

Apalancamiento Empresarial, Reestructuración Patrimonial y Comportamiento Bancario en el Perú: Período Postliberal 1991-2001

Gaby Cortez Cortez

El presente trabajo tiene por objeto examinar el comportamiento del sector fabril de la economía peruana, especialmente en la parte referida a su endeudamiento, realizado bajo un contexto de cambios producidos en la economía luego de la aplicación de reformas económicas iniciadas en la década de los noventa.

Sabemos que las empresas en la búsqueda del beneficio juegan a un balance de riesgo rendimiento determinado por la propia gestión de la empresa, por el movimiento del mercado o por cambios producidos tanto en la política económica, así como en las variables macroeconómicas que pueden afectar de manera significativa el desarrollo normal de las mismas.

Uno de estos riesgos en que pueden incurrir las empresas está referido a la forma cómo financian sus activos y que se conoce como apalancamiento financiero. Cuando este endeudamiento se lleva al límite, invariablemente también aumenta el riesgo de incumplimiento de los compromisos contraídos y, por lo tanto, también se incrementa la probabilidad de que se ingrese al umbral de la quiebra.

En este momento habría que señalar algunas interrogantes que intentaremos responder en el presente trabajo, es decir, si todas las empresas se desarrollan bajo un mismo contexto económico, ¿por qué algunas pueden sortear las dificultades y otras sucumben en su intento? ¿En qué se diferencian unas empresas de otras? Si bien la respuesta es materia de nuestro estudio, un primer intento estaría referido a considerar al sector fabril de la economía peruana como un conjunto de empresas cuya jerarquía y presencia en el mercado está determinada por la magnitud de sus activos, por su dinámica de acumulación; así como por su pertenencia o no a grupos económicos financieros. En tal sentido, la presencia del sector financiero cobra vital importancia especialmente el sector bancario -como fuente principal de recursos financieros al que recurren las empresas- y cuyo comportamiento puede en algunos momentos ser factor de inestabilidad en el sistema.

Finalmente, si bien no es parte del tema tratado en el presente trabajo las privatizaciones producto de las reformas, ni los flujos externos de capital a través de inversiones directas, consideramos que una parte apreciable de estos flujos se concentraron en adquirir estas empresas, trasladando simplemente la propiedad pública al sector privado, sin romper los privilegios de que estas gozaban (monopolios en las telecomunicaciones, electricidad, etc.), y sin intervenir en competencia directa en los mercados donde las empresas nativas dominantes gozaban de presencia importante. Más bien, las empresas nativas iniciaron un proceso interno de selección natural, de reestructuraciones y consolidaciones que finalmente hicieron más

fuertes a las empresas que conformaban grupos económicos financieros, dejando en el camino a un conjunto de empresas pequeñas, medianas y aun grandes que optaron, en el mejor de los casos, por unirse a otras empresas, acogerse a programas de reestructuración empresarial, o simplemente salir del mercado.

ESTUDIO DE CASOS: LA INDUSTRIA TEXTIL

El número de empresas textiles que cotizaban en la Bolsa de Valores de Lima era de 26 en los años 1990 y 1992, para luego disminuir a 22 empresas en los años 1993 y 1995, y continuaron decreciendo hasta llegar a 18 empresas en los años 1996 y 1997, siendo 14 empresas en el período 1998 y 1999; finalmente son 9 empresas las que se mantienen en la Bolsa en los años 2000 y 2002 tal como puede verse en el **Cuadro N.º 1: “Número de Empresas Textiles que Cotizan en la Bolsa de Valores de Lima 1990-2002”**.

Cuadro N.º 1

NÚMERO DE EMPRESAS TEXTILES QUE COTIZAN EN LA BOLSA DE VALORES DE LIMA 1990-2002					
---	--	--	--	--	--

Tamaño de la Empresa	Período				
	1990/1992	1993/1995	1995/1997	1998/1999	2000/2002
Grandes	11	11	8	7	6
Medianas	7	7	4	4	3
Pequeñas	8	4	6	3	0
Total del período	26	22	18	14	9
Tasa de crecimiento del N.º de empresas		-15,4	-18,2	-22,2	-35,7

Elaboración Propia.

Fuente: Vademécum Bursátil. Bolsa de Valores de Lima.

Esta salida de las empresas textiles del mercado de capitales significaba, por un lado, que el mercado castigaba a las empresas que no reunían los estándares de actividad requeridos por este tipo de mercado de fondos y, por otro lado, una mayor dependencia de otras formas de financiamiento, como el crédito bancario por ejemplo, el que se constituye en la fuente de recursos por excelencia en esos momentos.

De esta manera las empresas que quedaban en la Bolsa tenían más mecanismos de financiamiento que las empresas que salían fuera del mercado de capitales formal.

Rentabilidad Económica Promedio

La rentabilidad económica estudia la eficiencia operativa del total de la empresa y se mide como la relación entre el Beneficio antes de Intereses e Impuestos / Activo Total, por lo que usaremos este ratio para medir el comportamiento de las empresas textiles bajo análisis.

La rentabilidad económica del total de las empresas textiles durante los años de 1990 y 1992 se caracterizó por ser negativa para 24 empresas, fluctuando las tasas correspondientes entre 97,5% y -2,0%, donde tan sólo 2 empresas lograron una rentabilidad económica positiva situada entre 0,7% y 4,0%. En este período la economía estaba saliendo de una etapa de hiperinflación, recesión, crisis de la deuda externa, déficit fiscal significativo y a la vez se iniciaba el programa de estabilización y reformas económicas cuyos efectos son de la mayor importancia en el desarrollo de las empresas, por cuanto proporciona el marco general en el cual se desenvolvían las empresas.

La rentabilidad económica promedio de las empresas textiles grandes fue de -16,3% durante 1990 y 1992 para luego, como era de esperarse,

incrementar tal ratio hasta 5,1% en 1993 y 1995, continuando con este mismo comportamiento en 1996 y 1997; pero con algunos resultados exitosos al alcanzar una tasa de 7,7% en estos años, lo cual contrasta con la reducción de la rentabilidad económica que se produjo durante 1998 y 1999, al llegar tal coeficiente a 1,9%. Sin embargo, durante los años 2000 y 2002 las empresas grandes nuevamente recuperan la tasa de rentabilidad económica obtenida en los años 1996 y 1997, tal como puede verse en el **Cuadro N.º 2: “Rentabilidad Económica Promedio de las Empresas Textiles”**.

Cuadro N.º 2

RENTABILIDAD ECONÓMICA PROMEDIO DE LAS EMPRESAS TEXTILES (en porcentajes)					
Tamaño de la Empresa	Período				
	1990/1992	1993/1995	1995/1997	1998/1999	2000/2002
Grandes Tasa de crecimiento	-16,3%	5,1%	7,7%	1,9%	7,0%
Medianas Tasa de crecimiento	-33,5%	4,8%	3,5%	5,0%	-3,7%
Pequeñas Tasa de crecimiento	-43,0%	-4,8%	-9,7%	-3,3%	

Elaboración Propia.

Fuente: Vademécum Bursátil. Bolsa de Valores de Lima.

En cuanto a la rentabilidad económica promedio de las empresas medianas, ésta alcanzó a -33,5% en los años 1990 y 1992, nivel por debajo del correspondiente a las empresas grandes, para luego recuperar la RE al llegar a 4,8% en el período 1993 y 1995; pero a diferencia de las empresas grandes durante los años 1996 y 1997, la recuperación es mucho menor. Sin embargo, en los años 1998 y 1999 la rentabilidad económica de estas empresas se incrementa hasta 5%, superando a las empresas grandes, para luego nuevamente caer en los años 2000 y 2002 a niveles negativos de -3,7%.

En lo referente a las empresas pequeñas, éstas tuvieron una rentabilidad económica promedio negativa a lo largo de 1990 a 1999, que las situó por debajo de la rentabilidad económica de las empresas grandes y medianas. Al no contarse con cifras de estas empresas, porque salen de la Bolsa, no se puede hacer el seguimiento respectivo. Finalmente, estos resultados nos indican que las empresas pequeñas fueron más afectadas por los eventos económicos de estos años, que las empresas medianas, y que las empresas grandes. En otras palabras, las empresas grandes pudieron, en promedio, sortear mejor los obstáculos que se presentaban en esos momentos.

Rentabilidad Financiera Promedio

La rentabilidad financiera considera cómo la eficiencia operativa está siendo trasladada a los beneficios de los propietarios y mide las ganancias absolutas a repartir a los accionistas; asimismo y permitirá a la empresa crecer, ajustándose a las condiciones del mercado. Se calcula por la relación entre los Beneficios después de Impuestos / Fondos propios, y los resultados se muestran en el **Cuadro N.º 3: “Rentabilidad Financiera Promedio de las Empresas Textiles”**.

Cuadro N.º 3

RENTABILIDAD FINANCIERA PROMEDIO DE LAS EMPRESAS TEXTILES (en porcentajes)					
Tamaño de la Empresa	Período				
	1990/1992	1993/1995	1995/1997	1998/1999	2000/2002
Grandes	-39,9%	-2,4%	0,75%	-24,2%	1,0%
Medianas	-54,6%	-16,4%	-0,5%	-15,4%	0,9%
Pequeñas	-52,8%	-21,1%	-2,9%	-0,8%	

Elaboración Propia.

Fuente: Vademécum Bursátil. Bolsa de Valores de Lima.

La rentabilidad financiera promedio de las empresas textiles grandes fue de 39,9 durante los años 1990 y 1992, lo cual se explica por las dificultades que venían atravesando las empresas.

La rentabilidad financiera en promedio representó una caída para el conjunto de las empresas del sector textil; esto puede ser explicado por el impacto de las reformas que trajo consigo, por un lado, una agudización de la caída de las ventas y, por otro lado, el ingreso de importaciones que empezaron a competir con bajos costos, lo cual afectó al conjunto del sector que ya venía atravesando problemas desde el fenómeno de El Niño de los años 1983 y 1984. Los resultados económicos negativos de muchas de las empresas determinó una escasa posibilidad de acumulación y por ende de modernización de sus maquinarias y equipos; sin embargo, en la clasificación de las empresas, de acuerdo a su tamaño, las empresas pequeñas sufrieron el impacto más fuerte en los primeros años de la reforma y siguientes, quedando muy pocas de estas empresas vigentes cuando se profundizó la recesión de los años 1998 y 1999. La fuerte recesión de los años 1998 y 1999 fue la segunda ola que tuvieron que sortear las empresas del sector textil que se habían reducido en número considerable al haber iniciado ellas mismas procesos de absorciones, ventas o salidas del mercado pero que, sin embargo, muy pocas de ellas pudieron sortear el problema sin verse afectadas. En este período el promedio de la rentabilidad financiera tuvo una caída en las estadísticas de las empresas grandes (-24,2%). Sin embargo, luego de estos resultados las empresas grandes iniciaron un proceso de recuperación durante los años siguientes (2000-2002).

Deuda / Pasivo Total de las Empresas Textiles

La deuda como proporción del pasivo de las empresas textiles nos muestra que las empresas grandes tuvieron un promedio de endeudamiento de 53,7% de 1990 a 1997, y empezaron a endeudarse de manera creciente

durante los años 1998 y 1999, período en el cual la economía peruana se encontraba en plena crisis económica, para luego en los años 2000 y 2002 empezar a reducir tal proporción levemente como puede apreciarse en el **Cuadro N.º 4: “Promedio de la Deuda Total Pasivo”**.

Cuadro N.º 4

PROMEDIO DE LA DEUDA TOTAL PASIVO (en porcentajes)					
Tamaño de la Empresa	Período				
	1990/1992		1995/1997	1998/1999	2000/2002
Grandes	53,9%	54,2%	53,1%	65,7%	64,1%
Medianas	60,5%	55,9%	63,0%	57,9%	78,5%
Pequeñas	82,7%	87,4%	66,4%	99,3%	

Elaboración Propia.

Fuente: Vademécum Bursátil. Bolsa de Valores de Lima.

Las empresas medianas tuvieron en promedio un mayor nivel de endeudamiento / pasivo total que las empresas grandes, a excepción de los años 1998 y 1999, donde son superadas por las empresas grandes. Probablemente en la etapa de crisis las empresas medianas no calificaban para el otorgamiento de créditos por parte de los bancos u otros intermediarios.

En el caso de las empresas pequeñas su nivel promedio de endeudamiento fue mayor que el de las empresas grandes y medianas, especialmente en los años 1998 y 1999, donde tal coeficiente llega a ser de 99%, indicándonos el grado de fragilidad de estos negocios para enfrentar la crisis.

Las empresas grandes tuvieron una menor proporción de endeudamiento dentro de su estructura financiera empresarial que las empresas medianas y pequeñas.

Las empresas pequeñas tuvieron un mayor nivel de endeudamiento a lo largo de 1990 a 1999 por lo que estuvieron sujetas a condiciones más duras en la obtención de créditos y como consecuencia de ello en el encarecimiento de sus gastos financieros y en su estructura de costos; así como a presiones en el flujo de caja para hacer frente a los repagos de los préstamos y otros adeudos.

CONCLUSIONES

1. La aplicación de reformas a inicios de la década del noventa definió un nuevo campo de acción para el sector fabril de la economía peruana cuyos efectos determinó la permanencia en algunos casos o la salida en otros para un conjunto de empresas que vieron modificada su participación en el mercado a través de alianzas, absorciones o liquidaciones.
2. En su lucha por permanecer en el mercado muchas empresas excedieron su endeudamiento con los bancos, fuente principal de recursos financieros, logrando que ambos sectores asumieran riesgos por encima de su capacidad operativa generando una serie de problemas que terminó por afectar a un conjunto de empresas y bancos que a través de diversas medidas adoptadas por el Estado ingresaron a programas de reestructuración empresarial y rescate financiero.
3. La competencia interna, más que la externa, ha determinado el posicionamiento de las empresas en el mercado. La inversión extranjera se ha dirigido básicamente a la adquisición de empresas privatizadas por el Estado, y en sectores en los cuales no existía una participación dominante de grupos económicos nativos.

4. Los impactos por la aplicación de programas económicos y por variación en la actividad económica han determinado que la rentabilidad económica y financiera de las empresas del sector fabril sea más alta durante el período de análisis en las empresas grandes que en las medianas y pequeñas, lo que demuestra que las empresas grandes al tener un mayor poder de mercado, mejor capacidad de adaptación a los cambios y menores tasas de apalancamiento han podido sortear mejor los efectos arriba señalados.

BIBLIOGRAFÍA

Emery, Douglas R. y John D. Finnerty

Administración Financiera Corporativa. Prentice Hall, 1997.

González Hermosillo, Brenda

Indicadores de Alerta de las Crisis Bancarias. Finanzas & Desarrollo. Junio, 1999.

Agénor, Pierre-Richard, C. John McDermott, and Eswar S. Prasad

Macroeconomic Fluctuations in Developing Countries: Some Stylized Facts. IMF Working Paper. March 1999.

Ivaschenko, Iryna

How Much Leverage Is Too Much, or Does Corporate Risk Determine the Severity of a Recession? IMF Working Paper. January 2003.

Informe BID

1996-1997.

Gray, Dale F. y Mark R. Stone

Los Balances de las Empresas y la Política Macroeconómica. Finanzas & Desarrollo. Septiembre 1999.

Sheahan, John

La Economía Peruana desde 1950. Instituto de Estudios Peruanos

Walsh, Ciaran

Ratios Fundamentales de Gestión Empresarial. Prentice Hall. Pearson Educación S.A. España. 2001.

González Pascual, Julián

Análisis de la Empresa a través de su información económico-financiera. Ediciones Pirámide (Grupo Anaya S.A.). España. 2000.