulados ya no sólo por la inestabilidad general y por la alta rentabilidad relativa del dólar, sino también por cierta incertidumbre ante las posibles medidas del nuevo gobierno.

En estas circunstancias fue natural que la inversión privada se mantuviera deprimida, y que continuaran la especulación y la recesión.

Cuadro 4
PERU: PRODUCTO INTERNO BRUTO, 1978-1986^a
(Millones de intis de 1970)

	Endógeno	Exógeno ^b	Total	Exógeno ajustado por la relación de precios del intercambio	Total ajustado
1978					
I	55.2	23.0	78.2	23.0	78.2
II	55.6	22.8	78.4	22.8	78.4
III	55.2	22.7	77.9	22.7	77.9
IV	55.4	25.1	80.5	25.1	80.5
1979					
I	56.9	24.6	81.5	28.7	85.7
II	55.1	25.4	80.5	30.8	85.9
III	57.3	26.5	83.8	32.6	89.9
IV	56.8	25.9	82.7	32.0	88.8
1980					
I	60.5	25.2	85.7	32.7	93.2
II	58.9	24.3	83.2	32.5	91.4
III	59.4	24.2	83.6	32.2	91.6
IV	62.2	23.4	85.6	30.4	92.6
1981					
I	63.7	23.6	87.3	27.1	90.8
II	60.7	25.1	85.8	29.0	89.7
III	62.6	24.2	86.8	27.8	90.4
IV	63.3	25.1	88.4	28.0	91.3
1982					
I	63.1	25.7	88.8	26.5	89.6
II	63.7	26.4	90.1	27.1	90.8
III	62.9	25.3	88.2	25.7	88.6
IV	59.2	25.1	84.3	25.0	84.1
1983					
I	56.9	22.5	79.4	24.1	81.0
II	56.3	22.6	78.9	24.4	80.7
III	53.1	22.4	75.5	24.0	77.1
IV	52.8	22.7	75.5	23.6	76.4
1984					
I	53.7	24.6	78.3	25.2	78.8
II	55.7	24.8	80.5	25.2	80.9
III	57.1	26.1	83.2	26.2	83.3
IV	55.3	26.6	81.9	26.2	81.5
1985					
I	58.3	27.0	85.3	26.2	84.5
II	56.1	26.0	82.1	25.0	81.0
III	46.1	33.9	80.0	31.6	77.7
IV	54.9	26.7	81.6	23.4	78.3
1986					
I	59.3	25.0	84.3	21.2	80.5
II	62.8	26.3	89.1	21.5	84.3
III	64.0	26.7	90.7	21.1	85.1

Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE).

^aDesestacionalizado.

^bComprende: agricultura, pesca, minería, industrias elaboradoras de productos primarios, y exportaciones no tradicionales, cuyo nivel de producción depende en gran medida de factores independientes de las políticas internas (principalmente la situación de los mercados externos y factores climáticos).

Cuadro 5
PERU: VALOR AGREGADO EN LA MANUFACTURA: ELABORACION DE PRODUCTOS PRIMARIOS, Y RESTO DE LA INDUSTRIA, 1978-1985
(Indice: 1980=100)

	Elaboración de productos primarios*	Resto de la industria	Total		Elaboración de productos primarios*	Resto de la industria	Total
1978				1982			
I	99.0	85.0	88.0	I	99.0	95.0	96.0
II	91.0	89.0	90.0	II	102.0	98.0	99.0
III	81.0	92.0	89.0	III	91.0	100.0	97.0
IV	122.0	91.0	98.0	IV	99.0	96.0	96.0
1979				1983			
I	105.0	84.0	89.0	I	72.0	85.0	82.0
II	107.0	89.0	94.0	II	73.0	84.0	81.0
III	105.0	93.0	96.0	III	83.0	78.0	79.0
IV	117.0	97.0	102.0	IV	81.0	79.0	80.0
1980				1984			
I	108.0	89.0	93.0	I	94.0	71.0	76.0
II	100.0	99.0	100.0	II	98.0	79.0	83.0
III	95.0	101.0	100.0	III	97.0	81.0	84.0
IV	96.0	111.0	108.0	IV	104.0	83.0	88.0
1981				1985			
I	86.0	97.0	95.0	I	112.0	82.0	88.0
II	104.0	98.0	99.0	II	91.0	82.0	84.0
III	84.0	102.0	98.0	III	102.0	75.0	81.0
IV	110.0	107.0	108.0	IV	107.0	83.0	88.0

Fuente: Banco Central de Reserva del Perú.

*Incluye la elaboración de metales básicos no ferrosos, azúcar, petróleo, harina de pescado y otros productos pesqueros.

II

Evolución financiera de las empresas en 1980-1985

1. Propósito y método

El propósito de esta sección es examinar el efecto de la crisis en la evolución financiera de las empresas, utilizando información obtenida directamente de sus balances. Se busca en especial conocer en qué forma la crisis afectó la liquidez, el endeudamiento, la rentabilidad y la solvencia de las empresas más importantes.

Los datos sobre la evolución financiera de las empresas que se presentan a continuación se basan en los balances revisados por auditores y presentados anualmente a la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV) por empresas de importancia en distintas actividades. Como estos datos se habían publicado sólo en forma parcial e intermitente, fue necesario obtener información adicional directamente de las hojas de trabajo de la CONASEV.

El valor estadístico de la presente muestra tiene algunas limitaciones debido a varias características

de los datos: la cobertura está sesgada hacia la empresa grande; la estructura por actividades (cuadro 6) difiere de la del país, y el grado de cobertura de las empresas ha aumentado a través del tiempo. (El número de empresas declarantes subió de 785 en 1980 a 2 010 en 1984.) Sin embargo, el grado de cobertura de las ventas totales ha variado menos: como porcentaje del PIB, las ventas informadas fueron 43% en 1980, 57% en 1982 y 48% en 1984; en el caso de las empresas manufactureras, la cobertura aumentó de 19% del PIB total en 1980 a 23% en 1982 y 21% en 1984.

Además de las limitaciones señaladas, los datos adolecen de otra deficiencia, cuyo peso es imposible conocer: la no veracidad de los balances. Respondiendo a una pregunta sobre el impacto real de la crisis sobre sus empresas prestatarias, un banquero me contestó: "En realidad es muy difícil descubrirlo, y para eso nunca miraría un balance porque no tiene nada que ver con la realidad. Lo único que puedo hacer para verificar la situación de un empresario es

chequear la relación de deudores (deudas a otros bancos reportadas por la Superintendencia de Bancos) y mirarle a los ojos”.

2. Liquidez

Durante el período analizado, disminuyeron los activos líquidos de las empresas, pero éstas lograron mantener un nivel positivo de liquidez (cuadro 7).

Los cambios más importantes en la estructura y composición de la liquidez de las empresas fueron los siguientes:

a) En las empresas manufactureras, los activos corrientes perdieron importancia respecto de los activos totales. En 1980 los activos líquidos representaban el 0.61% del total de activos, mientras que en 1985 eran el 0.50%, con una disminución de 16.7%. A pesar de eso, dichas empresas lograron

Cuadro 6

PERU: COMPOSICION PORCENTUAL DE LAS VENTAS NETAS, POR SECTORES, 1980 Y 1985

	1980		1985	
	Miliones de intis	Porcentaje	Miliones de intis	Porcentaje
Minería	591	27.3	7 924	10.7
Manufactura	990	45.8	33 569	45.4
Comercio	480	22.2	20 702	28.0
Otros	101	4.7	11 771	15.9
Total	2 162	100.0	73 966	100.0

Fuente: Elaborado sobre la base de datos de la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV).

Cuadro 7

PERU: EVOLUCION DE LA LIQUIDEZ DE LAS EMPRESAS, 1980-1985

	1980	1981	1982	1983	1984	1985
a) Empresas manufactureras						
7.1 Índice de liquidez	1.4	1.4	1.3	1.2	1.3	1.3
7.2 Liquidez de caja	.54	.76	.80	.82	1.0	1.0
7.3 Rotación caja-bancos (número de días)	11	12	27	29	34	27
7.4 Rotación cuentas por cobrar (número de días)	74	64	71	91	74	64
7.5 Activo corriente/activo total	.61	.52	.53	.48	.49	.50
7.6 Activo caja-bancos/activo total	.03	.03	.06	.06	.08	.14
b) Empresas comerciales						
7.1 Índice de liquidez	1.3	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2
7.2 Liquidez de caja	.81	.82	.83	.90	1.0	1.0
7.3 Rotación caja-bancos (número de días)	12	11	17	20	24	21
7.4 Rotación cuentas por cobrar (número de días)	79	80	69	86	62	55
7.5 Activo corriente/activo total	.75	.77	.76	.77	.77	.77
7.6 Activo caja-bancos/activo total	.05	.05	.07	.08	.12	.15
c) Empresas mineras						
7.1 Índice de liquidez	1.6	1.3	1.1	1.4	1.2	1.4
7.2 Liquidez de caja	1.3	.52	1.0	1.4	1.6	1.5
7.3 Rotación caja-bancos (número de días)	36	10	15	28	30	28
7.4 Rotación cuentas por cobrar (número de días)	69	42	64	80	86	82
7.5 Activo corriente/activo total	.36	.39	.18	.21	.22	.32
7.6 Activo caja-bancos/activo total	.07	.02	.02	.04	.04	.14

Fuente: Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV).

mantener una posición de liquidez equilibrada, al adecuar sus pasivos de corto plazo a la evolución del activo líquido. Así, el índice de liquidez (relación entre activo corriente y pasivo corriente: índice 7.1 en cuadro 7) se mantuvo positivo y sólo se redujo en 5.9%, siendo su nivel más bajo el alcanzado en 1983 (1.18). Para el año 1985, el índice se había recuperado a 1.28, similar a su nivel anterior a la crisis en 1982. Por su parte, las empresas comerciales mantuvieron una mayor estabilidad en el manejo de su liquidez como consecuencia de la naturaleza de sus actividades, y las empresas mineras exhibieron un nivel positivo todos los años, a pesar de la crisis especialmente aguda, y hasta registraron una sorprendente elevación del índice de liquidez en 1985.

b) La disminución de la velocidad de rotación de las cuentas por cobrar (cuentas por cobrar como proporción de las ventas: Índice 7.4) se constituyó en un problema importante para las empresas, pero éstas lo compensaron con una menor rotación de las cuentas por pagar. Así, el período promedio de cobros aumentó, en la manufactura, de 71 a 91 días entre 1982 y 1983, pero luego se redujo a 74 días en 1984 y a sólo 64 en 1985.

c) De otro lado, la creciente rentabilidad de las opciones financieras de rápida liquidez, en especial los certificados bancarios en moneda extranjera (cuadro 8), hizo que las empresas buscaran mantener su liquidez en una forma más rentable, esto es, en caja-bancos, sobre todo retardando el pago de sus cuentas por pagar. Así, en el sector manufacturero la relación entre sus recursos en caja-bancos y las ventas (multiplicado por 360: Índice 7.3), aumentó de 11 días en 1980 a 27 días en 1982, y continuó subiendo hasta llegar a 34 en 1984. En el comercio y en la minería se observó un comportamiento similar. Así, paradójicamente, las empresas mantuvieron un saldo medio en caja-bancos más alto durante los años de crisis que antes (cuadro 7, índices 7.3 y 7.6). Las estadísticas de la CONASEV no distinguen entre tipos de depósitos bancarios, pero la información obtenida en entrevistas, así como el fuerte aumento en el total de depósitos en moneda extranjera a nivel nacional, coinciden en señalar que el incremento de caja en bancos se invirtió en gran medida en moneda extranjera.

d) las empresas mineras tuvieron un comportamiento similar al de las manufactureras, pero con mayor variación en sus índices de liquidez y con

menores saldos de disponibilidad inmediata en caja y en bancos (índice 7.6).

Cuadro 8

**PERU: RENTABILIDAD FINANCIERA
REAL Y COSTO REAL DEL
CREDITO,^a 1980-1985**

(Tasas anuales)

	Depósitos		Costo de oportunidad del depósito en intis (%)	Costo del crédito en intis ^b (%)
	En intis (%)	En dólares (%)		
1980	-14	-5	-9	-4
I	-18	-14	-5	-9
II	...	6	-6	11
III	-27	-16	-13	-19
IV	-10	11	-19	1
1981	-5	...	-5	-1
I	-31	-10	-23	-28
II	5	-8	14	9
III	9	8	1	13
IV	5	13	-7	8
1982	-1	24	-20	-2
I	-6	7	-12	-5
II	5	37	-23	6
III	3	27	-19	...
IV	-7	42	-35	-9
1983	-21	14	-31	-20
I	-34	1	-35	-36
II	-23	30	-41	-24
III	-28	20	-40	-25
IV	5	-3	8	13
1984	-14	21	-29	...
I	-24	-10	-16	-8
II	-8	33	-31	-1
III	-6	27	-26	15
IV	-15	94	-56	3
1985	-31	12	-38	-10
I	-39	44	-58	-24
II	-45	1	-44	-12
III	-29	...	-29	-8
IV	-5	-23	23	4

Fuente: Elaborado sobre la base de datos del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP).

^aDeflactados por el costo de la vida.

^bNo incluye impuesto a los intereses.

3. Rotación de activos

La rotación de activos (razón entre las ventas totales y los activos totales) puede utilizarse como un indicador de cambios en el nivel de producción y de capacidad instalada, si bien no indica el nivel absoluto de utilización de la capacidad instalada.

En el sector comercio la rotación de activos se mantuvo estable, mas no así en la manufactura (cuadro 9). En ésta (índice 9.2), la razón tendió a disminuir hasta 1983, y a recuperarse en 1984-1985. La caída en 1983 se dio a pesar de haberse mantenido el nivel de los inventarios durante ese año, por efecto de la velocidad de reducción en las ventas (índice 9.1). La reacción pareció producirse a partir de 1984, cuando empezó a bajar el nivel medio de los inventarios. Esta disminución hizo también que el incremento de la rotación de los activos notada desde 1984, se haya dado sin hacer mayor uso de la capacidad instalada.

Es interesante descubrir que, en las empresas manufactureras y comerciales, los márgenes de utilidad bruta sobre las ventas se mantuvieron a pesar de la menor rotación (cuadro 10, índice 10.1, y cuadro 9, índice 9.2). La utilidad bruta por ventas logró absorber el incremento de los costos fijos dentro del costo medio operacional (cuadro 10).

Se deduce que el aumento de los costos fijos fue absorbido por la reducción de costos variables, como la mano de obra, y por la caída del precio relativo de algunos insumos. En el caso de la mano de obra, así lo confirma la fuerte baja del índice de sueldos y salarios reales en empresas de 16 o más trabajadores en Lima, el salario real medio descendió 26% entre el promedio de 1980-1982 y 1983, y otro 19% entre 1983 y 1985 (cuadro 11). Es probable además que el abaratamiento de algunos productos agropecuarios, como la madera, el azúcar y las carnes, contribuyera también a la reducción de los costos variables.

Cuadro 9

PERU: INDICES DE GESTION Y SOLVENCIA DE LAS EMPRESAS, 1980-1985

	1980	1981	1982	1983	1984	1985
a) Empresas manufactureras						
9.1 Inmovilización de inventarios (número de días)	156	142	157	152	133	129
9.2 Rotación activo total	1.0	.95	.82	.75	.81	.91
9.3 Endeudamiento patrimonio largo plazo	.30	.28	.32	.18	.18	.14
9.4 Endeudamiento/activo	.57	.53	.55	.54	.52	.51
9.5 Apalancamiento	1.4	1.1	1.2	1.2	1.1	1.0
9.6 Respaldo patrimonial	.85	.87	.99	1.1	.98	.95
b) Empresas comerciales						
9.1 Inmovilización de inventarios (número de días)	95	85	91	92	79	70
9.2 Rotación activo total	1.6	1.7	1.6	1.5	1.7	2.0
9.3 Endeudamiento patrimonio largo plazo	.26	.41	.32	.14	.16	.15
9.4 Endeudamiento/activo	.66	.75	.73	.73	.73	.72
9.5 Apalancamiento	1.9	3.0	2.7	2.7	2.7	2.6
9.6 Respaldo patrimonial	.50	.51	.67	.77	.69	.62
c) Empresas mineras						
9.1 Inmovilización de inventarios (número de días)	142	186	86	120	91	115
9.2 Rotación activo total	.70	.66	.47	.49	.58	.57
9.3 Endeudamiento patrimonio largo plazo	.26	.35	.91	.69	.18	.06
9.4 Endeudamiento/activo	.38	.48	.56	.53	.47	.31
9.5 Apalancamiento	.61	.92	1.3	1.1	.90	.44
9.6 Respaldo patrimonial	.95	.90	1.8	1.6	1.5	.93

Fuente: Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV).

Cuadro 10
PERU: INDICES DE RENTABILIDAD, 1980-1985

	1980	1981	1982	1983	1984	1985
a) Empresas manufactureras						
10.1 Margen bruto ventas	0.29	0.30	0.33	0.33	0.32	0.32
10.2 Rentabilidad bruta patrimonio	0.24	0.21	0.12	0.09	0.15	0.19
10.3 Rentabilidad bruta activo	0.10	0.10	0.05	0.04	0.07	0.09
10.4 Rentabilidad neta ventas	0.05	0.02	0.02	0.01	0.05	0.04
10.5 Gasto administrativo/total ingresos	0.07	0.07	0.09	0.08	0.08	0.09
10.6 Gasto financiero/total ingresos	0.07	0.07	0.10	0.15	0.13	0.12
10.7 Gasto operacional/total ingresos	0.26	0.27	0.35	0.37	0.34	0.33
b) Empresas comerciales						
10.1 Margen bruto ventas	0.26	0.24	0.26	0.26	0.25	0.25
10.2 Rentabilidad bruta patrimonio	0.42	0.40	0.27	0.13	0.30	0.44
10.3 Rentabilidad bruta activo	0.14	0.10	0.07	0.04	0.08	0.12
10.4 Rentabilidad neta ventas	0.06	0.03	0.02	0.01	0.03	0.04
10.5 Gasto administrativo/total ingresos	0.04	0.06	0.10	0.10	0.10	0.10
10.6 Gasto financiero/total ingresos	0.10	0.08	0.06	0.10	0.07	0.07
10.7 Gasto operacional/total ingresos	0.24	0.24	0.29	0.30	0.28	0.28
c) Empresas mineras						
10.1 Margen bruto ventas	0.62	0.39	0.53	0.62	0.53	0.39
10.2 Rentabilidad bruta patrimonio	0.45	0.16	0.28	0.26	0.07	0.12
10.3 Rentabilidad bruta activo	0.28	0.08	0.12	0.12	0.03	0.08
10.4 Rentabilidad neta ventas	0.13	0.02	0.12	0.13	0.02	0.07
10.5 Gasto administrativo/total ingresos	0.03	0.08	0.11	0.10	0.24	0.11
10.6 Gasto financiero/total ingresos	0.05	0.06	0.04	0.14	0.16	0.12
10.7 Gasto operacional/total ingresos	0.50	0.41	0.42	0.50	0.55	0.48

Fuente: Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV).

En el sector comercial también se observó una alta estabilidad del margen de utilidad bruta sobre las ventas a través de todo el período.

4. Solvencia

La solvencia de una empresa es la capacidad de ésta para hacer frente a sus obligaciones, e implica también cierta autonomía financiera y capacidad de endeudamiento.

La conclusión principal que se deriva del resumen de los índices de gestión y solvencia (cuadro 9) es que, salvo en la minería, la crisis no elevó los niveles de endeudamiento de las empresas. Incluso, la relación patrimonio-deuda tendió a mejorar en el sector manufacturero. Así, el apalancamiento operacional (pasivos totales respecto del patrimonio: índice 9.5) en ese sector bajó de 1.35 en 1980 a 1.03 en 1985, y el índice de endeudamiento de largo plazo con relación al patrimonio (índice 9.3) disminuyó aún más. De otro lado, la relación entre el total de

los activos y el total de los pasivos (índice 9.4) se mantuvo estable a lo largo del período 1980-1985. La diferencia entre el comportamiento del endeudamiento global y el del apalancamiento se debe a que este último se vio favorecido por la evolución positiva del patrimonio. El alto nivel de activos fijos y la revaluación de esos activos protegió al patrimonio ante la inflación. El crecimiento patrimonial resultante contribuyó a evitar que se elevara el índice del apalancamiento.

El financiamiento de las empresas durante todo el período fue fundamentalmente de corto plazo (índices 9.3 y 9.5), reflejando así tanto la escasa disponibilidad de crédito de largo plazo como la disminución de las inversiones en instalaciones y equipos.

En 1984, luego de la fuerte baja de las ventas (16.8%) ocurrida en 1983, las empresas se mostraron poco dispuestas a incrementar sus niveles de producción, por lo que prefirieron disminuir sus existencias. El grado de incertidumbre era tal, que

Cuadro 11

PERU: SUELDOS Y SALARIOS REALES

	Lima Metro- polirana (en intis de 1979)		Sueldo de los trabajadores del go- bierno central (en intis de 1979)	Ingreso mínimo legal (en intis de 1979)	Índice de in- gresos: sector infor- mal
	(1)	(2)			
	Suel- dos	Salari- os	(2)	(3)	(4)
1979	39.93	26.91	33.88	11.06	100.00
1980	42.88	28.46	40.08	13.69	114.85
1981	43.60	27.87	40.24	11.55	144.21
1982	47.05	28.25	39.34	10.73	174.16
1983	40.34	23.38	31.36	11.02	148.69
1984	37.19	19.94	31.56	8.53	131.99
1985	-	-	26.42	7.49	130.24

Fuente: Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV).

(1) Ministerio de Trabajo y Promoción Social, Encuesta de establecimientos de 16 y más trabajadores.

(2) Banco Central de Reserva del Perú (BCRP): Sector fiscal, sobre la base de información del Ministerio de Economía y Finanzas (no incluye gratificaciones).

(4) Banco Central de Reserva del Perú (BCRP). Ingreso y producto. Elaborado sobre la base de datos del Índice de Precios al Consumidor (1979=100) del Instituto Nacional de Estadística. Promedio de sueldos del servicio doméstico, precios de servicio de reparación de calzado, sastrería y otros servicios del sector informal.

incluso se optó por no invertir en mano de obra, reparaciones y otras inversiones menores necesarias para operar.

5. Rentabilidad

Por el margen de utilidad bruta (cuadro 10, índice 10.1) podemos apreciar la rentabilidad de las ventas, una vez deducido el costo de las mismas, como medida de la capacidad de sufragar los gastos de operación necesarios, como gastos financieros, de personal, impuestos y otros.

El margen de utilidad bruta permaneció casi constante a lo largo del período analizado, a pesar de que el incremento del costo operacional de las ventas (índice 10.7) llegó incluso a superar el ingreso operacional. Dentro de la estructura de los gastos de operación, los gastos financieros mostraron una par-

ticipación creciente por efecto del alza de las tasas nominales de interés. Entre 1982 y 1984 la utilidad operacional —la diferencia entre el margen bruto y los gastos operacionales (índices 10.1 y 10.7)— fue negativa.

A pesar de esa rentabilidad operacional negativa, las empresas lograron utilidades en el manejo de sus activos líquidos.

6. Evolución del comportamiento de las empresas por períodos

Si se examina el comportamiento de las empresas manufactureras y comerciales según su respuesta al contexto macroeconómico, cabe distinguir los siguientes subperíodos en su evolución:

a) *Enero de 1980 a junio de 1982:* A pesar de que se observó algún dinamismo en las ventas de las empresas manufactureras, la disponibilidad de capacidad ociosa redujo la necesidad de inversión en instalaciones y equipos.

Las ventas de las empresas comerciales exhibieron más dinamismo, en parte por el fuerte incremento de las exportaciones, lo que se reflejó en un mayor uso de la capacidad instalada y un mayor endeudamiento. Las empresas mineras, a pesar de haber bajado los precios de los minerales, continuaron con sus planes de inversión de mediano plazo.

b) *Julio de 1982 a fines de 1983:* Hubo una disminución generalizada de las ventas, tanto en las empresas comerciales como manufactureras, y cambios importantes en el manejo de sus activos líquidos. Las empresas buscaron mantener una mayor porción de éstos en inversiones financieras, retardando el cumplimiento de sus obligaciones con el Estado, los proveedores y el sistema bancario. La reducción de las ventas se tradujo en un menor uso de la capacidad instalada y una rentabilidad decreciente.

c) *1984-1985:* Los índices de rentabilidad de las empresas se recuperaron y hubo cierta mejora en las ventas, la que fue absorbida más por disminución de los inventarios que por un mayor nivel de producción. En cuanto al manejo de la liquidez, continuó el uso de instrumentos de inversión financiera.

7. Evolución de la rentabilidad: el sector manufacturero

Se examinará ahora la evolución de los ingresos y gastos del sector manufacturero durante el período crítico 1981-1985, a base de sus balances presentados a la CONASEV (cuadro 12). La situación se muestra en

Cuadro 12

PERU: RENTABILIDAD EN LA MANUFACTURA, 1981-1985

(Porcentaje de ventas)

Semestre	Ingreso por ventas netas	Costos				Margen operativo	Ingreso financiero	Utilidad neta	Indice de utilidad total
		Ventas	Financiero	Impuestos	Otros				
1981: II	100.0	70.4	7.2	5.2	16.4	2.0	2.8	4.8	100.0
1983: II	77.0	66.6	14.2	4.3	19.6	-4.7	5.6	1.6	25.0
1985: I	89.0	65.1	12.7	4.0	18.1	0.1	5.2	5.3	98.0

Fuente: Elaborado sobre la base de datos de balances de la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV).

tres momentos: el segundo semestre de 1981, etapa anterior a la crisis y de auge moderado; el segundo semestre de 1983, momento de mayor recesión, y el primer semestre de 1985, luego de dos años de ajuste.

Lo más notable es que, a pesar de una caída de 23% en el valor real de las ventas, la utilidad neta se mantuvo positiva, si bien descendió a sólo un cuarto de su nivel anterior. Más aún, el nivel de las utilidades se recuperó rápidamente, y para el primer semestre de 1985 casi igualó el monto absoluto de utilidades de 1981, aunque las ventas siguieron siendo inferiores en 11% a las de 1981. Por lo tanto, la utilidad neta por unidad de venta en 1985 (5.3%) superó el nivel de 1981 (4.8%).

La crisis perjudicó el margen de utilidades mediante la elevación de los costos fijos por unidad de venta, y del mayor costo financiero causado por una tasa nominal de interés más alta. El efecto de los costos fijos se reflejó principalmente en el rubro "Otros costos", que subió de 16.4% a 19.6% de las ventas entre 1981(II) y 1983(II). El costo financiero se elevó más: de 7.2% a 14.2% de las ventas. En total, estos factores acrecentaron el costo por unidad de venta en 10.2 puntos porcentuales.

Los factores compensatorios se reflejaron, primeramente, en la caída de los costos variables, o "Costo de ventas", de 70.4% a 66.6% entre 1981(II) y 1983(II). Como se mencionó anteriormente, las empresas se beneficiaron de una fuerte reducción de los salarios reales, y de cierta baja en los precios relativos de algunos insumos corrientes. En el caso de los salarios, la reducción fue suficiente para influir en el costo medio, a pesar de la poca significa-

ción que ellos tienen dentro de los costos totales. En parte, la disminución del salario real compensó las cortapisas a la reducción de personal creadas por la Ley de Estabilidad Laboral (aunque ésta había otorgado a las empresas cierta flexibilidad en el período legal de prueba de tres años, antes de que los trabajadores obtuviesen estabilidad laboral). En cuanto a los demás insumos, entre 1981 y 1983 la relación de precios del intercambio mejoró en 11.5% a favor de la industria (cuadro 13).

Cuadro 13

PERU: PRECIOS RELATIVOS, 1980-1985

	Manufactura		Agricultura	
	Indice ^a (1979 = 100)	Variación (porcentaje)	Indice ^b (1979 = 100)	Variación (porcentaje)
1980	85.3	-14.7	105.6	5.6
1981	80.3	-5.9	96.2	-8.9
1982	81.6	1.6	81.7	-15.1
1983	89.6	9.8	86.7	6.1
1984	92.9	3.7	95.2	9.8
1985	93.9	1.1	77.4	-18.7
1981-1985		16.9		-19.6

Fuente: Agricultura: Oficina Sectorial de Estadística del Ministerio de Agricultura.

^aDeflactor implícito del valor agregado en la manufactura dividido por el deflactor del PIB. Elaborado a base de datos del Instituto Nacional de Estadística (INE), *Cuentas Nacionales del Perú 1950-1985*, septiembre de 1985, cuadros 4 y 5.

^bIndice de precios basado en una canasta de 15 productos y deflactado por el índice del costo de la vida.

La carga tributaria por unidad de venta también descendió. Una parte de ese movimiento se reflejó en el rubro "Impuestos", que bajó de 5.2% a 4.3% en la primera etapa, y luego a 4.0% en 1985(I). En cuanto a otros impuestos contabilizados dentro de los costos de ventas, es de suponer que hubo alguna reducción adicional en ellos, al menos en los pagos efectuados, puesto que la recaudación total del gobierno bajó 28% en términos reales entre 1981 y 1983. Gran parte de esa reducción tomó la forma de atrasos y moras de los contribuyentes, que en el Perú son, en su casi totalidad, empresas.

Al mantenimiento de las utilidades también contribuyó el aumento de los ingresos financieros de las empresas. Este provino de la percepción de mayores tasas de interés nominales sobre sus depósitos, y aún más de sus ganancias obtenidas como tenedoras de activos líquidos en moneda extranjera. Como se vio en el análisis anterior, las empresas mantuvieron su liquidez a través de la crisis, hecho que no guarda relación con una situación de caída abrupta de las ventas, pero que se explica por el alto rendimiento de los activos líquidos mantenidos en moneda extranjera. Entre fines de 1981 y junio de 1985, la rentabilidad media real de los depósitos en moneda extranjera fue de 23% (cuadro 8). Y es probable que la caída en los costos de las ventas también reflejara, en forma de ganancia de capital en el movimiento de los inventarios, un beneficio financiero derivado de la diferencia entre la tasa de interés nominal y la tasa de inflación, compensándose así la mayor carga por costos financieros.

El efecto neto sobre la rentabilidad se aprecia en el cuadro 12. El margen de utilidades operacionales se volvió negativo con el primer impacto de la crisis, pues bajó de 2.0% en 1981(I) a -4.7% en 1983(II); sin embargo, se vio compensado por el mayor ingreso

financiero. La utilidad neta por unidad de venta siguió siendo positiva, aunque bajó de 4.8% a 1.6%. La continua reducción de los costos operacionales e impositivos, e incluso alguna reducción en los costos fijos por unidad de venta, reflejados en "Otros costos", lograron una recuperación completa en la utilidad neta para 1985(I). El margen de utilidad neta que fue de 5.3% en 1985(I), incluso superó el de 4.8% registrado en 1981(II). Esta recuperación se combinó con una normalización parcial de las ventas que elevó las utilidades totales de 1985 al nivel que habían tenido antes de la crisis.

En las empresas comerciales el resultado fue similar (cuadro 14).

Cuadro 14

PERU: SECTOR COMERCIO: INGRESOS FINANCIEROS Y RENTABILIDAD DE LAS EMPRESAS COMERCIALES, 1980-1985

(Porcentaje de las ventas)

	Margen de utilidad operacional	Ingreso financiero	Otros ingresos	Utilidad neta
1980	2	2	2	6
1981	0	2	2	4
1982	-3	3	2	2
1983	-4	4	1	1
1984	-3	4	2	3
1985	-2	4	2	4

Fuente: Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV).

III

Una interpretación

1. La hipótesis

El punto de partida para este examen de la experiencia financiera de las empresas en 1980-1985 es la crisis de producción y de endeudamiento externo que ha sufrido el país. Lo que se espera del análisis

es descubrir si hubo una crisis comparable y paralela en la situación financiera de las empresas.

Varios elementos se combinaron en la crisis que sufrieron las empresas durante el periodo señalado. El más importante fue el repentino colapso de las ventas entre junio de 1982 y diciembre de 1983. En el

sector privado no agrícola, la baja fue de 22% en términos reales; es probable que la caída haya sido algo mayor en las empresas del sector moderno, debido al incremento de las actividades informales e ilegales en la economía.

Otro golpe a las finanzas empresariales provino de una acelerada devaluación: después de tres años de abaratamiento (33% entre diciembre de 1978 y junio de 1982), la tasa de cambio real empezó a elevarse, subiendo 19% durante los siguientes 18 meses. Esto encareció el considerable endeudamiento en moneda extranjera en que habían incurrido las empresas desde 1980: en dos años y medio la deuda en moneda extranjera (directa y avalada) aumentó 144% y, a fines de 1982 constituía el 51% del endeudamiento total a corto plazo de las empresas (cuadro 15). Sin embargo, cabe señalar que la mayor parte de ese crédito en moneda extranjera no correspondía a deuda externa del país, sino a financiamiento basado en dólares captados dentro del país mediante certificados bancarios en moneda extranjera.

El efecto inicial de la acelerada devaluación de 1983 incluyó un elemento psicológico: el ritmo de ella se duplicó en términos nominales en los primeros meses de 1983, pasando de una tasa anual de 72% en 1982 a 144% en el primer semestre de 1983. En definitiva, el aumento real fue mucho menor, porque la inflación también se duplicó, pero durante buena parte del año la perspectiva pareció alarmante al empresario agobiado por una creciente deuda en dólares.

Al mismo tiempo, los empresarios empezaron a sentir los efectos de una política monetaria restrictiva: el crédito real en moneda nacional al sector privado se redujo 21% entre junio de 1982 y el fin de 1983. Además, la restricción crediticia se agravó con la crisis financiera externa: el nivel del crédito externo de corto plazo, incluyendo avales, bajó 26%, desde un máximo de 3 028 millones de dólares a fines de 1982, a 2 238 millones en el primer trimestre de 1984. Es probable que parte de esta reducción haya sido voluntaria, ante la creciente devaluación, pero la retracción del crédito al Perú por la banca internacional también debe de haber contribuido.

Como era de esperar, el conjunto de estos factores se tradujo en una grave crisis financiera en las empresas. El flujo de caja en ellas sufrió los efectos simultáneos de la caída de las ventas, la restricción de los créditos, y los mayores pagos financieros por la deuda en dólares. La rentabilidad se vio afectada

por la menor rotación del capital y el alto nivel de los gastos fijos, incluidos en ellos una parte de los gastos de mano de obra, dada la rigidez de la ley de estabilidad laboral en el Perú. Y la pérdida de rentabilidad y el incremento del peso de la deuda denominada en moneda extranjera comprometió la solvencia de las empresas.

2. Los resultados

La información presentada en la sección anterior indica que las empresas fueron menos afectadas por la crisis de lo que era razonable esperar. Hubo pocas quiebras (algunas empresas madereras, algunas empresas ligadas a un banco que quebró) y algunos cierres temporales. La proporción de sobrevivencia, al menos dentro del sector moderno de la economía, fue alta.

La evolución de los índices financieros reseñados en la sección II concuerda con esta imagen de sobrevivencia. El índice de liquidez se redujo, pero sin volverse negativo, y un componente de éste (la liquidez en caja-bancos) más bien aumentó. En la mayoría de las actividades, el pasivo corriente se elevó como porcentaje de las ventas entre 1981 y 1983, pero luego disminuyó en 1984-1985. En 1985 se registró un nivel de endeudamiento a corto plazo menor que el de 1981 en la manufactura, el comercio, los transportes y los servicios (cuadro 16). El apalancamiento bajó en la manufactura y minería y se mantuvo relativamente estable en el comercio. Ante el impacto doble de la menor rotación de capital y mayores gastos financieros, incluyendo en este rubro la pérdida de cambio por la devaluación, la utilidad operacional se volvió negativa durante todo el período 1982-1985 (cuadro 14). Sin embargo, la rentabilidad total estuvo protegida por un creciente ingreso financiero que, entre 1982 y 1985, más que superó la pérdida operativa y permitió que los sectores manufactura y comercio, por ejemplo, registraran una utilidad neta positiva aun en 1983, el peor año de la crisis.

3. Los mecanismos de defensa

La sobrevivencia de las empresas descansó en sus propios mecanismos de defensa, en la ayuda del gobierno y en la eventual recuperación de la economía. Los mecanismos de defensa propios más importantes parecen haber sido el éxito en trasladar el

Cuadro 15

PERU: DEUDA A CORTO PLAZO DEL SECTOR PRIVADO, 1974-1985

(Millones de intis de 1980)

		Directa			Indirecta (avalada)			Total		
		M/N ^a	M/E ^b	Total	M/N	M/E	Total	M/N	M/E	Total
1974	Diciembre	...	...	1 185	...	...	544	...	...	1 729
1975	Diciembre	...	...	1 236	...	...	508	...	...	1 744
1976	Diciembre	1 022	51	1 073	91	461	551	1 112	512	1 624
1977	Diciembre	939	94	1 033	80	666	745	1 018	760	1 778
1978	Diciembre	682	124	805	90	566	656	771	690	1 461
1979	Diciembre	615	148	763	107	346	453	723	494	1 216
1980	Marzo	607	194	801	112	399	511	718	593	1 312
	Junio	695	187	881	131	432	563	826	619	1 444
	Septiembre	679	197	876	128	466	594	807	663	1 470
	Diciembre	710	228	938	137	471	608	847	699	1 546
1981	Marzo	592	212	804	115	434	549	707	646	1 353
	Junio	742	209	951	116	387	503	858	596	1 454
	Septiembre	798	214	1 013	133	446	579	932	660	1 592
	Diciembre	895	222	1 117	127	450	578	1 022	672	1 694
1982	Marzo	842	269	1 111	122	532	654	964	800	1 764
	Junio	892	319	1 210	138	564	702	1 030	882	1 912
	Septiembre	851	364	1 215	124	632	756	976	995	1 971
	Diciembre	854	391	1 245	131	631	762	985	1 022	2 007
1983	Marzo	776	386	1 161	114	538	652	890	924	1 813
	Junio	706	400	1 106	116	455	571	822	855	1 677
	Septiembre	668	395	1 063	265	484	749	932	879	1 811
	Diciembre	693	378	1 071	122	405	526	815	783	1 598
1984	Marzo	667	343	1 009	94	452	546	761	794	1 555
	Junio	696	364	1 060	99	375	474	795	739	1 534
	Septiembre	700	368	1 068	105	386	490	805	754	1 558
	Diciembre	694	425	1 120	103	400	503	797	825	1 622
1985	Marzo	582	463	1 045	98	425	524	680	889	1 569

Fuente: Banco Central de Reserva del Perú (BCRP), Subgerencia del Sector Monetario.

^aM/N = Moneda nacional.^bM/E = Moneda extranjera, valuada a la tasa de cambio de fin de período.

necesario ajuste a otros en la economía, y las ganancias financieras obtenidas por las empresas.

Estas lograron compensar la pérdida operacional de los años 1982 a 1985 con importantes ingresos financieros que, en el caso de la industria, alcanzaron a 6% del valor de las ventas en 1984 y, en el caso del comercio, a 4% en 1983-1985 (cuadro 14).

La oportunidad para obtener estas ganancias se creó por la fuerte y persistente distorsión que

caracterizó al mercado financiero a partir de 1982, y en especial, por la alta rentabilidad absoluta que implicó la tenencia de moneda extranjera. Durante los tres años comprendidos entre marzo de 1982 y marzo de 1985 la rentabilidad de la moneda extranjera promedió 20% en términos reales. Por contraste, la tenencia de moneda nacional, colocada a la tasa de interés más alta del mercado, tuvo una rentabilidad negativa de 26%. La tenencia de divisas,

por lo tanto, fue la inversión más segura y de mayor rentabilidad media durante varios años.

La importancia que adquirió la inversión financiera en el período indicado puede medirse por el valor de los depósitos en moneda extranjera en el sistema bancario. Estos aumentaron de 592 millones de dólares a fines de 1979 a un máximo de 1 680 millones en marzo de 1985. En relación al cuasidóner total, el porcentaje aumentó de 38% a 72%. Una parte de estos depósitos era de personas naturales, y otra del Estado, pero se estima que las empresas privadas eran dueñas de entre 60 y 70% del total. Además las empresas mantenían depósitos en el extranjero, y otros valores en moneda extranjera. Así, la pérdida financiera que sufrieron los endeudados en moneda extranjera fue compensada por una ganancia especulativa, al menos en el conjunto del sector de las empresas.

Los empresarios se esforzaron por buscar liquidez que les permitiera desdolarizar su deuda o invertir en divisas. Con frecuencia, esa búsqueda de liquidez se convirtió en un mecanismo recesivo, sobre todo cuando los llevó a reducir inventarios, a aplazar inversiones, e incluso a postergar compras y contrataciones que eran necesarias para el ciclo de producción.

Las empresas se defendieron también trasladando el ajuste requerido a otros. En 1983, por ejemplo, la recaudación de impuestos se redujo 31% en términos reales con relación al año anterior. Una

misión del FMI opinó que el gobierno había permitido "un colapso" en la administración tributaria. En realidad, para gran parte de las empresas no hubo otras opciones; la involuntaria reducción de la carga tributaria, de 17.6% del PIB en 1982 a 14.2% en 1983, significó una transferencia del Estado a las empresas de 3.4% del producto interno bruto.

Los trabajadores también absorbieron parte del ajuste: los sueldos y salarios medios en áreas urbanas bajaron entre 20 y 30% a partir de 1982 (cuadro 11). El mecanismo de reducción fue mayormente el mercado, pero la política salarial, que estuvo dirigida a frenar las alzas para reducir la inflación y el déficit fiscal, probablemente contribuyó a debilitar la capacidad de defensa del sector laboral. Más difícil de evaluar es el papel que desempeñó la reducción de personal. Ciertamente, existió más flexibilidad que la sugerida por la ley de estabilidad laboral. Esta misma ley permitía despedir a trabajadores que no hubieran cumplido tres años de servicio. Pero además, los empresarios recurrieron a la compra de jubilaciones, a la persuasión y a otros métodos para eliminar personal.

El traslado del ajuste al trabajador fue también el resultado automático de mecanismos tales como el trabajo a destajo, las comisiones y otras formas de pago que ligan el ingreso del trabajador con la producción o con las ventas.

Parte del ajuste fue trasladado también a los bancos, hecho que contribuyó a la quiebra de tres de

Cuadro 16

PERU: PASIVO CORRIENTE POR SECTORES DE ACTIVIDAD, 1980-1985

(Porcentaje de las ventas)

Sectores	1980	1981	1982	1983	1984	1985
Agropecuario	49.8	76.4	44.4	40.7	36.0	30.0
Minería	23.0	32.6	33.8	30.8	39.7	38.7
Manufactura	45.2	41.7	49.8	54.2	47.6	41.6
Construcción	84.5	73.7	63.8	58.8	84.0	71.8
Comercio	36.5	35.9	39.0	41.6	36.4	31.6
Transportes	34.8	51.8	51.4	48.3	42.6	37.4
Financiero	60.9	83.0	48.2	144.8	55.0	51.1
Servicios	31.7	68.0	68.7	50.1	43.9	47.7
Total	37.5	38.9	43.5	48.9	44.3	45.5

Fuente: Comisión Nacional Supervisor de Empresas y Valores (CONASEV).

ellos en 1983-1984 (cuadros 17 y 18). La cartera morosa total aumentó cada año a partir de 1980, su- biendo de sólo 1.9% del total de colocaciones del sistema bancario en 1980 a 17.9% en 1985. Al final, el Banco Central absorbió parte de esta cartera mo- rosa, ya que dio créditos de apoyo a distintos bancos, y tuvo que respaldar los depósitos de los bancos que cerraron.

Es posible, por último, que una porción del ajuste haya sido trasladada al sector primario me- diante una baja en el precio relativo de las materias primas. Así lo sugiere el índice de precios reales del sector agropecuario, que en 1983-1985 exhibió un nivel 9% más bajo que el de 1980-1982 (cuadro 13).

Otra fuente de ayuda para la empresa fue el gobierno, principalmente a través del fuerte subsidio implícito en las tasas de interés negativas (cuadro 19). En 1983 se "licuó" 20.9% de la deuda en mo- neda nacional a través de las tasas activas, y en 1985 el subsidio alcanzó a 18.6%. En total, a lo largo de tres años se licuó la mitad de la deuda existente en 1982.

Las autoridades monetarias buscaron delibera- damente la licuación de la deuda. Esto significó abandonar la política de tasas de interés reales que se había introducido en 1981, con gran dificultad política, y provocó un desacuerdo con el FMI que contribuyó al fracaso del acuerdo de crédito contin- gente firmado en 1983.

Un segundo instrumento que utilizó el gobierno para apoyar a la empresa en este período fue el de los

Cuadro 17

PERU: CARTERA MOROSA DEL SISTEMA BANCARIO COMERCIAL Y DE AHORROS, 1979-1985

(Millones de intis)

Año	Total crédi- tos	Cartera morosa			Porcen- taje crédi- tos
		Venci- dos	En cobran- za judicial	Total	
1979	197.3	1.0	4.4	5.4	2.8
1980	391.1	2.6	4.8	7.4	1.9
1981	843.0	9.8	13.8	23.6	2.8
1982	1 514.4	44.7	36.2	80.9	5.3
1983	3 570.4	130.8	222.7	353.5	9.9
1984	6 953.1	231.6	708.4	940.0	13.5
1985 ^a	15 512.0	389.9	2 393.0	2 782.9	17.9

Fuente: Superintendencia de Banca y Seguros.

^aInformación preliminar a septiembre.

créditos de refinanciación, que entre 1983 y 1985 representaron aproximadamente el 0.7% del pro- ducto interno bruto (cuadro 20). Es probable que la mayor parte de ellos se haya destinado a desdolarizar deudas o a comprar divisas.

Sin embargo, y a pesar de esos créditos espe- ciales de refinanciación, durante el período

Cuadro 18

PERU: CARTERA MOROSA CON EL SISTEMA CREDITICIO DEL PAIS, DICIEMBRE DE 1985

(Millones de intis)

	Empresas privadas	Empresas públicas	Total sistema
Número	56	4	623
Créditos liquidos	414 375	77 170	...
Créditos atrasados	338 199	523 891	...
Judiciales	1 561 499	3 487	...
Total cartera pesada	2 314 073	604 548	5 654 001
Total cartera	3 464 072	1 441 790	22 880 227
Porcentaje de cartera pesada	66.8	41.9	24.7

Fuente: Superintendencia de Banca y Seguros.

Cuadro 19

PERU: EFECTO DE LAS TASAS DE
INTERES REALES NEGATIVAS
SOBRE LAS OPERACIONES
EN MONEDA NACIONAL

(Millones de intis de 1985)

	Pérdida de los depositantes		Subsidio al deudor privado	
	Millones de intis	Porcentaje ^a	Millones de intis	Porcentaje ^b
1980	-2 303	15.6	413	3.8
1981	-918	5.7	73	0.5
1982	-595	4.0	-234	1.7
1983	-3 738	30.9	2 447	20.9
1984	-1 743	14.6	705	6.1
1985	-3 125	54.8	1 253	18.6

Fuente: Elaborado sobre la base de datos del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP).

^a Respecto al total de depósitos en moneda nacional.

^b Respecto al total de colocaciones en moneda nacional.

1983-1985 se aplicó una política monetaria más bien restrictiva, lo que dio lugar a que se contrajera el crédito real. Al mismo tiempo, el incremento de la inflación elevó la velocidad de circulación del dinero, y también contribuyó a la contracción del crédito en términos reales. Por último, los fuertes créditos otorgados al gobierno en 1983 para cubrir el déficit creado por la menor recaudación mermaron la disponibilidad de crédito para el sector privado. Por la combinación de estos factores, la oferta de crédito en intis al sector privado decreció fuertemente: entre junio de 1982 y marzo de 1985 el endeudamiento en moneda nacional de ese sector se redujo 34% en términos reales (cuadro 15). Así, en el flujo total de crédito al sector privado, los créditos del Banco Central adquirieron mucho mayor importancia (de 6% en 1980-1982 a 14.9% en 1983-1984), pero no pudieron contrarrestar el efecto adverso de los factores mencionados (cuadro 21). Por lo demás, esta contracción crediticia tuvo un efecto inverso al de otras medidas del gobierno, ya que obligó a un mayor ajuste por parte de las empresas.

4. Observaciones finales

El costo social de la crisis en las empresas tomó la forma de pérdida de inversión y hasta de capacidad

Cuadro 20

PERU: CREDITOS DE APOYO A BANCOS
Y EMPRESAS OTORGADOS POR EL
BANCO CENTRAL DE RESERVAS,
1982-1984

(Flujos en millones de intis)

	A	A	Total	Porcentaje del PIB
	empresas	bancos		
1982				
I	.08	.38	.46	.56
II	.24	.42	.66	.69
III	.01	-.39	-.38	-.42
IV	.15	.10	.25	.30
1983				
I	.18	.50	.68	.93
II	.07	1.27	1.34	1.58
III	.66	.02	.68	.87
IV	.28	.22	.50	.68
1984				
I	.42	.13	.55	.76
II	1.03	.54	1.57	1.81
III	.32	.53	.85	.99
IV	.29	.15	.44	.56

Fuente: Elaborado sobre la base de información del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP).

productiva, y la falta de mantenimiento terminó inutilizando equipo. Durante tres años, la inversión neta del sector privado no sobrepasó el 3 o 4% del PIB. Los empresarios se protegieron a través de la fuga de capitales, con lo cual contribuyeron a la crisis de la balanza de pagos. Los errores y omisiones de esa balanza pasaron de un monto anual positivo de 2.4% del PIB en el período 1980-1982, a una crisis negativa de -3.4% del PIB en 1983-1985. Por otro lado, se trasladó una parte desproporcionada del ajuste a los obreros. Trabajadores eventuales sin estabilidad laboral perdieron su empleo, y los estables sufrieron una grave pérdida de capacidad adquisitiva. También en el sector informal bajaron fuertemente los ingresos (cuadro 11). Parte del ajuste fue absorbido por la población en general a través del financiamiento inflacionario del déficit fiscal creado por el no pago de impuestos y por la protección de los depósitos bancarios. La inflación perjudicó en particular a los ahorradores no protegidos por activos en moneda extranjera.

Cuadro 21

**PERU: COLOCACIONES REALES, POR
SECTORES ECONOMICOS, DE LA BANCA
COMERCIAL Y DE FOMENTO**

(1979 = 100)

Sector público	1983	1984	1985
Agricultura	70	66	62
Ganadería	2	2	1
Pesquería	4	5	4
Industria	193	185	147
Minería	42	52	51
Comercio	69	54	45
Construcción	50	42	28
Sector público	11	2	3
Diversos	75	76	61
Total	516	484	402

Fuente: Superintendencia de Banca y Seguros.

El daño mayor, sin embargo, resultó del efecto recesivo multiplicador que produjeron las reacciones defensivas de los empresarios, aumentadas por la gran distorsión del mercado financiero. Esas reacciones de carácter contractivo se exacerbaron debido a la experiencia vivida por el empresario durante los años setenta, y agravaron la recesión: así, las empresas lograron cierto equilibrio financiero, pero a un nivel menor de producción, inversión, salarios y demanda total. La producción determinada mayormente por la demanda no sólo no se recuperó luego del colapso de 1983, sino que bajó 2% entre 1983 y el primer semestre de 1985, mientras que la producción determinada por el clima y la demanda externa creció 17.3% en el mismo período.

Como balance final, puede decirse que la experiencia financiera de las empresas durante el período de crisis que se ha examinado tuvo algo de paradójico: aunque ellas lograron resistir con sorprendente éxito, sus mecanismos de sobrevivencia tuvieron un alto costo social, y probablemente contribuyeron a agravar la crisis global.