

cuadernos
de
investigación

**DESEMPEÑO EMPRESARIAL
DURANTE EL PROCESO DE
ESTABILIZACIÓN**

**Roberto Urrunaga
Guillermo Berastain
Luis Bravo**



UNIVERSIDAD DEL PACÍFICO
CENTRO DE INVESTIGACION (CIUP)



consorcio
de investigación económica

Desempeño empresarial durante el proceso de estabilización

Serie: Cuaderno de Investigación No. 21

Este estudio forma parte de las investigaciones efectuadas en el marco del Consorcio de Investigación Económica, apoyado por el Centro Internacional de Investigaciones para el Desarrollo (CIID) y la Agencia Canadiense para el Desarrollo Internacional (ACDI).

**Roberto Urrunaga
Guillermo Berastain
Luis Bravo**

DESEMPEÑO EMPRESARIAL DURANTE EL PROCESO DE ESTABILIZACIÓN



UNIVERSIDAD DEL PACIFICO
CENTRO DE INVESTIGACION (CIUP)



**consorcio
de investigación económica**

**LIMA - PERÚ
1994**

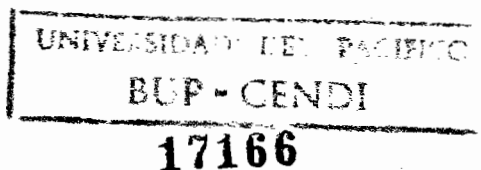
© Universidad del Pacífico
Centro de Investigación
Avenida Salaverry 2020
Lima 11, Perú

DESEMPEÑO EMPRESARIAL DURANTE EL PROCESO DE ESTABILIZACIÓN

Roberto Urrunaga
Guillermo Berastain
Luis Bravo

1a. Edición: Marzo de 1994
Diseño de la carátula: Chantal Nichtawitz

Esta publicación ha sido hecha con el auspicio del Centro Internacional de Investigaciones para el Desarrollo (CIID) y de la Agencia Canadiense para el Desarrollo Internacional (ACDI).



BUP - CENDI

Urrunaga Pascó-Font, Roberto

Desempeño empresarial durante el proceso de estabilización / Roberto Urrunaga, Pascó-Font, Guillermo Berastain Mateo y Luis Bravo. -- Lima : Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico, 1994.

/ESTRATEGIA EMPRESARIAL/POLÍTICA EMPRESARIAL/INFLACIÓN/POLÍTICA DE ESTABILIZACIÓN/AJUSTE ESTRUCTURAL/PERÚ/

65.012.2(85) (CDU)

Miembro de la Asociación Peruana de Editoriales Universitarias y de Escuelas Superiores (APESU) y miembro de la Asociación de Editoriales Universitarias de América Latina y el Caribe (EULAC).

El Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico no se solidariza necesariamente con el contenido de los trabajos que publica.

Derechos reservados conforme a ley.

ÍNDICE

Introducción	13
1. Contexto Macroeconómico	15
1.1 Antecedentes	15
1.2 Estabilización y Reformas Estructurales	16
2. Aspectos Metodológicos	21
2.1 Razones Financieras	22
2.2 Modelo Utilizado	23
2.3 Planteamiento de Hipótesis	24
3. Desempeño Empresarial Global	26
3.1 Tasas de Rentabilidad Neta	26
3.1.1 Tasas No Corregidas	26
3.1.2 Tasas Corregidas	29
3.2 Costos Financieros Netos	31
3.2.1 Cifras No Corregidas	31
3.2.2 Cifras Corregidas	33
3.3 Razones de Endeudamiento	35
3.4 Márgenes Brutos	37
3.5 Rotación de Activos	39
3.6 Gastos Generales	42
3.7 Activos No Operacionales	44
4. Análisis Sectorial	46
4.1 Sector Importable	46
4.1.1 Etapa Pre-Ajuste	46
4.1.2 Etapa de Ajuste	50
4.1.3 Etapa Post-Ajuste	52

4.2	Sector Exportable	57
4.2.1	Etapa Pre-Ajuste	57
4.2.2	Etapa de Ajuste	60
4.2.3	Etapa Post-Ajuste	64
4.3	Sector No Transable	66
4.3.1	Etapa Pre-Ajuste	66
4.3.2	Etapa de Ajuste	70
4.3.3	Etapa Post-Ajuste	74
5.	Conclusiones	77
	Bibliografía	79
	Anexos	81
A.	Evolución de la Producción por Grupo de Empresas	83
B.	Evolución de Algunos Indicadores No Corregidos por Inflación	85
B.1	Gráficos Globales	85
B.2	Gráficos de los Importables	88
B.3	Gráficos de los Exportables	91
B.4	Gráficos de los No Transables	94
C.	Resultados Estadísticos Corregidos y No Corregidos	97
C.1	Resultados Estadísticos Globales	97
C.2	Resultados Estadísticos Sectoriales	104

ÍNDICE DE CUADROS

1.	Producto Bruto Interno	16
2.	Variables del Sector Externo	17
3.	Tasas de Interés Activas	18
4.	Inflación y Tipo de Cambio	19

ÍNDICE DE GRÁFICOS

1.	Rentabilidad Patrimonial Nominal	27
2.	Rentabilidad Patrimonial Ajustada	30
3.	Ingreso Financiero Neto Nominal	32
4.	Ingreso Financiero Neto Ajustado	34
5.	Razón de Endeudamiento	36
6.	Márgenes Brutos	38
7.	Rotación de Activos	40
8.	Razón de Gastos Generales	43
9.	Razón de Activos No Operacionales	44
10a.	Rentabilidad Patrimonial Ajustada de los Importables	47
10b.	Rentabilidad Patrimonial Nominal de los Importables	47
11a.	Ingreso Financiero Neto Ajustado de los Importables	49
11b.	Ingreso Financiero Neto Nominal de los Importables	49
12.	Razón de Endeudamiento de los Importables	51
13.	Razón de Activos No Operacionales de los Importables	53
14.	Márgenes Brutos de los Importables	53
15.	Rotación de Activos de los Importables	54
16.	Razón de Gastos Generales de los Importables	54
17a.	Rentabilidad Patrimonial Ajustada de los Exportables	58
17b.	Rentabilidad Patrimonial Nominal de los Exportables	58
18a.	Ingreso Financiero Neto Ajustado de los Exportables	59
18b.	Ingreso Financiero Neto Nominal de los Exportables	59
19.	Razón de Endeudamiento de los Exportables	62
20.	Márgenes Brutos de los Exportables	62
21.	Rotación de Activos de los Exportables	63
22.	Razón de Activos No Operacionales de los Exportables	63
23.	Razón de Gastos Generales de los Exportables	64
24a.	Rentabilidad Patrimonial Ajustada de los No Transables	67
24b.	Rentabilidad Patrimonial Nominal de los No Transables	67

25a.	Ingreso Financiero Neto Ajustado de los No Transables	69
25b.	Ingreso Financiero Neto Nominal de los No Transables	69
26.	Razón de Endeudamiento de los No Transables	72
27.	Razón de Activos No Operacionales de los Exportables	72
28.	Márgenes Brutos de los No Transables	73
29.	Rotación de Activos de los No Transables	73
30.	Razón de Gastos Generales de los No Transables	74

INTRODUCCIÓN*

No cabe la menor duda de que dada la tremenda crisis que venía experimentando la economía peruana durante los últimos años del gobierno aprista, sobre todo la galopante inflación, no quedaba más remedio que efectuar un programa de estabilización drástico.

Ahora bien, como la magnitud de los desequilibrios y de las distorsiones era enorme, su solución perdurable (y no sólo de corto plazo) requería, además, del acompañamiento de un proceso de reformas estructurales, tendiente a asignarle un papel más importante al sector privado y a la competencia. De esta manera, se pretendía eliminar el carácter sumamente intervencionista del gobierno, en la búsqueda de una asignación más eficiente de los recursos.

Es así que el nuevo gobierno, a los pocos días de haber asumido el mando (el 8 de agosto de 1990), implementó un severo programa de ajuste y dio inicio al proceso de reformas estructu-

rales, cuyas principales medidas se discuten en el siguiente capítulo.

A partir de lo anterior, se han realizado varios estudios para explicar la evolución macroeconómica reciente, analizando los efectos agregados sobre la economía de dicha estabilización y del proceso de reformas. Sin embargo, no se han efectuado estudios microeconómicos que permitan apreciar la evolución diferenciada según sectores y grupos de empresas, y cómo éstas, a su vez, pueden haber afectado con su comportamiento individual a la trayectoria de las variables agregadas.

Al respecto, los modelos macroeconómicos utilizados para explicar la evolución e ineficiencia de la mayoría de los programas de estabilización ejecutados en la región para combatir la inflación, han brindado lecciones significativas pero insuficientes. Es así, que ellos no han podido explicar cómo se combinaron los diversos cambios reales y financieros para producir determinados patrones de

comportamiento, fundamentalmente por la no consideración de la evidencia empírica empresarial.

En tal sentido, el presente documento se dedica a llenar este vacío para el caso peruano reciente, a partir del análisis de los estados financieros de los principales grupos de empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima, dada la mayor facilidad de acceso a su información. La muestra se refiere fundamentalmente al sector manufacturero, aunque también se trabaja con varias empresas mineras para evitar contar con un sector exportable muy reducido. No se han incluido otras actividades económicas como la de servicios financieros (típicamente no transable), debido a la distinta naturaleza de sus estados financieros, lo que complicaba su comparación con los correspondientes de las empresas manufactureras y mineras¹.

Como ya se mencionó previamente, luego de esta breve introducción se presenta el contexto macroeconómico. Ello se efectúa de una manera resumida, puesto que no es el centro de la discusión y sólo constituye un marco referencial para el análisis microeconómico.

A continuación, el capítulo 2 se refiere a los aspectos metodológicos. Allí se incluye desde la descripción de las razones financieras básicas a ser analizadas, hasta el planteamiento de las hipótesis a ser demostradas, pasando obviamente por la presentación del modelo utilizado y la discusión del procedimiento seguido para su estimación econométrica.

Los capítulos 3 y 4 constituyen el tema fundamental de estudio, es decir, la explicación de la evolución microeconómica. Mientras el primero de los capítulos mencionados se dedica exclusivamente al análisis global, distinguiendo entre los sectores exportable, importable y no transable; el capítulo 4 presenta la discusión al interior de cada sector, en función a la trayectoria de los diversos grupos empresariales que los componen.

Por último, se incluye un capítulo de conclusiones, el que ha sido elaborado en relación a las hipótesis planteadas en el capítulo metodológico.

1. Al respecto, sería interesante incluir dicho sector en un estudio futuro, debido a su comportamiento bastante peculiar frente a la estabilización y a las reformas.

1. CONTEXTO MACROECONÓMICO

1.1 Antecedentes

La situación del país a julio de 1990 era caótica. Así, el producto bruto interno *per cápita* cayó hasta los niveles alcanzados a principios de la década de los años sesenta. Por otro lado, la inflación fue creciente y en dicho mes superó el 60%, a la vez que existió una tremenda distorsión de precios relativos². Los altos niveles inflacionarios fueron consecuencia directa de las políticas expansivas del gobierno en un marco de controles de precios.

Mientras el tipo de cambio oficial cerró el mes a 0.053 soles por dólar, el tipo de cambio del mercado paralelo llegó a 0.185 soles por dólar (es decir, 3.5 veces más). El sector externo entró en crisis y se llegó a tener reservas internacionales netas negativas.

Los controles de precios a las principales variables de la economía (tipo de cambio, tasa de interés y tarifas públicas) originaron una fuerte

distorsión en precios relativos, la que conllevó a períodos de escasez de muchos productos y a presiones para un reordenamiento de precios.

El retraso significativo de las tarifas públicas empeoró la situación de las empresas estatales y, de allí, las cuentas fiscales. El déficit fiscal, además, fue afectado por las políticas gubernamentales expansivas y por las menores recaudaciones de impuestos en términos reales. Todo lo anterior repercutió en la necesidad de financiamiento a través de una emisión cada vez mayor, la que impulsó las presiones inflacionarias.

Además del déficit fiscal, también fue importante el déficit cuasifiscal. Este último fue generado por los subsidios a las tasas de interés con las que operaba la banca de fomento, por el volumen creciente de créditos con recursos propios del Banco Central (con el fin de reducir el costo financiero), y por la existencia de un sistema de tipos de cambio múltiples.

2. Baste citar que mientras una botella mediana de gaseosa (cuyo precio era libre) costaba en ese entonces 39.1 miles de intis, el precio de un galón de gasolina de 84 octanos (altamente controlado) apenas era de 21.5 miles de intis. El lector debe recordar que 1 nuevo sol = 1 millón de intis.

Debido a la situación hiperinflacionaria existente, la preferencia por circulante frente a los depósitos fue creciente, con la consiguiente reducción en la intermediación financiera. Otros factores que contrajeron el multiplicador fueron el impuesto del 2% a los débitos en cuenta corriente y las altas tasas de encaje. De esta manera, el crecimiento de la oferta monetaria fue inferior al ritmo inflacionario, a pesar de los significativos aumentos de la base monetaria.

Lo anterior, conjuntamente con los techos a las tasas de interés, configuró un marco de represión financiera aguda, lo que contribuyó sustancialmente al fortalecimiento de la banca paralela.

Debido a la iliquidez reinante en el sistema y al estrangulamiento por el que atravesaba el gobierno, todas las obligaciones corrientes del Banco Central fueron incumplidas y postergadas hasta la entrada del nuevo gobierno.

1.2 Estabilización y Reformas Estructurales

El programa de estabilización implementado por el nuevo gobierno en agosto de 1990 tuvo como objetivo fundamental la drástica reducción de la inflación. Las medidas específicas para ello fueron el realineamiento de los precios relativos,

la eliminación del déficit fiscal, el control de la base monetaria, la recomposición de las reservas internacionales, la apertura externa y la liberalización de los mercados.

De esta manera, se procedió a incrementar en grandes proporciones las tarifas públicas, destacando el caso de la gasolina que aumentó en más de 3000%. Además, se eliminaron los subsidios y gran parte de las exoneraciones, mientras se aplicaron nuevos impuestos temporales (de solidaridad y a las exportaciones, entre otros) y se incrementaron fuertemente otros (especialmente el selectivo al consumo de combustibles). En función a esto, la brecha fiscal pudo reducirse rápida y enormemente. Sin embargo, lo anterior también motivó a que todos los bienes y servicios ajustaran sus precios, de tal forma que se alcanzó una inflación muy cercana al 400% para el mes de agosto.

El proceso anterior llevó a una fuerte contracción en la demanda agregada, lo que provocó un gran impacto recesivo. (Ver el Cuadro 1). De esta manera, el producto *per cápita* llegó a reducirse hasta alcanzar los niveles de 1955. Los sectores más afectados fueron obviamente aquéllos más ligados al gasto interno, como manufactura y construcción.

Cuadro 1

PRODUCTO BRUTO INTERNO (Variación porcentual)*

PERÍODO	GLOBAL TRIMESTRAL	ANUAL	MANUFACTURA TRIMESTRAL	ANUAL	MINERÍA TRIMESTRAL	ANUAL
90:2	0.91%	-3.81%	-10.50%	2.25%	-5.97%	-7.84%
90:3	-31.61%	-26.62%	-33.65%	-39.82%	0.02%	-15.90%
90:4	27.50%	-11.68%	49.44%	-11.43%	-2.88%	0.65%
91:1	2.87%	-8.72%	-2.71%	-11.53%	3.80%	-10.77%
91:2	9.68%	-1.62%	11.90%	1.80%	-3.90%	-4.00%
91:3	-18.50%	17.23%	-9.99%	53.74%	0.88%	-3.06%
91:4	10.29%	1.41%	6.10%	1.84%	-4.81%	-4.99%
92:1	4.16%	2.59%	-0.94%	2.89%	-3.03%	-10.51%
92:2	3.36%	-3.22%	-8.27%	-7.89%	2.67%	-4.40%

* En función a las cifras del último mes de cada trimestre.

Fuente: INEI, *Compendio económico mensual*, Lima: marzo 1991/octubre 1991-1992.

En el ámbito externo la liberalización también se hizo sentir. Por el lado de las exportaciones, se eliminó el certex (certificado de reintegro tributario a las exportaciones no tradicionales) y el fent (crédito subsidiado para las exportaciones no tradicionales) y se colocó un impuesto temporal del 10%. Por el lado de las importaciones, al finalizar el tercer trimestre, se redujeron los aranceles y se circunscribieron a tres tasas: 15% para los insumos no producidos en el país, 25% para los insumos con exceso de demanda interna, y 50% para los bienes de consumo final y suntuarios³. Sin embargo, se aplicaron sobretasas arancelarias que atenuaron las medidas liberalizadoras.

Además, se unificaron los diversos tipos de cambio, y se pasó a un régimen cambiario flexible, el que derivó en uno de flotación sucia, dado el estancamiento e, incluso, presión a la baja de su nivel. Fue precisamente este atraso cambiario el que generó expectativas en los agentes respecto a un repunte del dólar en el corto plazo, lo que limitó el proceso de remonetización de la economía.

Inicialmente, la balanza comercial se recuperó, debido fundamentalmente a la contracción en la demanda agregada. Sin embargo, el posterior proceso de retraso cambiario así como la profundización de la apertura comercial, al finalizar el primer trimestre de 1991, contribuyeron a perjudicar esta balanza, tomándola cada vez más negativa. (Ver el Cuadro 2). A pesar de ello, el saldo de la balanza de pagos se mantuvo siempre positivo, debido fundamentalmente a la entrada de capitales de corto plazo, dada la nueva norma de libre movilidad de capitales y dados los altos intereses financieros domésticos.

Las tasas de interés fueron liberalizadas desde el inicio del programa y el encaje comenzó a ser reducido paulatinamente. Dado el contexto previo de represión financiera resultaba obvio esperar un aumento importante en las tasas de interés. (Ver el Cuadro 3). Ahora bien, como además se aplicó una política monetaria fuertemente restrictiva, las tasas de interés terminaron incrementándose demasiado, aumentando así el

Cuadro 2

VARIABLES DEL SECTOR EXTERNO
(En millones de dólares)

PERÍODO	EXPORTACIONES	IMPORTACIONES	CUENTA CORRIENTE	CAPITALES LARGO PLAZO	CAPITALES CORTO PLAZO	BALANZA DE PAGOS	TÉRMINOS DE INTERCAMBIO*
90:2	755	693	-299	197	22	-80	69.8
90:3	892	700	-145	196	532	583	69.7
90:4	819	577	-113	178	197	262	65.7
91:1	833	729	-265	82	308	125	66.2
91:2	894	850	-336	192	516	372	64.7
91:3	826	919	-464	-32	721	225	63.8
91:4	776	966	-519	463	585	529	59.1
92:1	831	1044	-538	138	550	150	60.1
92:2	843	931	-433	178	337	82	58.7

*Índice con base: julio 1990.

Fuente: INEI, *Compendio económico mensual*, Lima: octubre 1992.

BCR, *Compendio estadístico del sector externo*, 1970-1992.

3. El promedio simple del arancel pasó de 66% a 23%, aunque la variabilidad de las tasas de protección efectiva sólo se redujo de 97% a 78%.

costo recesivo del ajuste, sobre todo para las empresas que no pudieron acceder al endeudamiento en dólares. Debe precisarse que este último endeudamiento con el sistema financiero doméstico también fue caro (aproximadamente el triple de las tasas internacionales), aunque en una magnitud apreciablemente inferior a los créditos en moneda nacional, dado el proceso de apreciación cambiaria.

Cuadro 3

TASAS DE INTERÉS ACTIVAS

PERÍODO	EN SOLES		EN DÓLARES
	Nominal	Real	
90:2	38.23%	1.22%	--
90:3	47.00%	-43.02%	--
90:4	13.01%	-0.07%	16.16%
91:1	21.11%	8.46%	16.36%
91:2	17.49%	9.21%	19.55%
91:3	16.68%	8.76%	20.07%
91:4	10.79%	6.65%	20.69%
92:1	9.26%	3.82%	19.94%
92:2	7.69%	4.15%	18.45%

* Las tasas de interés en soles son por préstamos hasta 360 días.

** Las tasas de interés en dólares son anuales y por sobregiros.

*** A partir del segundo trimestre de 1991, las tasas de interés, tanto en soles como en dólares, son las promedio del sistema bancario.

fuelle; BCR, *Notas semanales*

Como se desprende de párrafos anteriores, es recién a partir de marzo de 1991 cuando empezaron a consolidarse las reformas estructurales planteadas por el gobierno. Aquí destaca el caso de la liberalización comercial, la que pasó a una etapa más agresiva donde se estructuró un esquema de sólo dos tasas arancelarias, una de 15% y otra de 25%. Esta nueva reducción atenuó las presiones inflacionarias de los bienes transables,

en relación con los no transables⁴. La lentitud en la toma de esta decisión por parte del gobierno ocasionó expectativas negativas en los agentes económicos, los cuales retrasaron sus importaciones durante el primer trimestre del año.

Por otro lado, en dicho período también se liberalizó la cuenta de capitales de la balanza de pagos. Ello permitió a los bancos solucionar, en parte, la restricción de liquidez por la que atravesaban. Ahora bien, para captar los fondos externos tuvieron que ofrecer tasas de interés en dólares mayores que las internacionales. Sin embargo, el influjo de capitales resultante agravó el problema de la tendencia a la baja en el tipo de cambio, con lo que aumentó la intervención de la autoridad monetaria en el mercado cambiario.

La combinación de la mayor disponibilidad de moneda extranjera con una tasa de interés en moneda nacional comparativamente más alta, y con un tipo de cambio estable, determinó que los agentes buscaran financiarse en dólares y ahorrar en soles.

En la medida en que el equilibrio fiscal que se había alcanzado era muy frágil, y efectivamente así se percibía, no existía mucha confianza en el programa. Es así que la disciplina fiscal continuó, aunque la deuda de corto plazo siguió incrementándose debido al reducido crecimiento de los ingresos. A pesar de los esfuerzos que se hicieron para llevar adelante una reforma tributaria, la administración de ésta se mantuvo deficiente.

Al respecto, fue determinante el minipaquete tarifario de diciembre de 1990. Dado que la inflación no cedió lo rápidamente que se esperaba, las tarifas públicas empezaron a retrasarse y, para no incurrir en un déficit fiscal, no quedó más remedio que efectuar un nuevo ajuste (aunque mucho más pequeño que el de agosto pasado). Sin embargo, ello reforzó las dudas de los agentes y disminuyó la credibilidad en el programa. De esta manera, se atenuó la recuperación productiva que se venía insinuando, así como volvió a aumentar de manera considerable la inflación.

4. La mayor proporción de las partidas arancelarias se concentró en la tasa más baja, de tal manera que se pasó a un arancel promedio de 17%. Asimismo, debido a la considerable reducción de las sobretasas, pudo llegarse a una variabilidad de las tasas de protección efectiva de 23%.

En el problema de credibilidad también hubo un aspecto monetario. Los agentes percibían cierto desmanejo en el sentido que el Banco Central tenía dos objetivos contrapuestos que buscaba manejarlos exclusivamente con su política monetaria: estabilizar los precios de la economía y lograr la recuperación del tipo de cambio interviniendo en este mercado.

A modo de resumen, el primer semestre de 1991 significó un avance importante en lo referente a reformas estructurales, pero las metas de inflación siguieron sin cumplirse al llegarse a un acumulado semestral considerablemente alto (73%), (Ver el Cuadro 4).

Durante el segundo semestre de 1991, la situación general mejoró. Hubo un manejo monetario más coordinado y se priorizó el aspecto inflacionario sobre el cambiario. De esta manera, se logró reducir la inflación a un promedio de 4% mensual, aunque el tipo de cambio real se atrasó. Además, se dio una importante recuperación del producto, con respecto al segundo semestre de 1990, lo que permitió un ligero crecimiento para

todo el año⁵. Las actividades económicas que mostraron el mayor dinamismo fueron la manufactura, la construcción y el comercio.

Un aspecto que colaboró con el nuevo escenario más optimista fue el logro en el frente externo, en cuanto a la reinserción en el sistema financiero internacional. Así, se logró la aprobación del programa de referencia con el FMI, se arregló los atrasos con el BID y con el Banco Mundial, y se inició la renegociación de la deuda con el Club de París. Ello redundó en una mejor imagen externa y, conjuntamente con los altos retornos financieros ofrecidos en el país, fomentó la venida de capitales, lo que incrementó significativamente la liquidez en la economía.

En materia fiscal, sin embargo, no se avanzó "mucho. Podría decirse que éste fue quizás el ámbito más problemático, en el sentido que el equilibrio presupuestario continuó siendo muy precario. La constantemente reclamada reforma tributaria no llegaba a definirse, y sólo se fueron implementando acciones aisladas, muchas de ellas erráticas e inconsistentes. Las señales brindadas fueron que el

Cuadro 4

INFLACIÓN Y TIPO DE CAMBIO
(Acumulado trimestral)

PERÍODO	INFLACIÓN AL POR MENOR	INFLACIÓN TRANSABLES	INFLACIÓN NO TRANSABLES	INFLACIÓN AL POR MAYOR	DEVALUACIÓN OFICIAL	TIPO DE CAMBIO REAL OFICIAL*
90:2	160.01	169.08	153.59	106.89	200.40	103.61
90:3	823.04	859.18	796.55	485.91	1216.07	147.73
90:4	43.57	40.58	46.19	17.61	16.48	119.85
91:1	38.80	19.31	47.75	8.10	10.27	95.22
91:2	24.43	19.04	25.98	20.00	47.37	112.77
91:3	23.50	12.81	31.53	6.64	-1.19	90.22
91:4	12.16	17.12	8.57	9.91	15.66	93.04
92:1	16.38	13.31	18.38	4.78	0.00	79.94
92:2	10.55	5.70	13.13	7.92	23.96	89.64

* Base: julio 1990.

Fuente: INEI, *Compendio estadístico mensual*, Lima: marzo 1992/octubre 1991-1992.

5. En todo caso, esta importante mejora semestral debe tomarse con mucho cuidado, debido a que la base sobre la cual se creció fue demasiado baja (producto del severo ajuste).

objetivo gubernamental era simplemente paliar los problemas fiscales de corto plazo, introduciéndose así un fuerte elemento de inestabilidad.

El caso extremo de desorden tributario, y de percepción de una falta de sustento técnico en las nuevas medidas impositivas, ocurrió en marzo de 1992, precisamente cuando se avizoraban nuevos problemas de caja fiscal. En ese entonces, aprovechando el receso del Parlamento, el Ministro de Economía decretó un conjunto de nuevos impuestos y de notables aumentos de otros ya existentes, lo que fue rechazado rotundamente por toda la población⁶. Al Ministro no le quedó más remedio que dar marcha atrás en la mayoría de las modificaciones, aunque el daño ya había sido hecho. La inflación aumentó considerablemente en dicho mes y se generó un malestar y un nuevo clima de desconfianza en el rumbo de la política económica.

Al comenzar el segundo trimestre del mismo año ocurrió un nuevo evento (mucho más importante) que afectó las reglas de juego. El 5 de abril el Presidente de la República clausuró el Parlamento y empezó a reorganizar arbitrariamente el Poder Judicial. Lo interesante de este hecho fue la conducta disímil seguida a nivel externo y a nivel interno. Mientras la reacción externa fue adversa, interrumpiéndose los desembolsos de los préstamos ya pactados y retirándose un buen porcentaje de los capitales externos de corto plazo; la reacción interna fue mayoritariamente de aprobación, aunque no se produjeron inversiones importantes.

Este cierre (temporal) de fuentes de financiación externo, los problemas de caja fiscal y la necesidad de continuar el proceso de reinserción financiera (sirviendo la deuda externa), llevaron a un sobreajuste fiscal a partir del segundo trimestre de 1992⁷. Este mayor retiro de recursos de la economía (en comparación con su colocación doméstica), sumado a la falta de reacción de la autoridad monetaria, afectó al aparato productivo, provocando así una nueva recesión. Ahora bien, esta recesión también fue resultado de los fenómenos climatológicos, los que afectaron negativamente a los sectores primarios (pesca y agropecuario) así como a la generación de energía (y de allí a las actividades manufactureras).

Por otra parte, la situación del sistema financiero que era ya preocupante antes del 5 de abril (por la gran proporción de carteras pesadas de los bancos, por la liquidación de la banca de fomento y por la intervención de varias instituciones financieras) empeoró notablemente luego del quiebre político, llevando a la quiebra a una serie de instituciones como las mutuales y las cooperativas.

En medio de la inestabilidad inicial y de la salida abrupta de capitales, quizás la única variable macroeconómica que mejoró fue el tipo de cambio, debido precisamente al contexto descrito. Ello permitió que la inflación promedio mensual de los bienes transables se acercara a la correspondiente para los bienes no transables.

6. Como en pocas oportunidades, hubo una reacción adversa casi unánime, desde las amas de casa más humildes hasta los productores, comerciantes y académicos especialistas en tributación.

7.. Una razón que se utilizó recurrentemente para explicar este sobreajuste fue la falta de capacidad de gasto público, en el sentido que no se contó con proyectos ni con una adecuada gerencia.

2. ASPECTOS METODOLÓGICOS

Tal como se planteó en la introducción, lo que se pretende en este estudio es discutir la microeconomía de la estabilización y del proceso de reformas, aunque sin perder la perspectiva del entorno macroeconómico. De esta manera, se ha tratado de comparar el comportamiento de las empresas, tanto en términos inter e intrasectoriales como a través del tiempo.

Dicha comparación se ha efectuado a partir de la respuesta obtenida a cada una de las siguientes interrogantes. En primer lugar, ¿cuáles fueron las trayectorias de las utilidades netas de cada grupo de empresas? En segundo lugar, ¿cómo se combinó el comportamiento de la demanda con el de los precios relativos (llámense, tasas de interés, tipo de cambio, salarios, etc.) para afectar a dichas trayectorias? Por último, ¿qué alteraciones se produjeron en las estructuras financieras empresariales?

La metodología utilizada para contestar a estas preguntas, siguiendo lo planteado por Tybout⁸, se basó en la elaboración y discusión de algunos indicadores financieros básicos, a partir del análisis de los estados financieros de las empresas.

La data utilizada fue trimestral y se refirió al período comprendido entre el tercer trimestre de 1990 y el segundo de 1992. Al respecto, debe precisarse que las cifras con las que se ha trabajado son acumuladas a lo largo del año, con la finalidad de apreciar hasta que punto afectaron los resultados trimestrales al comportamiento que se venía arrastrando en los trimestres previos del mismo año⁹.

Estas empresas se clasificaron inicialmente según el mercado al cual han dirigido tradicional-

8. Tybout, James, "Desempeño financiero de las empresas durante las reformas en el Cono Sur", en *Cuadernos de Economía*, Año 22, 65, abril 1985, pp. 3-12.

9. De esta manera, debe distinguirse entre cuatro comportamientos posibles: aceleración, más que duplicación del indicador (en valor absoluto), que se refleja en un aumento de la pendiente; subida no tan significativa del indicador (en valor absoluto), que se refleja en una disminución de la pendiente; estabilidad del indicador, reflejada normalmente en una pendiente nula; y cambio de tendencia del indicador, presente en un cambio de signo de la pendiente.

mente el mayor porcentaje de sus ventas, distinguiéndose entre el mercado no transable y el mercado transable, descomponiéndose este último a su vez entre el mercado exportable y el importable.

Sin embargo, también se consideró conveniente efectuar una mayor desagregación, distinguiendo entre diversas ramas manufactureras al interior de cada uno de los sectores anteriores¹⁰. Lo anterior constituye un aporte con respecto a los estudios que acompañaron originalmente el desarrollo de esta metodología¹¹.

2.1 Razones Financieras

Uno de los indicadores más importantes (quizás el principal) para evaluar el comportamiento empresarial es la tasa de rentabilidad patrimonial. Por ello, cuando se trata de analizar los efectos específicos de los programas de estabilización y de reformas de los mercados, generalmente se acude a observar la variación en las ganancias netas empresariales.

En nuestras economías, estas ganancias suelen requerir de ajustes, frente a los efectos de la inflación, con la finalidad de medir las trayectorias de ingresos y gastos reales. Ello es particularmente relevante en épocas de alta inflación, debido a que los activos y pasivos monetarios que mantienen las empresas pierden rápidamente su valor, afectado significativamente a los ingresos financieros netos.

En la medida en que los estados financieros trimestrales para el caso peruano no se han venido presentando ajustados por inflación, una primera etapa de este proyecto tuvo que dedicarse a efectuar dichas correcciones¹². Ahora bien, debido a que se reconoce haber enfrentado algunos inconvenientes para efectuar los ajustes (como

falta de información), se ha considerado conveniente presentar adicionalmente los resultados de las cifras sin corregir, para contar con mayores elementos de juicio y efectuar las comparaciones pertinentes.

Una vez realizados los cálculos anteriores, debe precederse a explicar la evolución de la tasa de rentabilidad neta. Para ello, es útil descomponer dicho indicador en una serie de razones financieras básicas, a saber:

$$W = [(a-b)c(1-\alpha) + \alpha e - df] \left[\frac{1}{(1-f)} \right]$$

donde:

W = Tasa de Rentabilidad Patrimonial
(Utilidad Neta/Patrimonio)

a = Margen Bruto
(Utilidad Bruta/Ventas Netas)

b = Gastos Generales por Unidad de Venta
(Gastos Administrativos y de Comercialización/Ventas Netas)

c = Rotación de Activos
(Ventas Netas/Activos Operacionales)

d = Costos Financieros Netos/Pasivos

e = Ganancias No Operacionales/Activos No Operacionales

f = Razón de Endeudamiento
(Pasivos/Activos)

a = Activos No Operacionales/Activos

En términos generales, se dice que la tasa de rentabilidad empresarial tiene dos componentes básicos. Por un lado, existe un componente real, que incluye las ventas netas, los costos de producción, los gastos generales y la utilización de los activos. Por otro lado, hay un componente financiero, que corresponde al costo financiero neto y a la razón de endeudamiento.

10. Debe precisarse que la clasificación se hizo sobre la base de la información proporcionada por la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (Conasev). Al respecto, no se pudo preguntar directamente a las empresas con qué sector se identificaban mejor sus operaciones.

11. Estamos haciendo referencia a los trabajos sobre Argentina, Chile y Uruguay, cuyas referencias se encuentran en la bibliografía.

12. Recién las empresas han empezado a entregar estados financieros trimestrales ajustados a partir del primer trimestre de 1992, por las nuevas disposiciones legales. Anteriormente sólo se presentaban ajustados los estados anuales. Por lo tanto, las correcciones inflacionarias efectuadas en este estudio se hicieron sobre la base de los pocos estados ajustados, complementándose con un sistema similar al "poder general de compra".

Específicamente, a partir de la ecuación anterior, se puede identificar varias relaciones básicas. En primer término, $(a-b)c$ representa la tasa de retomo a partir de los activos operacionales, sin incluir los intereses. En segundo lugar, $(a-b)c(1-\alpha) + \alpha e$ representa el retorno global sobre los activos, tanto operacionales como no operacionales, sin incluir aún los intereses. Por último, df representa los costos o ingresos financieros (dados por los intereses) sobre los activos. En la medida que d sea menor que el promedio ponderado de los retornos no financieros de los activos, un aumento del endeudamiento mejorará la ganancia patrimonial.

El análisis más detallado de lo que significa cada razón financiera se ha considerado conveniente dejarlo para el siguiente capítulo, donde se estudia la evolución efectiva de los grandes sectores manufactureros. En todo caso, cuestiones más técnicas ligadas a lo que implica cada indicador pueden encontrarse en el documento de Tybout anteriormente citado.

2.2 Modelo Utilizado

Para estudiar estadísticamente cada indicador financiero (Y_{ij}) planteado en la sección previa, tanto en términos temporales como en términos intersectoriales, se utilizó el siguiente modelo¹³:

$$Y_{ij} = \sum_s \sum_t Y_t^s D_{ijt}^s + \sum_s \beta_s (X_{ij}^s - X_j^s) + v_i + \varepsilon_{ij}$$

donde:

$Y_t^s =$ valor esperado de la razón financiera Y_{ij} en el sector s .

$D_{ijt}^s =$ variable dummy que adopta el valor unitario en el período $t=j$ y cuando la i -ésima empresa pertenece al sector s , y es cero en caso contrario.

$X_{ij}^s - X_j^s =$ índice de tamaño, dado por el logaritmo de los activos totales, que adopta valores no nulos sólo cuando la i -ésima empresa pertenece al sector s , en cuyo caso equivale a la diferencia entre el tamaño de la empresa i en el

período j (X_{ij}^s) y el tamaño promedio de las empresas de su sector en dicho período (X_j^s).

$v_i =$ desviación estándar propia de cada empresa, que no varía a través del tiempo.

$\varepsilon_{ij} =$ desviación adicional por empresa, pero que sí varía a través del tiempo.

La justificación del modelo anterior nace de la seguridad de que cada razón financiera, para cualquier empresa, está correlacionada en términos temporales. De acuerdo a lo anterior, cada razón Y_{ij} debe ser analizada en función a un esquema de componentes de error, el que incluye la suma de los términos v_i y ε_{ij} , referidos ambos a las desviaciones del valor esperado del indicador financiero con respecto a su valor efectivo. Además, se ha agregado un índice de tamaño sectorial, para apreciar en qué medida afectan las dimensiones de las empresas a la evolución de sus principales variables (lo que viene dado por el valor estimado del parámetro β).

Debido a este problema de correlación intertemporal se ha considerado apropiado utilizar el procedimiento de mínimos cuadrados generalizados, de tal manera de operar con la estructura especial del error. Siguiendo a Fuller y Battese¹⁴, dicho procedimiento ha consistido en los siguientes pasos:

- 1.- Efectuar una regresión simple (léase, mínimos cuadrados ordinarios) de $Y_{ij} - Y_j - Y_i + Y$ sobre $X_{ij} - X_j - X_i + X$. Donde Y_j , Y_i e Y denotan los valores medios de cada razón financiera por período para todas las empresas del sector, por empresa para todos los períodos, y para todas las empresas del sector para todos los períodos, respectivamente. X_j , X_i y X denotan los mismos valores medios, pero referidos a los índices de tamaño.

Para fines del presente estudio la variable dependiente que debe ser generada para esta regresión es $Y_{ij} - Y_i + Y$, ya que Y_j busca

13. Tybout, *op. cit.* La notación del modelo ha sido ligeramente modificada para adecuarla a la nomenclatura de otro estudio que se cita más adelante.

14. Fuller, Wayne y George Battese, "Estimation of linear models with crossed-error structure", en *Journal of Econometrics* 2, 1974, pp. 67-78.

estimarse como parámetro y, por lo tanto, debe pasar al lado derecho de la ecuación. En función a lo anterior, debe regresionarse dicha variable dependiente sobre las dummies y la nueva variable independiente que se genere a partir de $X_{ij} - X_j - X_1 + X$. El resultado que importa de esta regresión es la suma de cuadrados del error, que es la correspondiente a ϵ_{ij} , y a la que se denominará SCE.

- 2.- Efectuar una regresión por mínimos cuadrados ordinarios de Y_{ij} sobre las dummies (para estimar Y_j) y sobre $X_{ij} - X_j$. El resultado que importa de esta regresión es la suma de cuadrados del error, que es la correspondiente a v_i , y a la que se llamará SCv.
- 3.- Calcular la varianza de ϵ_{ij} (VE) y la de v_i (Vv), en función a las fórmulas presentadas líneas abajo. En caso que el estimado de esta última resultase negativo, debe reemplazarse por el valor de cero.

$$VE = SCE / [(i-1)(t-1)-1]$$

$$Vv = \{SCv - [t(i-1)-1]VE\} / \{t(i-1) - t[1/\Sigma(X_{ij}^2)]\Sigma[(X_i - X)^2]\}$$

- 4.- Por último, efectuar una regresión simple de $Y_{ij} - \alpha_1 Y_j - \alpha_2 Y_i + \alpha_3 Y$ sobre $X_{ij} - \alpha_1 X_j - \alpha_2 X_i + \alpha_3 X$. Donde¹⁵:

$$\alpha_1 = 1 - \sqrt{[VE/(VE+tVv)]}$$

$$\alpha_2 = 1 - \sqrt{[VE/(VE+iVe)]}$$

$$\alpha_3 = \alpha_1 + \alpha_2 - 1 + \sqrt{[VE/(VE+tVv+iVe)]}$$

Para fines del presente estudio la variable dependiente que debe ser generada para esta regresión es $Y_{ij} - \alpha_2 Y_i + \alpha_3 Y$, ya que Y_j busca estimarse como parámetro y, por lo tanto, debe pasar al lado derecho de la ecuación. Debido a lo anterior, debe regresionarse dicha variable dependiente sobre las dummies multiplicadas por α_2 y la nueva variable independiente que se genere a partir de $X_{ij} - \alpha_1 X_j - \alpha_2 X_i + \alpha_3 X$. Los parámetros

que resulten de esta regresión son los estimadores finales de mínimos cuadrados generalizados.

El período de análisis estadístico comienza en el tercer trimestre de 1990 y se prolonga hasta el segundo trimestre de 1992 inclusive; por lo tanto, $j=8$. Por otro lado, la desagregación empresarial inicial se refiere a los sectores exportable, importable y no transable, por lo que $s=3$. Sin embargo, también se efectúa un análisis más detallado, distinguiendo entre diferentes grupos de empresas al interior de cada sector, de tal manera que $s=4$ para los exportables (mineras, textiles, cables y jugos), y $s=5$ para los importables (plásticos, papeles, electrodomésticos, granos y químicos) y para los no transables (aceites, cervezas, cementos, pinturas y vidrios). El total de empresas estudiadas fue de 38 (léase $i=38$), 13 de las cuales fueron no transables, otro tanto fueron importables y las 12 restantes fueron exportables¹⁶.

2.3 Planteamiento de Hipótesis

Con la finalidad de responder a las interrogantes planteadas en las primeras líneas de este capítulo, se ha considerado útil guiar la discusión, y hacerla más operativa, a través de una serie de hipótesis más específicas. De esta manera se trata de verificar el cumplimiento o no de los siguientes enunciados:

Hipótesis 1: Las ganancias del sector transable disminuyeron en comparación con las del sector no transable.

Hipótesis 2: Al interior del sector transable, fueron las empresas productoras de bienes importables las que más sufrieron, al menos inicialmente, debido a la apertura de la economía.

Hipótesis 3: Las empresas fabricantes de productos que contaron con alta protección antes del ajuste se vieron

15. Ve se refiere a la varianza de e_i , que es la desviación de la media de cada razón financiera específica a cada período. Debido a que se supone que es no relevante para el estudio, no se efectúa un cálculo estadístico de la misma, y sólo se le aproxima por $1/(Wt)$.

16. La muestra es relativamente pequeña, dado el problema de información y el reducido número de empresas cotizantes en la Bolsa de Valores de Lima.

más afectadas que las que operaron con bienes sujetos a una baja protección original.

Hipótesis 4: El proceso de apreciación del tipo de cambio real afectó los precios relativos y, de allí, fue un factor fundamental en la evolución de las ganancias sectoriales.

Hipótesis 5: Las altas tasas reales de interés en soles que se generaron luego del ajuste, afectaron notablemente a las empresas que no tuvieron acceso al endeudamiento externo y/o interno en dólares.

Hipótesis 6: No pocas empresas recurrieron al endeudamiento externo y/o al endeudamiento interno en moneda

extranjera, dadas las altas tasas de interés en moneda nacional y la apreciación del tipo de cambio.

Hipótesis 7: Algunas empresas, fundamentalmente las pertenecientes al sector importable, entraron en un círculo vicioso de menores ganancias y mayores deudas, que las obligó a llegar a niveles peligrosos de endeudamiento y con condiciones poco favorables.

Hipótesis 8: A pesar del severo ajuste y el mayor nivel de flexibilidad de la economía introducido por las reformas, algunas empresas enfrentaron importantes rigideces para ajustar libremente sus precios y costos.

3. DESEMPEÑO EMPRESARIAL GLOBAL

En este capítulo se presenta la descripción y el análisis de la trayectoria seguida por cada una de las razones financieras agregadas sectorialmente, siguiendo la metodología explicada previamente¹⁷. Además, se discuten las relaciones entre algunos indicadores, en la medida que sean pertinentes para la demostración de algunas hipótesis.

3.1 Tasas de Rentabilidad Neta

Esta razón mide la rentabilidad de mover los activos, tanto reales como financieros, entre los sectores o grupos de empresas. Además, en épocas de crisis, determina la tasa en la cual el patrimonio neto de una empresa desaparece. Así, cuando se acumula una rentabilidad negativa importante y creciente, lo que está sucediendo es una acumulación de pérdidas y una contracción significativa en el patrimonio empresarial.

En tanto este indicador depende en buena medida de los ingresos o gastos financieros, los cuales a su vez incluyen los resultados por exposición a la inflación (una vez que han sido ajusta-

dos), la evolución de la rentabilidad se vuelve muy sensible a estos últimos resultados. Por lo tanto, resulta interesante comparar las cifras de rentabilidad ajustadas por inflación con las no ajustadas; de allí la lógica para desagregar esta sección.

3.1.1 Tasas No Corregidas

Como puede apreciarse en el Gráfico 1, los peores resultados en rentabilidad patrimonial se produjeron en el sector manufacturero productor de bienes importables (Hipótesis 2). Dicho sector es también el que muestra las mayores fluctuaciones en este ratio financiero. Es más, su rentabilidad en promedio fue disminuyendo año tras año. Al respecto, debe destacarse que es el único sector cuyos resultados muestran razones t estadísticas mayoritariamente significativas, aunque la prueba F (para todos los parámetros conjuntamente) arrojó un valor de 1.18, lo que pondría en cuestionamiento la especificación global del modelo¹⁸. (Ver el Cuadro C.1 del Anexo).

17. El análisis incluye algunos comentarios respecto a la validez estadística de los resultados. Sin embargo, dada la extensión de los cuadros que incorporan dichas estadísticas, su presentación ha sido diferida para la sección de Anexos (Anexo C).

18. Dicho valor sólo se vuelve significativo con un 75% de confiabilidad. En general, ésta constituye la única razón financiera que ha arrojado valores F muy bajos en la mayoría de regresiones efectuadas.

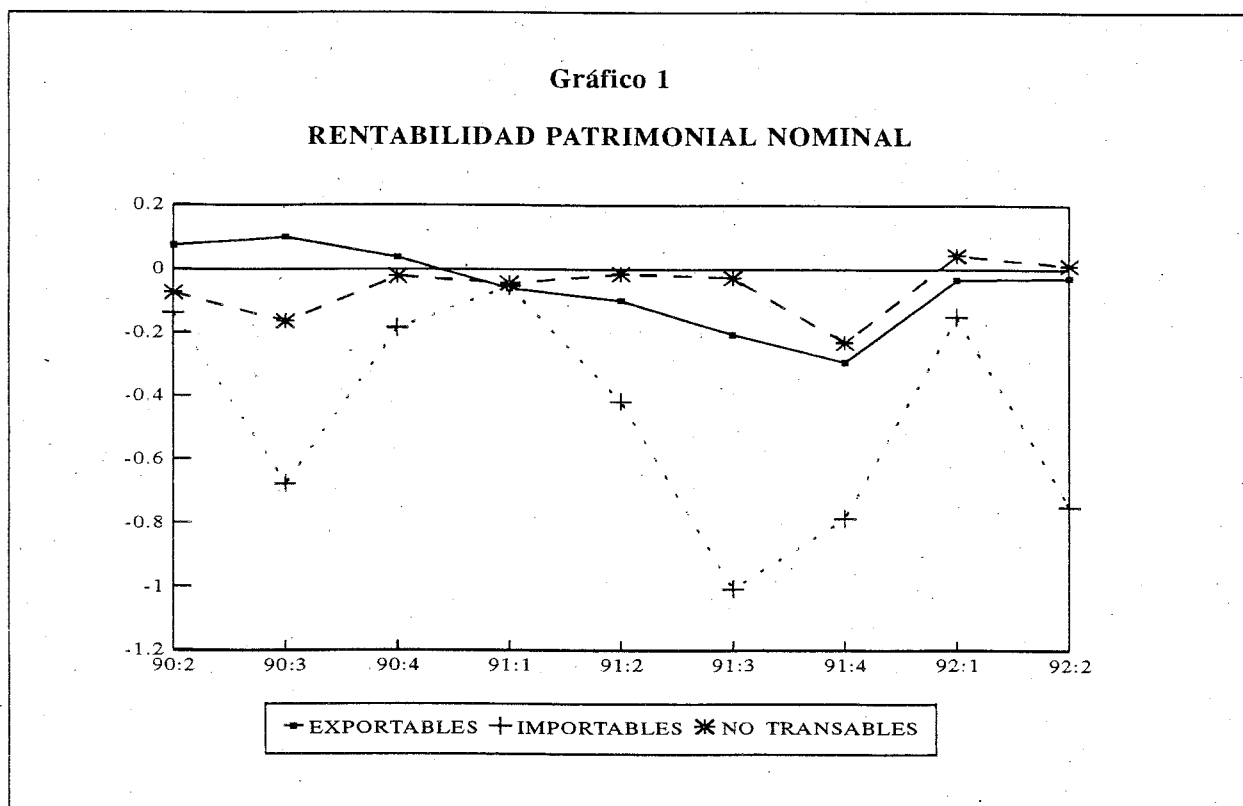
En el otro extremo, los "mejores" y más estables resultados se observaron en el sector no transable, aunque con un quiebre importante en el último trimestre de 1991¹⁹. Por su parte, los exportables mostraron un comportamiento en forma de U: su rentabilidad fue disminuyendo, llegando a su punto más crítico durante 1991, y recuperándose luego aunque no hasta alcanzar las tasas de 1990.

De esta manera, y como era de esperarse, la drástica política de estabilización y de reformas estructurales puesta en marcha a partir de agosto de 1990, afectó significativamente las rentabilidades patrimoniales de los dos sectores transables (importables y exportables), y muy levemente al sector no transable (Hipótesis 1). A pesar que los resultados muestran una correlación positiva entre rentabilidades y tamaños empresariales para los tres sectores, ninguna es estadísticamente significativa. (Ver el Cuadro C.1 del Anexo).

Las peores rentabilidades de los importables pueden explicarse fácilmente a raíz de la liberalización de las importaciones, ya que éstas empezaron a constituir una nueva o mayor fuente de competencia, independientemente del tipo de estructura del mercado doméstico (competitivo, oligopólico o monopolístico).

En cambio, el sector no transable es, por definición, el que menos expuesto se encuentra a la competencia internacional, pudiendo estar incluso en capacidad de determinar los precios de venta de sus productos; y de allí que sea el sector que muestra las mejores rentabilidades.

Por otra parte, a pesar que podría pensarse que los exportables no enfrentarían mayor competencia en el nuevo escenario comparado al anterior -dado que en ambos casos el precio internacional está determinado por el mercado mundial-, en realidad su rentabilidad terminó afectándose negati-



19. Ha sido considerado conveniente dejar la explicación de este resultado "atípico" para la siguiente sección. Ésta se refiere a las rentabilidades ajustadas por inflación.

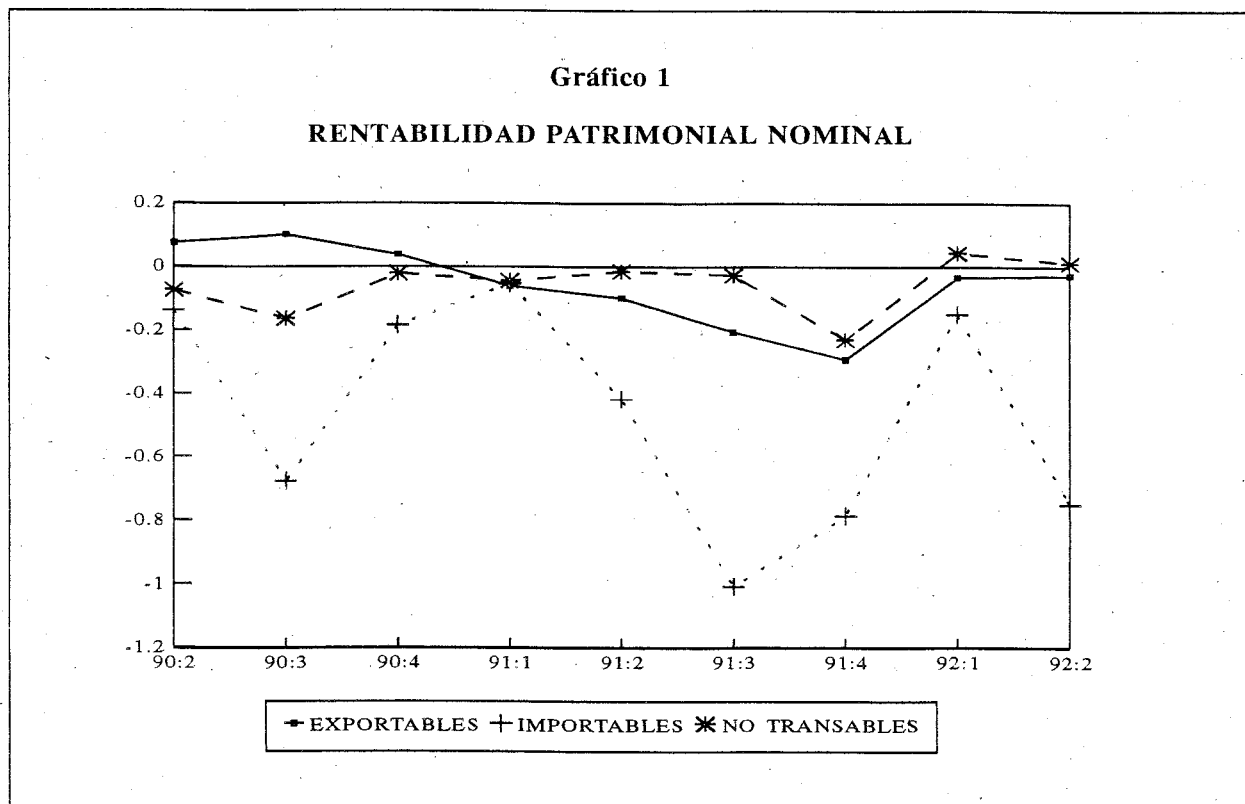
En el otro extremo, los "mejores" y más estables resultados se observaron en el sector no transable, aunque con un quiebre importante en el último trimestre de 1991¹⁹. Por su parte, los exportables mostraron un comportamiento en forma de U: su rentabilidad fue disminuyendo, llegando a su punto más crítico durante 1991, y recuperándose luego aunque no hasta alcanzar las tasas de 1990.

De esta manera, y como era de esperarse, la drástica política de estabilización y de reformas estructurales puesta en marcha a partir de agosto de 1990, afectó significativamente las rentabilidades patrimoniales de los dos sectores transables (importables y exportables), y muy levemente al sector no transable (Hipótesis 1). A pesar que los resultados muestran una correlación positiva entre rentabilidades y tamaños empresariales para los tres sectores, ninguna es estadísticamente significativa. (Ver el Cuadro C.1 del Anexo).

Las peores rentabilidades de los importables pueden explicarse fácilmente a raíz de la liberalización de las importaciones, ya que éstas empezaron a constituir una nueva o mayor fuente de competencia, independientemente del tipo de estructura del mercado doméstico (competitivo, oligopólico o monopolístico).

En cambio, el sector no transable es, por definición, el que menos expuesto se encuentra a la competencia internacional, pudiendo estar incluso en capacidad de determinar los precios de venta de sus productos; y de allí que sea el sector que muestra las mejores rentabilidades.

Por otra parte, a pesar que podría pensarse que los exportables no enfrentarían mayor competencia en el nuevo escenario comparado al anterior - dado que en ambos casos el precio internacional está determinado por el mercado mundial-, en realidad su rentabilidad terminó afectándose negati-



19. Ha sido considerado conveniente dejar la explicación de este resultado "atípico" para la siguiente sección. Ésta se refiere a las rentabilidades ajustadas por inflación.

vamente, independientemente del efecto perjudicial de la apreciación del tipo de cambio. La razón radicó tanto en la creación del impuesto a las exportaciones, como en la liberalización del comercio exterior, donde esto último implicó, entre otras medidas, la eliminación de subsidios a las exportaciones como el certex y el fent, buscando inducir a una mayor competencia a las exportaciones.

La rentabilidad acumulada más negativa del tercer trimestre de 1990 con respecto a los trimestres inmediatamente anteriores, tanto para el sector no transable como, sobre todo, para el sector importable, se debe casi exclusivamente a la severa contracción de la demanda doméstica que aconteció como consecuencia del ajuste económico mencionado. Al respecto es importante destacar la diferencia en las trayectorias entre ambos sectores. Los no transables sufrieron mucho menos y suavizaron su caída en rentabilidad, mientras los importables no pudieron evitar un agrandamiento en su comportamiento negativo, dado el inicio de la competencia con lias importaciones (en setiembre), a pesar que el incremento de estas últimas no fue entonces muy significativo²⁰.

Con respecto al sector exportable, inicialmente no se vio afectado debido, por un lado, a que no responde mayormente a la evolución de la demanda doméstica (aspecto estructural) y, por otro lado, a que el tipo de cambio real relevante para las exportaciones se mantuvo relativamente constante (aspecto coyuntural).

Para el cuarto trimestre de 1990 es interesante notar la mejora de la rentabilidad de los importables, la que a pesar de tomarse positiva por primera vez en el período bajo estudio, no pudo evitar que la acumulada para el año siguiera manteniéndose aún en cifras negativas. Ello puede explicarse tanto por la fuerte contracción en las importaciones, a pesar del nuevo contexto de liberalización del comercio exterior, como por la

campana navideña. El primer hecho, aparentemente contradictorio, podría haber sido causado por la agudización de la crisis productiva, por la existencia de sobretasas arancelarias que ponían un límite importante a la liberalización, y por la percepción que estas sobretasas y la propia estructura arancelaria sería rebajada en el corto plazo. Esto último incentivó la postergación de las decisiones para importar.

Recién a partir del segundo trimestre de 1991 ocurre el gran crecimiento de las importaciones, una vez que se redujeron nuevamente los aranceles y cuando las sobretasas se eliminaron o bajaron de manera importante. La evolución anterior significó un obvio empeoramiento de la tasa de rentabilidad patrimonial de los importables, comportamiento que se agudizó al siguiente trimestre por el mayor retraso del tipo de cambio real (Hipótesis 4). La rentabilidad recién pudo mejorar durante el último trimestre de dicho año, debido a la devaluación del tipo de cambio que encareció las importaciones y por la mayor demanda estacional, producto de las fiestas navideñas. Posteriormente, dicha rentabilidad vuelve a empeorar tanto por el crecimiento de las importaciones, en un inicio, como por los mayores costos financieros y operativos²¹.

En función a lo anterior merece destacarse la importancia de la campana navideña, dada la coincidencia de dicha fecha con las únicas rentabilidades positivas de los importables y con los únicos períodos donde fue el sector que tuvo el mejor comportamiento; 90:4 y 91:4. Al respecto debe recordarse que los importables incluyen ramas industriales como electrodomésticos, plásticos y papeles, las que suelen dinamizarse en épocas navideñas.

Es igualmente interesante apreciar el comportamiento de los exportables, sector que tuvo una caída paulatina en su rentabilidad debido a la

20. Lo anterior explica las diferencias en las razones t asociadas a los cambios en los sectores importable y no transable, las que fueron iguales a -3.7 y -0.9, respectivamente.

21. Es importante resaltar que si bien el Gráfico 1 muestra una mejora en la rentabilidad durante el primer trimestre de 1992 respecto al trimestre inmediatamente anterior, no debe olvidarse que las cifras son acumuladas para cada año. De esta manera, el alivio de la gran rentabilidad negativa acumulada que ocurre durante el cuarto trimestre de 1991 implicó necesariamente la consecución de una rentabilidad positiva durante dicho trimestre, y de ahí que se afirme que posteriormente dicha variable volvió a empeorar.

pérdida progresiva en la paridad del tipo de cambio, el cual recién comenzó a mejorar en 1992.

Inicialmente, entre el segundo y tercer trimestre de 1990, el tipo de cambio real promedio trimestral para las exportaciones prácticamente se mantuvo constante, lo que conjuntamente con el aumento en las exportaciones (fundamentalmente en el volumen de cobre y otros metales, ante el aumento en la producción minera) permitieron una relativa mejora en la rentabilidad sectorial. Aquí es importante diferenciar el comportamiento de las exportaciones tradicionales de las no tradicionales, donde las segundas sí se vieron afectadas significativamente con la eliminación del certex y del fent.

Durante el cuarto trimestre de 1990, las disminuciones de las exportaciones y de la producción de los exportables (fundamentalmente debido a la gran contracción en la producción del sector minero) llevaron a un empeoramiento en la rentabilidad sectorial, comportamiento que continuó prácticamente durante todo el año siguiente.

Recién en el primer trimestre de 1992 se alivió de manera significativa el problema de rentabilidad, acercándose bastante a cero y manteniéndose allí para el acumulado del primer semestre. Lo más resaltante de lo anterior es que ello se logró a pesar de una contracción inicial en el tipo de cambio real, comportamiento que luego se revirtió, pasándose a una depreciación real importante. Lo que sucedió en el primer trimestre de dicho año fue un apreciable crecimiento de las exportaciones, básicamente de las tradicionales, tanto mineras como, sobre todo, pesqueras (tanto en términos de volúmenes como por el mejor precio de la harina de pescado). Sin embargo, en el segundo trimestre hay una ligera caída de las exportaciones tradicionales, aunque más que compensada por el aumento de las exportaciones no tradicionales frente a la mejora cambiaría.

3.1.2 Tasas Corregidas

Mientras las tasas de rentabilidad ajustadas por inflación de las empresas productoras de bienes no transables son típicamente mayores que las tasas no corregidas, en el caso de las empresas productoras de bienes transables (tanto exportables

como importables) no se encuentra un patrón definido. Es así que para estas últimas empresas aproximadamente la mitad de los valores de sus tasas de rentabilidad ajustadas es mayor a las no ajustadas, mientras que la otra mitad es menor. Lo anterior implica que las empresas tendieron, en general, a beneficiarse con la inflación.

En todo caso, el comportamiento mostrado en el Gráfico 2 corrobora la hipótesis que el sector no transable fue el menos afectado con el proceso de estabilización y de reformas. Además, este sector podría haberse beneficiado en función a sus pasivos y activos monetarios en soles, a una tasa de interés dada y parecida para los préstamos recibidos así como para los créditos otorgados a terceros. Por otro lado, también se corrobora que el sector más afectado ha sido el importable, pues además enfrentó directamente la drástica y relativamente rápida liberalización de las importaciones, lo que eliminó o redujo enormemente las protecciones efectivas de las diferentes ramas industriales.

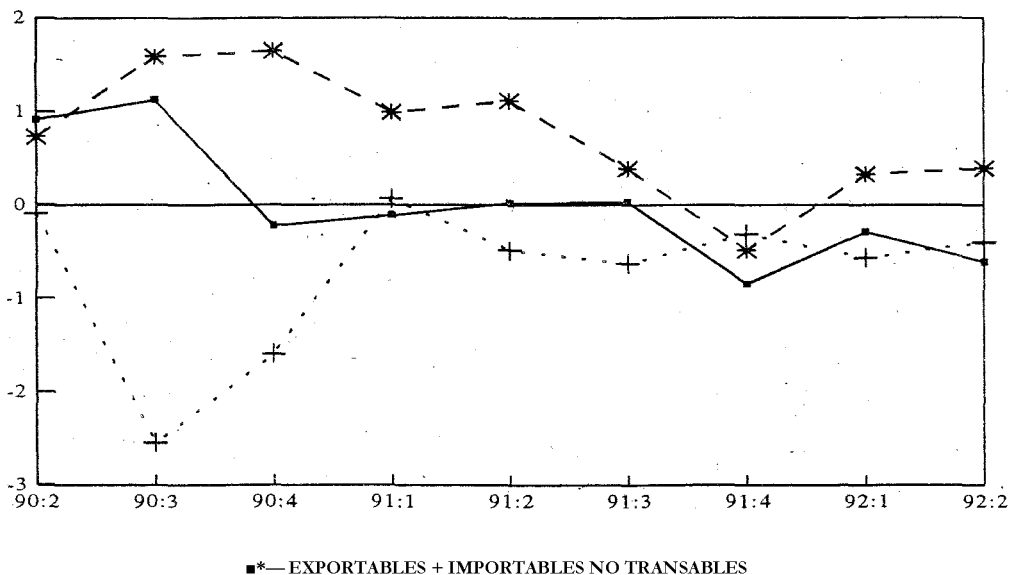
Sin embargo, dicho gráfico muestra también que este último sector suavizó sus grandes fluctuaciones no corregidas, a partir de 1991. Ello determinó que sólo se obtuvieran estadísticos significativos durante los períodos de grandes variaciones en las rentabilidades ajustadas, es decir durante los dos últimos trimestres de 1990. (Ver el Cuadro C.1 del Anexo).

Una comparación interesante de efectuar es la de iguales trimestres de cada año. Así, por ejemplo, se puede notar que los exportables cada vez han estado peor; que los importables mejoraron el año 1991 con respecto a 1990 (sobre todo en el segundo trimestre) y que en 1992 estuvieron casi igual que en 1991, y que los no transables empeoraron en el segundo semestre de 1991 con respecto al mismo período del año anterior y que luego se recuperaron aunque no a los niveles iniciales.

Los productores de bienes no transables muestran consistentemente las mayores tasas acumuladas de rentabilidad patrimonial ajustadas por inflación, luego que el sol comenzara su apreciación real a raíz de la severa política de estabiliza-

Gráfico 2

RENTABILIDAD PATRIMONIAL AJUSTADA



ción y de reformas estructurales. El único período en el que acumuló una tasa de rentabilidad negativa fue el último trimestre de 1991, resultado que vale la pena comentar, al menos rápidamente, más aún si se toma en consideración que constituyó el único momento en el que perdió la primacía de los mejores resultados acumulados. En ese momento, los no transables fueron superados por los importables; sector, este último, que venía recuperándose, por lo que su rentabilidad ocurrida exclusivamente en el último trimestre debe haber sido positiva y, por lo tanto, la diferencia exclusiva de dicho trimestre sería mucho mayor que la graficada en términos acumulados.

En dicho período se conjugaron los siguientes hechos que perjudicaron a las empresas productoras de bienes no transables: un fuerte incremento en los costos financieros netos, un aumento en los costos operativos y una depreciación del tipo de cambio real, hecho, este último, que disminuyó relativamente el precio de los bienes y servicios no transables.

De los elementos anteriores que explican el notorio empeoramiento de la rentabilidad de los no transables, quizás el más importante fue el de la subida de los costos financieros. Dicho comportamiento estuvo basado en el incremento (aunque no muy significativo) de la tasa de interés para los créditos en moneda extranjera, préstamos que habrían sido los más relevantes al menos para este sector (Hipótesis 6).

Por otro lado, es interesante recalcar que el sector importable generó utilidades en el último trimestre de 1990, las que, sin embargo, no llegaron a compensar íntegramente el comportamiento depresivo anteriormente acumulado, agudizado en gran medida por el pésimo desempeño del tercer trimestre. Luego, durante el primer semestre de 1991 obtuvo su mayor caída en rentabilidad, la que coincidió con los mayores aumentos en términos porcentuales de las importaciones, producto de la profundización de la liberalización comercial. Posteriormente, dicho sector siguió arrojando pérdidas pero a un menor ritmo, tanto

por el menor crecimiento porcentual de las importaciones como por reacciones estratégicas, como pudiera haber sido el reacomodo de su relación entre activos y pasivos monetarios.

Es así que, con respecto a las cifras no corregidas, se produjo una mejora de la rentabilidad de los importables a partir del tercer trimestre de 1991. Una primera aproximación a lo mencionado es que podría reflejar una reacción tardía (cuando la inflación ya había bajado sustancialmente) para disminuir los activos monetarios frente a los pasivos monetarios, si es que la deuda principalmente era en moneda extranjera. El condicional explicitado es muy importante, ya que un mayor endeudamiento en soles (pasivo monetario mayor a activo monetario) podría implicar mayores pérdidas (dada una tasa real activa de interés en soles fuertemente positiva), si la inflación no alcanzaba a "licuar" más que proporcionalmente el principal de la deuda.

En función a lo anterior, una mejor interpretación del cambio de trayectoria de la rentabilidad patrimonial sería precisamente el opuesto: la modificación de la estructura monetaria del balance promedio del sector en favor de menores pasivos monetarios, dado el elevadísimo costo del inicialmente mayor endeudamiento relativo en soles (Hipótesis 5)²².

Todo lo contrario sucedió con el sector exportable, cuyas rentabilidades negativas corregidas se hacen mayores a las no corregidas a partir del cuarto trimestre de 1991. A partir de dicho momento, las empresas de este sector (endeudadas fundamentalmente en dólares) parecen despreocuparse de su relación activos monetarios ver sus pasivos monetarios dados los menores ritmos inflacionarios, incrementando -aparentemente y en términos relativos- los primeros. En la medida en que las tasas inflacionarias aún eran importantes, estas empresas terminaron agrandando sus pérdidas, alcanzando incluso a obtener peores resultados que los importables.

Un resultado econométrico interesante, a pesar de no haber obtenido razones t significativas, es el cambio de signo de los parámetros relacionados a los índices de tamaño en los sectores importable y no transable. (Ver el Cuadro C.1 del Anexo). Ello pudiera significar una leve correlación negativa entre tamaño y rentabilidad, tal que las empresas más chicas de dichos sectores se habrían protegido mejor frente a la inflación, quizás como producto de su probable menor monto de activos monetarios.

3.2 Costos Financieros Netos

Los gráficos de esta sección han sido contruidos de tal manera que muestren, la trayectoria de los ingresos financieros netos (ingresos financieros menos costos financieros). Así, las cifras positivas" indican ingresos financieros netos, mientras que las cifras negativas indican costos financieros netos. En la medida en que la gran mayoría de las observaciones se refieren a valores negativos se ha optado por denominar a esta sección Costos Financieros Netos y a redactar la discusión de manera consistente con lo anterior, por lo que se hablará de aumentos o disminuciones en los costos financieros.

Ahora bien, dado que la cuenta de servicios financieros es la que más afecta a la situación inflacionaria, es conveniente discutir tanto sus cifras nominales como sus cifras ajustadas, así como la comparación entre ambas²³.

3.2.1 Cifras No Corregidas

El Gráfico 3 presenta los costos financieros netos sin ajustes frente a la inflación. Al respecto, debe precisarse que dichas cifras no muestran necesariamente el comportamiento de la tasa nominal de interés en soles por dos razones fundamentales. En primer lugar, en el rubro de ingresos financieros presentados en los estados de pérdidas y ganancias empresariales aparentemente se habría incluido el íntegro o al menos parte de

22. Un mayor fundamento para la aseveración anterior puede encontrarse en la sección referida a los costos financieros.

23. Al respecto, es necesario precisar que los costos financieros netos corregidos se diferencian de los no corregidos no sólo por el propio ajuste que sufre la segunda cuenta producto de la inflación, sino también por la inclusión en la primera cuenta del rubro denominado "resultado por exposición a la inflación".

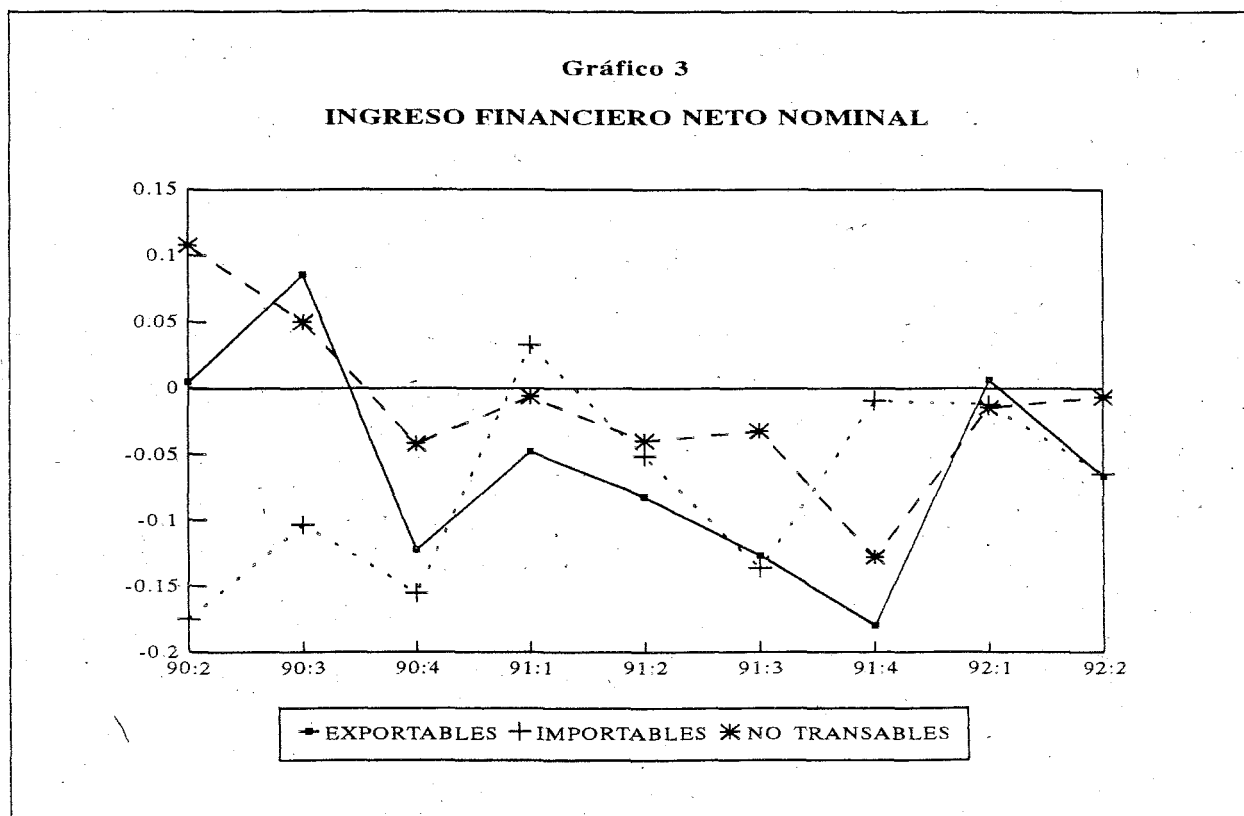
las ganancias no operacionales, producto por ejemplo de los ingresos como resultado de inversiones en valores o de especulación en moneda extranjera.

En segundo lugar, el hecho de que la liquidez total del sistema financiero haya estado compuesta en sus dos terceras partes por la liquidez en moneda extranjera, implicaría que los créditos concertados estarían denominados fundamentalmente en dólares, y de allí que la trayectoria desacumulada de los costos financieros netos pudiera asemejarse más a la tasa de interés activa en moneda extranjera. Sin embargo, la primera de las razones aludidas estaría jugando en contra de una mayor correlación entre estas dos variables.

En función a lo anterior, no debiera sorprender que el ratio de ganancias no operacionales sobre activos no operacionales sea bastante pequeño, debido a que los estados financieros no permi-

tieron discriminar en la mayoría de los casos entre los ingresos financieros propiamente operativos y los ingresos no operacionales²⁴. En este sentido, una segunda etapa de la investigación debiera indagar tal diferencia, mediante encuestas o entrevistas a una muestra de empresas, para superar la limitación del presente trabajo.

En general, puede apreciarse que la trayectoria de los costos financieros netos es muy similar a la trayectoria de las rentabilidades patrimoniales, lo que estaría indicando que la primera variable habría influido de manera significativa sobre el desempeño de la segunda. Ello no haría sino corroborar la afirmación que los altos intereses han constituido una de las principales causas del ahogamiento empresarial. Es decir, cada vez que se incrementaban los costos financieros se afectaba negativamente a las rentabilidades, implicando ello, en la mayoría de los casos, un incremento en las pérdidas.



24. Precisamente, ésta fue la causa que imposibilitó trabajar estadísticamente con ese indicador financiero, constituyéndose así en la única razón no analizada de las identificadas en el capítulo metodológico.

El sector que aparentemente habría guardado menos correspondencia entre una y otra variable es el no transable, seguramente debido al mayor margen de maniobra que ha tenido dada la naturaleza del proceso de reformas. Lo anterior, en todo caso, le permitió a dicho sector acumular menores costos financieros que el sector transable²⁵.

Ahora bien, esta falta de correspondencia fue asimétrica, en el sentido que ante disminuciones en los costos financieros quedaba prácticamente constante la rentabilidad, mientras que ante aumentos en los costos financieros, (como por ejemplo el ocurrido en el último trimestre de 1990, que convirtió los ingresos financieros en costos) la rentabilidad reaccionaba positivamente, contra lo que debería esperarse²⁶.

Sin embargo, debe reconocerse que el significativo incremento de los costos financieros durante el último trimestre de 1991 no pudo ser absorbido por el sector no transable, afectando considerablemente y de manera negativa a su tasa de rentabilidad. Esto podría deberse a que ocurrieron simultáneamente dos hechos importantes en dicho período: el aumento en la tasa de interés activa en moneda extranjera y el incremento en el tipo de cambio.

Al respecto, debe precisarse que no es descabellado suponer que el principal endeudamiento de este sector haya sido efectuado en moneda extranjera, dadas las condiciones de liquidez mencionadas previamente, y dado que constituía la alternativa relativamente más barata debido al estancamiento cambiario. Es así que, a pesar de que la tasa de interés nominal en soles bajó durante el trimestre en discusión, ello no fue relevante para las empresas que estaban endeudadas en dólares.

Un comportamiento interesante de destacar es el que ocurrió al interior del sector transable. Mientras los exportables fueron acumulando

inicialmente ingresos financieros y luego costos financieros durante 1990, los importables enfrentaron costos financieros acumulados no muy variables pero consistentemente mayores que los de los exportables. Sin embargo, durante 1991 sucede lo contrario, en el sentido que los costos financieros acumulados de los exportables son permanentemente mayores que los de los importables. Por último, durante 1992 el comportamiento fue bastante parejo.

Lo anterior podría explicarse a partir de la diferencia en las trayectorias seguidas por las tasas de interés en soles y en dólares. De esta manera podría derivarse que el principal endeudamiento de los exportables habría ocurrido en moneda extranjera. Nótese, al respecto, que la trayectoria de sus costos financieros sigue el mismo patrón que la evolución correspondiente del sector no transable.

Mientras tanto, puede suponerse que los importables se endeudaron fundamentalmente en soles debido a que, al ser el sector más afectado, seguramente habría sido el menos privilegiado con los créditos bancarios, por lo que no le habría quedado más remedio que aceptar los préstamos en moneda nacional. Lo anterior podría apoyarse, además, en el hecho de que fue el único sector que alivió su situación financiera en el cuarto trimestre de 1991, cuando los intereses en soles disminuyeron y los intereses en dólares aumentaron

3.2.2 Cifras Corregidas

Las empresas que se protegen adecuadamente frente a la inflación obtienen un resultado positivo al exponerse a ella, lo cual se contabiliza como una ganancia financiera. En cambio, un resultado negativo en este indicador muestra un mal manejo de la empresa frente a la inflación, lo que incrementa sus costos financieros y puede ser indicio de una disminución en el patrimonio real de la empresa²⁷.

25. El costo financiero agregado del sector transable resulta del promedio ponderado (por el número de empresas) de los costos respectivos de los exportables y de los importables.

26. Estos resultados deben tomarse con mucho cuidado, puesto que tanto las rentabilidades como los costos financieros netos fueron normalmente no significativos de manera individual (según sus razones t estadísticas), a pesar de contar con un F calculado altamente significativo (5.78).

27. Con el fin de evitar confusiones, y aunque puede resultar obvio, debe tenerse presente que los ajustes por inflación dejan de lado las ganancias o pérdidas por diferencia cambiaria.

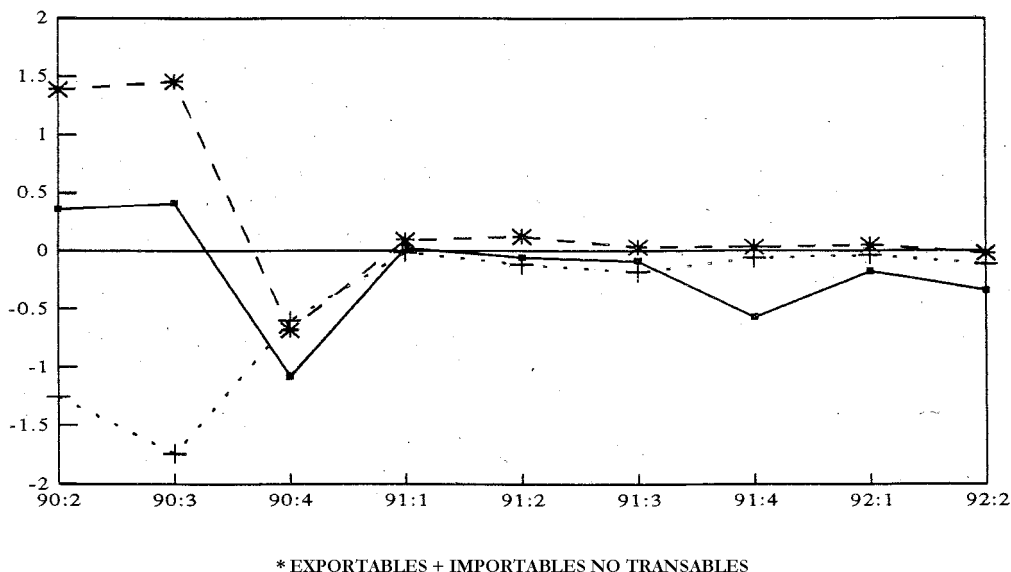
A diferencia de lo ocurrido con las tasas de rentabilidad patrimoniales, cuyas cifras corregidas por la inflación mejoraron mayoritariamente y de manera significativa respecto a las no corregidas, los costos financieros ajustados mejoraron en relación a los valores no ajustados sólo para la mitad de las observaciones y empeoraron para la otra mitad. Al respecto, el valor F fue altamente significativo. Por otro lado, dado que las enormes fluctuaciones se concentraron en los dos últimos trimestres de 1990, las razones t asociadas a las medias sectoriales durante dichos períodos resultaron bastante significativas. (Ver el Cuadro C.2 del Anexo).

Este comportamiento puede apreciarse claramente en el Gráfico 4 para los exportables, los que muestran dos etapas claramente definidas: una primera que llega hasta el tercer trimestre de 1991 inclusive (a excepción del último trimestre de 1990), que presenta mayores ingresos o menores costos financieros corregidos respecto a los no ajustados," y una segunda etapa que empieza el

cuarto trimestre de 1991 y que manifiesta mayores costos financieros corregidos. La evolución anterior coincide con el patrón identificado de la tasa de rentabilidad ajustada, de tal manera que se ratifica la hipótesis que los mayores costos financieros corregidos habrían agrandado las pérdidas de rentabilidad ajustada²⁸.

Una interpretación de lo que podría haber ocurrido en el caso anterior es que dicho sector haya pasado de estar endeudado en dólares a concertar créditos en soles, a una tasa de interés real mayor y superior a la inflación. Esta decisión, de haberse tomado libremente, tendría que haberse inspirado en una perspectiva de devaluación. Dicho cambio en la composición de la cartera de deuda podría implicar un monto de activos monetarios inferior a los pasivos monetarios, si es que el monto por el cual va "desapareciendo" el principal de la deuda es menor a los mayores costos financieros producto de la tasa de interés real positiva.

Gráfico 4
INGRESO FINANCIERO NETO AJUSTADO



28. A pesar de ello, esta razón de costos financieros netos no es una buena aproximación a la tasa de interés real, por los mismos motivos que la razón sin ajustar tampoco lo es con respecto a la tasa de interés nominal.

Sin embargo, también sería posible que la deuda principal del sector exportable haya continuado en moneda extranjera, dado que podría haber sucedido todo lo contrario a lo planteado líneas arriba. Es decir, dicho sector puede haber tenido una buena cantidad de activos monetarios, y con un monto que haya sido mucho mayor al de los pasivos monetarios, en cuyo caso habría enfrentado problemas frente a la mayor inflación, sobre todo la del primer trimestre de 1992.

También es muy interesante el comportamiento de los otros dos sectores productivos, dado que mientras los importables incrementaron consistentemente sus costos financieros con las cifras ajustadas por inflación, los no transables disminuyeron sus costos financieros corregidos en todos los períodos (a excepción del último trimestre de 1990), tornándolos en la mayoría de los casos en ingresos financieros netos acumulados (todo el año 1991 y el primer trimestre de 1992).

Una hipótesis lógica que se desprende de tales comportamientos, y que se adelantó en la sección anterior de los costos financieros no corregidos, es que mientras los no transables podrían haberse endeudado en dólares a tasas de interés reales negativas (dada la estabilidad o, inclusive, la disminución del tipo de cambio real), los importables podrían haberse endeudado en soles a tasas de interés reales fuertemente positivas.

El sector no transable, pues, podría haber recurrido más fácilmente al crédito financiero a tasas de interés preferenciales, debido a su anticipado y comprobado mejor desempeño: todo lo contrario a lo esperado y ocurrido efectivamente con los importables. De esta manera, los créditos en dólares implicaron menores costos y un relativo mayor pasivo (no monetario) ajustado, por lo que se contrajeron los ratios negativos (costos financieros netos como porcentaje de los pasivos totales). En cambio, los créditos en soles significaron mayores costos y un relativo menor pasivo

(monetario) ajustado, por lo que aumentaron los ratios negativos.

Una vez más, los índices de tamaño sectorial no fueron importantes estadísticamente para explicar la evolución de la variable estudiada (en este caso, los costos financieros netos). Sin embargo, resulta paradójico el hecho que los parámetros respectivos muestran, en los tres casos, el signo contrario al que obtuvieron en su regresión frente a las rentabilidades patrimoniales. Ello podría implicar que los resultados por exposición frente a la inflación no habrían sido la principal causa de diferenciación en los comportamientos entre las empresas grandes y las pequeñas, sino más bien los propios ajustes de las rentabilidades y de los costos financieros²⁹.

3.3 Razones de Endeudamiento

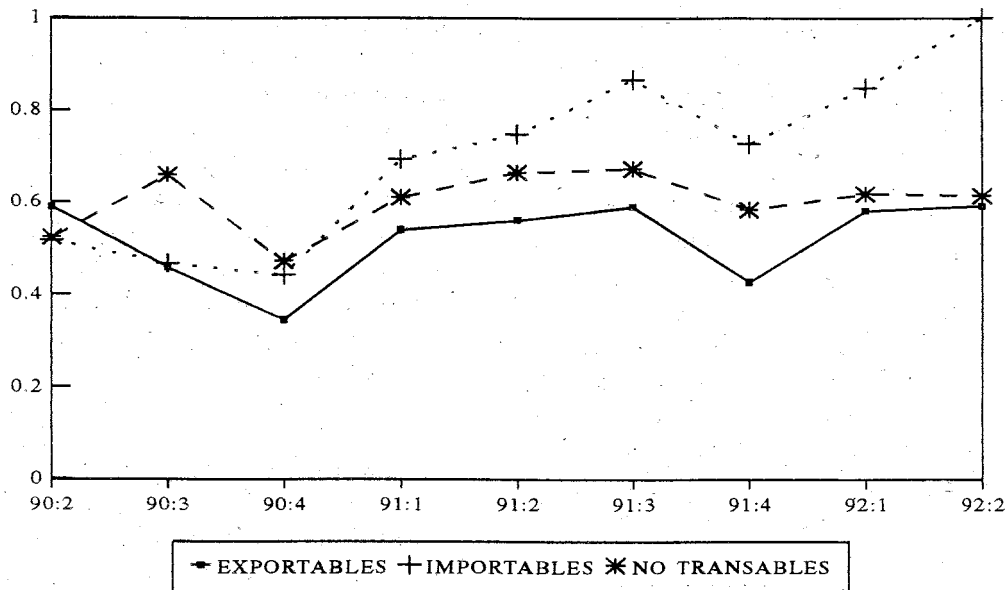
El Gráfico 5 muestra que las mayores razones de endeudamiento (entendidas como pasivos totales sobre activos totales), correspondieron casi siempre al sector importable, lo cual es consistente con su peor desempeño en términos generales. Por otro lado, las menores razones de endeudamiento fueron las correspondientes al sector exportable.

No vale la pena detallar las diferencias entre las razones ajustadas por inflación y las no ajustadas, puesto que lo fundamental en su discusión se refiere a los costos financieros y, por consiguiente, a las tasas de rentabilidad. Sin embargo, se quiere mencionar como referencia que, en más oportunidades, las primeras tuvieron mayores valores que las segundas, contándose en todos los casos con estadísticos *t* muy significativos³⁰. Además, se obtuvo un valor *F* sumamente considerable, lo que permite rechazar la hipótesis nula del conjunto de parámetros estadísticamente no significativos. En todo caso las cifras mostradas en el gráfico anterior se refieren a las ajustadas.

29. En todo caso, dado que las correlaciones fueron insignificantes, no ameritan un mayor análisis.

30. Las razones corregidas del sector no transable fueron todas mayores a las no corregidas, lo mismo que más de la mitad de los valores de los sectores exportable e importable. Para mayor detalle, en el Anexo B se presenta el Gráfico B.1. referido a las razones sin corregir; así como en el Anexo C se incluye el Cuadro C.3, el que muestra los resultados estadísticos de esta razón, tanto ajustada como sin ajustan

Gráfico 5
RAZÓN DE ENDEUDAMIENTO



Las correlaciones entre tamaño y endeudamiento repiten los signos mostrados por las correlaciones entre tamaño y rentabilidad. Es decir, mientras las empresas más grandes del sector exportable fueron las que mayores razones de endeudamiento mostraron, en los sectores importable y no transable, fueron las empresas más pequeñas las que mayormente recurrieron a los préstamos. Las correlaciones en los sectores transables fueron significativas para las cifras no ajustadas por inflación, mientras que en el caso del sector no transable fue significativa recién una vez ajustada la razón de endeudamiento. (Ver el Cuadro C.3 del Anexo).

El hecho de que haya existido una correlación positiva en el sector exportable se explica por los mayores problemas de las empresas mineras y textiles, que son las más grandes del sector, lo que las habría impulsado a recurrir a mayor endeudamiento. En cambio, en términos del mercado doméstico, fueron las empresas más chicas las que enfrentaron mayores inconvenientes y de allí sus mayores endeudamientos.

Con respecto al sector importable, y regresando al análisis del gráfico presentado, se aprecia que sus empresas componentes tuvieron un endeudamiento creciente, lo que presionó sobre sus costos financieros a partir de 1991 y durante 1992 (Hipótesis 7). Vale la pena destacar, sin embargo, que durante el último trimestre del año 1991 se redujo temporalmente la relación pasivos sobre activos, lo que permitió aliviar en parte los costos financieros.

En relación a los costos financieros inicialmente altos de los importables durante el segundo semestre de 1990, debe precisarse que no se debieron a altas razones de endeudamiento (fueron las más bajas de dicho sector para todo el período de análisis). El factor fundamental fue más bien el conjunto de secuelas del ajuste y de la liberalización inicial de las importaciones, procesos que habrían cogido ciertamente desprevenido a este sector productivo o, al menos, sin capacidad para defenderse. De aquí que estas empresas hayan obtenido, en conjunto, un resultado por exposición a la inflación bastante negativo.

Los exportables, por su parte, experimentaron una disminución en su razón de endeudamiento durante 1990. El comportamiento anterior podría haberse debido a que las necesidades crediticias habrían disminuido, ante las menores producciones y volúmenes exportados ocurridos al aumentar los precios de muchos productos.

A partir de 1991 aumentó esta razón de endeudamiento y se mantuvo prácticamente estable hasta el final del período de análisis, a excepción de la caída durante el último trimestre de 1991. Es interesante comprobar que este último comportamiento coincidió con un aumento significativo en el costo financiero sectorial. Lo anterior podría indicar una disminución del pasivo y el mantenimiento o elevación de la tasa de interés, lo que podría corresponder a la hipótesis del cambio de la estructura de la deuda desde moneda extranjera hacia moneda nacional.

Finalmente, los no transables mantuvieron su razón relativamente constante, aunque un poco por encima de su nivel inicial pre-ajuste, el que fue casi igualado sólo en el cuarto trimestre de 1990. Dado que en este último período, además, sucedió un fuerte incremento en el ratio de costos financieros netos, a pesar de la relativa estabilidad en la tasa de interés, lo que podría haber sucedido es una disminución de los pasivos, producto de la amortización de parte de las deudas. Esto último podría haberse logrado a partir de la consecución de una buena rentabilidad patrimonial, como consecuencia de las mayores utilidades sectoriales.

3.4 Márgenes Brutos

El análisis de los márgenes de ganancia es un indicador del movimiento del precio del bien final, de la cantidad vendida y del costo de los insumos. Es decir, los cambios en los márgenes reflejan los cambios en los precios relativos de insumos y productos. En consecuencia, constitu-

yen un indicador importante para apreciar en qué medida los movimientos del tipo de cambio real, los controles de salarios y la política comercial, afectan la rentabilidad de las empresas.

Comparando la evolución de esta razón con otros indicadores, como el índice de precios al consumidor y al por mayor y el tipo de cambio real, se puede inferir la existencia de algunas rigideces en precios, las que se aprecian con mayor nitidez después de implementarse un proceso de estabilización económica con cierta credibilidad³¹.

En el Gráfico 6 se puede apreciar que el sector que mantuvo constantemente los mayores márgenes brutos, y además bastante estables, fue el no transable, debido una vez más a que constituye el sector que menor competencia enfrentó y que menos se afectó con el proceso de estabilización y reformas estructurales. A su vez, al interior de este sector, fueron las empresas más grandes las que contaron con los márgenes más altos, como se desprende de la correlación positiva entre tamaño y margen³². Estas últimas empresas aparentemente habrían contado con mayor poder de determinación de sus precios.

En general, los sectores más afectados con el proceso de ajuste fueron el exportable y el importable. Todas las trayectorias están validadas por los tests estadísticos ampliamente significativos. (Ver el Cuadro C.4 del Anexo).

Vale la pena precisar ía excepción al comportamiento anterior ocurrida en el tercer trimestre de 1990. En dicho período, aconteció una tremenda devaluación del tipo de cambio, lo que permitió que los precios de los bienes transables se incrementaran significativamente respecto a los precios de los productos no transables. En función a ello, sucedió una importante mejora en los márgenes de los exportables y de los importables.

31. Al compararse las cifras ajustadas por inflación (que son las presentadas en el texto) con las no corregidas (ver los Anexos, en particular el Gráfico B.3 y el Cuadro C.4), puede apreciarse que la gran mayoría de las primeras son superiores a las segundas, lo que se explicaría por el mayor aumento en los precios de los productos finales respecto a los incrementos en los precios de los insumos productivos.

32. El Cuadro C.4 del Anexo muestra una razón t significativa de 3.6 para las cifras no ajustadas. Una vez efectuada la corrección por inflación, el t estadístico baja a 1.4, lo que es significativo al nivel de 10%.

en comparación con la relativa estabilidad de los márgenes de los no transables³³. Las razones t asociadas a dichas evoluciones fueron 8.9, 8.1 y 4.7, respectivamente.

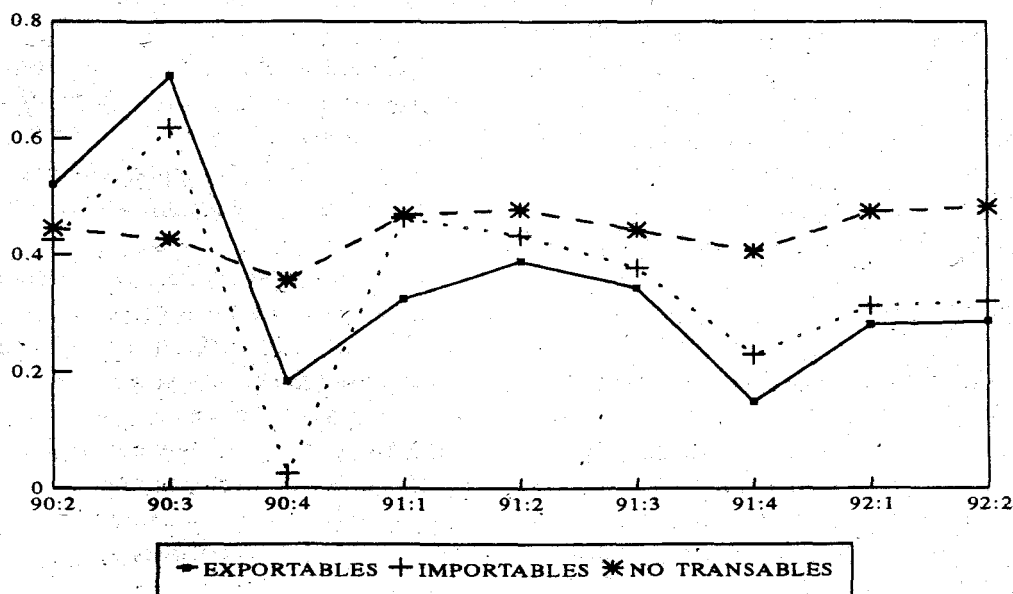
En el caso del incremento de los márgales de los importables también habría ayudado la desaparición de los controles de precios a los bienes importados (como por ejemplo, a los granos y algunos papeles y químicos), lo que habría incrementado sus precios, independientemente del proceso de liberalización de importaciones. Al respecto, ya se mencionó la gran magnitud de la inflación inicial de los bienes que tenían precios controlados.

En el siguiente período la situación pasó a ser totalmente opuesta, de tal manera que al terminar el año 1990 los dos sectores transables

arrojaron márgenes brutos ajustados por inflación sumamente pequeños, sobre todo en el caso de los importables (sector en el que este indicador llegó prácticamente a cero). La explicación para tan drástica caída en ambos sectores fue el significativo retraso del tipo de cambio real, dado que la inflación más que duplicó a la devaluación nominal. Además, en el caso de los importables, afectó la apertura inicial de la economía.

En el caso de los exportables, la drástica contracción en su margen bruto fue de la mano con la importantísima caída en su tasa de rentabilidad patrimonial, la que incluso se tomó negativa. De esta manera, la evolución del margen bruto constituye un elemento fundamental, aunque sin olvidar al mayor costo financiero dado a conocer anteriormente, para explicar el comportamiento seguido por la rentabilidad.

Gráfico 6
MÁRGENES BRUTOS



33. La devaluación durante el tercer trimestre de 1990 fue de 1466% (con respecto al tipo de cambio oficial promedio de junio de dicho año), mientras que la inflación fue de "sólo" 823%. Lo anterior determinó que la inflación de los transables fuera de casi 860%, mientras que la de los no transables no llegó al 800%. Es más, si se descuenta el reajuste de las tarifas públicas (sobre todo la gasolina) y de los otros {necios controlados (cuya inflación superó el 1800%), la inflación del resto de bienes no transables (que son los incluidos en el estudio) "apenas" superó el 625%.

En cambio, en el caso de los importables la trayectoria de las variables discutidas en el párrafo previo es inversa, al menos para el último trimestre de 1990. Así, a pesar de la gran contracción de su margen bruto ya mencionada, su rentabilidad fue mejorando (aunque en un rango peligrosamente negativo), ayudada en forma importante por la reducción de sus costos financieros.

Lo que habría sucedido en esta última oportunidad es un aumento o estabilidad en la utilidad bruta, pero como resultado de un incremento en las ventas netas porcentualmente inferior a la subida en el costo de ventas. De esta manera, el margen disminuyó, mientras que las mayores o iguales utilidades brutas restadas por los menores costos financieros (y suponiendo una relativa estabilidad en el resto de cuentas) resultaron en menores pérdidas netas, y de allí el alivio en la rentabilidad negativa. Esas mayores ventas habrían sido sobre todo en volumen, más que por mejores precios, dado el abaratamiento de las importaciones y la época navideña.

Vale la pena destacar la importante recuperación de los márgenes del sector importable durante el primer trimestre de 1991. La explicación puede encontrarse fácilmente en la expectativa de la pronta implementación de un segundo tramo dentro del proceso de liberalización comercial, el cual efectivamente ocurrió al finalizar este trimestre. Esto generó una postergación de las decisiones de importar, creando un respiro a las empresas productoras de bienes importables.

Respecto a los márgenes de los exportables, éstos también mejoraron en dicho período aunque más levemente, debido al pequeño incremento en los términos de intercambio, luego de un largo período de caídas sucesivas.

La evolución seguida por los márgenes de los sectores transables durante 1991 es muy similar y se explica fundamentalmente por la apreciación del tipo de cambio real. Además, como se mencionó en el párrafo anterior, a partir del segundo trimestre de dicho año se simplificaron y se redujeron aún más los aranceles.

Es interesante anotar que, si se corrige por el factor estacional, la suave tendencia contractiva de

este ratio continuará durante el primer trimestre de 1992. dada la nueva apreciación real del tipo de cambio. La estacionalidad se refiere a las mayores importaciones y recuperación del tipo de cambio durante el último trimestre del año y, por lo tanto, a las menores importaciones y menores ritmos de devaluación durante el primer trimestre del año siguiente. Ello hizo disminuir y aumentar, respectivamente, los márgenes de los importables.

De igual manera, el margen de los exportables se recuperó relativamente en el primer trimestre de 1992. Lo anterior estuvo motivado por la leve mejora de los términos de intercambio, aunque manteniéndose por debajo de los niveles alcanzados incluso hasta el tercer trimestre de 1991. De esta manera, "limpiando" por la contracción del último trimestre de dicho año y la posterior subida, el margen mantuvo su tendencia decreciente.

3.5 Rotación de Activos

Es un buen indicador de la utilización de la capacidad instalada, para un monto dado de los activos y para un conjunto dado de precios de los productos. En general, el Gráfico 7 muestra un comportamiento similar entre los tres sectores que se están analizando, lo que se encuentra validado por el importante F calculado. (Ver el Cuadro C.5 del Anexo). La diferencia fundamental se encuentra en la correlación negativa entre tamaño y rotación de activos, la que fue estadísticamente significativa sólo en el caso del sector no transable. (Ver el Cuadro C.5). Al respecto, podría suponerse que las probables mayores ventas de las empresas más grandes no habrían sido suficientes para "justificar" el contar con mayores activos que las empresas más pequeñas, al menos durante el período de análisis.

Ante la situación de inflación creciente que se estuvo viviendo hasta mediados de 1990, surgió el incentivo que las empresas cambiaran la estructura de sus activos, concentrándose en aquellos que las protegieran frente a la inflación, como por ejemplo los activos en moneda extranjera y los activos fijos, dejando de lado aquellos que implicaban liquidez en moneda nacional.

enfrenta mayores limitaciones para jugar a menores (mayores) producciones con mayores (menores) márgenes. Es decir, cuando este sector no puede, por algún motivo, producir y vender una mayor cantidad, le queda la alternativa de aplicar un mayor precio y ganar por margen en lugar de por cantidad. Esto es precisamente lo que habría pasado en dicho período: una menor utilización de la capacidad instalada conjuntamente con una mejora en su precio relativo. Posteriormente, enfrentó una estabilidad en su rotación conjuntamente con una estabilidad en sus márgenes.

En el caso de los importables, durante el cuarto trimestre de 1990 experimentaron una fuerte reducción en los márgenes, producto de la competencia externa, junto con una considerable rotación por las probables mayores ventas navideñas. Es decir, en lugar de ser un comportamiento incentivado directamente (como en el caso de los no transables), fue resultado de las nuevas condiciones del mercado conjuntamente con una típica estacionalidad. Sin embargo, para el primer trimestre de 1991, este sector sí tuvo mayor espacio de maniobra frente a la caída de su rotación por las menores ventas estacionales, debido a las postergaciones ya comentadas en las decisiones de importaciones. Ello permitió a este sector incrementar sus márgenes aunque sólo temporalmente. Luego, a pesar de que mantuvieron su rotación estable, disminuyeron sus márgenes, debido a la profundización de la apertura de la economía. Ello implicaría una relativa estabilidad en la utilización de su capacidad instalada, pero un deterioro en sus precios relativos.

Por último, los exportables disminuyeron tanto sus márgenes como sus rotaciones durante el último trimestre de 1990. Es decir, conjuntamente con sus menores ventas ocurrió una combinación de menores términos de intercambio y apreciación del tipo de cambio real que contrajo los márgenes. Aquí es relevante precisar que este sector es el que menores posibilidades tiene de jugar a mayores (menores) producciones con menores (mayores) márgenes, debido a que no controla sus

precios; los que vienen dados por el contexto internacional. En el primer trimestre de 1991 volvió a disminuir su rotación, aunque en dicha oportunidad ocurrió una mejora en su margen bruto, explicado este último básicamente por la mejora de los términos de intercambio. Posteriormente se mantuvo estable su rotación, mientras los márgenes evolucionaron con altibajos determinados por las variaciones en los términos de intercambio.

3.6 Gastos Generales

Esta razón indica la proporción necesaria de ingresos por ventas para cubrir los gastos administrativos y de comercialización. Una razón estable a través de un período con una situación económica cambiante, podría estar indicando flexibilidad para ajustar los sueldos de los ejecutivos y los gastos de comercialización y, por ende, mostraría capacidad de respuesta frente a las señales del mercado. Por otro lado, una razón variable con un numerador rígido indicaría una relación inversa con la utilización de la capacidad instalada.

Inicialmente, y a raíz del ajuste, los tres sectores vieron incrementada su razón de gastos generales por unidad de ventas netas. Ello puede apreciarse en el Gráfico 8³⁷. Al respecto, el valor F permite validar el modelo. (Ver el Cuadro C.6 del Anexo).

En el caso de los importables este comportamiento es explicable fundamentalmente por las menores ventas netas efectuadas, como se mencionó en la sección precedente, lo que habría implicado un alto grado de rigidez en sus gastos (Hipótesis 8).

La explicación para los exportables (que no enfrentaron mermas en sus ventas) parecería ir más por el monto de los gastos administrativos y de comercialización. En este sentido, dicha cuenta experimentó un significativo ajuste, a raíz del altísimo nivel inflacionario inicial producto de las medidas de estabilización tendientes a corregir los precios relativos.

37. Una vez más, las cifras mostradas corresponden a las ajustadas por inflación, siendo éstas mayoritariamente superiores a las cifras sin corregir, a excepción del sector no transable. (Ver el Gráfico B.4 y el Cuadro C.6, ambos presentados en los Anexos).

Con respecto a los no transables, su comportamiento habría dependido de la interacción de una disminución en sus ventas con los ajustes en los gastos operativos ya mencionados.

Luego del ajuste de agosto de 1990, el sector no transable retornó a sus niveles anteriores. Ello fue resultado principalmente de una rápida recuperación en sus ventas, producto de la protección natural a la competencia externa que enfrentan este tipo de empresas, las que sólo se vieron afectadas por la drástica reducción inicial de la demanda agregada.

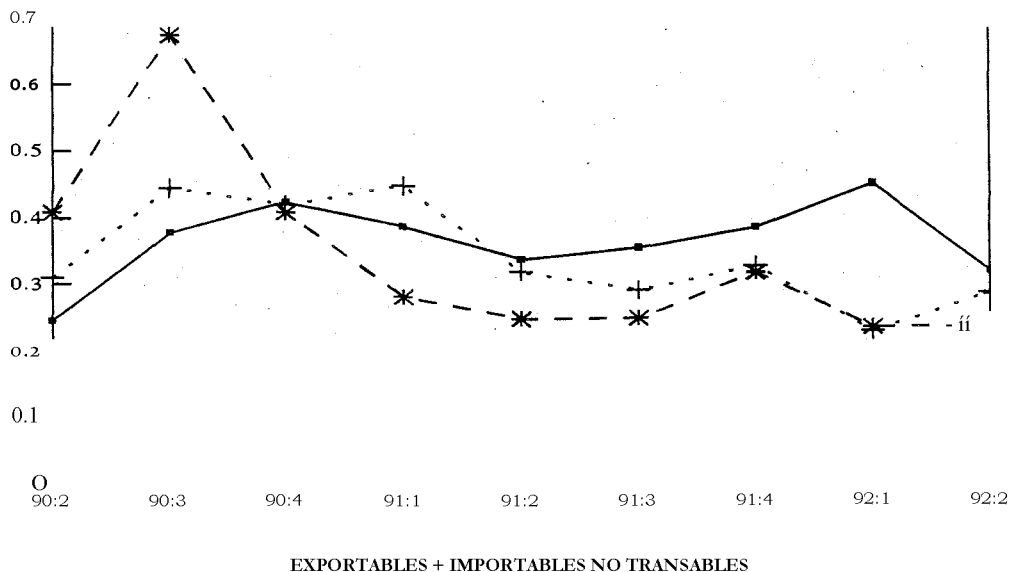
Este sector mostró un comportamiento homogéneo en esta razón a partir del primer trimestre de 1991, siendo el costo que enfrentaron sus empresas sistemáticamente menor que los que enfrentaron los otros dos sectores de la economía. Este comportamiento indica una mayor flexibili-

dad de este sector para ajustar los sueldos de los ejecutivos y los gastos de comercialización cuando la situación económica cambió. Al respecto, las razones t muestran resultados estadísticos importantes, los que validan la trayectoria descrita. (Ver el Cuadro C.6 del Anexo).

Dentro del sector transable de la economía, los importables obtuvieron una relativa estabilidad hasta el primer trimestre de 1991, lo que se comprueba con valores t estadísticos mayores a 7. Luego de la implementación de la segunda etapa en la liberalización comercial, las empresas de este sector se vieron obligadas a ajustar sus costos y a asignar de una manera más eficiente sus recursos, con el fin de poder enfrentar mejor la mayor competencia³⁸. Este comportamiento se refleja claramente en la caída de este ratio que, dada la contracción en sus ventas, implica directamente una mayor reducción relativa en el monto

Gráfico 8

RAZÓN DE GASTOS GENERALES



38. Si bien las razones t bajaron para este período, aún continuaron siendo altamente significativas, (Ver el Cuadro C.6 del Anexo).

de sus gastos administrativos y de ventas. Es importante notar que a mayor tamaño empresarial menor fue la razón de gastos generales, denotando ello una mayor capacidad de ajuste por parte de las empresas más grandes³⁹.

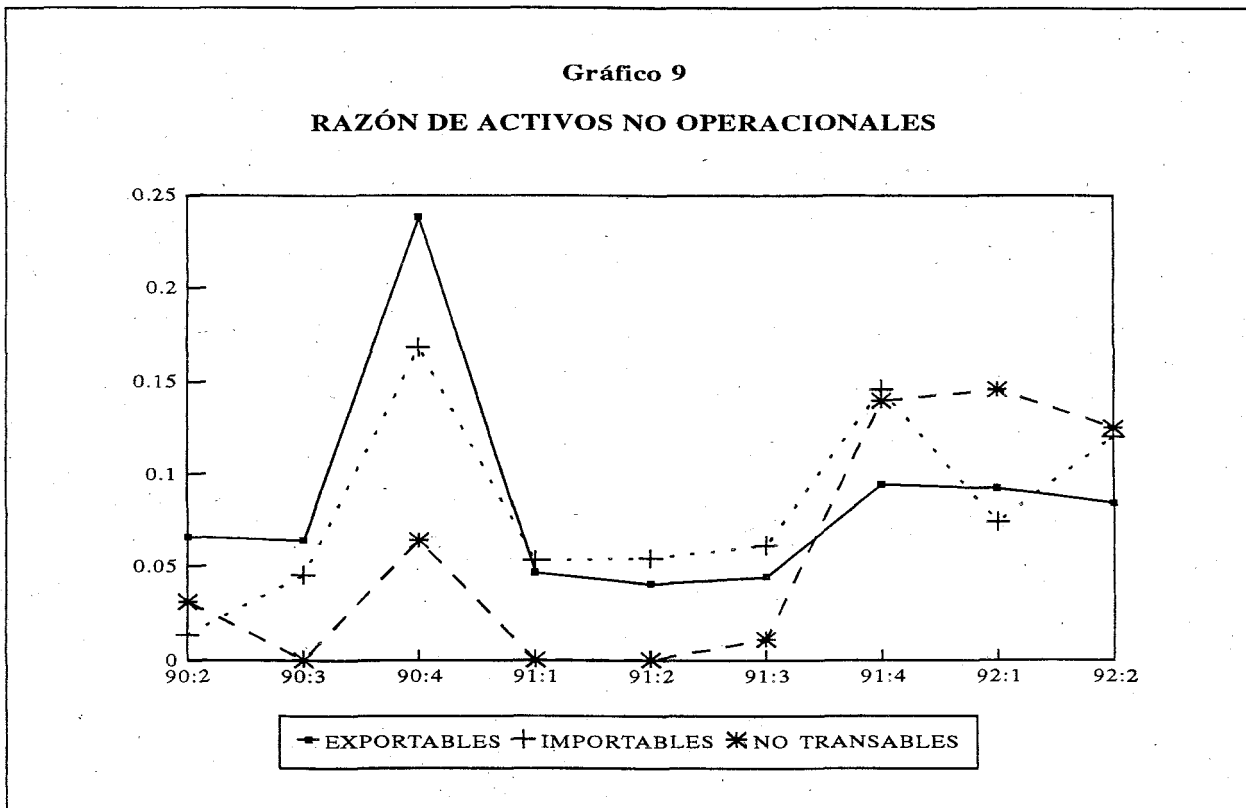
En el sector exportable la trayectoria del ratio siguió el comportamiento de sus ventas, en el sentido que a mayores exportaciones menores fueron las razones de gastos operativos. Ello significa una relativa estabilidad en estos gastos, de tal forma que se podría afirmar que el uso de la capacidad instalada sectorial se habría movido de manera inversa a este ratio. Este comportamiento también se encuentra respaldado por t estadísticos muy significativos. Es interesante notar que este sector pasó a tener los mayores ratios dentro de la muestra a partir de la disminución en el uso de su capacidad instalada, después del segundo trimestre de 1991.

3.7 Activos No Operacionales

La razón de activos no operacionales se refiere a la proporción que representa el monto de dichos activos con respecto al monto total de activos de la empresa.

Una categorización general de los activos no operacionales incluye las inversiones en valores (activos no corrientes) y los valores negociables (activos corrientes). En la medida que dichas cuentas no sean muy significativas, no debería causar mayor sorpresa que no existan o no se presenten explícitamente las ganancias no operacionales en los estados de pérdidas y ganancias empresariales, incluyéndolas quizás dentro de los ingresos financieros.

El Gráfico 9 muestra que, en general, hubo un comportamiento muy poco especulativo, a



39. Al respecto, la razón estadísticamente significativa fue la no corregida por inflación. Sin embargo, una vez efectuado el ajuste pertinente, la correlación no es aceptada en términos estadísticos.

pesar del incentivo natural a buscar otras fuentes de ingreso (distintas a las operativas), que se supone debería estar presente en una etapa de crisis. El valor F de 6.3 permite corroborar estadísticamente la tendencia anterior.

Es así que, a pesar de los fuertes incrementos en los activos no operacionales al finalizar 1990, las razones sectoriales no alcanzaron valores muy importantes. A excepción del caso de los no transables que obtuvo un valor t de 1.5, las razones de activos no operacionales de los sectores transables resultaron altamente significativas para dicho período (t=5.7 para los exportables y t=4.1 para los importables). (Ver el Cuadro C.7 del Anexo).

En todo caso, lo que sí merece destacarse es el menor carácter especulativo del sector no transable (en comparación al transable) durante dicho período. Ello corresponde al mejor desem-

peño en su quehacer productivo. Sin embargo, lo que resulta difícil de explicar, al menos según el argumento anterior, es la mayor razón de activos no operacionales del sector no transable durante los tres últimos trimestres de estudio, siendo éstos, además, estadísticamente significativos⁴⁰.

Vale la pena destacar que éste es el único sector que mostró una correlación significativa entre el tamaño y la razón en discusión. Dicha correlación fue positiva, indicando que a mayor tamaño hubo una mayor proporción de activos no operacionales. La explicación estaría en la mayor posibilidad (y no necesidad) de especular que tuvieron las empresas más grandes, dado su mejor desempeño. En cambio, en los otros sectores no habrían ocurrido mayores diferencias en sus razones en función a los tamaños de sus empresas componentes, debido a que los efectos perversos del proceso de ajuste y reformas fueron generalizados.

40. Un mayor análisis se puede encontrar, como lo veremos en el siguiente capítulo, en la descripción al interior de cada sector.

4. ANÁLISIS SECTORIAL

En este capítulo se estudia cada sector de manera más detallada. Ello es posible a través de su desagregación entre los diversos grupos de empresas que los componen. Se trata, pues, de identificar los subsectores líderes y los más perjudicados, así como indagar respecto a comportamientos extraños o atípicos al interior de cada gran sector.

Con la finalidad de no realizar una discusión tediosa repitiendo la estructura del capítulo anterior, así como con la intención de lograr una presentación más continua, facilitando la comparación entre las diversas razones, se ha optado por seguir el siguiente esquema: etapa pre-ajuste (primer semestre de 1990); etapa de ajuste (segundo semestre de 1990), y etapa post-ajuste (todo el año 1991 y el primer semestre de 1992).

4.1 Sector Importable

4.1.1 Etapa Pre-Ajuste

Durante el segundo trimestre de 1990, la mayoría de los grupos del sector experimentó una

mejora en las tasas de rentabilidad corregidas, con respecto a sus tasas no corregidas y en relación a los resultados del primer trimestre; sólo los plásticos empeoraron luego del ajuste. Sin embargo, sólo en dos de esos subsectores (granos y químicos) las mejoras trimestrales permitieron obtener rentabilidades acumuladas ajustadas para el primer semestre superiores a las no corregidas. (Ver los Gráficos 10a y 10b). En los otros grupos (electrodomésticos y papeles), los alivios no fueron suficientes para generar ratios acumulados ajustados de mejor desempeño que los no ajustados.

Los grupos cuya rentabilidad real fue negativa en dicho período se refieren a los electrodomésticos y a los plásticos, aunque en términos acumulados también deben incorporarse los papeles y los químicos. En función a lo anterior se toma más destacable la fuerte rentabilidad real positiva obtenida por el grupo de granos.

En este sentido, pareciera ser que la mayoría de las empresas del sector (a excepción de las productoras de granos) habrían mantenido un mayor volumen de activos monetarios que de pasivos

Gráfico 10a

RENTABILIDAD PATRIMONIAL AJUSTADA DE LOS IMPORTABLES

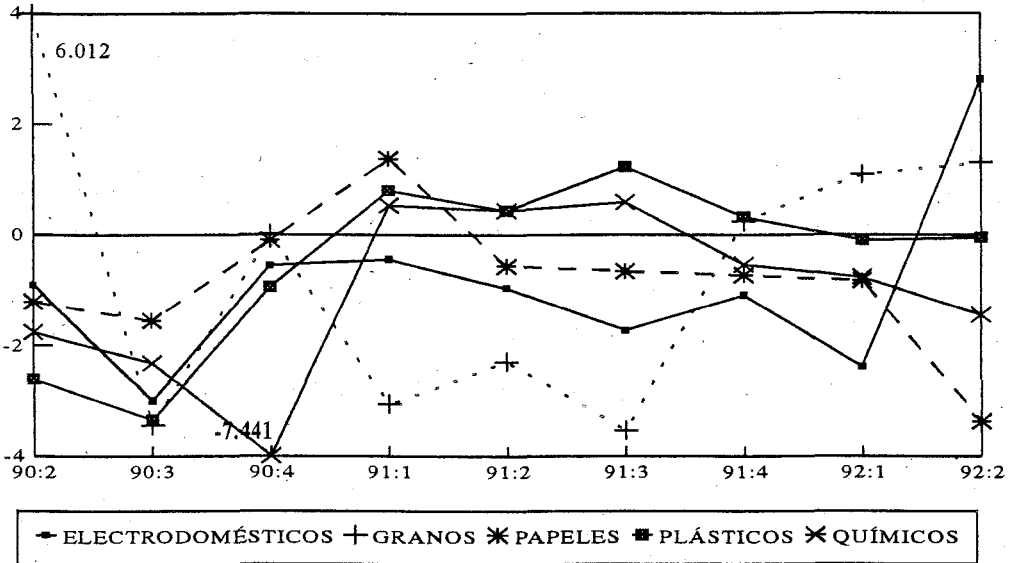
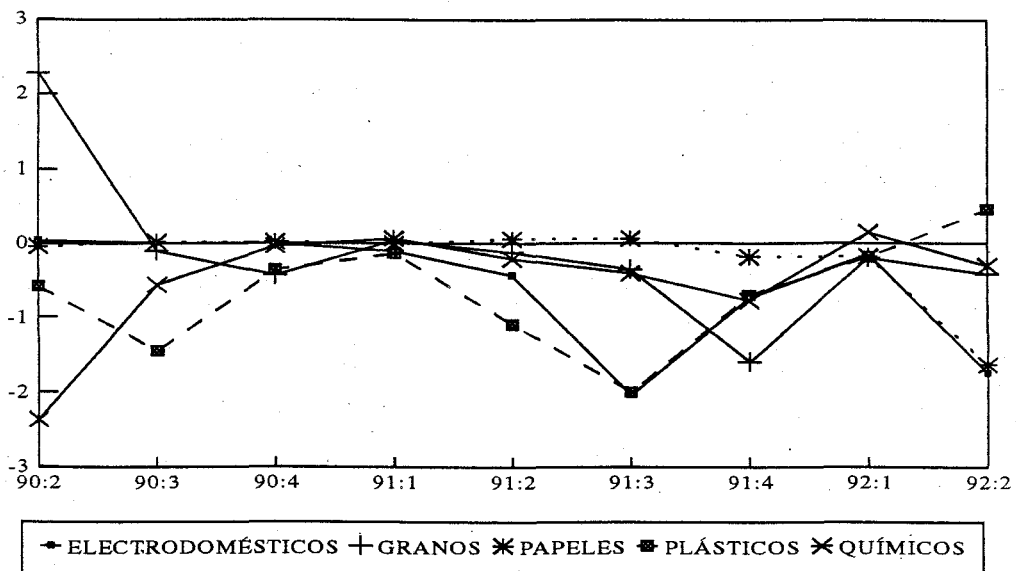


Gráfico 10b

RENTABILIDAD PATRIMONIAL NOMINAL DE LOS IMPORTABLES



monetarios, a pesar del contexto inflacionario y de las tasas reales de interés fuertemente negativas que incentivaban un mayor endeudamiento. Esto podría deberse al contexto de represión financiera que se vivía entonces, por lo que es posible que muchas de estas empresas no hayan podido acceder con facilidad al crédito, o que, en todo caso, las tasas de interés pactadas informalmente hayan sido altas en términos reales, hechos ambos que habrían redundado en un menor endeudamiento.

Ahora bien, esta relación entre sus cuentas monetarias no implica en modo alguno que las empresas hayan mantenido la mayor parte de sus activos operacionales en estado líquido. Es más, lo razonable habría sido tender a concentrarse en mercaderías, activos fijos, u otros, buscando protegerse lo máximo posible de la inflación.

Por otro lado cabe mencionar que en todos los grupos de empresas del sector se mantuvo una muy baja disponibilidad de activos no operacionales frente a sus activos totales, dando la impresión que la actividad especulativa en este sector no era muy explotada.

Con respecto al endeudamiento, y tal como se había anticipado, en general ocurrió una reducción en su razón, medida como pasivos entre activos. Fueron los electrodomésticos y los papeles los que experimentaron las más visibles contracciones, mientras que los otros sectores lograron menores endeudamientos ajustados por la inflación en comparación con los no ajustados.

En cuanto al costo financiero neto acumulado en términos nominales, los cinco grupos del sector evidenciaron razones en incremento: ligeros aumentos para los plásticos y los granos, y subidas enormes para los químicos y los papeles (los cuales más que duplicaron sus ratios). En el caso de los papeles, a diferencia de los químicos, el monto de los costos financieros no necesitaría haber subido tan significativamente, dado el menor monto del pasivo ya mencionado. El grupo de electrodomésticos también duplicó su razón financiera, aunque se mantuvo en niveles insignificantes.

Cuando se observan las cifras corregidas por inflación, se advierte que los costos financieros

netos de los químicos y, sobre todo, de los granos experimentan sensibles mejorías, llegando incluso en el segundo caso a obtener un ratio acumulado positivo (denotando ingresos financieros reales). El resto de subsectores empeora en términos reales, destacando el caso de los plásticos, los cuales más que duplican su razón de costos financieros. Para facilitar la comparación entre las cifras ajustadas y las no ajustadas, se presentan los gráficos de ambas (Gráfico 1 la y Gráfico 1 Ib, respectivamente).

En términos de márgenes brutos, y tal como podría esperarse, dado el contexto de economía considerablemente cerrada, las razones de los diversos grupos del sector importable registraron un nivel ciertamente elevado. Es más, dichos niveles fueron bastante similares a los acumulados para el primer semestre por las empresas productoras de bienes no transables.

La rotación de activos fue creciente, fundamentalmente en términos corregidos, debido a la contracción relativa de una buena parte de los activos (los monetarios) dada la aceleración de la inflación. Lo anterior también permite concluir que las ventas netas de los diversos grupos del sector crecieron, aunque más que por mayores volúmenes, por incrementos en los precios. Este último hecho sería consecuencia no sólo de la mayor inflación, sino también de la poca apertura de la economía, lo que habría permitido mantener cierto poder de maniobra en la determinación de los precios, incrementándose en promedio los márgenes brutos sectoriales.

Los gastos generales por unidad de venta mostraron un comportamiento irregular al interior del sector. Mientras la mayoría de grupos mantuvo su razón estable, los electrodomésticos la incrementaron y los plásticos la redujeron, siendo ambas modificaciones bastante considerables.

En conclusión, durante esta etapa las empresas del sector siguieron un comportamiento relativamente acorde con las condiciones de la coyuntura. Además, éstas no se encontraban en una mala situación operativa, pero la situación financiera por la que atravesaban no era muy favorable en conjunto. En función a esto último, sus posibi-

Gráfico 11a

INGRESO FINANCIERO NETO AJUSTADO DE LOS IMPORTABLES

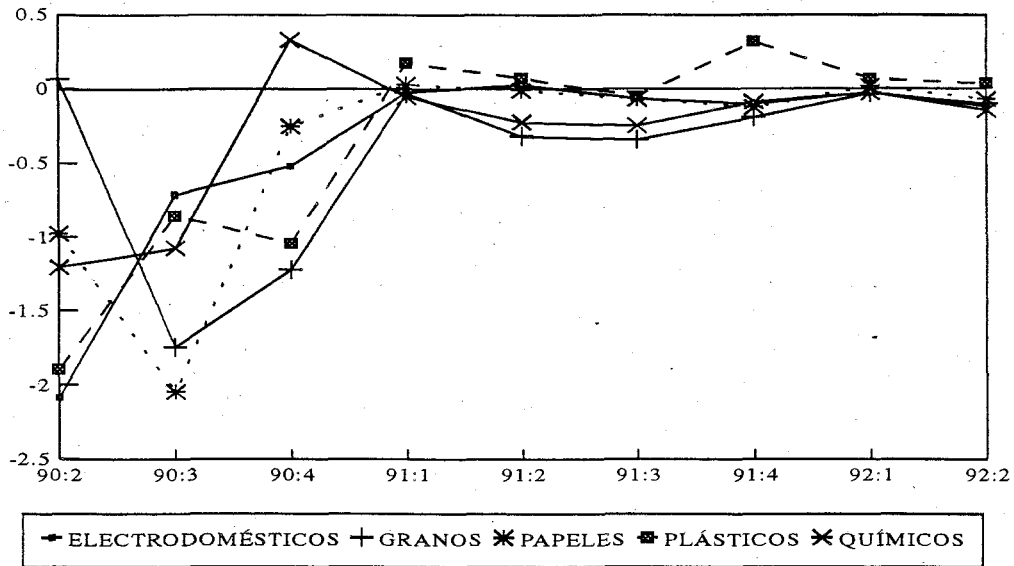
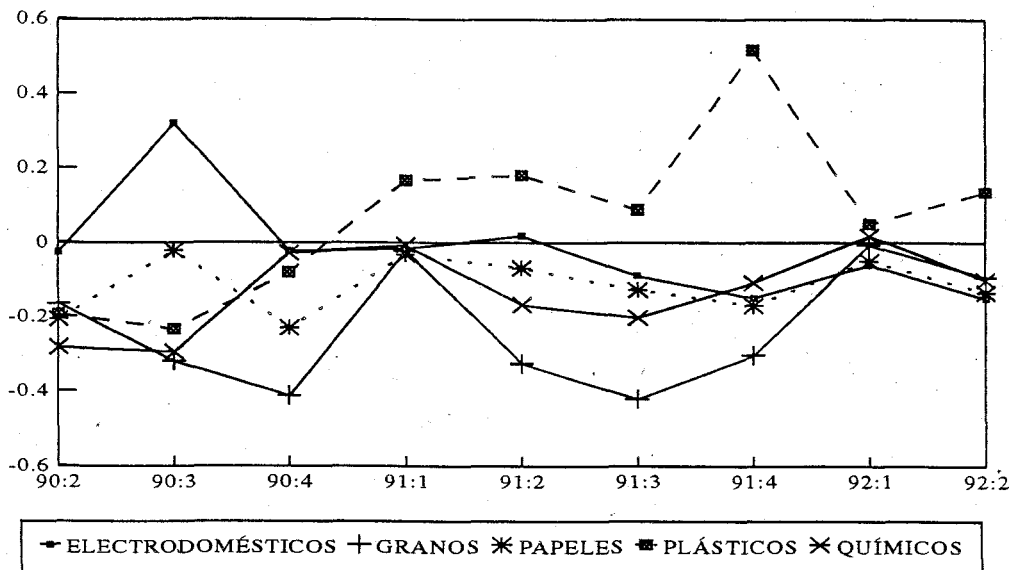


Gráfico 11b

INGRESO FINANCIERO NETO NOMINAL DE LOS IMPORTABLES



lidades de sortear el ajuste eran limitadas; más aún si se tiene en cuenta un hecho no anticipado plenamente en aquel entonces: la liberalización comercial de la economía, lo que habría de afectar fuertemente a este sector.

4.1.2 Etapa de Ajuste

Las rentabilidades sin corregir de casi todas las empresas del sector fueron negativas en el tercer trimestre, a excepción de los químicos y los papeles. En términos acumulados, sólo este último grupo y los electrodomésticos mostraron rentabilidades positivas (aunque insignificantes).

Una probable explicación del mejor desempeño de los químicos y los papeles radicaría en que tales grupos constituyeron, respectivamente, la actividad menos protegida inicialmente y la actividad más protegida después de la primera liberalización. Sin embargo, las diferencias con las protecciones efectivas de otros grupos no fueron tan notables como para validar el argumento anterior. Además, el efecto más directo de la mayor o menor protección contra las importaciones se debería apreciar en los márgenes brutos, cosa que no sucedió, sobre todo en el caso de los químicos, como se menciona más adelante.

Para el siguiente trimestre sólo los granos presentan importantes rentabilidades no corregidas negativas, lo que sí podría guardar relación con el hecho de constituir el grupo que mayor apertura inicial enfrentó. A pesar de lo anterior, la rentabilidad acumulada de los plásticos resulta muy semejante a la del grupo anterior. (Ver el Gráfico 10b).

Lo que sucedió es que los plásticos, conjuntamente con los químicos, se recuperaron de manera considerable. Una interpretación del alivio del grupo de los plásticos podría estar en las mayores ventas navideñas, dado el contexto de liberación sólo parcial de las importaciones. Por el lado de los químicos, la explicación es el significativo menor costo financiero, a raíz de la importante contracción en su razón de endeudamiento.

Las rentabilidades corregidas son negativas para todas las empresas en el tercer trimestre, tanto acumuladas como desacomuladas, y sólo para los químicos en el cuarto trimestre en términos desacomulados. (Ver el Gráfico 10a).

Aquí es interesante notar que todos los grupos (a excepción de los químicos) siguen la trayectoria identificada para el sector importable agregado, explicada fundamentalmente por la postergación de las decisiones de importación. En cambio, los químicos, a pesar de lograr ingresos financieros, obtuvieron una gran pérdida de rentabilidad motivada por la severísima caída de sus márgenes brutos. Esto último se basó tanto en los mayores costos de ventas como en las menores ventas netas, debido al menor monto de producto disponible para su comercialización⁴¹.

Como puede apreciarse al comparar los dos gráficos mencionados anteriormente, todos los grupos empeoran sus rentabilidades en términos ajustados frente a los no ajustados, tanto al tercer trimestre como al cuarto, con la única excepción de los granos en el acumulado de todo el año. Tal parece ser que la totalidad de las empresas del sector enfrentaron el ajuste estando fuertemente endeudadas en moneda local.

Per otra parte, como puede apreciarse en el Gráfico 12, durante el tercer trimestre sólo los papeles incrementaron su apalancamiento, siendo éstos y los granos los únicos que alcanzaron a superar el 50% de endeudamiento en este trimestre. Para el siguiente período todos los grupos, menos los químicos, redujeron su nivel de endeudamiento⁴².

Vale la pena destacar que si se trabaja con las cifras sin ajustar (presentadas en el Anexo B.2), este comportamiento distintivo de los químicos desaparece, e incluso es el grupo que experimenta la mayor contracción en su razón de endeudamiento. La explicación podría encontrarse en el hecho de poseer mayores pasivos no monetarios que activos de la misma naturaleza, lo que implica

41. Durante el tercer trimestre de 1990 la producción de la industria química se contrajo alrededor de 50%, con respecto al trimestre inmediatamente anterior. (Ver el Gráfico A.1 del Anexo).

42. El subsector de químicos fue el único que incrementó su apalancamiento, más que duplicándolo.

mayores activos monetarios que pasivos en moneda local. De esta manera, con tasas reales de interés en soles positivas, este subsector fue capaz de generar ganancias financieras ajustados de tal magnitud que logró un ingreso acumulado para el año de 33%, con respecto a los pasivos.

Si bien dicho grupo fue el único que pudo acumular ingresos financieros para el año 1990, hubo otros grupos que lograron obtener ingresos financieros netos en algún trimestre. Así, del Gráfico 11a (que se refiere a las cifras ajustadas) se desprende que durante el tercer trimestre sólo los granos y los papeles tuvieron costos financieros netos importantes, lo que sólo sucedió con los plásticos para el siguiente trimestre.

Por su parte, con respecto a las cifras no ajustadas, el Gráfico 11b permite concluir que tanto los papeles como los electrodomésticos presentaron ingresos financieros durante el tercer trimestre del año, mientras que para el cuarto y último trimestre sólo los químicos, y quizás, los plásticos tuvieron ingresos financieros.

Al comparar la razón ajustada *versus* la no ajustada, se obtiene que sólo los granos y los

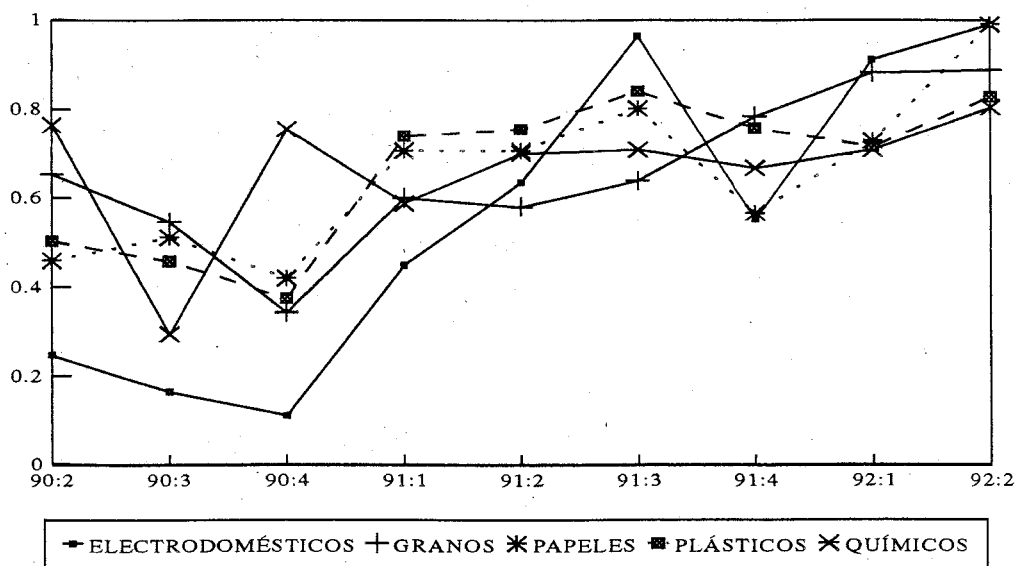
papeles empeoraron en términos corregidos desacumulados para el tercer trimestre, mientras que ello sucedió sólo para los plásticos en el último período. Cabe mencionar que el grupo que relativamente sufrió más el proceso de estabilización y apertura externa inicial, en términos de costos financieros, fue el de granos. Lo que podría haber pasado es que haya sido el grupo que relativamente se endeudó más en moneda local.

En todo caso, cabe hacer notar que si bien la totalidad de las empresas del sector se vio fuertemente afectada por el drástico proceso de ajuste, hubo un notorio alivio en los costos financieros al finalizar el año, aunque sin llegar a generar ingresos financieros acumulados. Ello podría deberse al repunte inflacionario de fines de año, el cual favoreció a las empresas deudoras en moneda local, dado un determinado nivel de las tasas de interés en soles.

Por otra parte, el comportamiento poco especulador durante la etapa de pre-ajuste, empezó a modificarse de manera importante en algunos grupos, lo cual es un resultado bastante racional en un contexto de crisis productiva aguda. El líder en este aspecto fue el subsector de electrodomésti-

Gráfico 12

RAZÓN DE ENDEUDAMIENTO DE LOS IMPORTABLES



cos, el que pasó de una proporción de activos no operacionales sobre el total de activos menor al 2% a superar el 45% al finalizar el año. Ello podría explicar, en buena medida, el importante alivio en los costos financieros netos y en las pérdidas acumuladas del año.

Otros grupos que también siguieron este comportamiento, aunque con menor intensidad, fueron los plásticos (iniciado durante el tercer trimestre) y los granos (durante el último período). El resto de grupos mantuvo una pequeña participación de los activos no operacionales frente a los activos totales. (Ver el Gráfico 13).

Para este período hay que tener en cuenta que tanto el volumen de ventas como la producción del sector cayeron por la fuerte contracción de la demanda agregada, fundamentalmente durante el tercer trimestre. (Ver el Gráfico A. 1 del Anexo)⁴³. Ello se refleja en la caída experimentada en los márgenes brutos, sobre todo para el último trimestre del año. (Ver el Gráfico 14).

De aquí se puede deducir que el incremento en la rotación de activos, que se muestra en el Gráfico 15, se puede deber a una reducción relativa en los activos operacionales, más que a un significativo aumento en las ventas netas. Ello estaría basado en la gran magnitud inicial de la inflación, y a pesar de las precauciones que podrían haber tomado los productores con anterioridad al ajuste. El efecto de las mayores ventas netas recién podría haberse notado en el último trimestre del año, debido a la incertidumbre respecto a la profundización del proceso de apertura comercial que afectó a las importaciones.

Una comparación pertinente de efectuar es entre los márgenes brutos (que muestran la evolución relativa de las ventas netas con respecto a los costos de ventas), la razón de los gastos adminis-

trativos y de ventas (gastos generales por unidad vendida, que se presenta en el Gráfico 16) y la rotación de activos (ventas netas por unidad de activo operacional).

En función a ello, se puede desprender que los costos operativos de las empresas de este sector fueron generadores de rigideces, dado que tendieron a evolucionar, en promedio, de manera similar o por encima de las ventas netas y la inflación, al menos en este período. Sobre la base de ello puede inferirse que este sector no sólo fue afectado por la recesión sino que contribuyó con ella. Por esto, y dada su situación financiera, el sector importable no se encontró entonces en una buena situación, aunque todavía pudo apoyarse en el corto plazo en el insuficiente grado de apertura de la economía.

4.1.3 Etapa Post-Ajuste

Para este período se acentuaron las medidas de reformas estructurales tendientes a modificar las condiciones de la economía para el largo plazo, buscando la mayor eficiencia de los mercados, aunque sin descuidar la lucha contra la inflación.

Dentro de este contexto, hacia fines del primer trimestre de 1991 se llevó a cabo una nueva reducción en los aranceles, cambiando su estructura de tres tasas a simplemente dos, de 15% y 25 %⁴⁴. Al respecto, la intención de tal medida (más no su magnitud) había sido anunciada al finalizar el año anterior, por lo que se esperaba su ejecución. Ello motivó que los agentes importadores retrasasen, en la medida de lo posible, sus importaciones en espera de la reducción en sus costos. Esto obviamente permitió un pequeño respiro a las empresas pertenecientes al sector importable.

43. Debe tenerse presente que los gráficos incluidos en el Anexo A se refieren a las tasas de crecimiento de los productos en relación a los trimestres inmediatamente anteriores. De esta manera, las mejoras apreciadas durante el último trimestre del año han sido obtenidas sobre una base demasiado pequeña, por lo que no son tan relevantes. Además, las cifras 110 han sido desestacionalizadas, y se sabe que la campaña navideña suele implicar mayores producciones.

44. Un mayor detalle de ésta y otras reformas puede encontrarse en el capítulo que presenta la evolución macroeconómica.

Gráfico 13

**RAZÓN DE ACTIVOS NO OPERACIONALES
DE LOS IMPORTABLES**

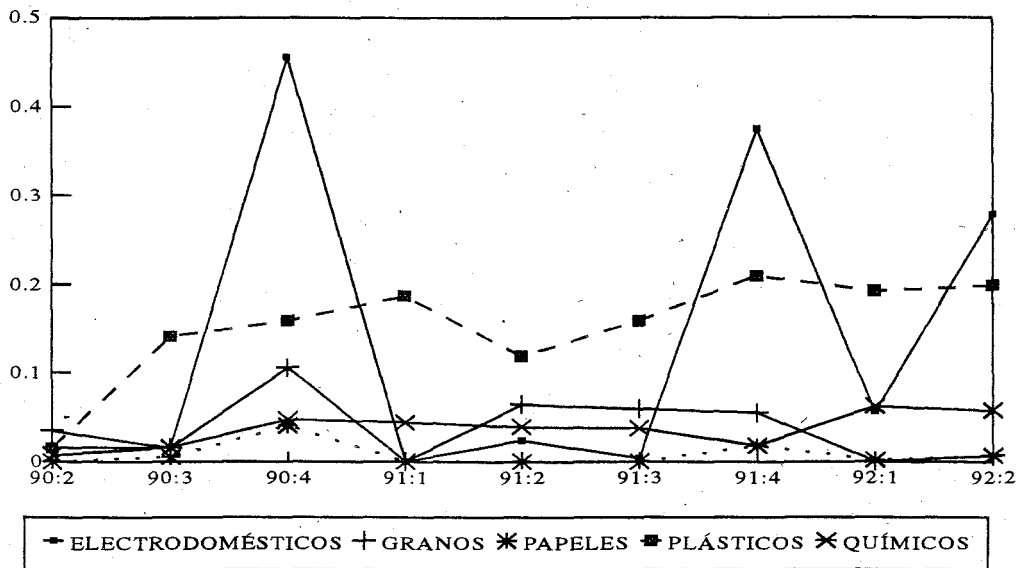


Gráfico 14

**MÁRGENES BRUTOS
DE LOS IMPORTABLES**

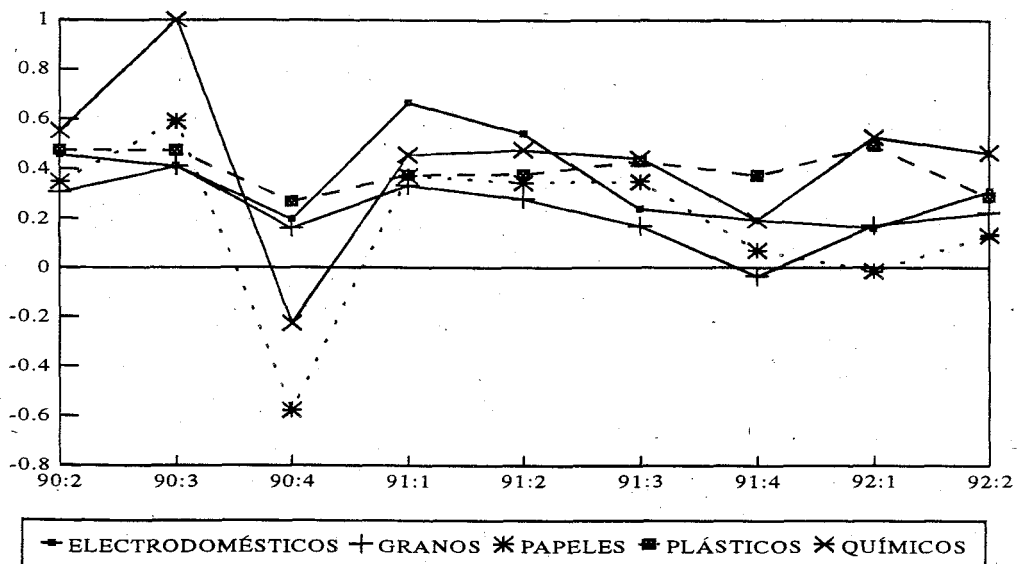


Gráfico 15

ROTACIÓN DE ACTIVOS DE LOS IMPORTABLES

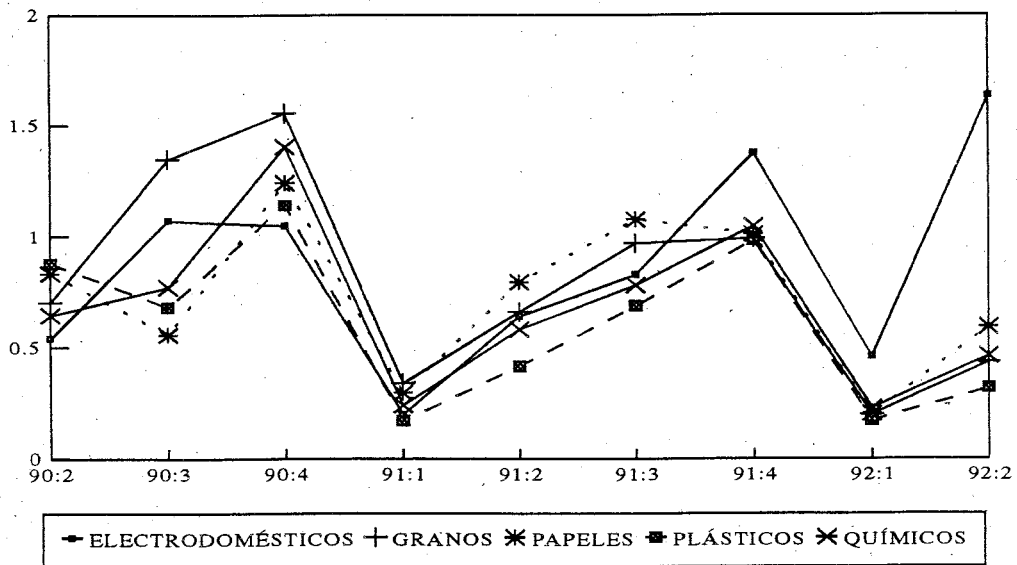
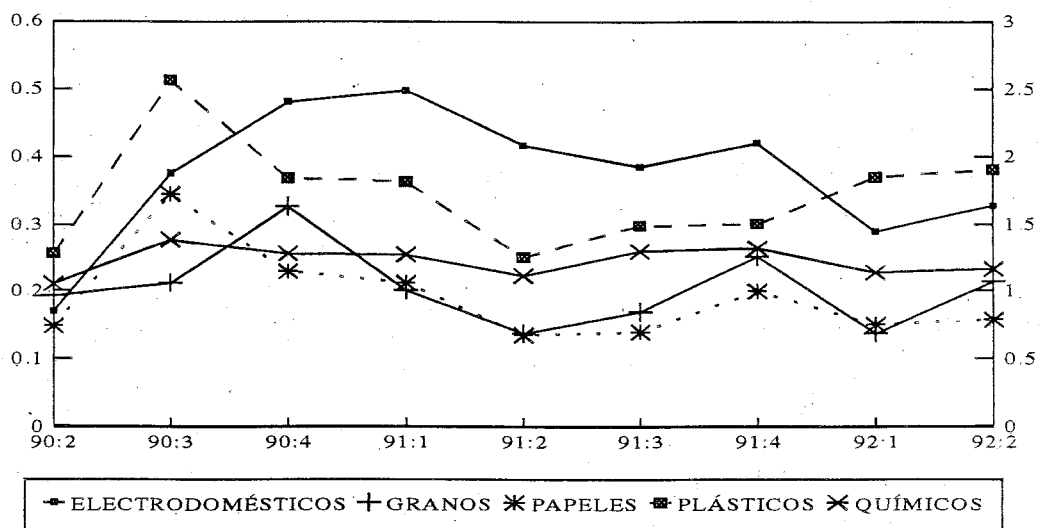


Gráfico 16

RAZÓN DE GASTOS GENERALES DE LOS IMPORTABLES



* Los valores de la derecha son de los electrodomésticos.

Según las estadísticas oficiales, la balanza comercial estuvo registrando saldos positivos, a pesar del retraso cambiado. Lo que sucedió, por ejemplo al finalizar el año 1990, fue que las importaciones decrecieron aún más que las exportaciones, debido tanto a las vacilaciones del gobierno en cuanto a política de comercio exterior se refiere, como a la fuerte recesión por la que atravesaba la economía en ese entonces.

Dentro de este contexto podemos apreciar el comportamiento de las rentabilidades no ajustadas de las empresas del sector. Todas exhibieron un fuerte incremento en sus pérdidas durante gran parte de 1991, a excepción del grupo de papeles que mantuvo tasas de rentabilidad prácticamente nulas.

Si bien este último grupo fue el que mantuvo el mayor nivel relativo de protección efectiva, su cifra fue tan pequeña (en comparación con la de julio de 1990) y tan cercana a la de los otros subsectores, que difícilmente podría constituir una explicación incluso parcial del comportamiento de su rentabilidad. De esta manera, las protecciones efectivas no constituyeron un elemento fundamental para explicar los diferentes desempeños seguidos por las diversas ramas industriales analizadas, no pudiendo demostrarse entonces la Hipótesis 3 planteada en el capítulo metodológico⁴⁵.

A finales de año, tanto los electrodomésticos como los plásticos mostraron una importantísima recuperación en sus rentabilidades aunque, dado su pobrísimo desempeño anterior, la razón acumulada para todo el año permaneció fuertemente negativa.

Durante 1992, si bien dos grupos experimentaron considerables mejorías temporales (granos y químicos), la tendencia general muestra el mantenimiento de malos resultados. Quizás el único subsector que se alejó de dicho patrón fue el de plásticos, que tuvo una notoria capacidad de recuperación durante la segunda mitad del período de estudio.

En cuanto a las rentabilidades corregidas, en el Gráfico 10a puede apreciarse que a pesar de que varios grupos obtienen peores resultados en comparación a las rentabilidades no ajustadas, las caídas de un trimestre a otro se suavizan, e incluso en algunas oportunidades cambian significativamente de dirección.

En todo caso, y como se explicó en el capítulo anterior referido al análisis general, a partir del tercer trimestre de 1991 empieza a mejorar en promedio la rentabilidad ajustada en comparación a la no ajustada. Así, se tiene que el grupo de plásticos regularmente obtuvo mayores rentabilidades corregidas que sin corregir, lo que ocurrió con los químicos sólo durante 1991, con los granos a partir del último trimestre de dicho año y con los electrodomésticos en el segundo trimestre de 1992. El único subsector que empeora consistentemente es el de papeles, lo que coincide con su peor desempeño productivo (en términos de su alta variabilidad). (Ver el Gráfico A.1 del Anexo).

El apalancamiento o razón de endeudamiento ajustada muestra, en términos generales, una tendencia creciente para el periodo en estudio. Ello puede indicar que la alternativa elegida por las empresas del sector importable para enfrentar la crisis habría sido recurrir a nuevos créditos. Lo anterior, en lugar de responder fundamentalmente a una visión optimista en el mediano plazo, habría ocurrido como una medida de emergencia ante la alternativa de cerrar las empresas.

Ahora bien, dado que la mayor razón de endeudamiento implicaba una importante reducción en el indicador de solvencia (al tener comprometidos la mayor parte de los activos), podría suponerse que estas empresas sólo habrían estado dispuestas a incurrir en nuevos préstamos en la medida en que fuesen fácilmente repagables, es decir, más baratos. Es en este contexto que se ha planteado el cambio de moneda (de soles a dólares) en las carteras de deuda de estas empresas, a partir de los últimos meses de 1991. Este incenti-

45. Es muy importante recalcar que no se está invalidando o rechazando tal hipótesis, puesto que las ramas manufactureras aquí analizadas, y clasificadas dentro del sector importable, no contaron con marcadas diferencias en sus protecciones efectivas, tanto en sus valores originales como en los finales.

46. Al respecto, debe notarse que estos grupos sufrieron una fuerte reducción en sus protecciones efectivas, similar a la de los papeles, ubicándose finalmente en niveles muy cercanos.

vo para las empresas debería haber sido percibido también por las instituciones financieras, las que deben haber evaluado los inconvenientes (en términos del riesgo de repago) de proveer de crédito caro a dichas empresas con problemas financieros.

Al respecto es ilustrativo observar nuevamente los Gráficos 11a y 11b. Allí puede apreciarse que los costos financieros al empezar el año 1991 fueron aumentando, y que a partir del tercer trimestre de dicho año empezaron a disminuir en forma considerable, debido seguramente al aumento de los pasivos así como al cambio de moneda en los créditos. La excepción la constituye el grupo de plásticos, en términos que consistentemente logra ingresos financieros netos acumulados, aunque prácticamente sigue la tendencia de los costos.

Quizás el Gráfico 11a es el que mejor muestra el alivio de la situación financiera de las empresas pertenecientes a todos los grupos sin distinción. Ello no significa, sin embargo, que al finalizar nuestro período de análisis tales empresas habían solucionado sus problemas en dicho frente. Al respecto debe recordarse que las razones de endeudamiento alcanzaron a superar el 80%, llegando en varios casos casi al 100%, lo que ha impuesto una fuerte presión para atender su pago.

En todo caso, quiere destacarse que el alivio temporal alcanzado no afectó mayormente a las rentabilidades patrimoniales, a diferencia de lo ocurrido en otros períodos y en otros sectores.

Lo que sí parece haber afectado de manera importante a las tasas de rentabilidad, aunque sólo para algunos grupos, es el conjunto de ganancias no operacionales. Ello constituye una estrategia válida cuando la demanda se encuentra deprimida. Así, por ejemplo, el subsector que mantuvo de manera estable la mayor proporción de activos no operacionales con respecto al total de activos es el mismo que obtuvo normalmente el mejor y más estable resultado económico (los plásticos). Además, el grupo de electrodomésticos que tuvo dos saltos importantes en la proporción de activos no operacionales (cuarto trimestre de 1991 y segundo de 1992), mejoró su rentabilidad en dichos períodos, destacando sobre todo el último.

Con respecto a los márgenes brutos, la mayoría de empresas del sector muestra una tendencia decreciente durante 1991, para recuperarse durante 1992 aunque sin llegar a los niveles alcanzados en el primer trimestre del año anterior. El comportamiento inicial es consistente con la profundización de la apertura comercial y con la apreciación del tipo de cambio real. Por su parte, la reacción de 1992 puede ser resultado de la combinación de los siguientes elementos: la mayor rigidez de los costos de ventas con respecto a los precios de los bienes finales, la depreciación cambiaria y la relativa asimilación de la nueva competencia. Una vez más, los plásticos parecerían haber sido el grupo menos afectado o que más rápidamente pudo reaccionar, mostrando en esta oportunidad una evolución relativamente favorable de los márgenes brutos.

Es interesante apreciar la marcada diferencia entre los electrodomésticos y el resto de grupos, en cuanto a gastos generales por unidad de venta se refiere. La elevadísima razón del grupo mencionado radicaría en constituir quizás el subsector estudiado más afectado por la competencia externa en términos de calidad y precio. Su estructura comercializadora, publicitaria y de transportes debe haber sido probablemente la más grande del sector. De esta manera, la estrategia empresarial parece haber sido, en este caso, mantener la fuerza de ventas para no perder mercado, al menos frente a la "competencia" doméstica. El resto de subsectores mostró un comportamiento relativamente estable, lo que indicaría que tales gastos habrían seguido de cerca la evolución de las ventas netas.

Por último, la rotación de activos estaría indicando una relativa estabilidad en las ventas trimestrales tal que, para un monto de activos operacionales aproximadamente constante, la razón habría estado aumentando a un ritmo estable al acumularse período tras período. Al respecto, nótese la similitud de las razones del primer y segundo trimestre de 1991 con respecto a las correspondientes de 1992. Este comportamiento aparentemente sólo habría sido dejado de lado por tres grupos durante el último trimestre de 1991: los papeles y los granos (que habrían vendido menos) y los electrodomésticos (que habrían vendido más por las fiestas navideñas). Además, este último grupo aumentó su rotación durante el

primer semestre de 1992 debido a sus mayores ventas, a pesar de que su producción se contrajo. La explicación estaría principalmente en la importación y comercialización directa por parte de tales empresas.

4.2 Sector Exportable

4.2.1 Etapa Pre-Ajuste

Durante el segundo trimestre de 1990 las tasas de rentabilidad neta de las diferentes ramas de este sector experimentaron un apreciable incremento, tanto en términos ajustados como en términos no ajustados.

Es interesante precisar que los valores corregidos, tanto trimestrales como acumulados, fueron superiores a las cifras no corregidas. (Ver los Gráficos 17a y 17b). Lo anterior es consistente con los mayores ingresos financieros netos (o menores costos financieros) ajustados. Esto último seguramente pudo lograrse debido a que las empresas exportadoras tuvieron su deuda principal expresada en moneda local, dado el contexto agudamente inflacionario y las tasas de interés reales negativas.

Esta mejora experimentada en la rentabilidad patrimonial también pudo estar influenciada por el aumento de los márgenes brutos, como resultado del incremento en el tipo de cambio real exportador durante este período. Este último indicador experimentó una elevación de 35% entre marzo y junio de 1990, producto de la creciente dolarización de la economía, como consecuencia de las altas tasas de inflación de esos momentos.

El sector minero es el que presenta la mejor evolución en este ratio, tanto en términos ajustados como al comparar éstos con sus valores no ajustados. La subida en la rentabilidad de los textiles también es bastante significativa. Al respecto, puede suponerse que el incremento en el tipo de cambio real debe haber sido el elemento clave para tales recuperaciones, debido a que

suele mencionarse que ambos grupos son, quizás, los que más dependen de la evolución cambiaria.

El comportamiento anterior de las empresas mineras se pudo lograr a pesar de que experimentaron una contracción tal en sus ingresos financieros netos ajustados que pasaron a ser prácticamente nulos. (Ver el Gráfico 18a). La explicación para ello se encuentra seguramente en el hecho de que la tasa activa de interés en soles se tornó ligeramente positiva durante el segundo trimestre de 1990, dado que su razón de endeudamiento se mantuvo relativamente estable, implicó un mayor servicio financiero que el trimestre inmediatamente anterior.

Lo mismo puede haber sucedido en el subsector de cables y conductores eléctricos, aunque en mayor magnitud dado su aumento en el endeudamiento. Ello explicaría, al menos en parte, el porqué del menor aumento en la rentabilidad patrimonial de este grupo.

Los grupos que aumentaron sus ingresos financieros ajustados fueron jugos y textiles. En el primer caso, ello se logró en gran medida debido a la reducción de su endeudamiento. Sin embargo, en el segundo caso lo que ocurrió fue un incremento en dicho ratio, lo que resulta difícil de interpretar⁴⁷.

Un componente muy importante de la parte real de la tasa de rentabilidad es el margen bruto de ganancia. En este período, las empresas exportables incrementaron dichos márgenes, llegando a superar en todos los casos el 40%. El incremento en el tipo de cambio real tuvo un impacto directo en los márgenes de las diferentes ramas que componen este sector.

Es importante destacar que el incremento mencionado del tipo de Cambio real neutralizó los efectos del deterioro de los términos de intercambio de los productos de exportación, los cuales cayeron en aproximadamente 4% durante este período.

47. El aumento en la razón de endeudamiento de los textiles fue muy importante, lo que estaría reflejando los graves problemas que aquejaban a dicha rama industrial. Es en este contexto que resulta inexplicable la mejora de su situación financiera, salvo que haya sido más especulativa, lo que no pudo identificarse en sus estados financieros.

Gráfico 17a

RENTABILIDAD PATRIMONIAL AJUSTADA DE LOS EXPORTABLES

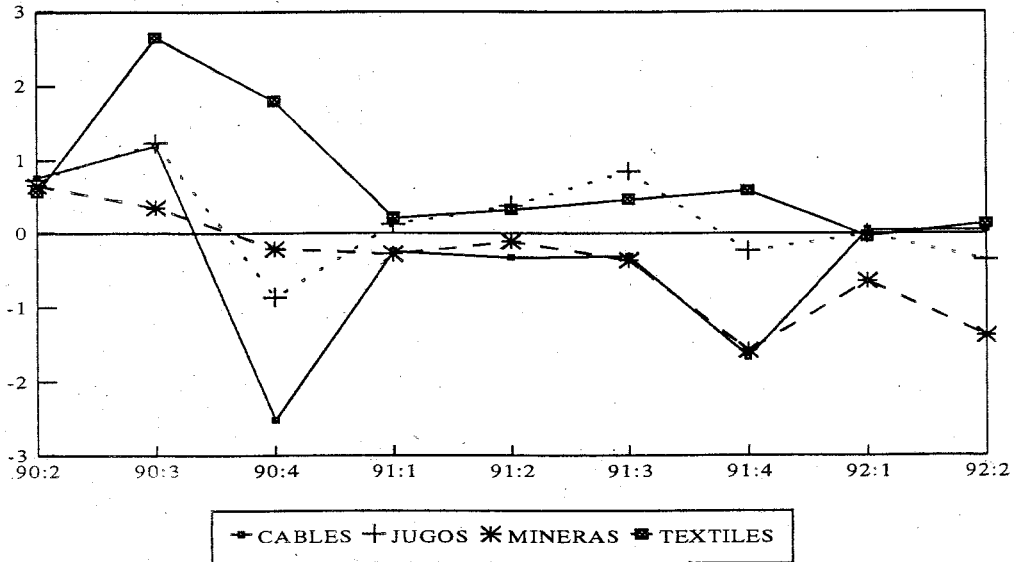


Gráfico 17b

RENTABILIDAD PATRIMONIAL NOMINAL DE LOS EXPORTABLES

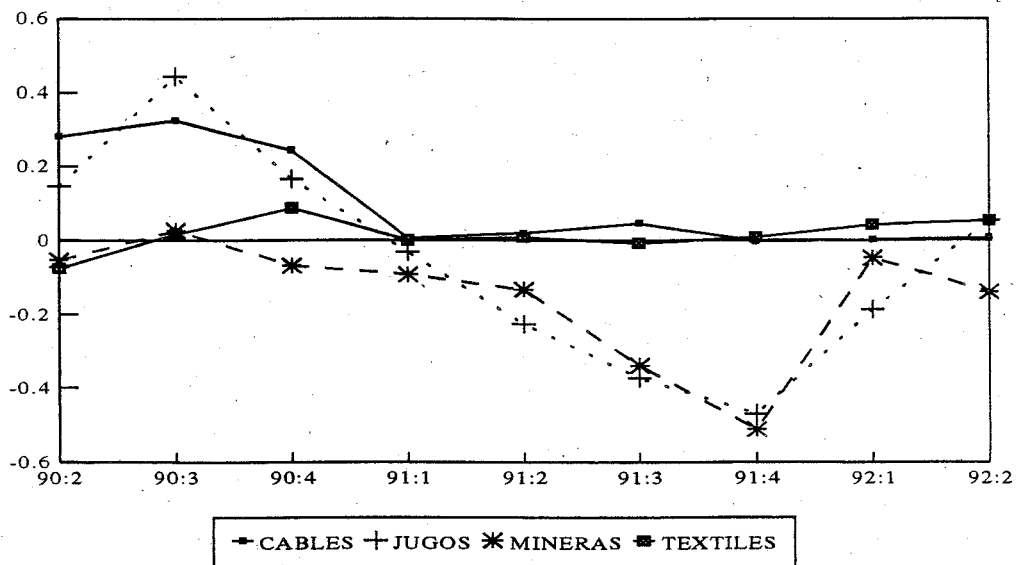


Gráfico 18a

INGRESO FINANCIERO NETO AJUSTADO DE LOS EXPORTABLES

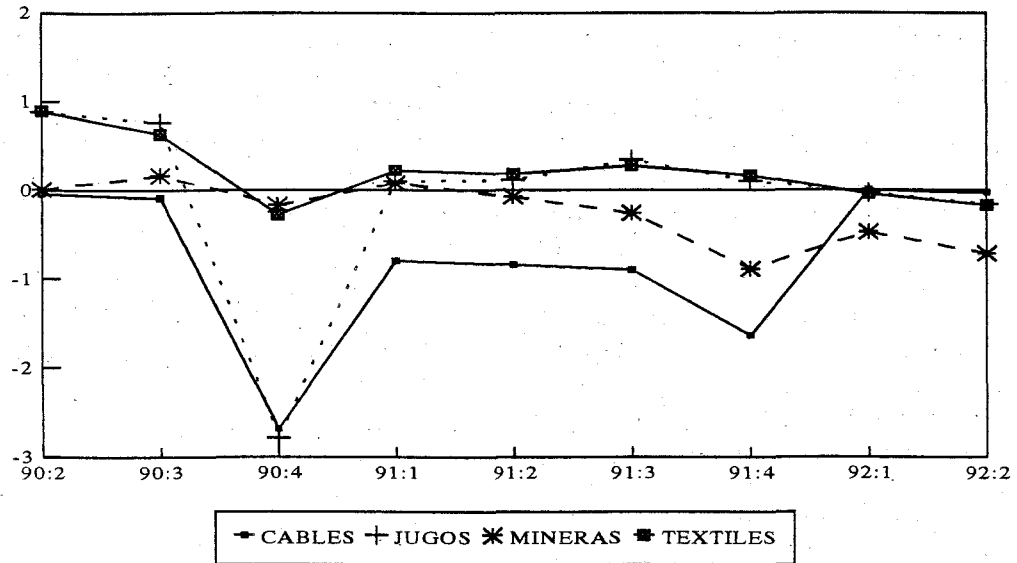
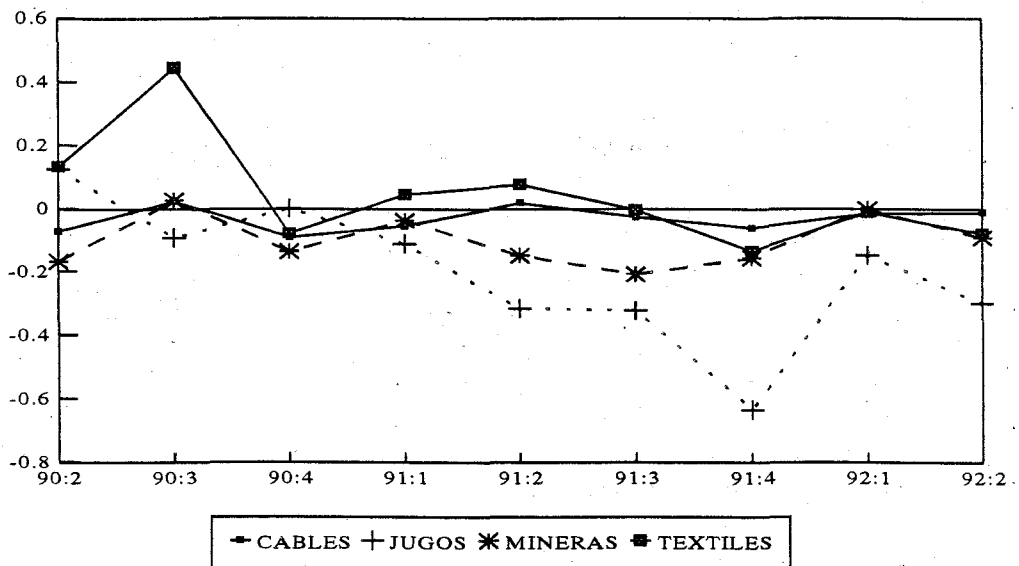


Gráfico 18b

INGRESO FINANCIERO NETO NOMINAL DE LOS EXPORTABLES



Otro componente real importante es la rotación de activos. Esta razón se incrementó enormemente en términos ajustados, fundamentalmente por la disminución relativa del valor real de los activos operacionales, dado el contexto seriamente inflacionario. Aquí es importante recalcar que la depreciación del tipo de cambio real incrementó los márgenes y no el volumen de ventas. Es más, como puede apreciarse en el Cuadro 2, el valor de las exportaciones se mantuvo aproximadamente estable.

Por último, los gastos generales por unidad de venta fueron relativamente estables, a excepción del grupo de empresas mineras. Éstas experimentaron una fuerte contracción en dicha razón en el segundo trimestre, tal que el acumulado del semestre cayó casi 10 puntos con respecto al del primer trimestre. Dada la ligera disminución en las ventas (exportaciones) de este grupo, lo que debe haber sucedido es un mayor ajuste en los gastos de administración y ventas.

Los grupos de cables y de jugos mostraron pequeñas caídas en sus razones de gastos operativos, lo que implicó bastante flexibilidad frente a las condiciones del entorno económico. Finalmente, los textiles sufrieron un ligero aumento en este ratio, a pesar de haber disminuido sus ventas al exterior. Ello estaría reflejando su poca capacidad de ajuste de acuerdo a la evolución de las ventas, lo que habría significado una reducción en la utilización de la capacidad instalada⁴⁸.

4.2.2 Etapa de Ajuste

Con el programa de estabilización implementado por el nuevo gobierno en agosto de 1990, las tasas de rentabilidad de los diversos grupos pertenecientes a este sector experimentaron fluctuaciones muy marcadas en los últimos trimestres de 1990.

Durante el tercer trimestre, las tasas de rentabilidad no corregidas de las empresas del sector se incrementaron, a pesar del tremendo ajuste económico y de la aplicación del impuesto

del 10% sobre las exportaciones. Esto evidencia la poca dependencia que tiene este sector respecto al mercado doméstico, así como el favorecimiento que experimentó mediante el reordenamiento inicial de precios relativos, destacando la importante mejora en el tipo de cambio real.

En términos ajustados, también hubo una mejora en las rentabilidades, siendo ésta mayor a la acontecida con los valores sin corregir. El único grupo que contrajo su tasa de rentabilidad ajustada fue el minero, aunque mantuvo el acumulado de ésta muy por encima de su resultado no corregido. Ahora bien, este comportamiento resulta inexplicable, dado sus mejores resultados reales y, principalmente, financieros ajustados. En todo caso, el valor estadístico de dicha rentabilidad no resultó significativo.

Durante el último trimestre del año, las rentabilidades patrimoniales cayeron, tanto en términos corregidos como no corregidos. Esta evolución se debió a los menores márgenes brutos, producto del retraso cambiario, y a la generación de costos financieros netos, como resultado de la finalización del largo período de intereses reales negativos. Al respecto, conviene destacar que las contracciones en las rentabilidades ajustadas fueron mucho más significativas, donde la diferencia la pusieron los mayores costos financieros corregidos.

Particularmente excesivos fueron las razones de costos financieros corregidos de los grupos de jugos y de cables. Independientemente que haya subido fuertemente la tasa de interés real, afectando de manera importante a estos grupos que deben haber sido deudores netos en soles (al menos inicialmente), también jugó un papel preponderante la disminución de sus pasivos. Es decir, estas empresas aparentemente habrían repagado una parte importante de sus deudas en dicho período, recargando los costos financieros y aliviando el monto de obligaciones.

La estrategia anterior puede corroborarse al observar la razón de endeudamiento en el Gráfico

48. Matemáticamente el aumento de una razón puede ser producto de la disminución del denominador, manteniéndose constante el numerador. Dados los pequeños cambios involucrados en este grupo de empresas, es muy probable que el comportamiento efectivo haya sido el anterior.

19. Allí se muestra precisamente que los grupos que más redujeron sus endeudamientos fueron los dos mencionados. Podría plantearse, entonces, que este reordenamiento financiero habría estado incentivado por la significativa recuperación productiva que enfrentaron ambos sectores (ver el Gráfico A.2 del Anexo), y podría haber implicado una mayor utilización de recursos propios traídos del exterior.

El Gráfico 19 permite apreciar, asimismo, que al finalizar el año 1990 se obtuvo, en promedio, las menores razones de endeudamiento de todo el período de análisis, y de todos los sectores estudiados. Sin embargo, posteriormente, dichos indicadores aumentarían significativamente, como consecuencia de la probable concertación de créditos en moneda extranjera, bastante más baratos que sus similares en moneda nacional.

Esta concentración inicial de gran parte de la deuda empresarial en moneda doméstica, el aumento posterior de las tasas de interés en dicha moneda, < la progresiva apreciación del tipo de cambio real, la eliminación de subsidios tipo *cortex* y *fent*, y la aplicación del impuesto sobre las exportaciones, hicieron que las empresas exportables enfrentaran un gran golpe al finalizar el año, en términos de pérdidas patrimoniales, fuertes costos financieros e importantes contracciones en los márgenes brutos.

Ahora bien, quiere recalcar que inmediatamente implementado el proceso de estabilización, este sector no sufrió mayores inconvenientes y, es más, dado el importante incremento en el tipo de cambio real, pudo mejorar su situación. Es así que los márgenes brutos incrementaron su valor durante el tercer trimestre, pero se redujeron fuertemente al finalizar el año por los motivos expuestos en el párrafo anterior. (Ver el Gráfico 20). Vale la pena rescatar el comportamiento perfectamente opuesto seguido por el grupo de textiles, el que estuvo en función directa a la evolución de su producción. (Ver el Gráfico A.2 del Anexo).

La diferencia de comportamiento de los textiles con el resto de ramas dentro del sector exportable podría haber obedecido a las limitaciones que haya tenido para acceder a los mercados externos durante el tercer trimestre de 1990, dadas las altas protecciones sobre todo en el mercado norteamericano. Además, quizás éste haya sido el grupo exportable más ligado a la evolución de la demanda doméstica, la que sufrió una gran contracción una vez puesta en marcha la estabilización. En este sentido, dado el fenómeno estacional de fin de año, posiblemente esta rama manufacturera pudo colocar parte importante de su producción en el mercado interno, y de allí su recuperación.

Otra forma de ver el comportamiento inicialmente positivo del sector exportable es a través del análisis de la rotación de sus activos operacionales, para lo cual se cuenta con el Gráfico 21. Allí se observa que hubo una notoria mejora durante el tercer trimestre, seguida de una reducción (aunque no tan significativa) durante el siguiente período. Una vez más la excepción la constituyó el subsector textil.

Si se trata de brindar la mejor explicación del gran crecimiento de esta rama durante el tercer trimestre, seguramente habría que decir que ésta se encuentra en las mayores ventas o exportaciones en aquel período. (Ver el Cuadro 2). En el caso de los textiles ocurrió precisamente lo contrario, en el sentido que la reducción de la producción implicó una contracción en las ventas, y de allí su menor rotación de activos.

El Gráfico 22 permite corroborar la hipótesis general anterior. En la medida en que la relación de activos no operacionales sobre activos totales permaneció constante entre el segundo y tercer trimestre del año, se puede desprender que los activos operacionales experimentaron una corrección por inflación similar a la de los activos no operacionales, por lo que estas empresas no habrían contado con un monto representativo de activos monetarios que se haya "reducido" drásticamente a raíz del ajuste de agosto de 1990⁴⁹.

49. Al respecto, debe tenerse presente que los activos monetarios normalmente se concentran dentro de los activos operacionales.

Gráfico 19

RAZÓN DE ENDEUDAMIENTO DE LOS EXPORTABLES

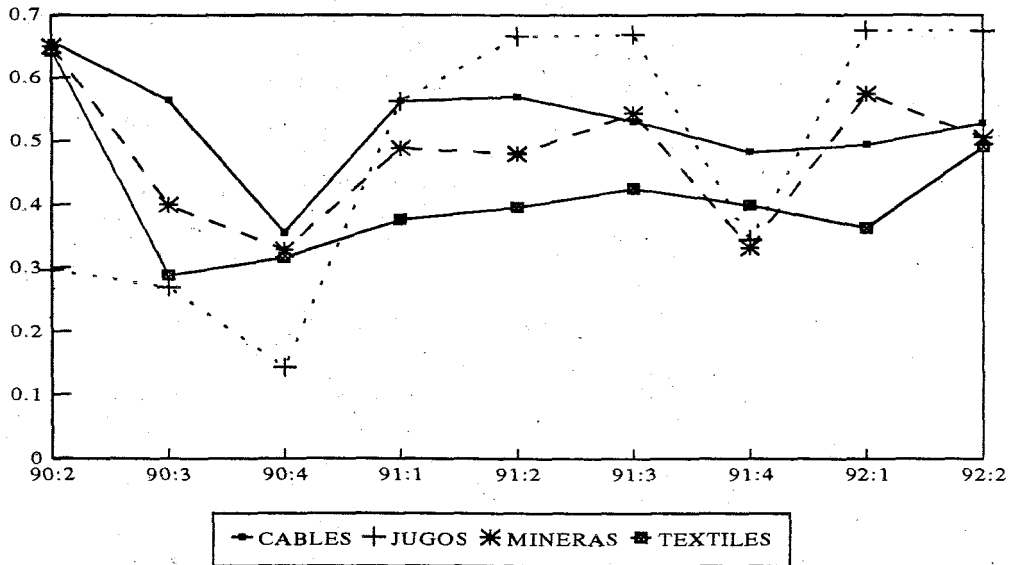


Gráfico 20

MÁRGENES BRUTOS DE LOS EXPORTABLES

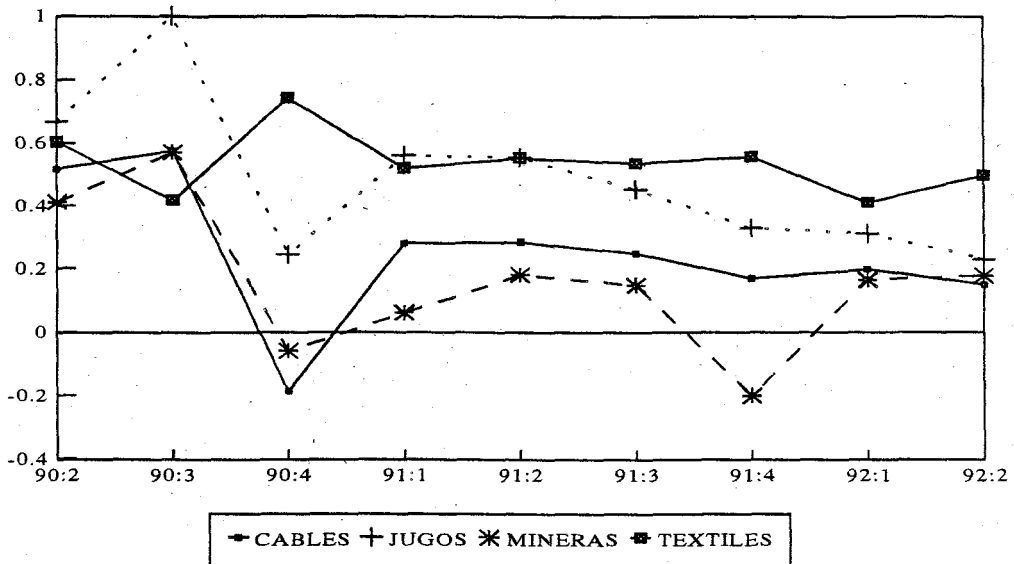


Gráfico 21

ROTACIÓN DE ACTIVOS DE LOS EXPORTABLES

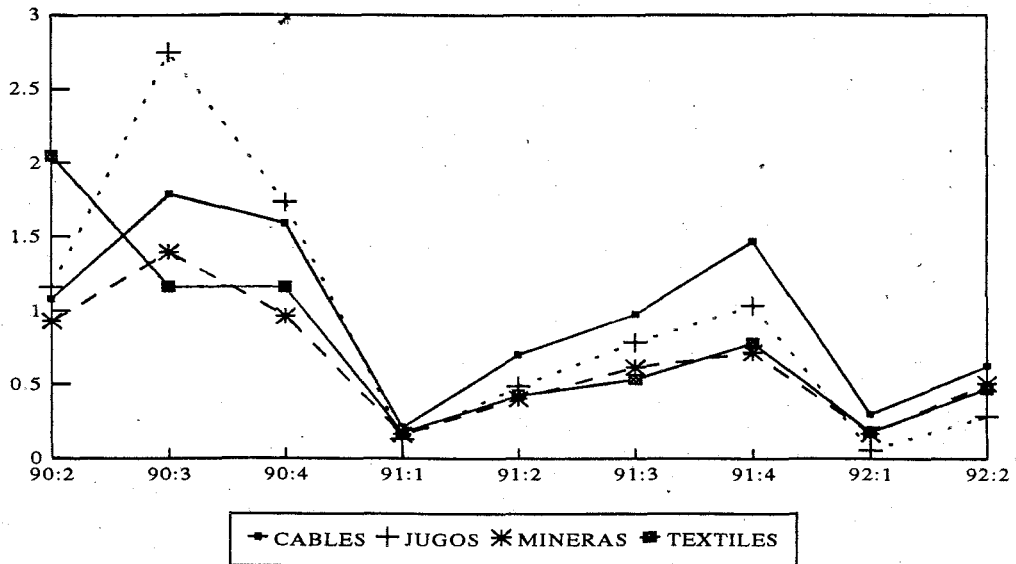
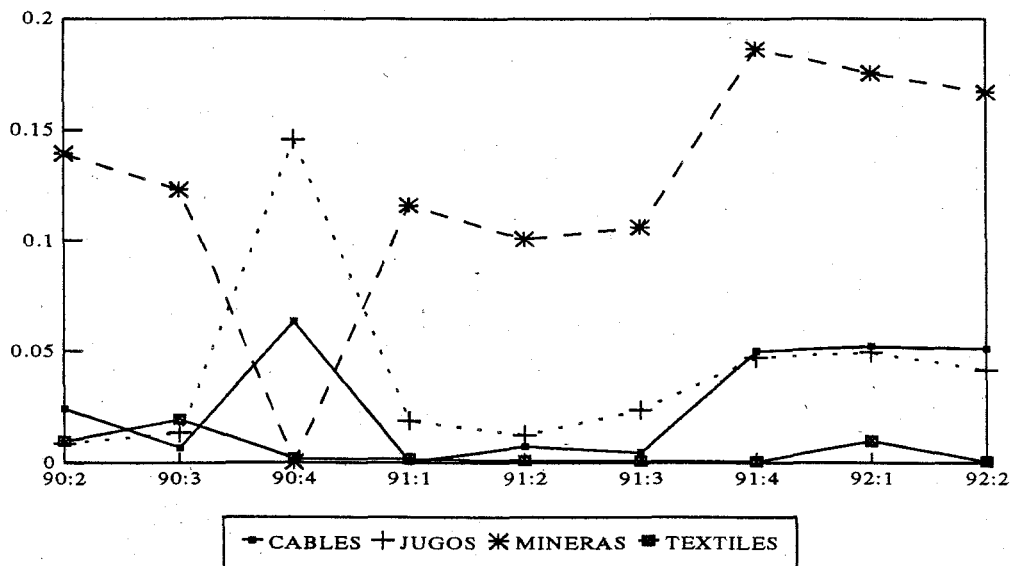


Gráfico 22

RAZÓN DE ACTIVOS NO OPERACIONALES DE LOS EXPORTABLES



Durante el último trimestre del año la caída de la rotación se debió a la reducción del valor de las exportaciones. En el caso de los textiles es interesante apreciar que, a pesar de la recuperación de su producción, el valor ajustado de sus ventas netas no habría aumentado de manera importante (en relación a sus activos operacionales) debido a la pérdida de paridad cambiaria con respecto al trimestre anterior.

Respecto a la razón de gastos generales, el Gráfico 23 muestra que ésta aumentó en todos los casos durante el tercer trimestre, y continuó creciendo aunque más suavemente para la mayoría de grupos durante el último trimestre.

En el caso de los textiles, su comportamiento pudo haber estado ligado estrechamente a la evolución de sus ventas, de tal manera de haber mantenido relativamente estable el monto de sus gastos de administración y comercialización. Ello habría indicado una fluctuación en la utilización de su capacidad instalada.

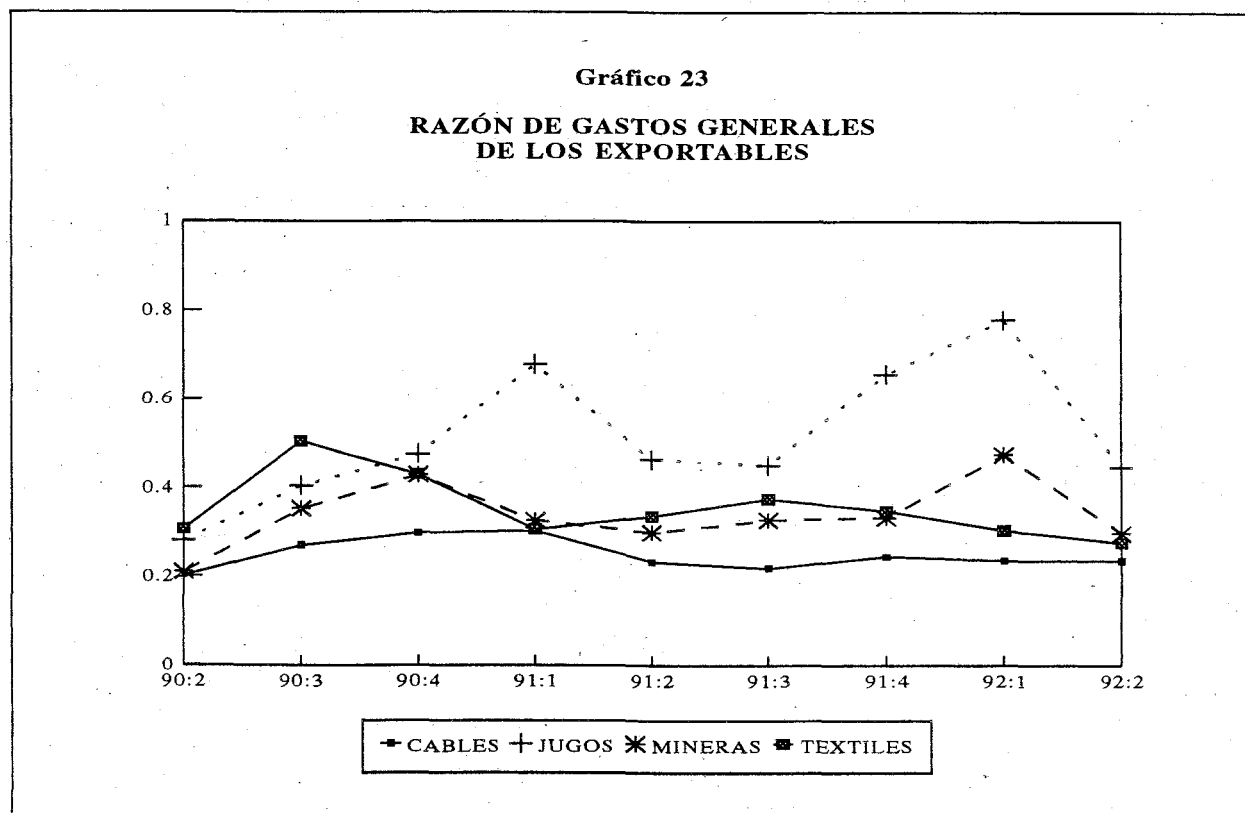
Sin embargo, en los otros tres grupos, el aumento inicial de esta razón se produjo a pesar

de haber incrementado sus ventas, lo que indicaría un mayor ajuste de los gastos generales. Durante el siguiente trimestre, se produjo una subida más leve a pesar de la mencionada disminución de las ventas de dichos grupos. En tal situación, y en la medida en que se hayan mantenido constantes los gastos de ventas, esta conducta habría significado una merma en el uso de la capacidad instalada.

4.23 Etapa Post-Ajuste

A mediados del primer trimestre de 1991, se produjo el cambio de Ministro de Economía y Finanzas, lo que llevó a la profundización de las reformas estructurales y, en particular, a la mayor apertura comercial. En el campo específico de las exportaciones, se procedió a la eliminación del impuesto del 10% sobre el valor transado.

La continuación del proceso de deterioro del tipo de cambio real contribuyó al empeoramiento de las rentabilidades no corregidas durante el primer trimestre de 1991 (Ver el Gráfico 17b). Sin embargo, en términos ajustados, todos los grupos mejoraron sus razones, a excepción de los textiles. (Ver el Gráfico 17a).



La explicación de este comportamiento opuesto entre rentabilidades corregidas y no corregidas se encuentra en los resultados por la exposición ante la inflación, incluidos en los costos financieros netos ajustados. Si se revisa el Gráfico 18a, puede apreciarse el notorio alivio en tales costos, sobre todo para los grupos de jugos y de cables. Este mejor resultado, al exponerse a la inflación, podría ser la consecuencia de haber mantenido un reducido monto de pasivos monetarios durante este período (al acceder a los préstamos en moneda extranjera), dado el alto costo real del crédito en moneda nacional.

Respecto a este último punto, vale la pena mencionar que las razones de endeudamiento se incrementaron significativamente al empezar el año 1991, para luego mantenerse aproximadamente estables, a excepción de los casos de las mineras y los jugos durante el último trimestre de dicho año. Tal como se planteó en la sección anterior, seguramente el motivo del aumento inicial de esta razón estuvo en la posibilidad de reestructurar las carteras de deuda, pasando éstas de estar concertadas principalmente en soles a convertirse en dólares, dado el menor costo relativo de esta segunda alternativa.

Es interesante resaltar el caso de los textiles, que constituyen la excepción varias veces mencionada. A pesar de haber mejorado su posición financiera durante el primer trimestre de 1991 y habiendo alcanzado incluso ingresos financieros netos ajustados, sufrieron una contracción en su rentabilidad. La razón aparentemente radicó en la disminución de sus márgenes brutos (fue el único subsector que enfrentó tal inconveniente en dicho período), lo que habría más que compensado su leve recuperación financiera.

Durante los siguientes trimestres, y hasta terminar el período de estudio, las rentabilidades sin ajustar de los textiles y de los cables se mantuvieron muy cercanas a cero, mientras que las de los otros dos grupos fueron aumentando su signo negativo hasta finalizar el año, para luego recuperarse rápidamente. Al comparar esta evolución con la de los costos financieros netos no corregidos, se

puede apreciar que el patrón es prácticamente el mismo, por lo que podría plantearse que la segunda variable habría determinado en gran medida el comportamiento descrito.

En términos corregidos, también ocurrió una relativa estabilidad en las rentabilidades y en la situación financiera neta de los textiles y de los cables, aunque sólo hasta el cuarto y tercer trimestre de 1991, respectivamente. En general, durante el último trimestre del año, cayeron fuertemente las rentabilidades, fundamentalmente por los mayores costos financieros netos⁵⁰. Posteriormente, las rentabilidades en promedio se desempeñaron mejor, debido tanto a los menores costos financieros netos (por la apreciación real del tipo de cambio que "abarató" el crédito en dólares) como al aumento en los términos de intercambio, sobre todo en los precios de los metales, y de allí las mayores recuperaciones de las mineras y de los cables en el primer trimestre de 1992.

Con respecto a los márgenes brutos, anteriormente se dejó entrever que éstos se habían incrementado en promedio, al comenzar 1991, dado la mejora en los términos de intercambio. El Gráfico 20 permite apreciar dicho comportamiento, así como la posterior constancia de esta razón en los grupos de cables y de textiles.

El subsector jugos fue disminuyendo paulatinamente sus márgenes, lo que combinado con la relativa estabilidad de su rotación de activos operacionales, permitiría concluir que su ajuste no vino por el lado de la utilización de la capacidad instalada, sino por la imposibilidad de adecuar la evolución de los costos de ventas a las ventas netas. Es decir, este grupo habría enfrentado una mayor indexación de sus costos que de sus precios de venta, comportamiento consistente con el escaso poder de maniobra de las empresas exportadoras y con la apreciación real del tipo de cambio.

Por otro lado, el subsector minero enfrentó una importante contracción en su margen, al extremo de obtener una razón ajustada negativa acumulada para todo el año. Además de poder

50. Este nuevo empeoramiento en los costos financieros netos ajustados, que aquejó a la mayoría de empresas exportadoras, fue explicado en el capítulo anterior, cuando se analizó el consolidado del sector exportable.

aplicar en este caso el argumento explícito en el párrafo anterior, colaboró de manera sustancial en este resultado el importante deterioro en los precios de los principales metales de exportación durante el último trimestre de 1991. Posteriormente, la recuperación de dichos precios permitió la apreciable mejora en el margen de las mineras.

Las rotación de activos de todos los grupos (mostrada en el Gráfico 22) siguió la misma trayectoria acumulada, la que al no mostrar mayores cambios en las pendientes podría implicar su relativa constancia, tal como se planteó líneas arriba para el caso de los jugos. Esto significaría que no habrían ocurrido mayores variaciones en los niveles de capacidades ociosas, por lo que los ajustes en los diversos subsectores se habrían dado fundamentalmente por el lado de los precios relativos entre productos finales e insumos.

Los ajustes anteriores no toman en cuenta, sin embargo, lo que puede hacerse en términos de los gastos de administración y de comercialización. En este sentido, con la finalidad de ser más competitivas y poder amortiguar los efectos del retraso cambiario, las empresas mineras y las textiles pudieron reducir de manera significativa la razón de gastos generales por unidad de venta, durante el primer trimestre de 1991, mientras que los cables recién lo pudieron efectuar al siguiente trimestre (Ver el Gráfico 23). Posteriormente, dicha razón fue relativamente constante para los mencionados grupos, salvo el caso de las mineras durante el primer trimestre de 1992⁵¹.

En cambio, el grupo de jugos tuvo un comportamiento distinto, en el sentido que experimentó grandes fluctuaciones en su razón de gastos operativos. Es así que, a pesar de llegar al segundo trimestre de 1992 a tener una razón acumulada similar a la de fines de 1990 (del orden del 50%), durante el primer trimestre de 1992 los gastos generales alcanzaron a representar el 80% de las ventas netas⁵².

51. Durante este trimestre la razón de gastos generales de las mineras aumentó de manera importante, a pesar de las mayores ventas. Esto implica que el monto de dichos gastos aumentó en mayor proporción, lo que podría explicarse de haberse enfrentado mayores dificultades en la comercialización de los productos, así como por los mayores problemas producto del terrorismo. En todo caso, lo que resulta difícil de explicar es "su corta duración, ya que en el siguiente trimestre se regresó al nivel de los períodos previos.

52. Igualmente importantes fueron las razones cercanas al 70%, obtenidas durante el primer trimestre de 1991 y al terminar dicho año, siendo ambos valores estadísticamente muy significativos.

Por último, un comportamiento estratégico en épocas de crisis puede ser buscar alternativas de ingresos especulativos o, en general, no operativos. Al respecto, el único grupo que aparentemente optó por este camino fue el minero (Ver el Gráfico 22). Dicho subsector creció de 0 a 10% en la razón de activos no operacionales durante el primer trimestre de 1991 y, luego de mantener dicha razón estable durante los primeros nueve meses del mencionado año, alcanzó aproximadamente el 20%, para volver a permanecer relativamente constante. Es muy probable que este comportamiento le haya permitido al grupo mantener una rentabilidad estable (aunque negativa) en la mayoría de períodos, a pesar del contexto mayormente depresivo del tipo de cambio y de los precios internacionales.

4.3 Sector No Transable

4.3.1 Etapa Pre-Ajuste

Durante el primer trimestre de 1990, todas las empresas del sector mostraron rentabilidades positivas sin ajustar, aunque tres grupos obtuvieron resultados insignificantes (cementos, cervezas y vidrios). Para el siguiente trimestre, sólo las empresas de cemento y de pintura alcanzaron resultados que les permitieron mantener sus rentabilidades acumuladas positivas. Ello puede apreciarse en el Gráfico 24b.

Aquí es bueno precisar que sólo ocurrió una caída sustancial en el caso de los aceites, pasando de ser el grupo con más alta rentabilidad al de tener el resultado más negativo, lo que se estaría explicando por el considerable aumento de los gastos no operacionales. Otro sector que contrajo su rentabilidad fue el de cervezas, aunque explicado en esta oportunidad por los mayores costos financieros.

Gráfico 24a

RENTABILIDAD PATRIMONIAL AJUSTADA DE LOS NO TRANSABLES

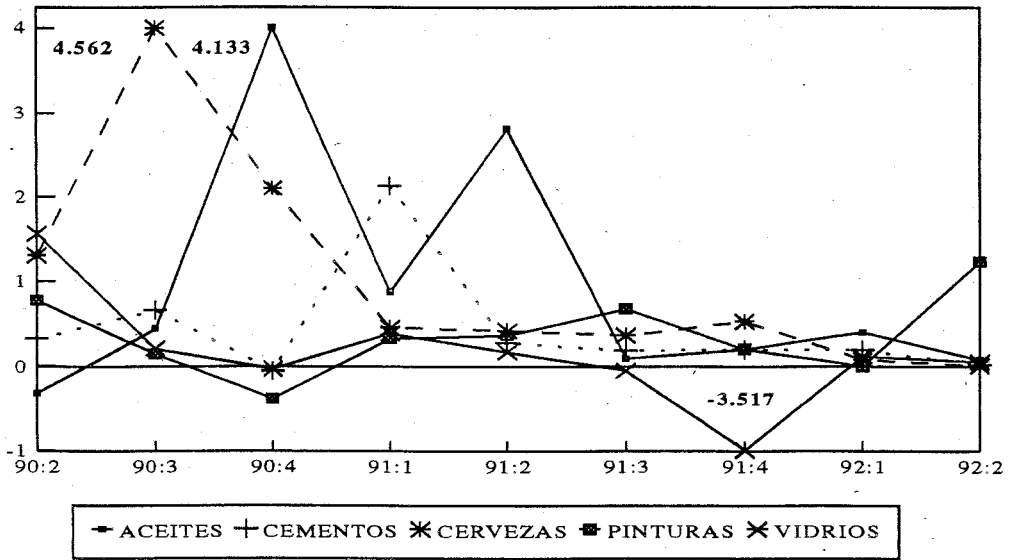
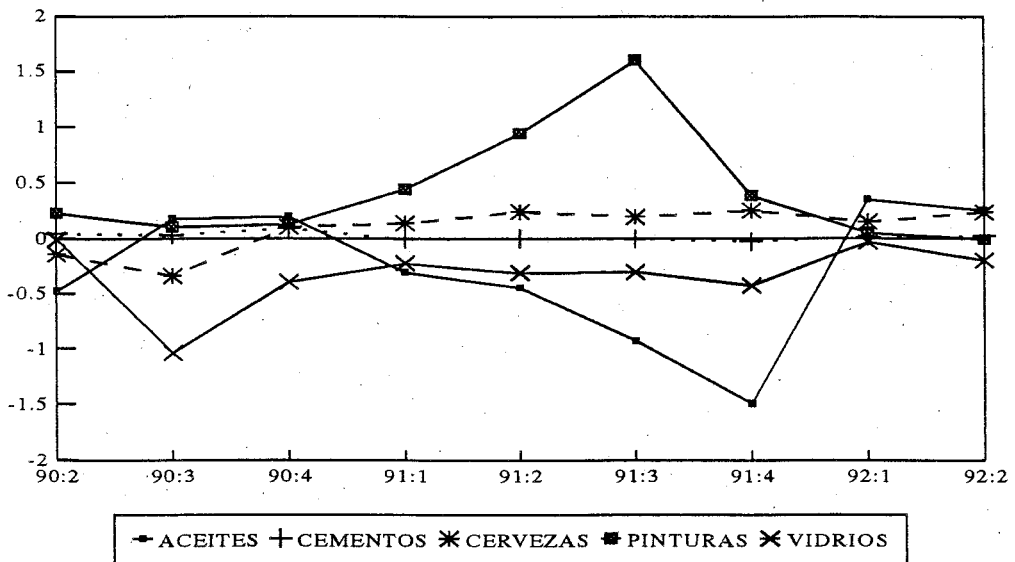


Gráfico 24b

RENTABILIDAD PATRIMONIAL NOMINAL DE LOS NO TRANSABLES



En cuanto a las rentabilidades corregidas, éstas fueron mayores que las no ajustadas en ambos trimestres. En términos de su evolución trimestral, las empresas de cervezas y de pinturas fueron las únicas que mejoraron sus rentabilidades ajustadas durante el segundo trimestre, mientras que las empresas de cementos y de vidrios mantuvieron rentabilidades acumuladas positivas pero menores a las del primer trimestre. Las únicas empresas que registraron pérdidas durante el segundo trimestre y en el acumulado fueron las de aceites, al igual que lo sucedido con las cifras sin corregir.

Se puede apreciar que las empresas de este sector trataron de protegerse de la inflación, aumentando sus pasivos monetarios y/o sus activos no monetarios. Ello puede apreciarse con el significativo aumento del monto de ingresos financieros netos al ajustarse por inflación. (Ver el Gráfico 25a en comparación al Gráfico 25b).

Todas las empresas del sector tuvieron ingresos financieros netos para el primer trimestre, tanto en términos ajustados como sin ajustar. Durante el segundo trimestre hubo algunos grupos que disminuyeron sus ingresos financieros y que, inclusive, llegaron a experimentar costos financieros netos. Lo anterior se debe al importante ajuste de las tasas de interés nominales en soles, las que inclusive llegaron a tomarse positivas, a pesar de los mayores niveles inflacionarios. De esta manera, los únicos grupos que mejoraron sus ingresos financieros sin ajustar son los aceites y los cementos, mientras que al considerar el ajuste por inflación se incorporó a ambos subsectores el grupo de las cervezas.

En general, puede sostenerse entonces que la mayoría de empresas del sector trató de protegerse frente a la inflación, por lo que habrían sido deudoras netas en moneda nacional y acreedoras netas en otros activos. Por lo tanto, se puede inferir que el manejo financiero al interior de estas empresas fue un factor importante en el logro de sus rentabilidades positivas.

Respecto a las razones de endeudamiento, en promedio fueron estables para este período, a excepción de pinturas y sobre todo vidrios, los que aumentaron sus apalancamientos. Dado que estos grupos fueron los únicos que enfrentaron menores razones de ingresos financieros ajustados durante el segundo trimestre, podría concluirse que la causa de ello sería precisamente el aumento de sus pasivos, más que una merma en el monto de ingresos financieros.

En términos de la estructura de endeudamiento por subsectores, los grupos de vidrios, pinturas y cervezas aplicaron un nivel medio de apalancamiento, mientras que los cementos exhibieron un nivel bastante bajo y los aceites uno muy alto. Este último comportamiento guardaría correspondencia con el desenvolvimiento menos favorable mostrado por los aceites.

Otro indicador de la protección que habrían desarrollado estas empresas frente a la inflación puede encontrarse en la razón de activos no operacionales sobre los activos totales. Normalmente los activos monetarios están incluidos dentro de los activos operacionales. En función a lo anterior, una razón relativamente similar entre las cifras ajustadas y las no ajustadas, implicaría la poca participación de los activos monetarios, y de allí el alto nivel de protección frente a la inflación.

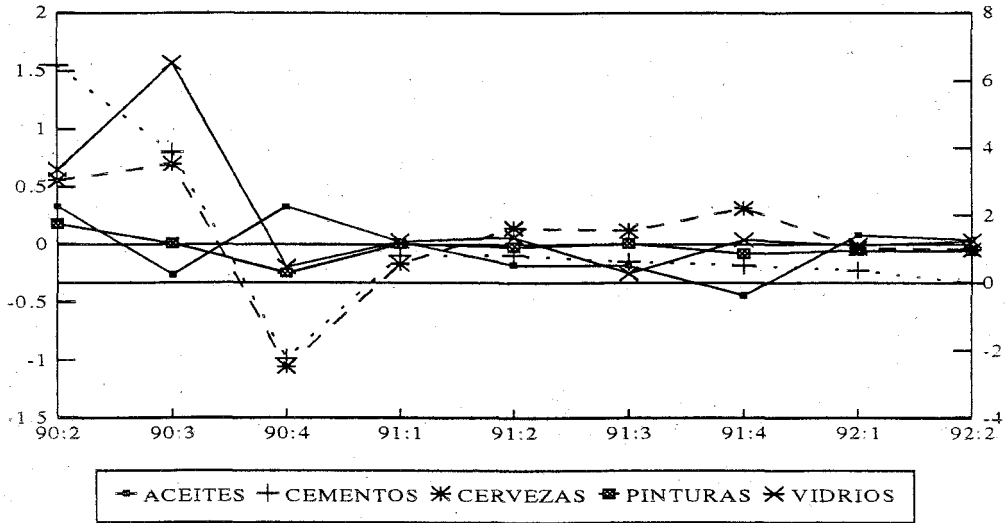
Esto último es lo que sucedió con los grupos de cementos, cervezas y pinturas. En cambio, dado que los aceites y los vidrios mostraron mayores razones de activos no operacionales corregidas con respecto a las no corregidas, podría concluirse que tuvieron una porción importante de activos monetarios⁵³.

La mayoría de los grupos mostró márgenes brutos altos y estables, seguramente como resultado de la mayor capacidad que tuvo este sector de trasladar los aumentos en sus costos a los consumidores, dado que no enfrentaron competencia internacional. La excepción la constituyó el grupo

53. Estos activos monetarios permitieron, precisamente, un menor ajuste por inflación sobre los activos totales que sobre los activos no operacionales.

Gráfico 25a

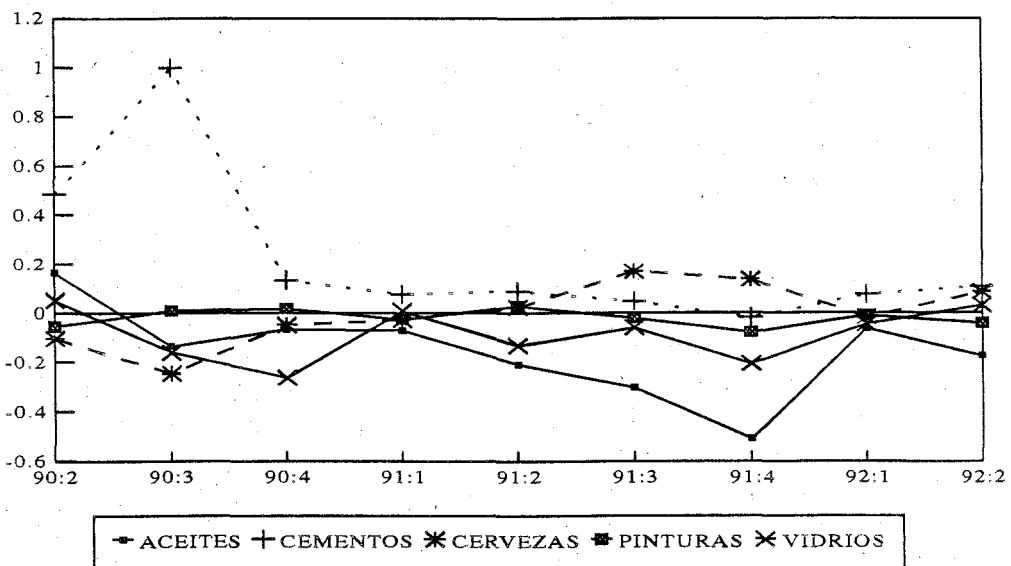
INGRESO FINANCIERO NETO AJUSTADO DE LOS NO TRANSABLES



* Los valores de la derecha son de los cementos.

Gráfico 25b

INGRESO FINANCIERO NETO NOMINAL DE LOS NO TRANSABLES



de vidrios. Este sector pareciera, entonces, haber sustentado el incremento de su tasa de rentabilidad en el manejo financiero.

De otro lado, se puede apreciar que la rotación de activos se incrementó notablemente de un período a otro. Esta mayor rotación pudo ser producto tanto de un mayor valor de venta (a raíz de la aceleración de la inflación), como de la desvalorización en términos reales de parte del activo operacional de las empresas.

En lo referente a los gastos administrativos y de comercialización por unidad de venta, se aprecia que la mayoría de grupos sufrió un aumento en dicha razón. En la medida en que la causa de ello hubiese sido la contracción de las ventas, la estabilidad de los gastos generales denotaría la rigidez para ajustar dichas partidas (sueldos, comisiones y otros) de acuerdo con las condiciones coyunturales, por lo que podría sostenerse que habría bajado la utilización de la capacidad instalada. Sin embargo, en un contexto de estabilidad o aumento en las ventas netas, lo que tendría que haber sucedido es un incremento en los gastos generales, indicando ello una elevadísima indexación de sus partidas. Dadas las condiciones de la economía peruana de entonces y, en particular, del sector no transable, parece más plausible la última hipótesis.

El único subsector que pudo reducir esta razón fue el de aceites. Ello podría haberse debido a un aumento en sus ventas netas y a una relativa estabilidad en el monto de sus gastos generales, producto de un aumento en la utilización de la capacidad instalada y de una rigidez para romper la indexación de sus gastos.

4.3.2 Etapa de Ajuste

El drástico ajuste de precios relativos y la reducción de la emisión que presionaba sobre el gasto, ocasionó que el sector no transable de la

economía viera reducidas sus rentabilidades no ajustadas durante el tercer trimestre de 1990, destacando el caso de los vidrios. La única excepción estuvo constituida por el grupo de aceites, el que ya durante el trimestre anterior había obtenido tremendas pérdidas, "adelantándose" a la estabilización⁵⁴. (Ver el Gráfico 24b).

Sin embargo, durante el último trimestre del año, todas las ramas empresariales se recuperaron, sobre todo aquellas que habían llegado a acumular rentabilidades negativas hasta el trimestre anterior (cervezas y vidrios). Sin embargo, mientras las cervezas lograron acumular un resultado positivo para todo el año, los vidrios no alcanzaron dicha meta debido a la significativa magnitud de pérdidas que venían arrastrando.

El Gráfico 24a permite apreciar un comportamiento distinto de las rentabilidades ajustadas. Sólo las empresas productoras de pinturas y de vidrios decrecieron durante el tercer trimestre, mientras que únicamente el grupo de aceites aumentó durante el cuarto trimestre. Al finalizar el año, los aceites y las cervezas alcanzaron significativas rentabilidades, lo que podría ser consecuencia de constituir quizás los mercados con mayores características oligopólicas⁵⁵.

Comparando las rentabilidades corregidas con las no corregidas, se aprecia que en el tercer trimestre las primeras son mayores para todos los grupos en términos acumulados, mientras que al finalizar el año sólo empeoran las de cementos y pinturas. Esto corrobora la hipótesis que el sector no transable, en promedio, se encontraba bastante protegido contra la inflación.

Cuando se aprecia la razón de endeudamiento de las empresas en el Gráfico 26, se ve que el grupo más endeudado continuó siendo el de aceites, seguido bastante de lejos por los vidrios y las pinturas. Al concluir el año es interesante observar cómo se acercan enormemente los

54. Además, no debe olvidarse que, a diferencia de las otras ramas industriales no transables analizadas, ésta constituye un producto básico difícil de reducir fuertemente su consumo, al menos en el corto plazo. Al respecto, éste fue el único grupo que logró aumentar su producción en dicho trimestre. (Ver el Gráfico A.3 del Anexo).

55. Ello implica contar con un mayor poder sobre el mercado y, en particular, sobre la determinación de los precios de sus productos. Además, sus producciones experimentaron incrementos importantes, sobre todo en el caso de las cervezas, dada la proximidad del verano.

apalancamientos de los grupos, a excepción de los aceites. En dicho período todas las empresas, menos las pertenecientes a la rama de cementos, tendieron a reducir sus niveles de endeudamiento. Incluso el grupo de aceites disminuyó considerablemente dicha razón, lo que coincidió con la mejora notable de su rentabilidad patrimonial. De esta manera, este último subsector se habría estado sobreendeudando anteriormente para financiar sus pérdidas y propiciar su recuperación.

En cuanto a los servicios financieros netos, se advierte que los aceites y los vidrios cambiaron sus resultados pasando a tener costos financieros netos sin ajustar. (Ver el Gráfico 25b). Un resultado que llama la atención, y al cual no se le ha podido encontrar una explicación coherente, es el gran incremento en los ingresos financieros del grupo de cementos. En todo caso, al finalizar el año, dicha rama industrial llegó a un acumulado bastante pequeño, lo que implicó un enorme costo financiero del último período. Lo que podría haber pasado es un desfase temporal (intencional o no) entre la captación de los ingresos y la realización de los pagos, de tal manera de haber concentrado el grueso de los ingresos financieros durante el tercer trimestre y el grueso de los gastos financieros en el último trimestre.

En términos de las cifras ajustadas, éstas fueron mejores, en promedio, a las no corregidas durante el tercer trimestre, mientras que en el último período del año algunas mejoraron y otras empeoraron. Resalta el comportamiento disímil seguido por el grupo de cervezas, el cual mejora de un trimestre a otro en términos no corregidos y empeora en términos corregidos. Aparentemente este subsector habría enfrentado un resultado desfavorable al exponerse a la inflación durante este período.

Esto indica que, durante los meses inmediatamente posteriores a la estabilización, algunas empresas del sector no tuvieron o no pudieron tener un manejo cuidadoso en la composición de sus activos, por lo que las aún altas tasas de inflación las afectaron. Esto puede ser consecuencia del drástico ajuste, donde muchas de las empresas se vieron obligadas a realizar sus inven-

tarios con el fin de obtener liquidez y poder cumplir con sus obligaciones.

Además, en el caso de las cervezas y los cementos, un elemento que habría contribuido a generar sus costos financieros netos, luego de haber tenido ingresos netos, es el importante crecimiento en sus activos no operacionales, hecho que habría estado basado en inversiones que reportaron pérdidas. (Ver el Gráfico 27).

Respecto a los márgenes brutos, el Gráfico 28 muestra que todas las empresas menos los vidrios registraron cifras positivas y crecientes en el tercer trimestre de 1990. En cambio, para el cuarto trimestre sólo los vidrios obtuvieron márgenes crecientes, recuperándose de la caída anterior, y todos los grupos pudieron acumular márgenes positivos, aunque inferiores en promedio a los alcanzados durante los primeros nueve meses del año.

El comportamiento que estuvo detrás de la evolución anterior es racional y exclusivo del sector no transable, el que tiene la posibilidad de jugar a ganar por volumen o por precio. Así, en el contexto de contracción de la demanda luego del ajuste, las empresas, en promedio, optaron por elevar sus márgenes, ajustando más sus precios que sus costos de ventas. En cambio, cuando la demanda por estos productos empezó a recuperarse, se pudo vender más y por ello bajaron los márgenes.

El Gráfico 29 permite apreciar que la rotación de activos experimentó un gran crecimiento en el tercer trimestre del año para todas las empresas, mientras que en el cuarto trimestre disminuyó para las pinturas y los vidrios. El comportamiento inicial se debió fundamentalmente a la fuerte contracción relativa de los activos operacionales, mientras que posteriormente se recuperaron las ventas de algunas ramas manufactureras y disminuyeron las de otras. En el caso de vidrios, su comportamiento corresponde con la evolución de su margen bruto (distinto al del resto de grupos), mientras que las pinturas constituyen el único caso que no guardaría relación con lo mostrado por su margen.

Gráfico 26

RAZÓN DE ENDEUDAMIENTO DE LOS NO TRANSABLES

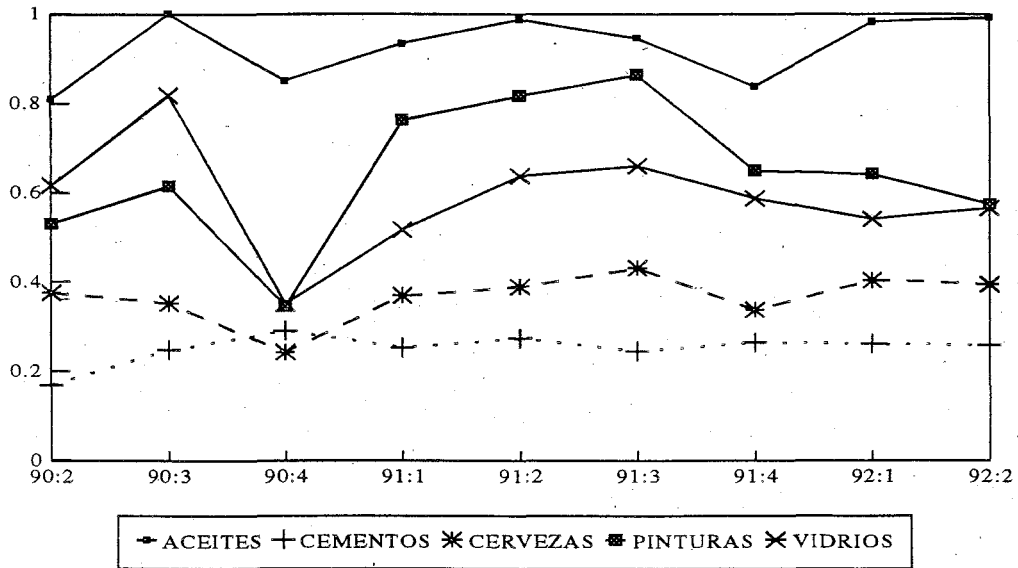


Gráfico 27

RAZÓN DE ACTIVOS NO OPERACIONALES DE LOS NO TRANSABLES

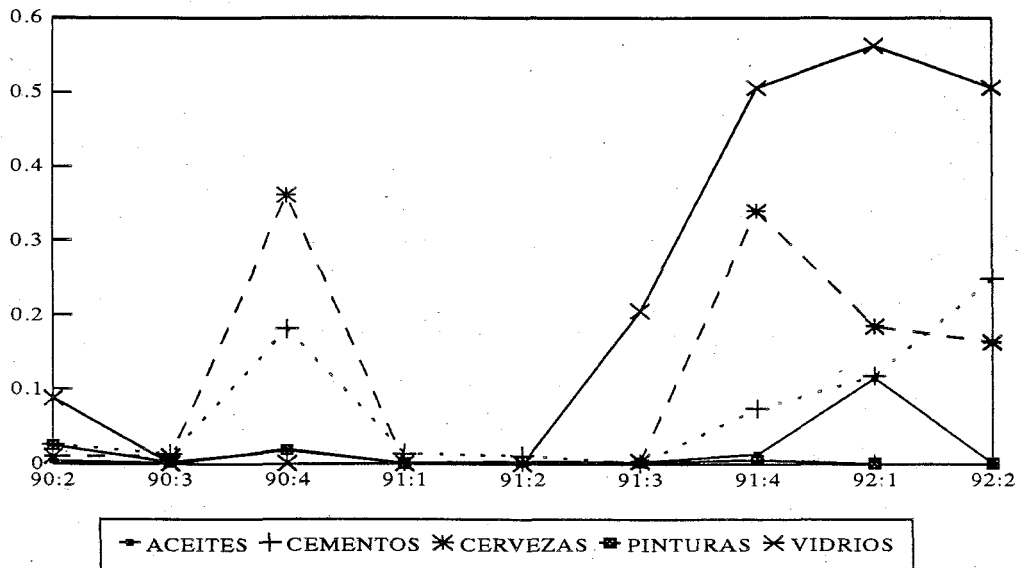


Gráfico 28

MÁRGENES BRUTOS DE LOS NO TRANSABLES

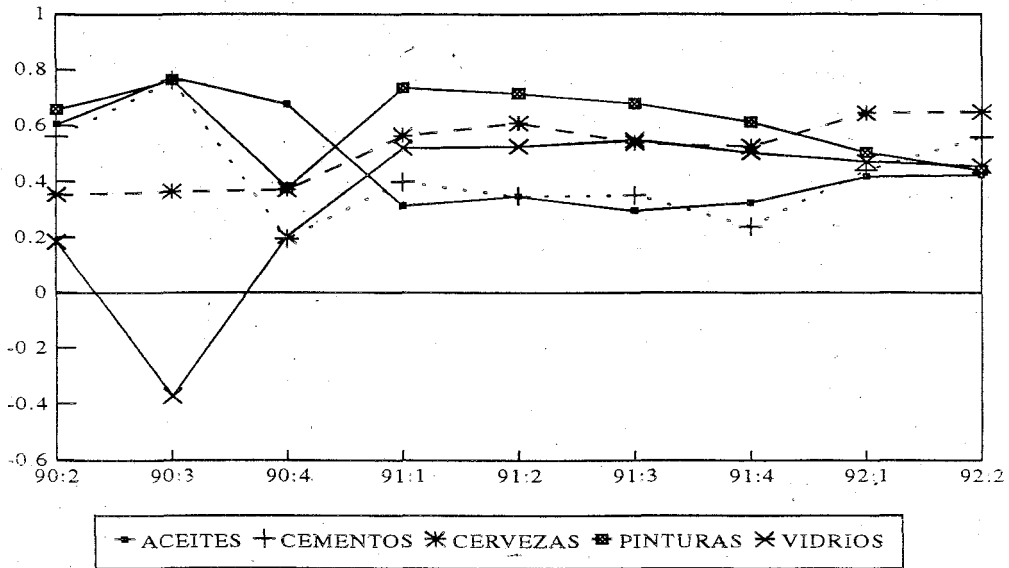
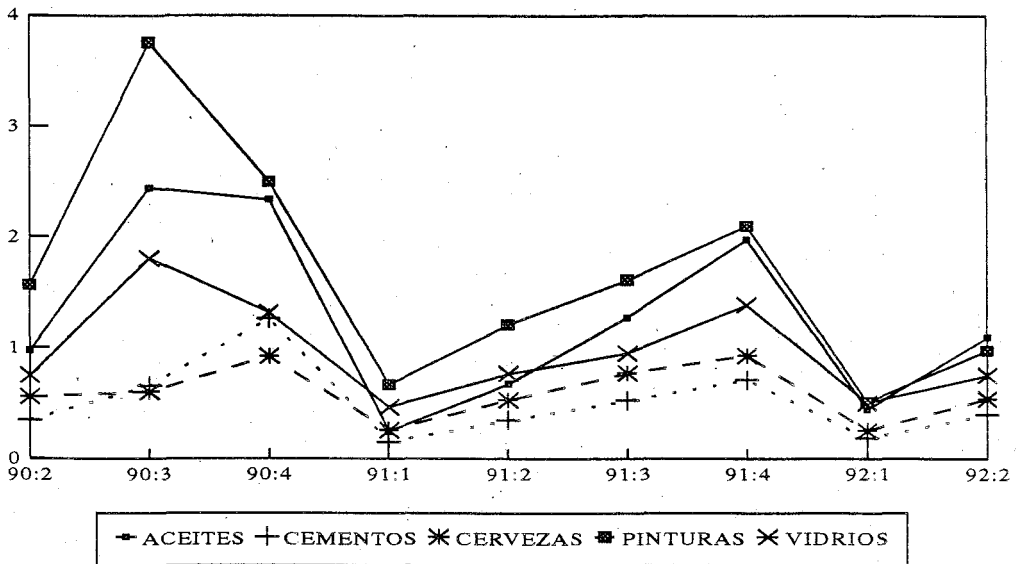


Gráfico 29

ROTACIÓN DE ACTIVOS DE LOS NO TRANSABLES



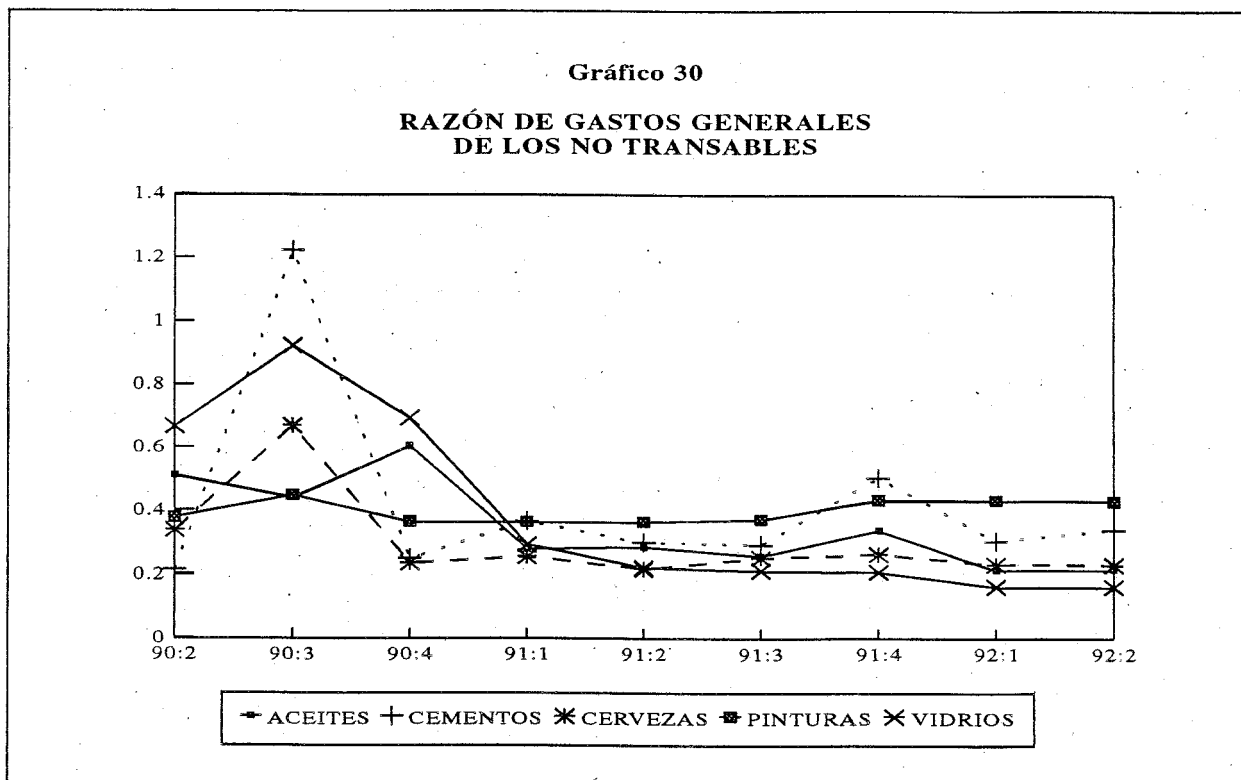
Finalmente, la razón de, gastos administrativos y de ventas aumentó durante el tercer trimestre, a excepción de lo ocurrido en el grupo de aceites, grupo que precisamente fue el único que incrementó dicha razón en el último trimestre. (Ver el Gráfico 30). La subida inicial fue producto de la contracción en las ventas, más que resultado de un aumento en los gastos generales; los que al ser relativamente rígidos implicaron una contracción en la utilización de la capacidad instalada. Posteriormente, es la recuperación en las ventas la que genera mayormente las disminuciones en esta razón, implicando una reducción en la capacidad ociosa.

4.3.3 Etapa Post-Ajuste

El Gráfico 24b permite apreciar la estabilización de las rentabilidades no corregidas de la mayoría de empresas pertenecientes al sector no transable, una vez finalizado el periodo inicial de ajuste. En promedio, las rentabilidades de los grupos de cervezas, cementos y vidrios permanecieron constantes durante todo el año 1991 y la

primera mitad de 1992, demostrando su menor afectación por el proceso de estabilización y apertura comercial.

Dicho gráfico también muestra un comportamiento interesante, referido a la evolución completamente opuesta entre los otros dos grupos no transables. Mientras el subsector de pinturas obtuvo un progresivo incremento en su rentabilidad hasta el tercer trimestre de 1991, para luego empeorar y terminar el período de estudio con una rentabilidad nula; el subsector de aceites fue acumulando mayores pérdidas hasta finalizar el año 1991, para luego experimentar una importantísima recuperación; ella le permitió culminar en 1992 con la rentabilidad positiva más alta de todo el sector. En este último caso, la explicación de su patrón de comportamiento se encuentra en la evolución de los costos financieros (Gráfico 25b), mientras que para el mejor desempeño inicial de las pinturas (así como para su caída) la causa habría estado en sus márgenes brutos (Gráfico 28)⁵⁶.



56. Si bien lo que se está discutiendo por ahora es la rentabilidad sin corregir por la inflación, y el Gráfico 28 muestra los valores corregidos, de todos modos es una figura útil debido a su proximidad con las cifras no ajustadas. Ello se aprecia de su comparación con el Gráfico B.17 del Anexo.

El Gráfico 24a permite corroborar en gran medida la relativa estabilidad de las rentabilidades de varios grupos, aunque evidencia algunos cambios bruscos temporales no presentes en las trayectorias no ajustadas. Así, el salto inicial de los cementos se debió a la significativa recuperación de su saldo financiero neto (Gráfico 25a), mientras que la fuerte contracción de los vidrios a fin del año 1991 se habría debido a fuertes gastos no operacionales, producto del gran aumento en los activos no operacionales que alcanzó a bordear el 50% de los activos totales (Gráfico 27).

En general, y con la única excepción importante de los vidrios al finalizar 1991, las rentabilidades ajustadas superaron largamente a las no ajustadas. Es más, en algunos casos, las cifras corregidas alcanzaron a revertir las pérdidas no corregidas acumuladas, como resultado de los normalmente menores costos financieros y/o mayores ingresos financieros al efectuarse su ajuste por inflación⁵⁷. Detrás de lo anterior estuvo el endeudamiento principalmente en moneda extranjera, que fue considerablemente más barato que el de moneda nacional, por lo que hubo un alivio financiero en términos reales.

Un caso que conviene resaltar es el de la situación financiera de los cementos. Este grupo mostró altas razones de ingresos financieros netos a inicios de 1991, y luego fue enfrentando una disminución paulatina de los mismos. En la medida en que fue el subsector que mayor estabilidad mostró en su razón de endeudamiento (además de ser la menor según el Gráfico 26), podría asegurarse con bastante certeza que la trayectoria de su razón de ingresos financieros no se debió a aumentos en sus pasivos, sino a reducciones en los montos de dichos ingresos. Este comportamiento podría obedecer a que, en épocas recesivas, las empresas de cementos habrían brindado mayores facilidades a sus clientes mediante, por ejemplo, el otorgamiento de créditos, y, en la medida en que la situación mejoraba o se

estabilizaba, habría dejado de utilizar tales instrumentos.

El otro subsector que operó con una razón de endeudamiento estable y pequeña fue el de cervezas, y de allí que no haya tenido problemas financieros ni rentabilidades negativas. En el otro extremo, el grupo que mantuvo regularmente las razones de endeudamiento más altas (las que no bajaron del 80% de sus activos totales) fue el de aceites, lo que guarda una estrecha relación con el hecho de haber constituido el subsector con los mayores costos financieros y las mayores rentabilidades negativas no corregidas.

En términos generales, y como se mostró en el análisis global del capítulo anterior, el sector no transable resultó afectado en menor proporción que los sectores transables, a raíz de la estabilización y reformas estructurales. Esto se corrobora categóricamente con la relativa estabilidad de las razones financieras analizadas en el período post-ajuste, así como con el comportamiento similar en las razones reales que se estudian brevemente a continuación.

Los márgenes brutos de ganancia, luego de su recuperación durante el primer trimestre de 1991, se mantuvieron aproximadamente estables hasta finalizar el año. (Ver el Gráfico 28). El único grupo que redujo su margen inicialmente fue el de aceites, producto de su peor desempeño varias veces mencionado. Luego, al empezar el nuevo año ocurrió, en promedio, un leve aumento en los márgenes (incluyendo a los aceites), aunque en esta oportunidad la excepción importante la constituyó el grupo de pinturas, cuya reducción podría haber sido producto de la menor necesidad de mantener un margen alto, dada la disminución de su endeudamiento.

En cuanto a la rotación de los activos, si se supone razonablemente que el monto de activos operacionales permaneció constante durante la

57. Las cifras ajustadas fueron superiores a las sin ajustar en los grupos de aceites, cementos y cervezas, mientras que los vidrios y las pinturas tuvieron un comportamiento errático. Esto implica que el primer conjunto de empresas trató de manejar sus activos y sus pasivos, de tal forma de no verse perjudicado por la inflación.

etapa post-ajuste, se podría desprender del Gráfico 29 que existió un valor de ventas netas grupales similar para cada trimestre⁵⁸.

Comparando la rotación de activos con los márgenes brutos, se puede observar comportamientos particulares en algunos grupos. Así, por ejemplo, el hecho de que las pinturas hayan obtenido un leve declive de los márgenes y una estabilidad de la rotación, podría interpretarse como un ligero reajuste en los precios relativos en contra del bien final. Por otro lado, en el caso de los cementos durante el primer semestre de 1992, se conjugó una constancia en la rotación con una mejora en el margen, lo que sería resulta-

do de un reajuste de precios relativos precisamente opuesto al anterior.

Con respecto a la razón de gastos generales, cabe resaltar que su tendencia también fue estable para las diferentes ramas manufactureras que componen este sector⁵⁹. Lo anterior demuestra la capacidad que tuvieron estas empresas para adecuar sus gastos administrativos y de comercialización de acuerdo con la evolución de sus ventas netas⁶⁰. En la medida en que se ha planteado la probable constancia de las ventas netas sectoriales, habría ocurrido una estabilidad en el monto de gastos generales.

58. Lo anterior se concluye a partir de que la pendiente de la rotación acumulada de activos es aproximadamente la misma para todo el año, y que los valores de los trimestres equivalentes de cada año son muy parecidos. En todo caso, una explicación más detallada se puede encontrar en el capítulo anterior y en las secciones previas.

59. La única excepción ocurrió durante el último trimestre de 1991, período en el que aumentó la razón promedio, producto quizás de los mayores gastos por gratificaciones, comisiones y presentes navideños a los clientes y proveedores. En todo caso, "limpiando" la trayectoria de estos factores estacionales, puede apreciarse su relativa constancia.

60. La capacidad de ajuste aludida resulta de dos factores. Por un lado, existe la posibilidad de ajustar el monto de los gastos propiamente dichos. Por otro lado, el sector cuenta con cierto margen de maniobra para ajustar los precios de sus productos (incluso por encima del aumento de sus costos), lo cual le permite manejar el valor de sus ventas netas y mantener altos márgenes de utilidad bruta.

5. CONCLUSIONES

La observación del comportamiento de las empresas a partir de la estabilización y del proceso de reformas estructurales, ha permitido comprobar el cumplimiento de la mayoría de las hipótesis planteadas en el capítulo metodológico, así como "descubrir" respuestas novedosas y/o no correctamente interpretadas desde la perspectiva macroeconómica.

De esta manera, el análisis demuestra que el sector menos afectado con el nuevo escenario económico ha sido el productor de bienes no transables, mientras que el más perjudicado ha sido el productor de bienes que compiten con las importaciones. Dado que el sector exportable también experimentó importantes inconvenientes, el sector transable como un todo se vio afectado considerablemente más que el no transable. (Hipótesis 1 y 2).

Lo anterior se afirma sobre la base de la trayectoria de las rentabilidades patrimoniales en la de sus componentes. El aspecto financiero de la tasa de rentabilidad señala que las menores razones de costos financieros fueron las del sector no transable, mientras que el sector exportable pasó

a tener los mayores costos durante los últimos trimestres (lo que coincide con su menor rentabilidad) a pesar de ser el que consistentemente mostró las menores razones de endeudamiento. Por otra parte, el aspecto real de la rentabilidad indica que el sector no transable contó con los mayores márgenes brutos de ganancia y con los menores gastos generales como proporción de los ingresos por ventas. "

Sin embargo, los menores márgenes brutos y las mayores razones de gastos generales no correspondieron al sector importable, sino al exportable, en la mayoría de periodos. Ello demuestra la importancia que tuvo el proceso de apreciación del tipo de cambio real en la evolución de las ganancias, sobre todo del sector exportable. (Hipótesis 4).

Lo interesante del caso es que, a pesar del pobre desempeño real del sector exportable respecto al importable, las mayores rentabilidades negativas (pérdidas patrimoniales) correspondieron normalmente al segundo sector. Ello indica que tuvo mayor importancia el componente financiero que el real sobre la evolución de las rentabilidades.

Lo anterior se explica, por un lado, por el notable aumento del costo real del crédito, fundamentalmente en moneda nacional, producto tanto de la contracción monetaria durante la estabilización como de la liberalización de las tasas de interés dentro del proceso de reformas. (Hipótesis 5). Por otro lado, también se explica por la tendencia de varias empresas a un endeudamiento creciente y de emergencia. (Hipótesis 7). En la medida en que el sector importable es el que llegó a niveles peligrosos de endeudamiento, los que mayormente se habrían basado en créditos en soles, puede entenderse su pobre trayectoria de rentabilidad.

En cambio, la estrategia seguida por los sectores no transable y exportable fue endeudarse fundamentalmente en moneda extranjera, ya sea domésticamente o con el exterior. En la medida en que las tasas de interés en esta moneda fueron apreciablemente más baratas que las de moneda nacional, y que se produjo un período de apreciación cambiaria, los resultados al seguir la estrategia anterior fueron altamente beneficiosos en términos relativos. (Hipótesis 6). Sin embargo, pareciera que el sector exportable cambió su cartera de endeudamiento hacia moneda nacional en los últimos trimestres analizados.-Ello explica sus mayores costos financieros y la disminución de su rentabilidad.

Al respecto, es difícil concluir que el sector importable haya preferido aplicar la estrategia de endeudarse en moneda nacional. Mucho más razonable, en el contexto anterior, es que este sector se haya visto imposibilitado de recurrir a préstamos en moneda extranjera, dado que las instituciones financieras anticipaban su probable poco eficiente desempeño. Al no ser considerados como clientes prioritarios, probablemente se enfrentarán a condiciones más duras.

En la medida en que los estados financieros trimestrales presentados por las empresas hasta 1991 inclusive no se ajustaban por la inflación, cuando se procedió a su corrección se consideró conveniente efectuar un análisis comparativo entre las cifras sin y con ajuste. En función a lo ante-

rior, se obtuvo un mejor resultado con las cifras corregidas en la mayoría de oportunidades. Una conclusión muy importante es que las empresas pudieron protegerse relativamente bien frente a la inflación, manejando adecuadamente su relación de activos y pasivos monetarios.

Sin embargo, ello no significa que las empresas hayan contado con suma flexibilidad para ajustar sus precios y/o sus costos. Es más, a pesar de los grandes ajustes macroeconómicos, a nivel microeconómico algunas empresas se vieron en dificultades para responder a las señales del mercado. Por ejemplo, el hecho de que la razón de gastos generales haya aumentado fundamentalmente por la contracción de las ventas netas (acompañada incluso en algunas oportunidades por alzas en los montos de los propios gastos) muestra la gran rigidez que enfrentaron las empresas para adecuarse a las nuevas condiciones. (Hipótesis 8).

Obviamente estas rigideces fueron más relevantes en el caso de los sectores transables, debido a que el sector no transable enfrenta menos competencia (sólo la doméstica, por definición) y, por lo tanto, tiene mayor poder de maniobra sobre sus precios. En ese sentido, este último es el único sector que puede jugar libremente, por ejemplo, a producir y vender menores volúmenes de sus productos pero a mayores precios, es decir, ampliando sus márgenes brutos.

Sin embargo, hubo una hipótesis que no pudo ser demostrada. Ella es la que se refiere al mejor desempeño de las empresas del sector importable que enfrentaron menores protecciones efectivas iniciales con respecto a las que enfrentaron mayores protecciones. (Hipótesis 3). Si bien lo anterior hace referencia a un comportamiento específico que es perfectamente esperable que se haya dado en la práctica, este estudio no permitió su comprobación. Ello fue así en la medida en que, de acuerdo con las estadísticas disponibles (no completamente desagregadas ni perfectamente equivalentes a las ramas industriales aquí analizadas), la estructura arancelaria que enfrentó cada grupo importable no mostró mayores diferencias.

BIBLIOGRAFÍA

- Apoyo S. A., Reformas estructurales en el Perú 1990-91, División de Consultaría y Estudios Económicos, Lima: diciembre 1991.
- Banco Central de Reserva, Nota semanal, varios números, Lima: 1990 a 1992.
- Bolsa de Valores de Lima, Boletín diario, varios números, Lima: 1990 a 1992.
- Bolsa de Valores de Lima, Vademécum bursátil, varios números, Lima: 1990 a 1992.
- Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico (CIUP), Informe de coyuntura, Evolución de la economía peruana, varios números, Lima: 1990 a 1992.
- Corbo, Vittorio, "Reforms and macroeconomic adjustments in Chile during 1974-84, en World Development, Vol. 13, 8, agosto 1985, pp. 893-916.
- De Meló, Jaime, Ricardo Pascale y James Tybout, "Uruguay 1973-1981: interrelación entre shocks financieros y reales", en Cuadernos de Economía, Año 22, No. 65, abril 1985, pp. 73-98.
- Fernández, Roque, "The expectations management approach to stabilization in Argentina during 1976-82", en World Development, Vol. 13, No. 8, agosto 1985, pp. 871-892.
- Fuller, Wayne y George Battese, "Estimation of linear models with crossed-error structure", en Journal of econometrics, Vol. 2, No. 1, 1974, pp. 67-78.

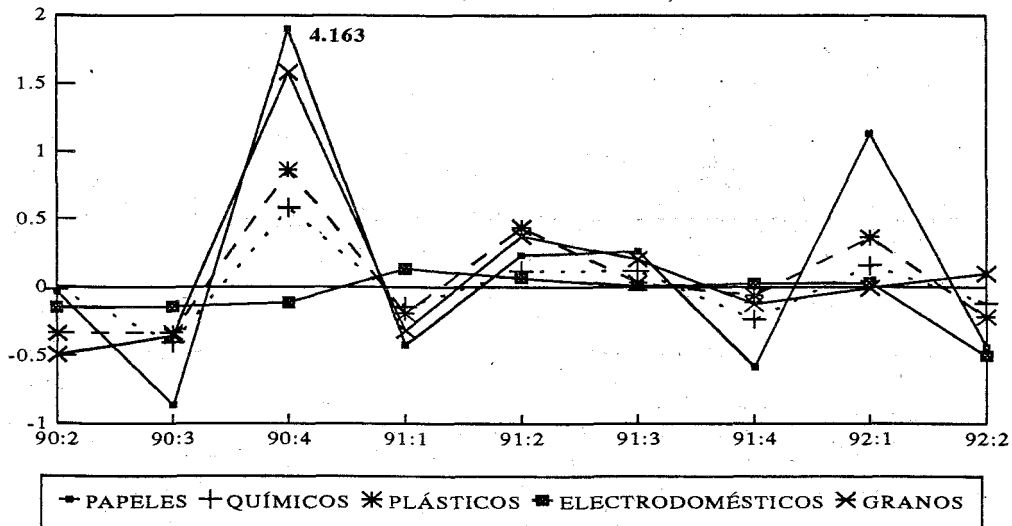
- Gálvez, Julio y James Tybout, "Chile 1977-1981: impacto sobre las empresas chilenas de algunas reformas económicas e intentos de estabilización", en Cuadernos de economía, Año 22, No. 65, abril 1985, pp. 37-71.
- Hanson, James y Jaime de Meló, "External shocks, financial reforms, and stabilization attempts in Uruguay during 1974-83", en World development, Vol. 13, 8, agosto 1985, pp. 917-939.
- Instituto Nacional de Estadística e Informática, Compendio económico mensual, varios números. Lima: 1991 y 1992.
- Instituto Nacional de Estadística e Informática, Compendio estadístico, Lima: 1992.
- Petrei, Humberto y James Tybout, "Argentina 1976-1981: la importancia de variar los niveles de subsidios financieros", en Cuadernos de economía, Año 22, 65, abril 1985, pp. 13-36.
- Tybout, James, "Desempeño financiero de las empresas durante las reformas en el cono sur", en Cuadernos de economía, Año 22. 65, abril 1985, pp. 3-12.
- Velarde, Julio y Martha Rodríguez, Los problemas del orden y la velocidad de la liberalización de los mercados, Serie Documento de Trabajo, 4, Lima: Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico (CIUP), 1992.

ANEXOS

A. Evolución de la Producción por Grupo de Empresas.

Gráfico A.1

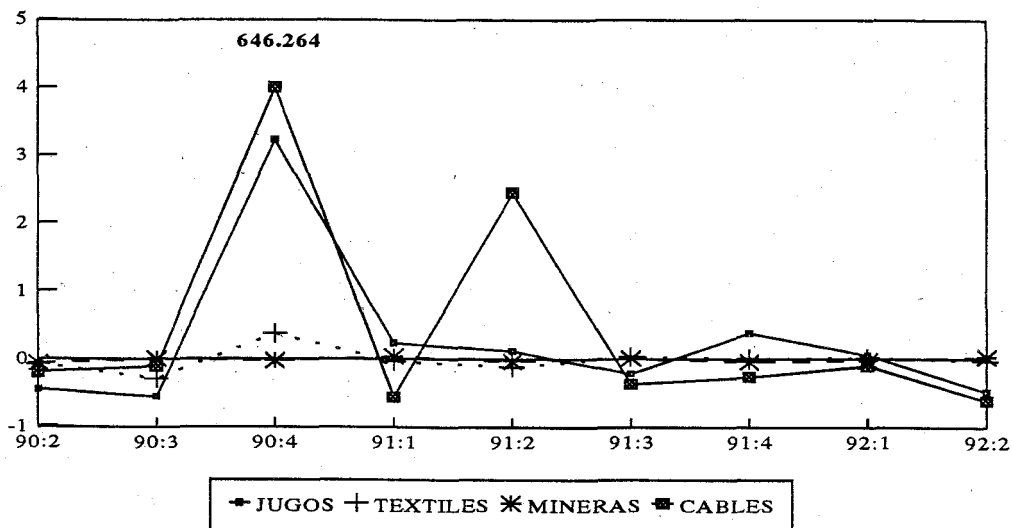
PRODUCCIÓN DE LOS IMPORTABLES
(En tasas de crecimiento)



Fuente: INEI, *Compendio estadístico*, Lima: marzo 1991, marzo/octubre 1992.

Gráfico A.2

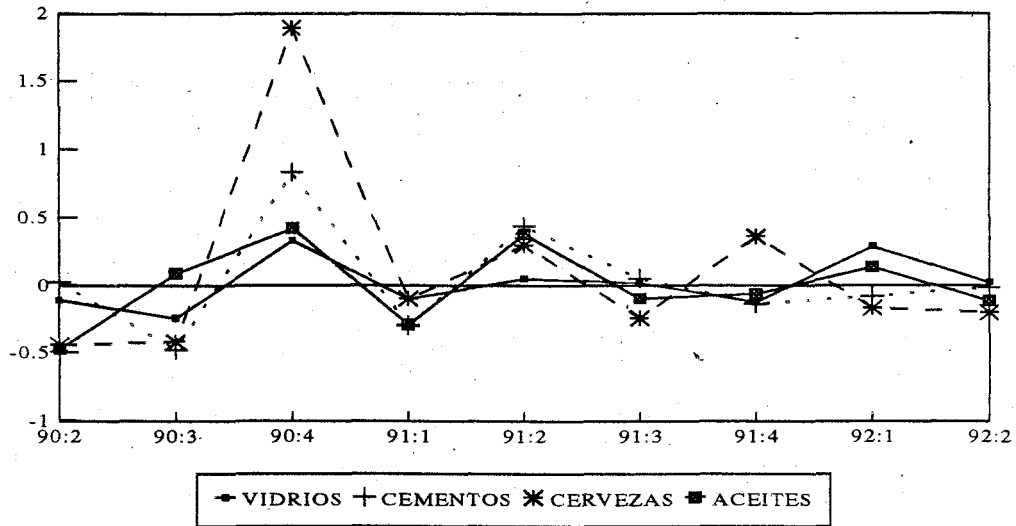
PRODUCCIÓN DE LOS EXPORTABLES
(En tasas de crecimiento)



Fuente: INEI, *Compendio estadístico*, Lima: marzo 1991, marzo/octubre 1992.

Gráfico A.3

PRODUCCIÓN DE LOS NO TRANSABLES
(En tasas de crecimiento)



Fuente: INEI, *Compendio estadístico*, Lima: marzo 1991, marzo/octubre 1992.

B.

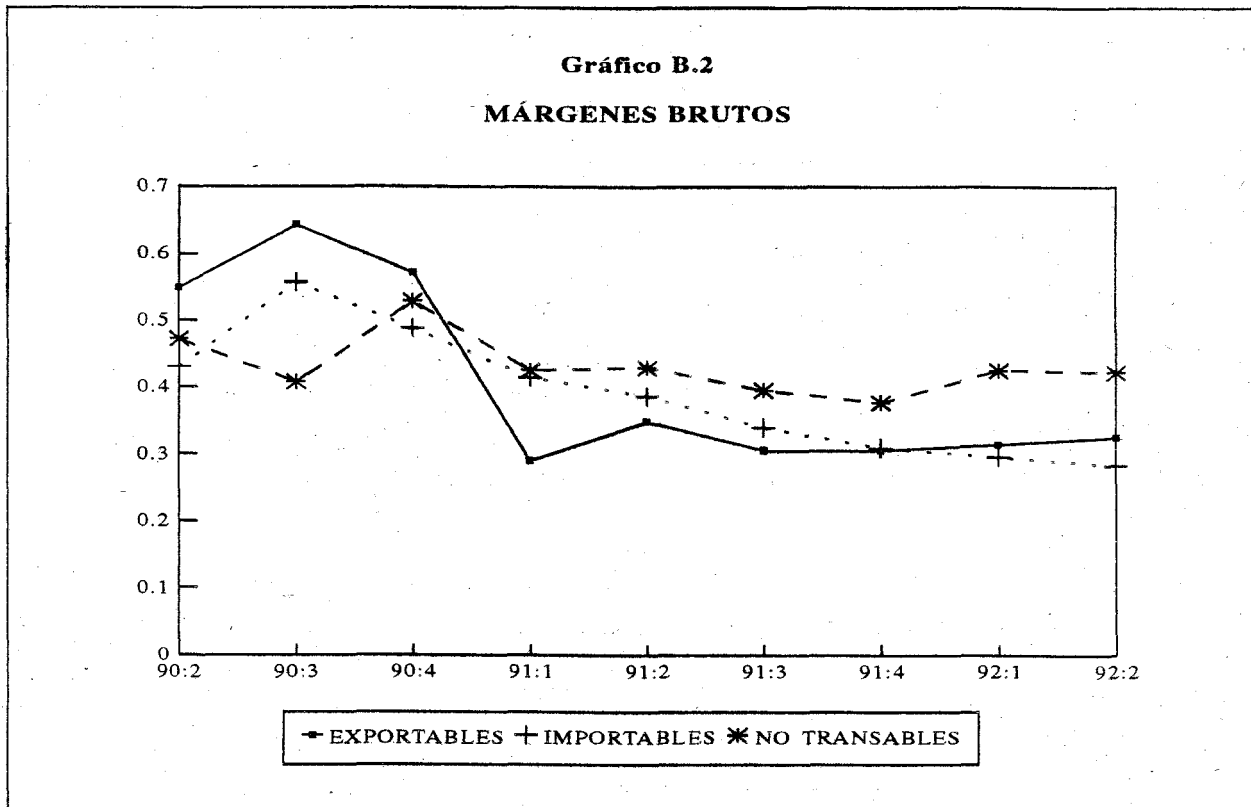
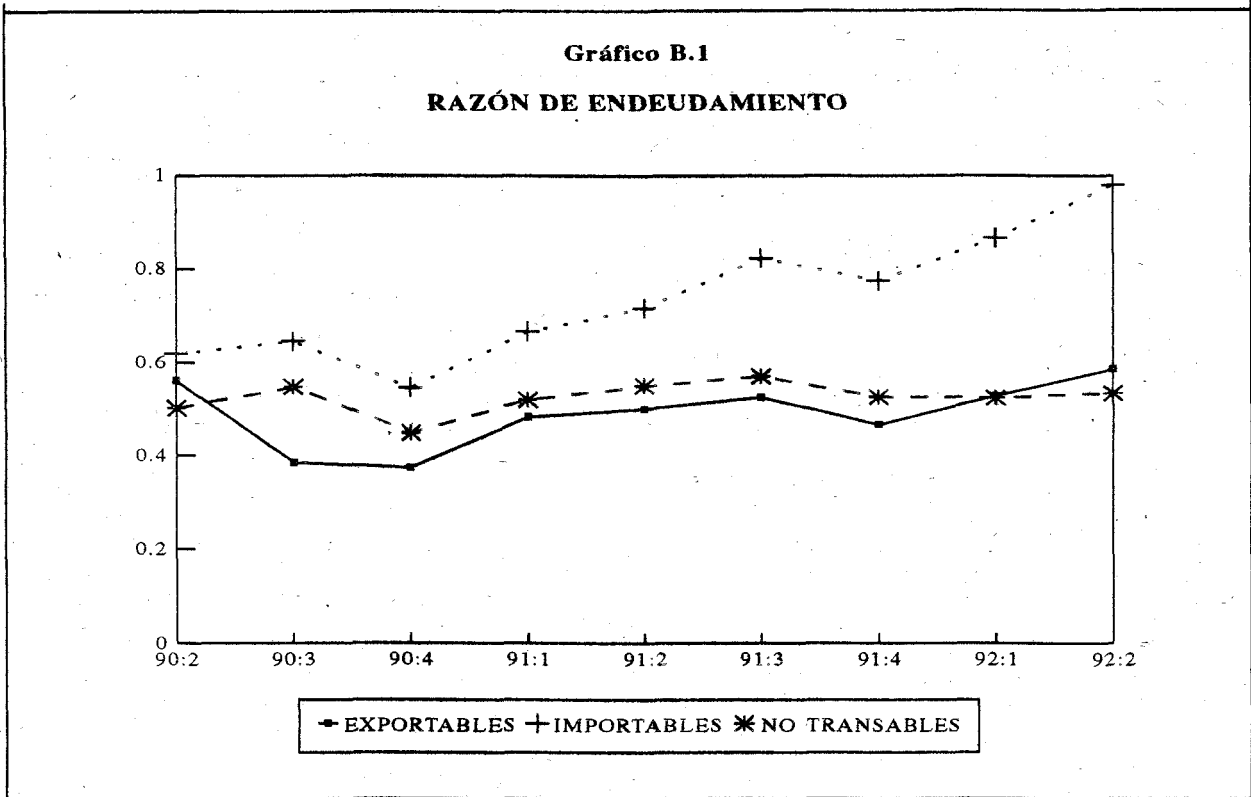


Gráfico B.3
ROTACIÓN DE ACTIVOS

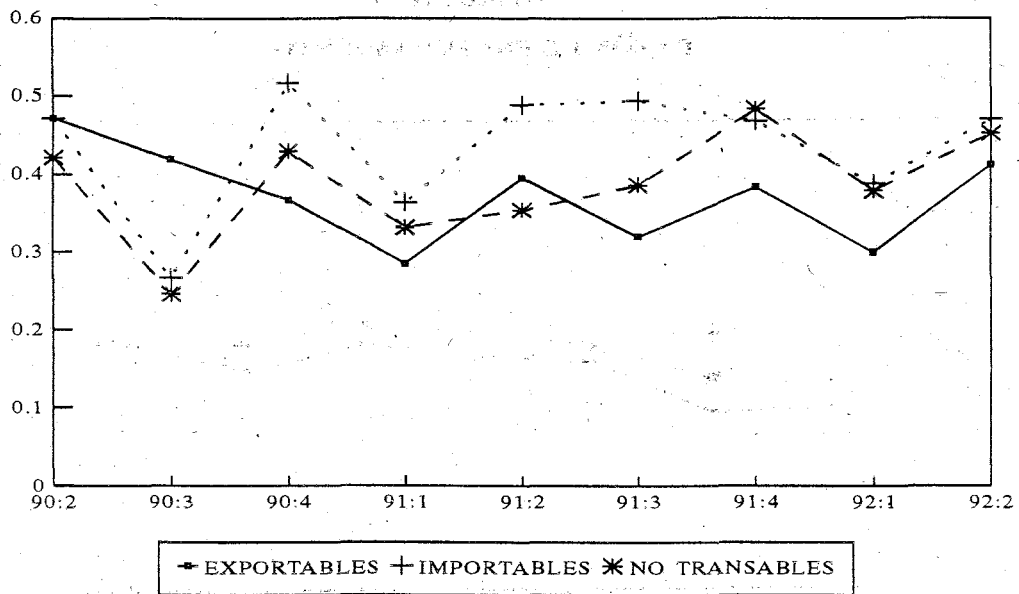


Gráfico B.4
RAZÓN DE GASTOS GENERALES

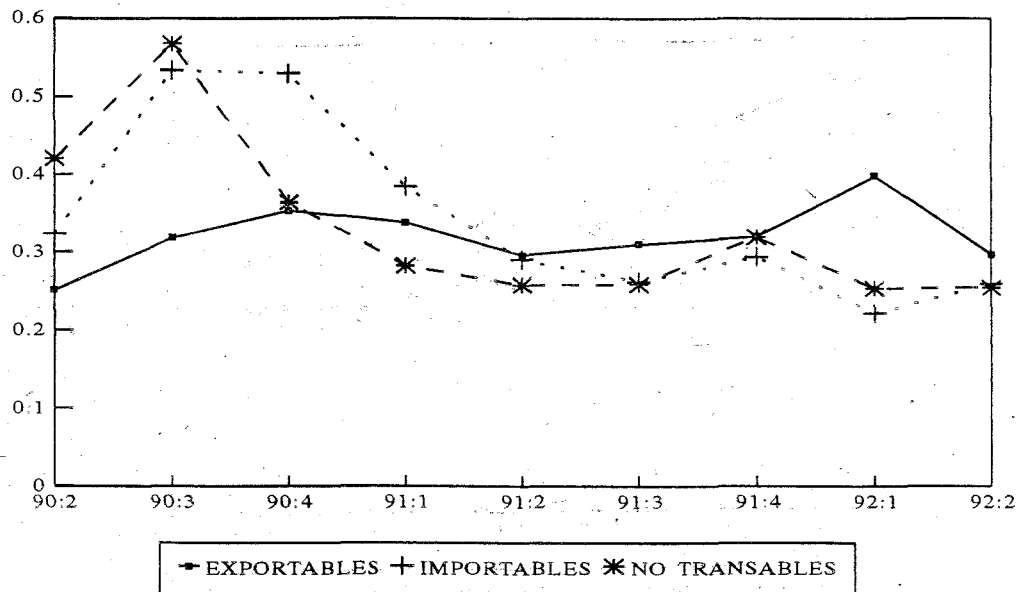
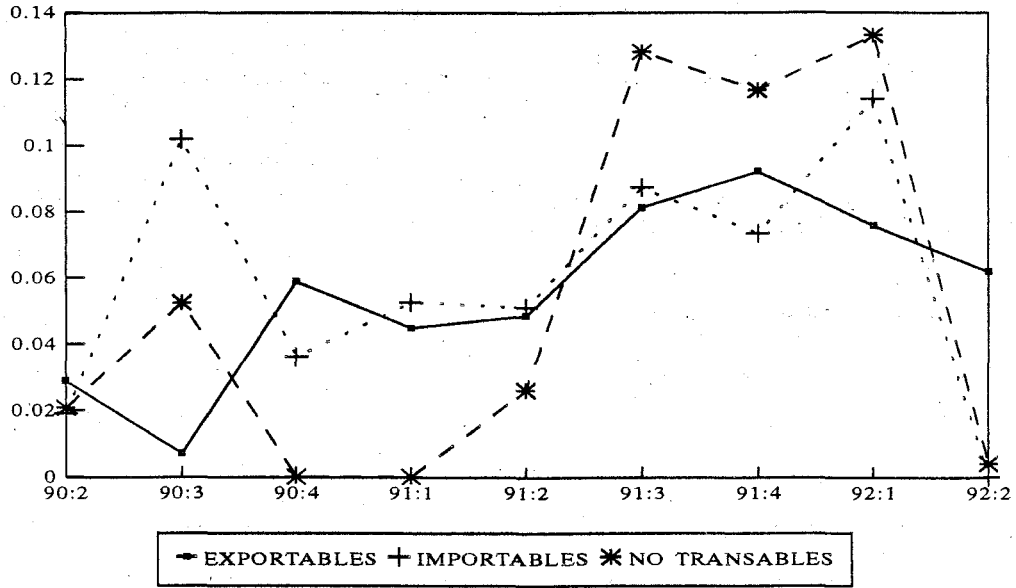


Gráfico B.5

RAZÓN DE ACTIVOS NO OPERACIONALES



B.2 Gráficos de los Importables

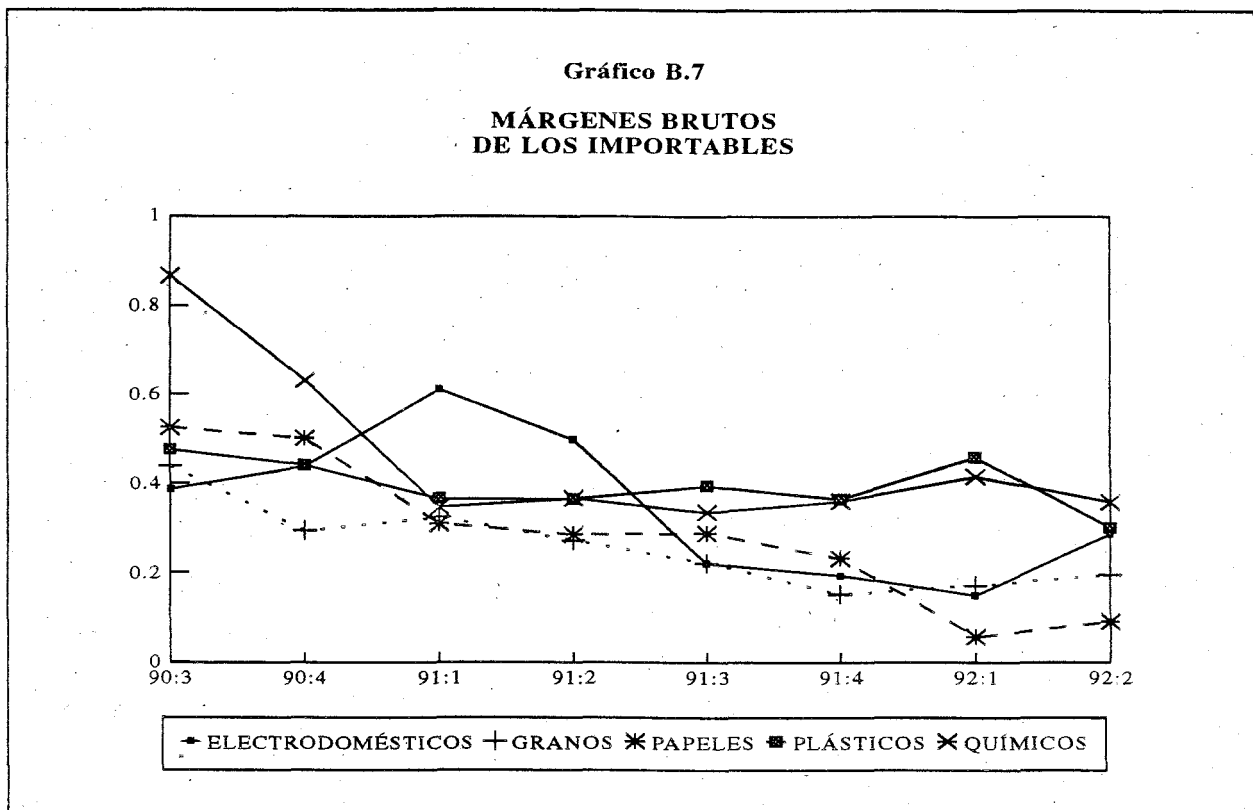
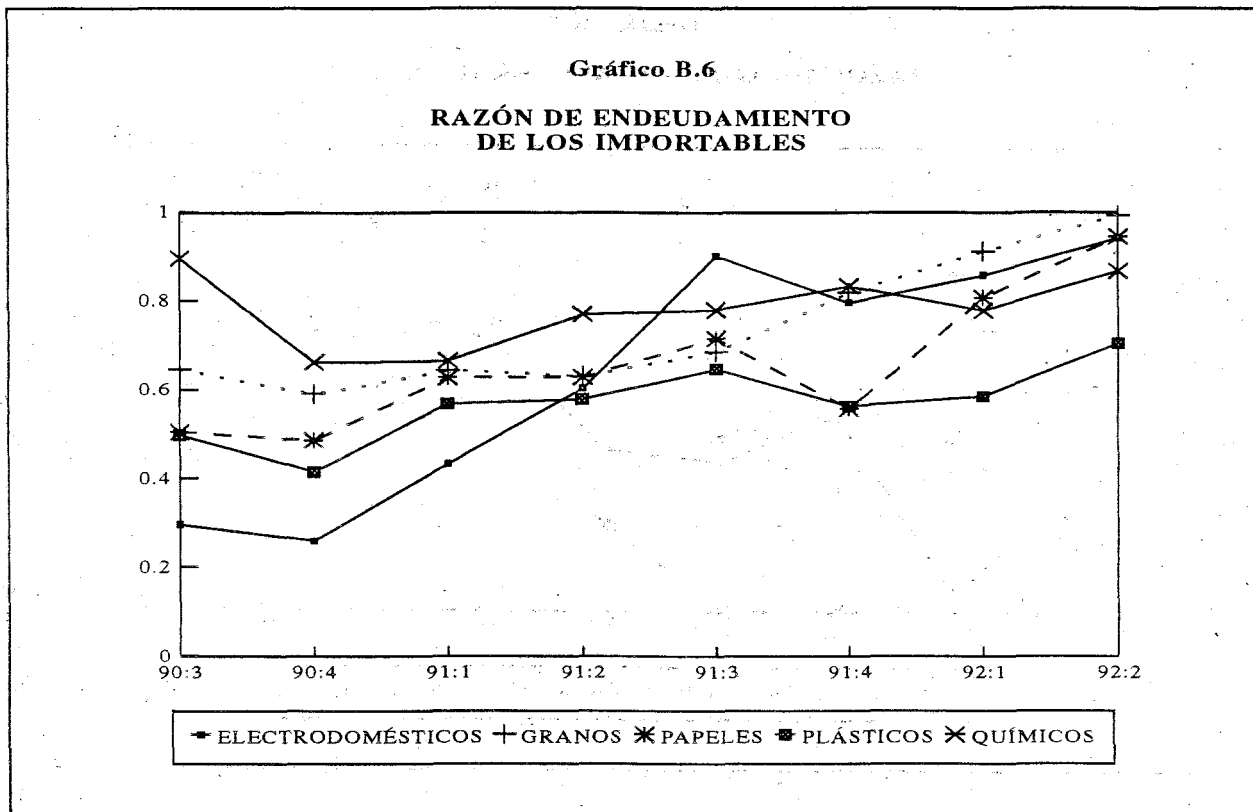


Gráfico B.8
ROTACIÓN DE ACTIVOS
DE LOS IMPORTABLES

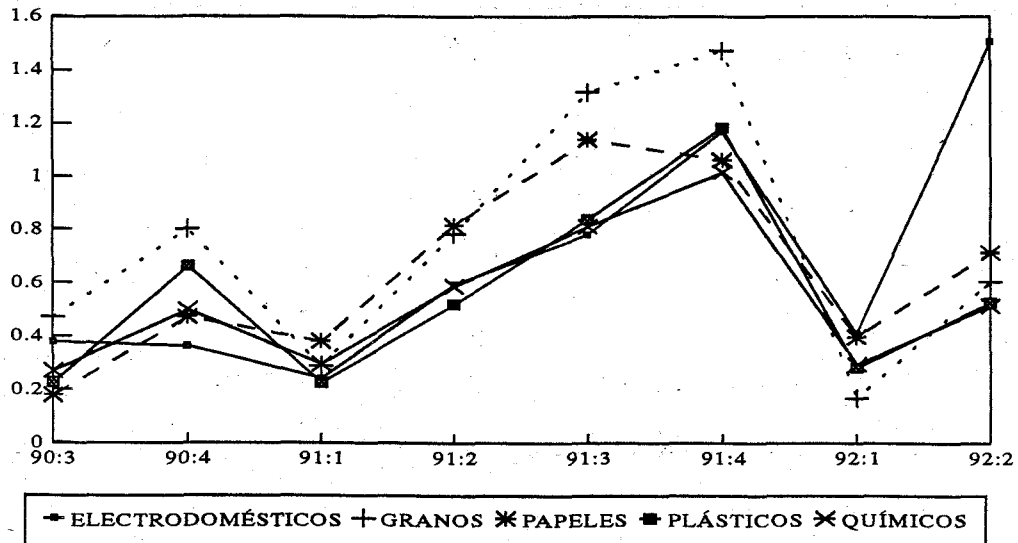
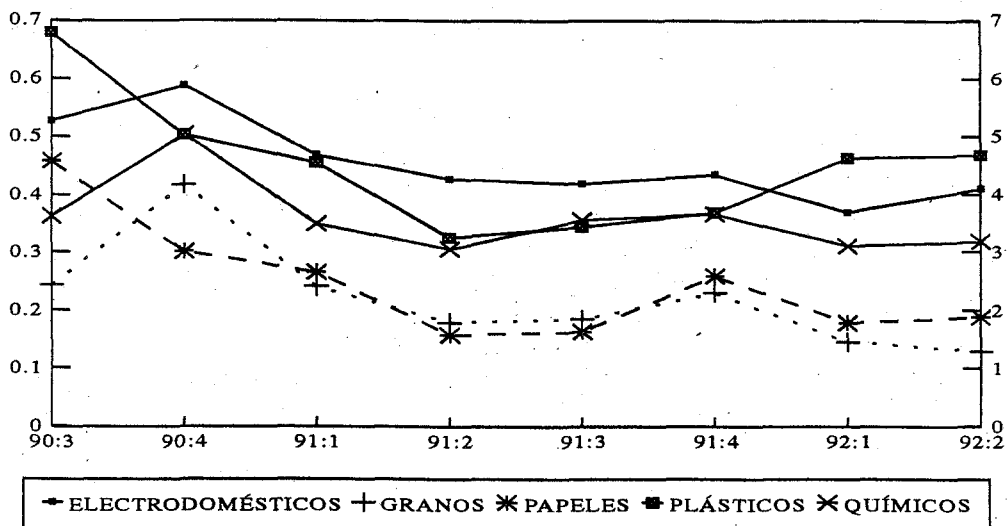


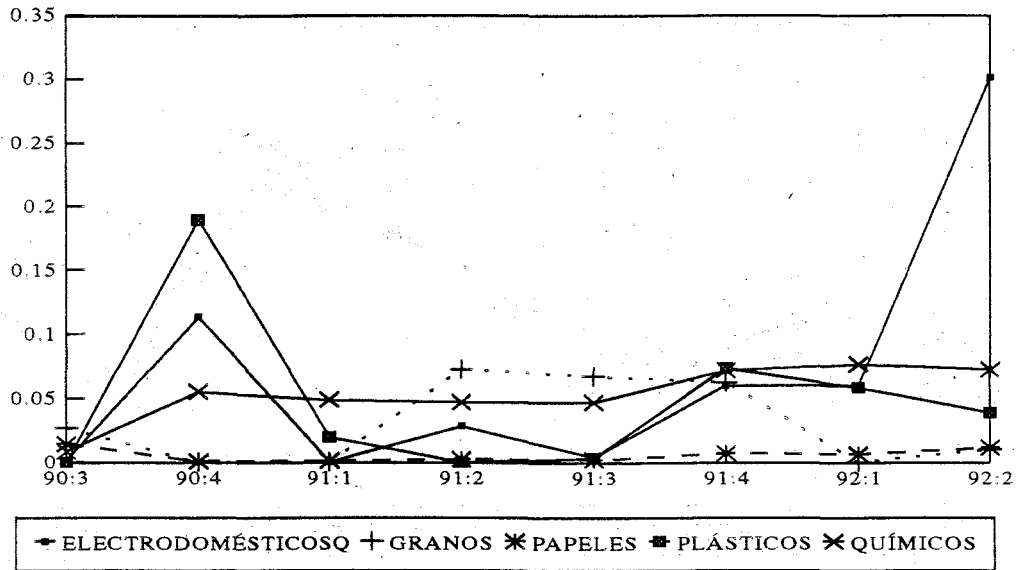
Gráfico B.9
RAZÓN DE GASTOS GENERALES
DE LOS IMPORTABLES



* Los valores de los electrodomésticos son los de la derecha.

Gráfico B.10

RAZÓN DE ACTIVOS NO OPERACIONALES
DE LOS IMPORTABLES



B.3 Gráficos de los Exportables

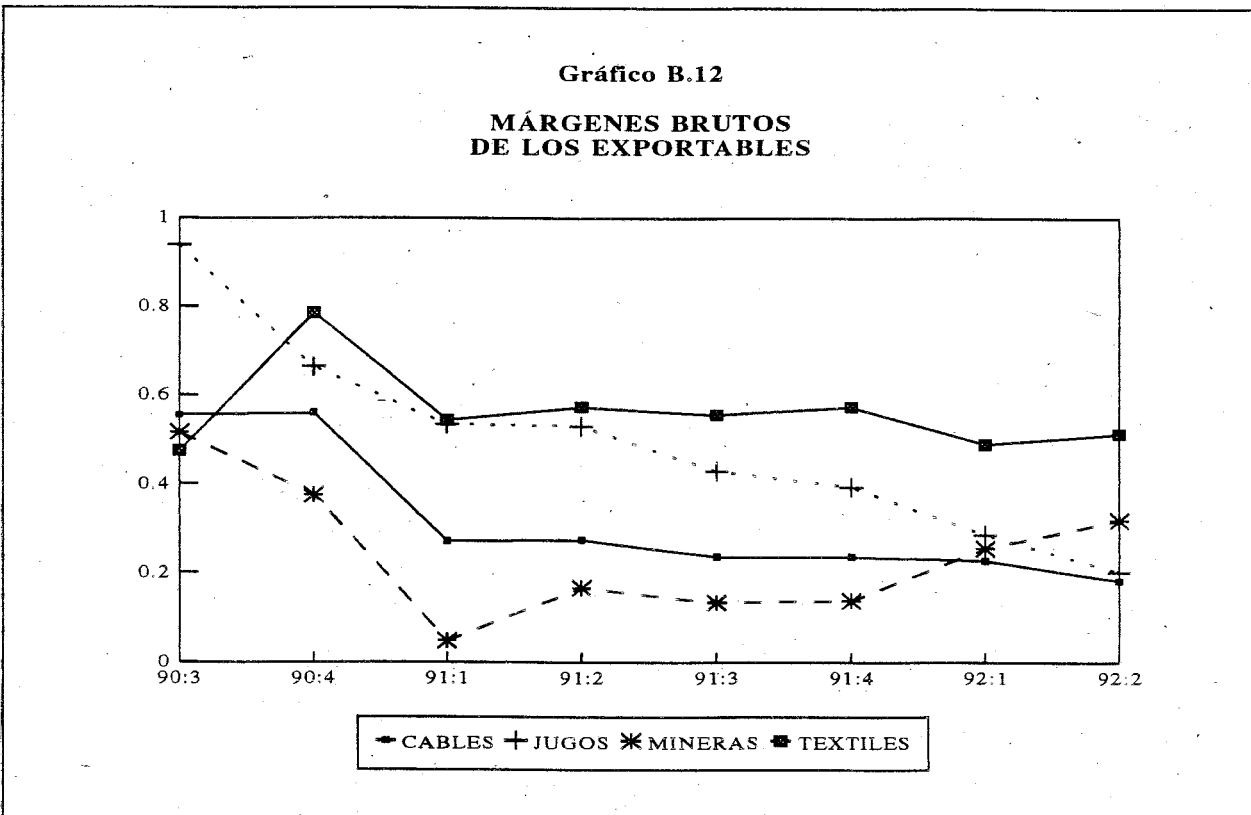
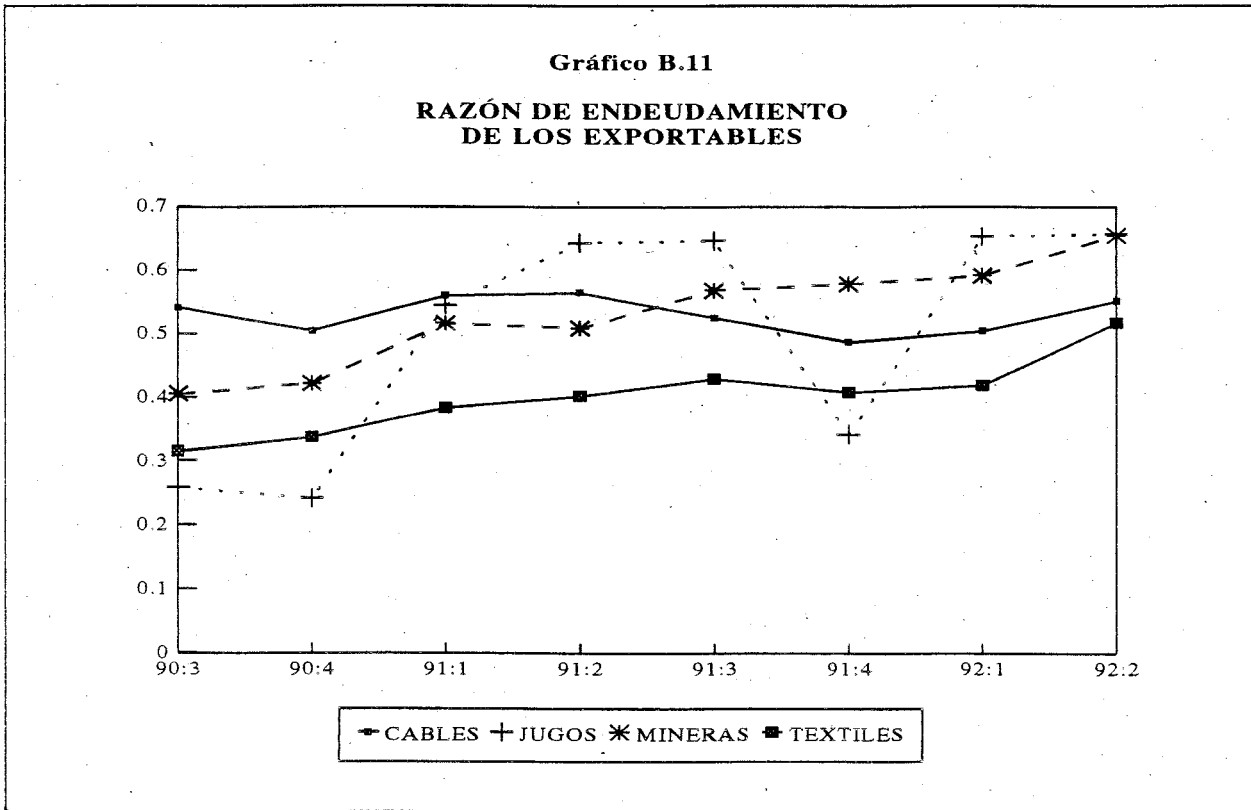


Gráfico B.13

ROTACIÓN DE ACTIVOS DE LOS EXPORTABLES

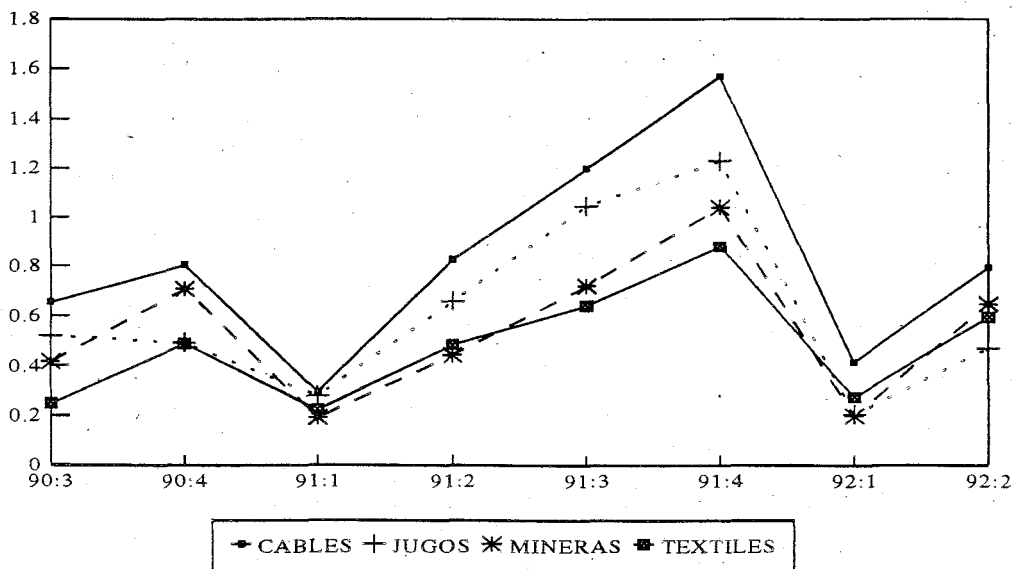


Gráfico B.14

RAZÓN DE GASTOS GENERALES DE LOS EXPORTABLES

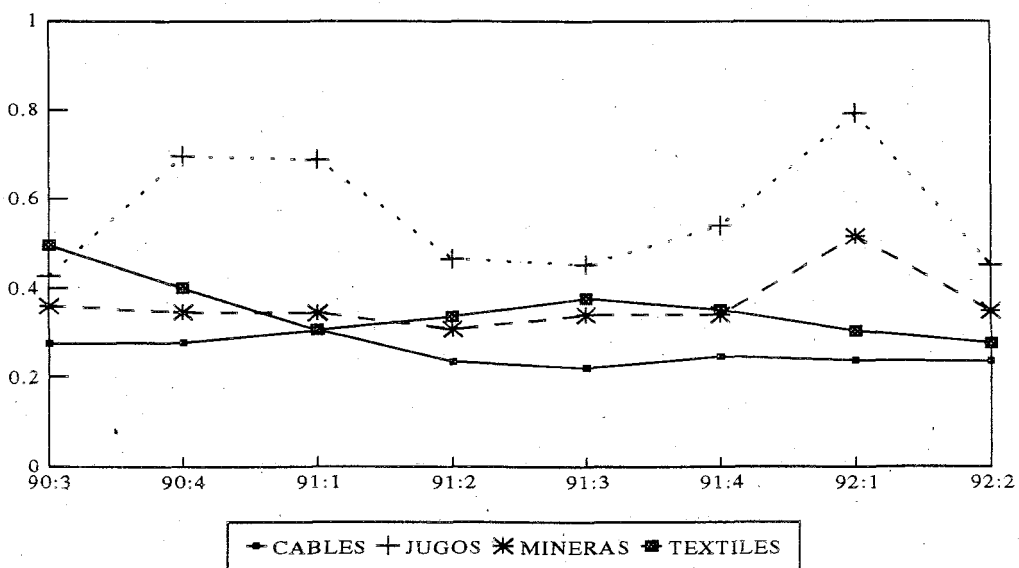
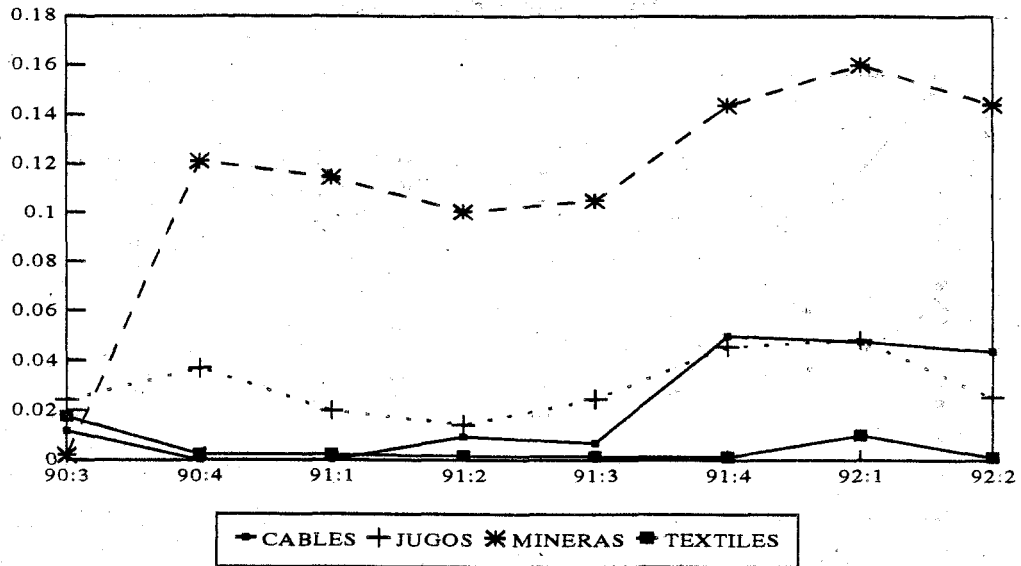


Gráfico B.15

RAZÓN DE ACTIVOS NO OPERACIONALES
DE LOS EXPORTABLES



B.4 Gráficos de los No Transables

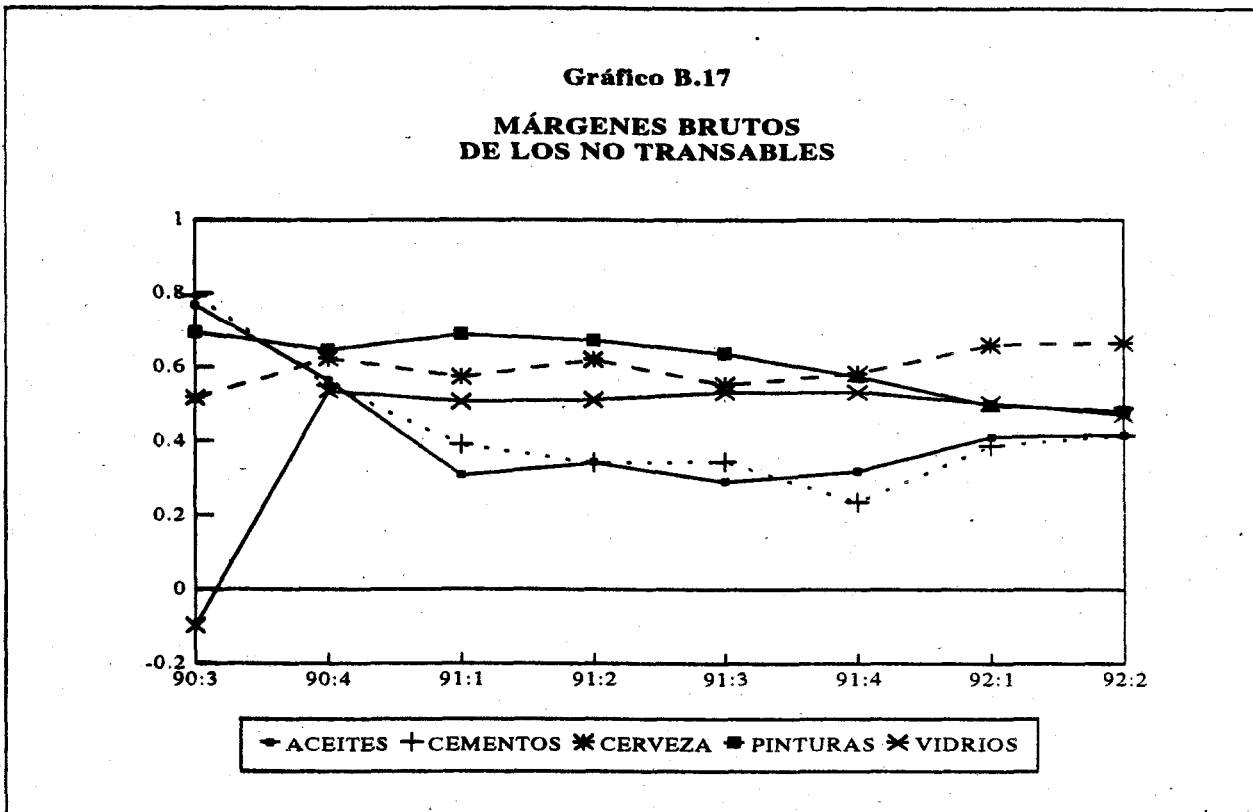
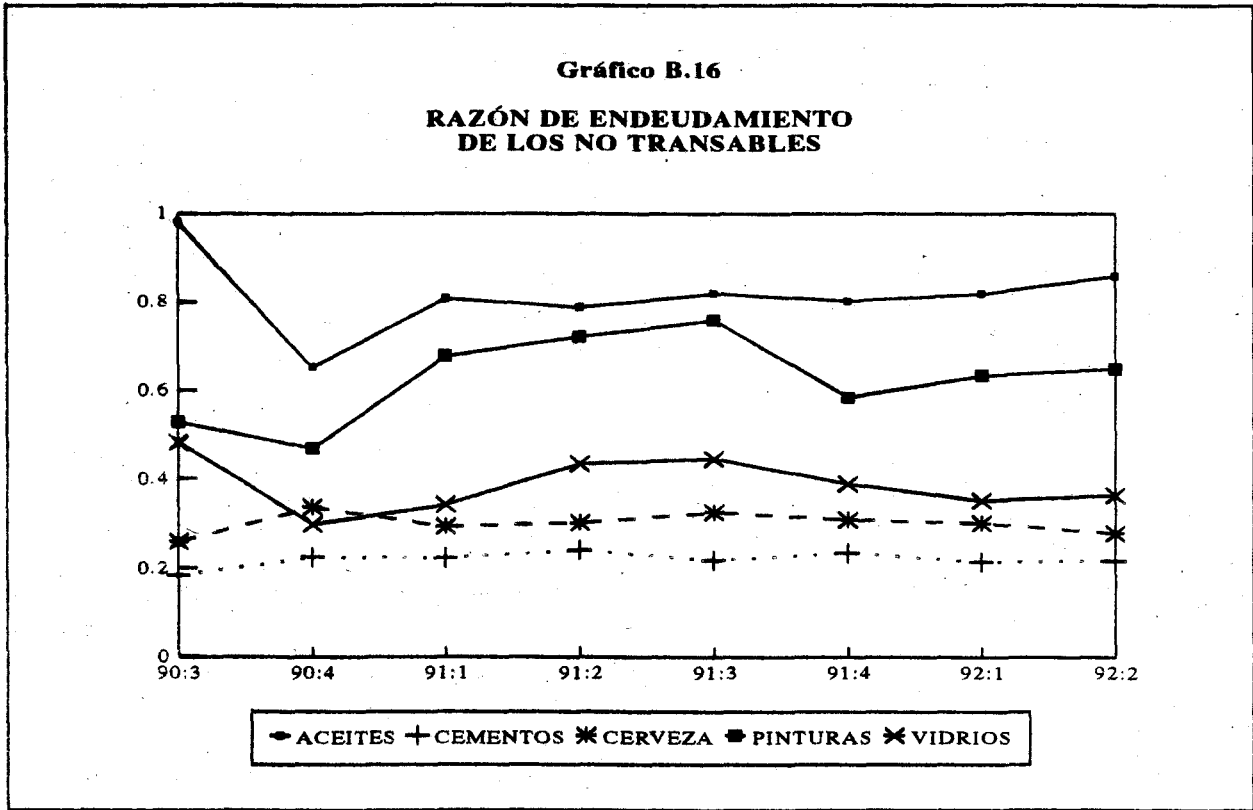


Gráfico B.18
ROTACIÓN DE ACTIVOS
DE LOS NO TRANSABLES

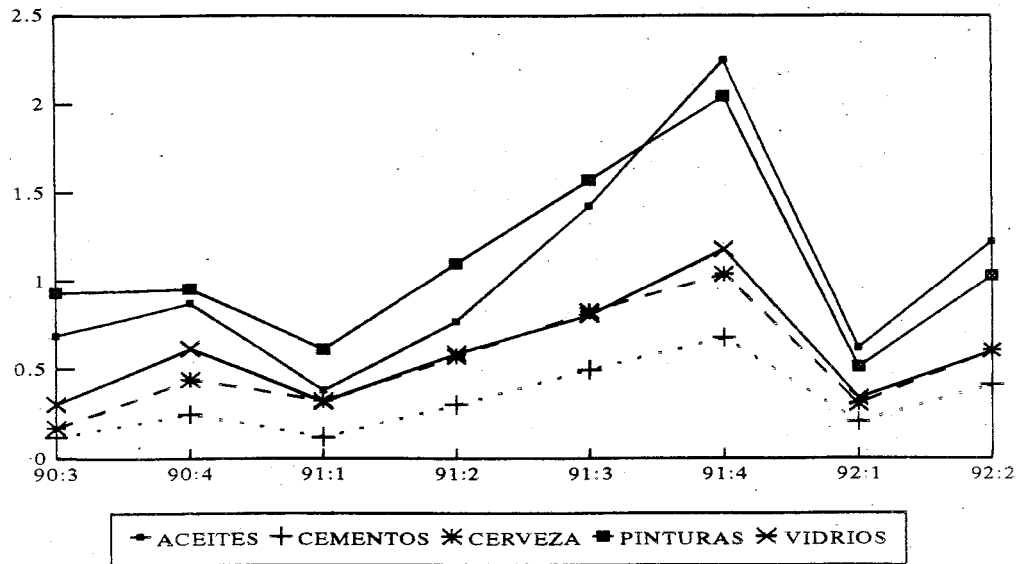


Gráfico B.19
RAZÓN DE GASTOS GENERALES
DE LOS NO TRANSABLES

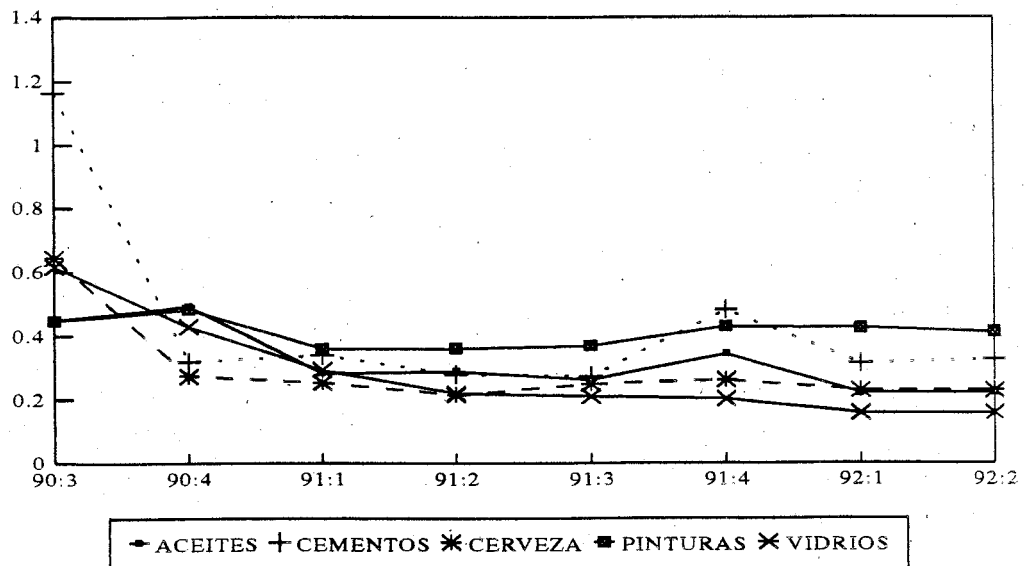
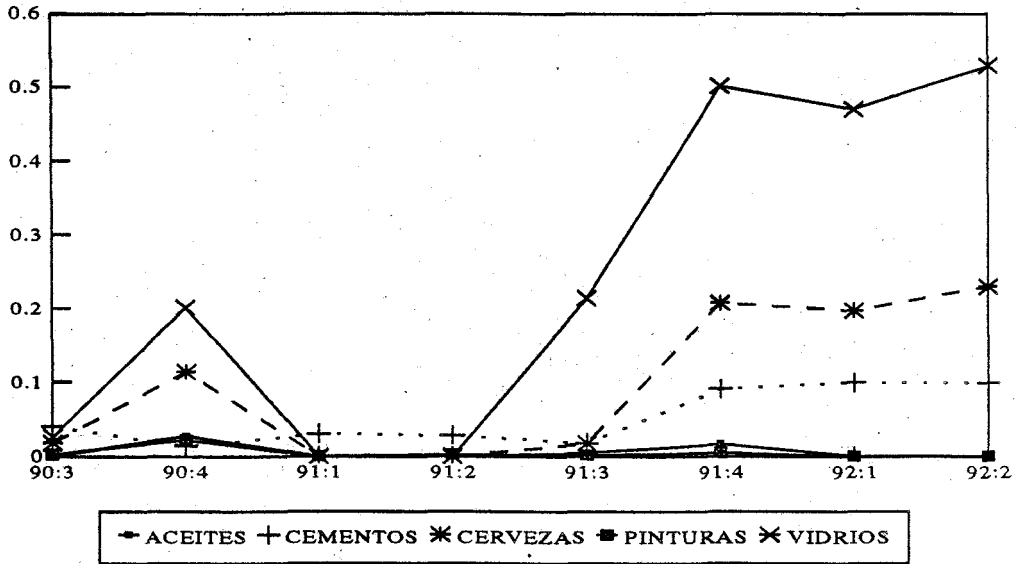


Gráfico B.20

RAZÓN DE ACTIVOS NO OPERACIONALES
DE LOS NO TRANSABLES



C. Resultados Estadísticos Corregidos y No Corregidos

C.1 Resultados Estadísticos Globales

Cuadro C.1

RENTABILIDAD PATRIMONIAL

CIFRAS CORREGIDAS			CIFRAS NO CORREGIDAS		
PRUEBA F	1.26		PRUEBA F	1.18	
VE	0.27		VE	0.30	
Vv	0.11		Vv	0.12	
n	296		n	296	
	PARÁMETRO	PRUEBA t		PARÁMETRO	PRUEBA t
EXPORTABLES			EXPORTABLES		
90:3	1.13	1.72	90:3	0.10	0.52
90:4	-0.23	-0.34	90:4	0.04	0.19
91:1	-0.11	-0.17	91:1	-0.06	-0.31
91:2	0.02	0.03	91:2	-0.10	-0.49
91:3	0.03	0.04	91:3	-0.21	-1.02
91:4	-0.86	-1.29	91:4	-0.29	-1.44
92:1	-0.30	-0.45	92:1	-0.03	-0.17
92:2	-0.62	-0.93	92:2	-0.03	-0.14
TAMAÑO	0.01	0.03	TAMAÑO	0.02	0.09
IMPORTABLES			IMPORTABLES		
90:3	-2.55	-3.94	90:3	-0.68	-3.70
90:4	-1.60	-2.46	90:4	-0.18	-0.98
91:1	0.06	0.10	91:1	-0.05	-0.28
91:2	-0.50	-0.76	91:2	-0.42	-2.20
91:3	-0.64	-0.98	91:3	-1.01	-5.27
91:4	-0.32	-0.50	91:4	-0.79	-4.07
92:1	-0.58	-0.88	92:1	-0.15	-0.78
92:2	-0.41	-0.63	92:2	-0.75	-3.87
TAMAÑO	-0.09	-0.35	TAMAÑO	0.04	0.21
NO TRANSABLES			NO TRANSABLES		
90:3	1.59	2.45	90:3	-0.16	-0.94
90:4	1.65	2.49	90:4	-0.02	-0.12
91:1	0.99	1.51	91:1	-0.04	-0.25
91:2	1.11	1.69	91:2	-0.01	-0.08
91:3	0.39	0.59	91:3	-0.03	-0.15
91:4	-0.50	-0.75	91:4	-0.23	-1.30
92:1	0.33	0.49	92:1	0.04	0.24
92:2	0.39	0.59	92:2	0.01	0.06
TAMAÑO	-0.26	-0.79	TAMAÑO	0.09	0.81

Cuadro C.2

INGRESO FINANCIERO NETO

CIFRAS CORREGIDAS			CIFRAS NO CORREGIDAS		
PRUEBA F	4.54		PRUEBA F	2.43	
VE	0.50		VE	0.02	
Vv	0.21		Vv	0.02	
n	288		n	288	
	PARÁMETRO	PRUEBA t		PARÁMETRO	PRUEBA t
EXPORTABLES			EXPORTABLES		
90:3	0.41	1.76	90:3	0.09	1.57
90:4	-1.08	-4.60	90:4	-0.12	-2.30
91:1	0.02	0.09	91:1	-0.05	-0.91
91:2	-0.06	-0.26	91:2	-0.08	-1.56
91:3	-0.09	-0.38	91:3	-0.13	-2.39
91:4	-0.57	-2.45	91:4	-0.18	-3.39
92:1	-0.18	-0.76	92:1	0.01	0.11
92:2	-0.35	-1.48	92:2	-0.07	-1.26
TAMAÑO	-0.10	-0.99	TAMAÑO	-0.51	-5.31
IMPORTABLES			IMPORTABLES		
90:3	-1.75	-7.50	90:3	-0.10	-1.87
90:4	-0.61	-2.59	90:4	-0.16	-2.92
91:1	-0.02	-0.08	91:1	0.03	0.61
91:2	-0.12	-0.52	91:2	-0.05	-0.98
91:3	-0.19	-0.80	91:3	-0.14	-2.58
91:4	-0.07	-0.28	91:4	-0.01	-0.18
92:1	-0.04	-0.18	92:1	-0.01	-0.24
92:2	-0.12	-0.51	92:2	-0.07	-1.22
TAMAÑO	0.11	1.10	TAMAÑO	0.16	1.98
NO TRANSABLES			NO TRANSABLES		
90:3	1.45	6.08	90:3	0.05	0.93
90:4	-0.68	-2.83	90:4	-0.04	-0.80
91:1	0.09	0.37	91:1	-0.01	-0.12
91:2	0.12	0.50	91:2	-0.04	-0.76
91:3	0.03	0.12	91:3	-0.03	-0.62
91:4	0.03	0.13	91:4	-0.13	-2.42
92:1	0.05	0.19	92:1	-0.01	-0.28
92:2	-0.02	-0.10	92:2	-0.01	-0.13
TAMAÑO	0.06	0.30	TAMAÑO	0.07	1.57

Cuadro C.3

RAZÓN DE ENDEUDAMIENTO

CIFRAS CORREGIDAS			CIFRAS NO CORREGIDAS		
PRUEBA F	118.50		PRUEBA F	21.68	
VE	0.01		VE	0.01	
Vv	0.02		Vv	0.03	
n	296		n	296	
	PARÁMETRO	PRUEBA t		PARÁMETRO	PRUEBA t
EXPORTABLES			EXPORTABLES		
90:3	0.46	7.18	90:3	0.38	9.70
90:4	0.34	5.00	90:4	0.37	10.45
91:1	0.54	8.04	91:1	0.48	13.43
91:2	0.56	8.31	91:2	0.50	13.80
91:3	0.59	8.77	91:3	0.52	14.45
91:4	0.43	6.23	91:4	0.47	12.79
92:1	0.58	8.58	92:1	0.53	14.45
92:2	0.59	8.70	92:2	0.59	16.02
TAMAÑO	0.01	0.47	TAMAÑO	0.03	2.71
IMPORTABLES			IMPORTABLES		
90:3	0.47	7.53	90:3	0.65	16.19
90:4	0.44	6.91	90:4	0.54	14.97
91:1	0.69	10.60	91:1	0.67	18.11
91:2	0.75	11.49	91:2	0.72	19.31
91:3	0.87	13.39	91:3	0.82	22.00
91:4	0.73	11.12	91:4	0.77	20.46
92:1	0.85	13.08	92:1	0.87	22.88
92:2	1.00	15.43	92:2	0.98	25.80
TAMAÑO	-0.01	-0.30	TAMAÑO	-0.03	-2.10
NO TRANSABLES			NO TRANSABLES		
90:3	0.66	10.45	90:3	0.55	14.67
90:4	0.47	8.04	90:4	0.45	13.06
91:1	0.61	10.61	91:1	0.52	15.17
91:2	0.66	11.50	91:2	0.55	15.94
91:3	0.67	11.62	91:3	0.57	16.47
91:4	0.58	9.98	91:4	0.53	15.08
92:1	0.62	10.59	92:1	0.52	14.97
92:2	0.61	10.47	92:2	0.53	15.22
TAMAÑO	-0.02	-1.68	TAMAÑO	0.00	-0.46

Cuadro C.4

MÁRGENES BRUTOS

CIFRAS CORREGIDAS			CIFRAS NO CORREGIDAS		
PRUEBA F	23.18		PRUEBA F	12.00	
VE	0.02		VE	0.01	
Vv	0.04		Vv	0.03	
n	288		n	288	
	PARÁMETRO	PRUEBA t		PARÁMETRO	PRUEBA t
EXPORTABLES			EXPORTABLES		
90:3	0.71	8.93	90:3	0.64	11.56
90:4	0.18	2.42	90:4	0.57	11.44
91:1	0.32	4.33	91:1	0.29	5.75
91:2	0.39	5.18	91:2	0.35	6.84
91:3	0.34	4.58	91:3	0.31	5.96
91:4	0.15	1.95	91:4	0.31	5.92
92:1	0.28	3.71	92:1	0.31	6.06
92:2	0.28	3.78	92:2	0.33	6.27
TAMAÑO	0.01	0.85	TAMAÑO	0.02	1.47
IMPORTABLES			IMPORTABLES		
90:3	0.62	8.06	90:3	0.56	9.95
90:4	0.02	0.33	90:4	0.49	9.51
91:1	0.46	6.27	91:1	0.41	7.92
91:2	0.43	5.87	91:2	0.39	7.30
91:3	0.38	5.13	91:3	0.34	6.33
91:4	0.23	3.09	91:4	0.31	5.66
92:1	0.31	4.23	92:1	0.29	5.40
92:2	0.32	4.33	92:2	0.28	5.15
TAMAÑO	-0.01	-0.91	TAMAÑO	-0.01	-0.48
NO TRANSABLES			NO TRANSABLES		
90:3	0.43	4.75	90:3	0.41	7.54
90:4	0.36	4.26	90:4	0.53	10.72
91:1	0.47	5.73	91:1	0.42	8.62
91:2	0.48	5.80	91:2	0.43	8.60
91:3	0.44	5.38	91:3	0.39	7.88
91:4	0.41	4.88	91:4	0.38	7.44
92:1	0.47	5.71	92:1	0.42	8.35
92:2	0.48	5.78	92:2	0.42	8.26
TAMAÑO	0.03	1.38	TAMAÑO	0.05	3.59

Cuadro C.5

ROTACIÓN DE ACTIVOS

CIFRAS CORREGIDAS			CIFRAS NO CORREGIDAS		
PRUEBA F	32.98		PRUEBA F	2.64	
VE	0.09		VE	0.02	
Vv	0.07		Vv	0.01	
n	296		n	296	
	PARÁMETRO	PRUEBA t		PARÁMETRO	PRUEBA t
EXPORTABLES			EXPORTABLES		
90:3	1.55	16.29	90:3	0.42	5.25
90:4	1.27	13.39	90:4	0.37	5.08
91:1	0.21	2.19	91:1	0.28	3.87
91:2	0.51	5.37	91:2	0.40	5.28
91:3	0.72	7.57	91:3	0.32	4.23
91:4	0.94	9.93	91:4	0.38	5.02
92:1	0.21	2.24	92:1	0.30	3.89
92:2	0.52	5.44	92:2	0.41	5.35
TAMAÑO	0.00	0.00	TAMAÑO	0.00	0.20
IMPORTABLES			IMPORTABLES		
90:3	0.80	8.43	90:3	0.27	2.56
90:4	1.25	13.18	90:4	0.52	4.25
91:1	0.29	3.04	91:1	0.36	2.81
91:2	0.64	6.74	91:2	0.49	3.63
91:3	0.88	9.26	91:3	0.49	3.52
91:4	1.06	11.21	91:4	0.47	3.18
92:1	0.28	2.98	92:1	0.39	2.63
92:2	0.67	7.05	92:2	0.47	3.15
TAMAÑO	0.00	-0.08	TAMAÑO	0.01	0.21
NO TRANSABLES			NO TRANSABLES		
90:3	1.39	14.84	90:3	0.25	2.93
90:4	1.32	14.22	90:4	0.43	4.62
91:1	0.26	2.75	91:1	0.33	3.57
91:2	0.54	5.83	91:2	0.35	3.64
91:3	0.81	8.69	91:3	0.39	3.91
91:4	1.14	12.29	91:4	0.48	4.75
92:1	0.28	3.05	92:1	0.38	3.66
92:2	0.60	6.44	92:2	0.45	4.31
TAMAÑO	-0.32	-3.78	TAMAÑO	0.02	0.52

Cuadro C.6

RAZÓN DE GASTOS GENERALES

CIFRAS CORREGIDAS			CIFRAS NO CORREGIDAS		
PRUEBA F	44.01		PRUEBA F	5.78	
VE	0.01		VE	0.03	
Vv	0.02		Vv	0.05	
n	288		n	288	
	PARÁMETRO	PRUEBA t		PARÁMETRO	PRUEBA t
EXPORTABLES			EXPORTABLES		
90:3	0.38	6.83	90:3	0.32	5.35
90:4	0.42	7.28	90:4	0.35	5.90
91:1	0.39	6.76	91:1	0.34	5.61
91:2	0.34	5.87	91:2	0.29	4.87
91:3	0.35	6.17	91:3	0.31	5.10
91:4	0.39	6.66	91:4	0.32	5.23
92:1	0.45	7.83	92:1	0.40	6.48
92:2	0.32	5.53	92:2	0.30	4.81
TAMAÑO	0.00	0.18	TAMAÑO	-0.06	-0.54
IMPORTABLES			IMPORTABLES		
90:3	0.44	7.45	90:3	0.53	8.98
90:4	0.42	7.58	90:4	0.53	8.90
91:1	0.45	7.98	91:1	0.38	6.42
91:2	0.32	5.69	91:2	0.29	4.82
91:3	0.29	5.19	91:3	0.26	4.33
91:4	0.33	5.83	91:4	0.29	4.82
92:1	0.23	4.08	92:1	0.22	3.63
92:2	0.29	5.14	92:2	0.26	4.24
TAMAÑO	0.00	-0.04	TAMAÑO	-0.23	-2.56
NO TRANSABLES			NO TRANSABLES		
90:3	0.67	8.81	90:3	0.57	9.55
90:4	0.41	4.81	90:4	0.36	6.11
91:1	0.28	3.44	91:1	0.28	4.74
91:2	0.25	2.99	91:2	0.26	4.31
91:3	0.25	3.00	91:3	0.26	4.33
91:4	0.32	3.76	91:4	0.32	5.33
92:1	0.23	2.78	92:1	0.25	4.22
92:2	0.24	2.82	92:2	0.25	4.23
TAMAÑO	0.03	0.86	TAMAÑO	-0.04	-0.93

Cuadro C.7

RAZÓN DE ACTIVOS NO OPERACIONALES

CIFRAS CORREGIDAS			CIFRAS NO CORREGIDAS		
PRUEBA F	6.30		PRUEBA F	1.72	
VE	0.01		VE	0.01	
Vv	0.01		Vv	0.01	
n	296		n	296	
	PARÁMETRO	PRUEBA t		PARÁMETRO	PRUEBA t
EXPORTABLES			EXPORTABLES		
90:3	0.06	1.46	90:3	0.01	0.18
90:4	0.24	5.66	90:4	0.06	1.68
91:1	0.05	1.12	91:1	0.04	1.25
91:2	0.04	0.97	91:2	0.05	1.35
91:3	0.04	1.07	91:3	0.08	2.24
91:4	0.09	2.24	91:4	0.09	2.53
92:1	0.09	2.20	92:1	0.08	2.07
92:2	0.08	2.01	92:2	0.06	1.64
TAMAÑO	0.00	0.45	TAMAÑO	-0.02	-1.43
IMPORTABLES			IMPORTABLES		
90:3	0.05	1.06	90:3	0.10	2.87
90:4	0.17	4.09	90:4	0.04	1.00
91:1	0.05	1.28	91:1	0.05	1.43
91:2	0.05	1.31	91:2	0.05	1.37
91:3	0.06	1.49	91:3	0.09	2.30
91:4	0.15	3.51	91:4	0.07	1.93
92:1	0.07	1.79	92:1	0.11	2.97
92:2	0.12	2.90	92:2	-0.02	-0.62
TAMAÑO	0.00	-0.46	TAMAÑO	0.02	2.08
NO TRANSABLES			NO TRANSABLES		
90:3	-0.05	-1.02	90:3	0.05	1.56
90:4	0.06	1.47	90:4	-0.03	-0.77
91:1	-0.04	-0.99	91:1	-0.03	-0.80
91:2	-0.04	-0.98	91:2	0.03	0.76
91:3	0.01	0.26	91:3	0.13	3.69
91:4	0.14	3.22	91:4	0.12	3.34
92:1	0.15	3.37	92:1	0.13	3.78
92:2	0.12	2.87	92:2	0.00	0.46
TAMAÑO	0.02	2.18	TAMAÑO	-0.02	-0.07

C.2 Resultados Estadísticos Sectoriales

Cuadro C.8

RENTABILIDAD PATRIMONIAL

	CIFRAS CORREGIDAS			CIFRAS NO CORREGIDAS		
	Exportables	Importables	No transables	Exportables	Importables	No transables
PRUEBA F	1.20	1.18	0.99	1.51	1.20	2.15
VE	0.49	2.38	2.46	0.02	0.46	0.03
Vv	0.59	1.22	0.83	0.03	0.36	0.02
n	96	96	104	96	96	104
TAMAÑO						
	Ca -0.04122 (-0.17904)	E 0.248458 (0.336545)	A -1.11539 (-0.64736)	Ca 0.097095 (0.222914)	E 0.134965 (0.234031)	A -0.00927 (-0.19558)
	J -0.10482 (-0.31059)	G -1.08452 (-0.73512)	Cm -0.80587 (-0.29583)	J 1.801589 (3.112809)	G -0.26149 (-0.82805)	Cm -0.000096 (-0.19558)
	M 0.0079 (0.02374)	Pp 0.081183 (0.088465)	Cz -1.24908 (-1.13801)	M -0.13867 (-0.45557)	Pp -0.03209 (-0.45557)	Cz -0.00716 (-0.03528)
	T 0.016802 (0.032217)	Pl 0.044345 (0.067745)	Pi -0.85467 (-0.20832)	T 0.20501 (0.689209)	Pl 0.169618 (0.656746)	Pi -0.01605 (-0.2185)
		Q 0.149506 (0.20492)	V -0.51583 (-0.64425)		Q -0.27364 (-0.96174)	V 0.054438 (1.08396)
	Ca: Cables J: Jugos M: Mineras T: Textiles	E: Electrodom. G: Granos Pp: Papeles Pl: Plásticos Q: Químicos	A: Aceites Cm: Cementos Cz: Cervezas Pi: Pinturas V: Vidrios			

Cuadro C.9

INGRESO FINANCIERO NETO

	CIFRAS CORREGIDAS			CIFRAS NO CORREGIDAS		
	Exportables	Importables	No transables	Exportables	Importables	No transables
PRUEBA F	1.14	4.50	4.93	3.22	1.31	2.11
VE	0.33	0.08	0.12	0.01	0.01	0.01
Vv	0.59	0.11	0.10	0.01	0.03	0.01
n	96	96	96	96	96	96
TAMAÑO						
	Ca -2.35226 (-1.61975)	E -0.03616 (-0.07243)	A 0.126501 (1.818598)	Ca 0.002428 (0.121482)	E 0.400489 (1.372744)	A 0.025839 (2.103801)
	J 0.955427 (0.703926)	G -0.29266 (-4.47977)	Cm 0.086898 (0.03844)	J 0.15984 (6.093267)	G -0.21706 (-0.41565)	Cm -0.08005 (-6.29038)
	M -0.21704 (-0.8233)	Pp 0.246535 (4.77538)	Cz 0.177292 (2.976216)	M -0.03199 (-2.05094)	Pp 0.010108 (0.04532)	Cz 0.022457 (2.135317)
	T 0.262688 (0.637831)	PI -0.15527 (-2.61217)	Pi -0.25194 (-0.16831)	T -0.04572 (-2.66034)	PI 0.338471 (1.986165)	Pi 0.001828 (0.100674)
		Q -0.3338 (-4.32777)	V 0.138617 (1.578189)		Q 0.137944 (0.483477)	V 0.030137 (1.916156)

Cuadro C.10

RAZÓN DE ENDEUDAMIENTO

	CIFRAS CORREGIDAS			CIFRAS NO CORREGIDAS		
	Exportables	Importables	No transables	Exportables	Importables	No transables
PRUEBA F	25.46	21.52	9.45	3.09	6.44	5.69
VE	0.00	0.01	0.01	0.00	0.00	0.00
Vv	0.01	0.02	0.01	0.01	0.00	0.02
n	96	96	96	96	96	96
TAMAÑO						
	Ca 0.014059 (1.090033)	E -0.00679 (-0.25925)	A -0.02298 (-1.02866)	Ca 0.016655 (1.377452)	E -0.11111 (-0.78611)	A -0.02483 (-2.31386)
	J -0.01045 (-0.62102)	G 0.026375 (0.278791)	Cm -0.00677 (-0.31507)	J -0.00926 (-0.58029)	G -0.18388 (-0.72044)	Cm -0.01635 (-0.1553)
	M 0.040294 (1.348622)	Pp -0.03299 (-2.07023)	Cz -0.00282 (-0.14819)	M 0.009778 (1.033267)	Pp -0.08874 (-0.82502)	Cz 0.047011 (0.476919)
	T 0.029695 (1.899644)	PI -0.00446 (-0.11027)	Pi 0.013311 (0.486617)	T 0.023573 (2.266221)	PI 0.271078 (3.237766)	Pi 0.021023 (1.328143)
		Q 0.058439 (2.445424)	V -0.04038 (-1.77533)		Q -0.1348 (-0.95927)	V 0.087051 (1.397665)

Cuadro C.11

MÁRGENES BRUTOS

	CIFRAS CORREGIDAS			CIFRAS NO CORREGIDAS		
	Exportables	Importables	No transables	Exportables	Importables	No transables
PRUEBA F	6.50	4.05	12.31	6.27	7.76	7.54
VE	0.01	0.01	0.01	0.01	0.00	0.00
Vv	0.03	0.01	0.01	0.03	0.00	0.01
n	96	96	96	96	96	96
TAMAÑO						
	Ca 0.022013 (0.910721)	E 0.010565 (0.350604)	A -0.002877 (0.175966)	Ca 0.024973 (1.293204)	E 0.009684 (0.568084)	A -0.00185 (-0.1581)
	J -0.02074 (-0.64721)	G 0.02076 (0.900962)	Cm 0.000802 (0.050861)	J -0.01228 (-0.47676)	G 0.013253 (0.824757)	Cm -0.00835 (-0.68787)
	M 0.015765 (0.304608)	Pp -0.00168 (-0.09238)	Cz -0.00091 (-0.00913)	M 0.020124 (1.324321)	Pp -0.00706 (-0.59246)	Cz -0.03342 (-3.33059)
	T 0.04737 (1.565541)	PI 0.014512 (0.694376)	Pi -0.03024 (-1.50539)	T 0.03404 (2.046764)	PI 0.008037 (0.551258)	Pi -0.02854 (-1.65009)
		Q -0.03314 (-1.20572)	V 0.019392 (1.022529)		Q -0.01911 (-1.29095)	V 0.011819 (0.786819)

Cuadro C.12

ROTACIÓN DE ACTIVOS

	CIFRAS CORREGIDAS			CIFRAS NO CORREGIDAS		
	Exportables	Importables	No transables	Exportables	Importables	No transables
PRUEBA F	6.58	4.04	26.42	13.10	3.99	10.02
VE	0.06	0.05	0.02	0.01	0.02	0.01
Vv	0.04	0.02	0.03	0.01	0.02	0.02
n	96	96	104	96	96	104
TAMAÑO						
	Ca -0.01859 (-0.0313)	E -0.10077 (-1.64242)	A 0.053896 (1.956544)	Ca -0.00617 (-0.35483)	E 0.700295 (1.935454)	A -0.01676 (-0.67321)
	J -0.14637 (-2.53334)	G 0.02269 (-0.46051)	Cm -0.01337 (-0.50589)	J -0.02842 (-1.22833)	G 1.04318 (1.596533)	Cm -0.00163 (-0.06361)
	M -0.00526 (-0.16922)	Pp -0.00757 (-0.1924)	Cz 0.019551 (0.836785)	M 0.007443 (0.544709)	Pp -0.67006 (-2.43355)	Cz -0.00718 (-0.33898)
	T -0.05105 (-0.30385)	PI 0.002298 (0.05091)	Pi -0.05802 (-1.72358)	T 0.014523 (0.969888)	PI -0.31774 (-1.48246)	Pi -0.02923 (-0.78175)
		Q 0.045854 (0.813252)	V -0.10478 (-3.75801)		Q -0.19419 (-0.53981)	V -0.02414 (-0.20999)

Cuadro C.13

RAZÓN DE GASTOS GENERALES

	CIFRAS CORREGIDAS			CIFRAS NO CORREGIDAS		
	Exportables	Importables	No transables	Exportables	Importables	No transables
PRUEBA F	23.63	8.05	25.72	3.25	2.29	9.32
VE	0.00	0.00	0.00	0.00	0.04	0.00
Vv	0.00	0.01	0.01	0.00	0.14	0.00
n	96	96	96	96	96	96
TAMAÑO						
	Ca 0.00544 (-0.46892)	E -0.96899 (-7.07583)	A 0.00291 (0.306206)	Ca -0.00635 (-0.51495)	E -0.6929 (-3.13834)	A -0.00037 (-0.04256)
	J -0.00226 (-0.14948)	G 0.004235 (0.256238)	Cm -0.06148 (-6.68619)	J -0.00696 (-0.42718)	G 0.009762 (0.126873)	Cm -0.06884 (-7.55364)
	M -0.00768 (-0.95068)	Pp -0.011 (-0.15578)	Cz 0.006584 (0.808516)	M -0.01024 (-1.05953)	Pp 0.000781 (0.005109)	Cz 0.008672 (1.152001)
	T -0.00451 (-0.32172)	PI -0.00463 (-0.13553)	Pi 0.00166 (0.141639)	T -0.00437 (-0.41164)	PI 0.006725 (0.030629)	Pi 0.000314 (0.024285)
		Q 0.008271 (0.427001)	V 0.029693 (2.659131)		Q 0.002183 (0.031241)	V 0.049105 (4.343894)

Cuadro C.14

RAZÓN DE ACTIVOS NO OPERACIONALES

	CIFRAS CORREGIDAS			CIFRAS NO CORREGIDAS		
	Exportables	Importables	No transables	Exportables	Importables	No transables
PRUEBA F	0.53	10.07	1.95	1.20	1.87	0.65
VE	0.01	0.00	0.01	0.00	0.00	0.01
Vv	0.02	0.03	0.00	0.01	0.00	0.00
n	96	96	104	96	96	104
TAMAÑO						
	Ca 0.001459 (0.07334)	E -0.00681 (-0.80947)	A 0.00999 (0.611878)	Ca 0.000807 (0.110919)	E 0.007559 (0.09007)	A 0.010351 (0.581228)
	J 0.000385 (0.014697)	G -0.00233 (-0.34655)	Cm -0.00077 (-0.04907)	J -0.00179 (-0.18787)	G -0.00437 (-0.44776)	Cm -0.00202 (-0.10987)
	M 0.008475 (0.61422)	Pp 0.001467 (0.273413)	Cz -0.00554 (-0.39772)	M 0.008521 (1.502879)	Pp -0.00294 (-0.04628)	Cz -0.00536 (-0.35282)
	T 0.0000034 (0.000138)	PI -0.02225 (-1.50104)	Pi -0.00035 (-0.01759)	T -0.00094 (-0.15115)	PI 0.037656 (4.230617)	Pi -0.00051 (-0.01939)
		Q -0.03203 (-0.5382)	V -0.00111 (-0.06633)		Q -0.03644 (-0.42832)	V -0.00721 (-0.36927)