



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO

POSGRADO EN ECONOMÍA

ECONOMÍA FINANCIERA

*“Financiarización de la economía y financiamiento de las empresas.
Cambios en la estructura de la deuda y en la composición de las ganancias.
El caso de las grandes empresas en México: 1990-2011”*

T E S I S

QUE PARA OPTAR POR EL GRADO DE

DOCTOR EN ECONOMÍA

P R E S E N T A

JORGE ALONSO BUSTAMANTE TORRES

TUTORA: DRA. TERESA SANTOS LÓPEZ GONZÁLEZ

FACULTAD DE ESTUDIOS SUPERIORES ACATLÁN

MÉXICO, D.F. NOVIEMBRE 2013



Universidad Nacional
Autónoma de México

Dirección General de Bibliotecas de la UNAM

Biblioteca Central



UNAM – Dirección General de Bibliotecas
Tesis Digitales
Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS ©
PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

Todo el material contenido en esta tesis esta protegido por la Ley Federal del Derecho de Autor (LFDA) de los Estados Unidos Mexicanos (México).

El uso de imágenes, fragmentos de videos, y demás material que sea objeto de protección de los derechos de autor, será exclusivamente para fines educativos e informativos y deberá citar la fuente donde la obtuvo mencionando el autor o autores. Cualquier uso distinto como el lucro, reproducción, edición o modificación, será perseguido y sancionado por el respectivo titular de los Derechos de Autor.

ÍNDICE

INTRODUCCIÓN..... i

PRIMERA PARTE

MARCO HISTÓRICO E INSTITUCIONAL. TRASFORMACIONES EN EL MARCO INSTITUCIONAL: CAMBIOS EN EL MODELO DE ACUMULACIÓN DE CAPITAL Y EN LA ESTRUCTURA DE LA EMPRESA.....1

CAPÍTULO I. LOS ACUERDOS INSTITUCIONALES Y EL ESTADO DE BIENESTAR. REGULACIÓN FINANCIERA Y ACUMULACIÓN DE CAPITAL.....2

1. Orden monetario internacional, acuerdos instituciones y *Estado de Bienestar*.....4
2. Regulación financiera y crédito dirigido. Las bases del crecimiento económico estable y sostenido.....7
3. El modelo de producción *fordista*. Los acuerdos institucionales y la estructura corporativa de la empresa.....10
4. El crecimiento de la economía mundial y los acuerdos de Bretton Woods.....13
5. El colapso del sistema Bretton Woods: La expansión de la liquidez internacional y la inestabilidad monetario-financiera.....17
6. Transformaciones microeconómicas. El modelo de producción posfordista y la nueva estructura productiva y financiera de las empresas.....23

CAPÍTULO II. LA LIBERALIZACIÓN FINANCIERA Y LAS TRANSFORMACIONES EN LA ESTRUCTURA CORPORATIVA DE LA EMPRESA.....28

1. La desregulación financiera y el incremento de la liquidez en los mercados financieros internacionales.....28
2. El Consenso de Washington y la desregulación financiera. Las políticas de ajuste macroeconómico y el bajo crecimiento económico.....33
3. La financiarización de la economía y la subordinación de las actividades productivas al objetivo rentista de las actividades financieras.....38

4. Los inversionistas institucionales y las transformaciones en la estructura y gestión corporativa de la empresa. Maximización del rendimiento de los accionistas y la implantación del mercado por el control corporativo.....	43
5. La inflación bursátil y la riqueza bursátil: El consumo inducido por el endeudamiento bancario y la contracción del financiamiento de la inversión.....	49
6. La <i>titulización</i> de las carteras de activos y la distribución del riesgo moral. Generación de inestabilidad financiera y riesgo sistémico.....	53

CAPÍTULO III. ENFOQUES CONVENCIONALES SOBRE EL FINANCIAMIENTO DE LA INVERSIÓN Y LA ESTRUCTURA FINANCIERA DE LA EMPRESA.....58

1. El modelo de Modigliani-Miller: La hipótesis de la irrelevancia de la estructura financiera de la empresa.....	58
1.1 Especificaciones del modelo.....	59
1.2 Las tres preposiciones del modelo. Estructura de financiamiento y tasa de retorno de la empresa.....	61
2. La teoría de Fama: La eficiencia de los mercados de capital y el ajuste automático de los precios a la información.....	67
2.1. El proceso de ajuste de los precios en el mercado accionario. Niveles de información disponible.....	67
2.2. La eficiencia de los mercados de capital y el problema de la desviación de los precios de sus valores de equilibrio.....	69
3. La teoría de la q de Tobin. El efecto de la tasa de interés sobre la inversión.....	72
4. La teoría de la agencia y la relevancia de la estructura financiera de la empresa.....	74
5. El enfoque del señalamiento en el mercado accionario y el racionamiento en el mercado crediticio.....	82
6. La teoría de la represión financiera y el resurgimiento de la hipótesis de eficiencia de los mercados financieros.....	87

CAPITULO IV. ENFOQUE POSKEYNESIANO SOBRE LA FINANCIARIZACIÓN DE LA EMPRESA. ESTRUCTURA CORPORATIVA, INVERSIÓN Y GANANCIA.....94

1. Los cambios institucionales y la transformación del gobierno corporativo de la empresa.....94
2. El enfoque de Keynes sobre el mercado financiero: Las expectativas y sus efectos en la inversión.....97
3. La teoría evolucionista *schumpeteriano* de la empresa. Estrategias de adaptación y selección en mercados competitivos.....100
4. La teoría de la agencia y la *financiarización* de la economía. El control de la empresa por el mercado accionario.....103
5. El enfoque poskeynesiano de la empresa y la *financiarización* de la economía. La demanda de inversión, ganancias y estructura de financiamiento.....107
 - 5.1. El modelo básico de la empresa poskeynesiana.....107
 - 5.2. La empresa poskeynesiana bajo la dominación del capital financiero.....112
6. Transformaciones en la estructura corporativa y financiera de la empresa. Los nuevos agentes financieros y su influencia en las decisiones de inversión.....119

SEGUNDA PARTE. FINANCIAMIENTO DE LA INVERSIÓN Y FINANCIARIZACIÓN DE LAS GANANCIAS DE LAS EMPRESAS EN MÉXICO.....126

CAPÍTULO V. LIBERALIZACIÓN FINANCIERA Y ESTRUCTURA CORPORATIVA DE LAS EMPRESAS EN MÉXICO.....127

1. Desregulación económica y reestructuración productiva. El acuerdo político con los grandes grupos empresariales.....128
2. Liberalización financiera y restricción crediticia. Especulación financiera y nueva estrategia de rentabilidad bancaria.....131

3. Estrategias corporativas, naturaleza familiar y redes empresariales.....	137
4. Financiamiento y estructura de deuda de las empresas.....	143

CAPÍTULO VI. ESTRUCTURA DE LA DEUDA y FINANCIARIZACIÓN DE LAS GANANCIAS DE LAS GRANDES EMPRESAS EN MÉXICO: 1990-2011.....149

1. Estructura y destino de la deuda de las empresas.....	149
--	-----

1.1. Empresas AAA. Estructura financiera y destino del crédito bancario.....	150
--	-----

1.2. Empresas Grandes. Estructura financiera y destino del crédito bancario.....	151
--	-----

1.3. Empresas Medianas. Estructura financiera y destino del crédito bancario.....	152
---	-----

1.4. Empresas Pequeñas. Estructura financiera y destino del crédito bancario.....	153
---	-----

2. <i>Financiarización</i> de las ganancias de las grandes empresas en México. Subordinación de las decisiones de inversión al rendimiento accionario.....	155
--	-----

2.1. Metodología del modelo.....	157
----------------------------------	-----

2.2. Estructura del modelo econométrico	158
---	-----

3. Inversión y precios bursátiles.....	163
--	-----

CONCLUSIONES.....	172
-------------------	-----

Bibliografía.....	178
-------------------	-----

INTRODUCCIÓN

La política económica de corte keynesiano que se aplicó durante la administración Roosevelt, base del *New Deal* y la adopción del modelo productivo *fordista* no solo contribuyeron a reactivar la economía después de la crisis de 1929, sino también sentaron las bases del periodo del crecimiento de acelerado de la economía a nivel mundial, denominado como los *treinta años gloriosos del capitalismo*. Ello convirtió al modelo de producción de los Estados Unidos en general, y al modelo de producción *fordista* en particular, en un referente a nivel mundial.

El modelo *fordista* de producción se constituyó sobre la base de un acuerdo social que privilegiaba la acumulación de capital industrial como la principal fuente de ganancias y el consumo como motor del crecimiento económico. Bajo esta estrategia, la gran industria estadounidense se edificó sobre tres ejes: 1) La producción y consumo de masas, acompañada de la indexación del salario nominal a los incrementos de productividad; 2) Una política social que garantizaba un consumo mínimo de la población; y 3) Regulación y control de los mercados financieros, con el objetivo de asegurar el financiamiento y fondeo de la inversión y, por tanto, a mantener un ritmo acelerado de acumulación de capital.

A mediados de la década de los sesenta, el modelo *fordista* de producción muestra signos de agotamiento que dan paso a una serie de transformaciones radicales en la estrategia de crecimiento de la economía estadounidense. En términos productivos, la gran empresa conglomerada encontraba sus límites. Por el lado de la demanda, la expansión del mercado interno basado en el crecimiento del ingreso, llegó a un consumo de remplazo; a ello se sumó la agresiva competencia de las empresas europeas y asiáticas en los mercados internacionales en general, y en el mercado estadounidense en particular. La combinación de estos factores incidió en la acumulación de inventarios, lo que redujo el nivel de las ganancias de las empresas estadounidenses. Por el lado de la oferta, las rigideces y obsolescencia tecnológico-organizacional del modelo de producción *fordista* inhibió y obstaculizó la participación creativa de los trabajadores en el proceso productivo.

Ello limitó la capacidad innovadora de las empresas, lo que a su vez contribuyó en la caída de la productividad y, en consecuencia, en la pérdida de competitividad de las empresas estadounidenses en los mercados internacionales. Un factor que contribuyó a agravar esta situación, fue el incremento del déficit fiscal y el deterioro de las finanzas públicas, por el elevado gasto militar para sostener la estrategia expansionista económico-geopolítica y la guerra contra el comunismo soviético del gobierno estadounidense. Esta estrategia incluyó la doctrina Truman, el Plan Marshall, la Guerra Fría y las guerras de Corea y Vietnam.

En los primeros años de la década de los setenta, el desarrollo y auge del mercado de eurodólares en el contexto de los *shocks* petroleros de 1973 y 1974, provocó fuertes desequilibrios en los mercados financieros y de bienes internacionales. Primero, el incremento extraordinario del precio del petróleo y de las materias primas elevó los costos de producción. Ello agudizó los problemas de baja productividad y competitividad de la industria estadounidense. Segundo, la liquidez en los mercados financieros internacionales se incrementó de forma acelerada; alimentada tanto por la elevada colocación de bonos públicos del gobierno estadounidense cuyo destino fue el financiamiento de los déficit fiscal y comercial (déficit gemelos), como por el reciclaje de los recursos extraordinarios provenientes de las exportaciones de los países árabes, agrupados en la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP). El efecto combinado de estos factores sumergió a la economía internacional en una profunda recesión acompañada de fuerte presiones inflacionarias, fenómeno que se le denominó con *estanflación*. Tercero, el elevado déficit fiscal y comercial debilitó el papel del dólar como moneda de reserva internacional, lo que finalmente derivó en el fin de la paridad fija oro-dólar y, en consecuencia, en la eliminación de los acuerdos de Bretton Woods, mediante la promulgación en 1973 del *Smithsonian Agreement*. Con ello se daba paso a la libre flotación de los tipos de cambio y, por tanto, a la inestabilidad y volatilidad financiera en los mercados financieros internacionales. Cuarto, paralelamente se inicia el proceso de desregulación del sistema financiero de los Estados Unidos, que implicó la eliminación del marco institucional *rooseveltiano* de regulación que aseguró el fondeo y financiamiento de la inversión

durante más de treinta años. Este proceso es seguido por Inglaterra y Canadá, y posteriormente por otros países industrializados y en desarrollo (éstos últimos inician este proceso en los primeros años de la década de los ochenta).

La reestructuración de la economía mundial y la expansión de las actividades financieras extraterritoriales a un ritmo mayor que las actividades productivas y comerciales, indujeron transformaciones radicales a nivel macroeconómico en general, pero de manera particular en los países industrializados. El proceso de internacionalización del capital se profundiza para transitar hacia la globalización de las economías nacionales, con el objetivo de aprovechar ventajas salariales, recursos naturales y materias primas y energéticas más baratas, así como regulaciones laborales, fiscales, ambientales e institucionales flexibles. En este contexto, la gran empresa conglomerada inicia un proceso de flexibilización para reducir su tamaño y eliminar los acuerdos sindicales. Con este propósito surge la figura de la subcontratación de actividades productivas (*spin-offs*, *outsourcing*, etc.), que bajo el modelo *fordista* de producción se habían internalizado, esto es, formaban parte de la cadena productiva, como una estrategia para disminuir los costos de producción.

En el marco de la libre movilidad de capitales inducida por la por la políticas de desregulación y liberalización de los mercados financieros a nivel internacional, y ante la elevada volatilidad del tipo de cambio y tasas de interés, inversionistas institucionales y bancos comerciales fueron colocándose en espacios financieros que les aseguraban una alta valorización de su capital aprovechando los diferenciales de tasas de interés y la especulación en los mercados cambiarios. Respecto a esto último, las innovaciones financieras jugaron un papel fundamental en la creación de nuevos instrumentos, productos y servicios financieros que permitieron a los grandes inversionistas financieros, como los inversionistas institucionales no solo cubrirse y diversificar el riesgo, sino también realizar operaciones especulativas con los instrumentos derivados, las opciones, así como evadir la regulación aún vigente.

Ante la gradual pero permanente devaluación del dólar provocada por la alta inflación y el dinamismo de los flujos de capitales a nivel internacional, en 1979 la política de la Reserva Federal dirigida por Paul Volker, dio un giro radical al elevar las tasas de interés con el propósito de atraer capitales externos que permitieran contener una devaluación abrupta del dólar. Con esta medida se abandonaba la política financiera que aseguró el financiamiento y fondeo de la inversión a lo largo de casi cuarenta años de crecimiento sostenido de la economía estadounidense. En la década de los ochenta, bajo las administraciones de Reagan y Thatcher este proceso se aceleró y profundizó con la aplicación de políticas fiscales y monetarias ortodoxas de ajuste y estabilización macroeconómico, mismas que posteriormente serían conocidas como el decálogo del Consenso de Washington.

Esta visión parte del enfoque neoclásico-monetarista ortodoxo, y su diagnóstico y crítica se centra en los efectos inflacionarios, déficit fiscal y externo y desplazamiento (*crowding out*) de la inversión privada que supuestamente fueron provocados por las políticas de corte keynesiano y *rooseveltianas* que dieron origen al *Estado de Bienestar*. A nivel macroeconómico, las críticas provienen fundamentalmente de Friedman, en tanto que a nivel microeconómico el cuestionamiento a la ineficiencia de las empresas parte del resurgimiento de la Teoría de la Agencia (Jensen y Meckling, 1976) y de los planteamientos sobre la eficiencia de los mercados financieros de Eugene Fama (1970). Finalmente, estos enfoques se cohesionaron para dar origen a la denominada Teoría Neoliberal del Desarrollo o Enfoque de la Represión Financiera de McKinnon, Kapur y Shaw en los setentas. Dicho enfoque fue la referencia teórica para las políticas de desregulación y liberalización de las economías en general, y de los sistemas financieros en los países en desarrollo en particular.

Bajo este nuevo paradigma teórico se condujo la reestructuración de la economía mundial; a ello se sumó el impacto del desarrollo de las innovaciones tecnológicas basadas en tecnologías de la información y comunicación en el sector financiero, mismas que permitieron las operaciones y transacciones financieras virtuales de alto valor en tiempo real. De esta forma, se rebasaban los obstáculos

impuestos por las barreras territoriales entre países, lo que favoreció el incremento sin precedente de las actividades financieras a nivel mundial.

Bajo esta nueva estructura financiera, la participación en los mercados bursátiles de los inversionistas institucionales, como fondos de pensión, aseguradoras, etc., y de los intermediarios financieros no bancarios, como agencias inmobiliarias y constructoras, fueron configurando un mercado para el gobierno corporativo promoviendo las compras hostiles de empresas (*take-overs*). Estos nuevos agentes se han convertido en fuente de presión para el desarrollo de la actividad industrial; de tal forma que, la regulación de las autoridades centrales ha quedado acotada al control de la inflación y a la administración de una tasa de interés que garantice una ganancia mínima para el capital financiero internacional. En otras palabras, su influencia y capacidad se reduce a mantener estable las expectativas de los inversionistas en el mercado financiero y, con ello, crear condiciones que aseguren rendimientos atractivos a los inversionistas que participan en los mercados bursátiles. Sin embargo, ello no implica la desaparición de la función de prestamista de última instancia; por el contrario, la garantía de que los bancos centrales ejercerán esta función ha fomentado la expansión de las actividades especulativas y fuera de la hoja de balance, como la *titulización* de las carteras de activos. Así, bajo el argumento de que los sistemas de pagos pueden colapsarse los bancos centrales han rescatado a grandes bancos privados de la quiebra en caso de crisis financieras, que ellos mismos provocaron.

Bajo la liberalización y desregulación financiera y comercial, de la euforia en los mercados bursátiles que dan origen a las burbujas bancarias, se ha pasado a profundas crisis cambiario-financieras, como las que se presentaron en la década de los noventa, y en 2007, con la crisis del sector hipotecario *subprime* de los EE.UU., y de ahí a la nacionalización de las deudas financieras privadas. Los costos de esta dinámica económica dirigida por las actividades financieras son muy altos en términos del crecimiento económico y distribución del ingreso a nivel mundial, si consideramos las bajas tasas de crecimiento del producto y las elevadas tasas de desempleo.

En la nueva arquitectura financiera dominada por los grandes consorcios financieros internacionales que tienen influencia en las decisiones de política económica y de política a nivel nacional e internacional (una verdadera oligarquía financiera), la volatilidad y fragilidad monetario-financiera se reproduce cíclicamente. La especulación y lógica financiera de *stop and go* han convertido el endeudamiento de las familias y las actividades especulativas en una de las principales fuentes de la acumulación de capital. Estas modificaciones son un medio de presión para que las empresas modifiquen sus estrategias corporativas, pues la presencia de los inversionistas institucionales como poseedores de acciones y la amenaza de *take-over* las obliga a garantizar el incremento de las cotizaciones en el mercado accionario, en detrimento de la expansión de la inversión productiva. Para ello, las empresas han tenido que modificar y adoptar nuevas estrategias corporativas, como cambios en su estructura de financiamiento y en sus objetivos de corto, mediano y largo plazo.

Este proceso de reestructuración macro y microeconómico dirigido por las actividades financieras, que implica la subordinación de las actividades productivas al objetivo de altos rendimientos financieros, se le ha denominado “financiarización de la economía”; que de manera más concreta se le ha definido en terminos generales, como el creciente predominio de los mercados financieros, las decisiones financieras y sus élites en la operación de la economía e instituciones de gobierno, tanto a nivel nacional como internacional (Epstein, 2001).

Bajo esta perspectiva, el objetivo de esta investigación es analizar los efectos que ha tenido el proceso de *financiarización* de la economía sobre los objetivos, estructura, estrategias de ganancia y decisiones de inversión de las grandes empresas en México. La investigación se guío por dos hipótesis generales. La primera sostiene que los mercados de capitales desregulados son por naturaleza, un mecanismo desestabilizador de la inversión, pues el precio de las acciones depende de las expectativas de los agentes financieros que se sustentan en convenciones no necesariamente ciertas sobre la situación particular de las empresas (información asimétrica e incertidumbre). La evaluación de las empresas

en estos mercados se convierte en un mecanismo de presión para el gobierno corporativo, el cual responde a las demandas de ingresos por parte de los accionistas y no al crecimiento de la empresa, desviando recursos, para obtener ganancias financieras; o recurriendo al endeudamiento, para sostener las expectativas de ganancia en el mercado financiero.

La segunda hipótesis afirma que en el actual contexto de liberalización y desregulación financiera, las empresas se ven incentivadas a modificar su estructura de endeudamiento y a invertir en activos financieros que les devenguen ganancias de corto plazo, más allá de obtenerlas por la vía del crecimiento de la inversión productiva. La demanda de inversión se ve afectada por la tasa de interés a través de la estructura de endeudamiento y de las ganancias especulativas. De manera que las estrategias para mantener la ganancia de las empresas por la vía financiera (inversión en activos financieros) y cotizaciones en el mercado bursátil tienen un efecto negativo sobre la tasa de acumulación. Lo que muestra la división existente entre la acumulación de capital y las cotizaciones en el mercado bursátil, es decir, lo que sucede en el sector financiero no refleja las condiciones del sector real.

Para desarrollar dicho objetivo hemos dividido el trabajo en seis capítulos. En el primer se expone de forma analítica los acuerdos institucionales que sentaron las bases del modelo productivo *fordista*. Dicha exposición se realiza desde una perspectiva histórica-institucionalista que nos permite entender, por un lado, la configuración del modelo de producción *fordista* y, por el otro, los efectos combinados de este modelo con los efectos de las políticas *rooseveltianas* que dieron origen al *Estado de Bienestar*. En el segundo capítulo se analizan los procesos de desregulación que se inician a finales de la década de los sesenta, así como su profundización durante las administraciones de Reagan y *Thatcher*, en los Estados Unidos de Norteamérica y el Reino Unido, respectivamente. Ello aportará elementos para entender las transformaciones en el modelo de acumulación de capital, concretamente el dominio de las actividades financieras sobre las actividades productivas. En el tercer capítulo se hace una revisión crítica de los

enfoques ortodoxos sobre la eficiencia de los mercados financieros, la estructura financiera de la empresa y la división de la propiedad y control corporativo. Dado que estos enfoques se han constituido en la justificación de los procesos de desregulación financiera, su revisión es importante. En el cuarto capítulo, a partir de una perspectiva heterodoxa sobre el fenómeno de la *financiarización* de la economía, se analizan los efectos del dominio de las actividades financieras sobre la estructura de endeudamiento de las empresas y su demanda de inversión. En el capítulo quinto se analizan los efectos de la liberalización financiera sobre las estrategias de financiamiento, composición de las ganancias y crecimiento de las grandes empresas no financieras de México; resaltando sus características particulares en términos de las redes corporativas mexicanas. Finalmente, en el capítulo seis se presentan los resultados econométricos del modelo de panel que se construyó, para medir los efectos de la *financiarización* sobre la estructura de deuda, ganancias e inversión de las grandes empresas cotizantes de la Bolsa Mexicana de Valores. Estos resultados empíricos a nivel microeconómico permitirán entender las transformaciones de la economía mexicana a nivel macroeconómico, así como las características del proceso de *financiarización* de nuestra economía, ya que en última instancia la empresa es la célula del sistema económico.

PRIMERA PARTE

MARCO HISTÓRICO E INSTITUCIONAL

TRASFORMACIONES EN EL MARCO INSTITUCIONAL: CAMBIOS EN EL MODELO DE ACUMULACIÓN DE CAPITAL Y EN LA ESTRUCTURA DE LA EMPRESA

CAPÍTULO I

LOS ACUERDOS INSTITUCIONALES Y EL *ESTADO DE BIENESTAR*. REGULACIÓN FINANCIERA Y ACUMULACIÓN DE CAPITAL

Los cambios registrados desde finales de la década de los sesenta en el sistema económico mundial, rompieron los acuerdos institucionales que habían dado continuidad al modelo económico de la posguerra. Concretamente, nos referimos a la crisis del modelo *fordista* de producción y a la creciente inestabilidad en los mercados financieros internacionales (ésta última, en parte provocada por los elevados déficits “gemelos” de los Estados Unidos de Norteamérica). Estos acontecimiento ponía fin a los llamados “treinta años gloriosos” del capitalismo mundial.

En los años posteriores a la Segunda Guerra Mundial, en un contexto internacional caracterizado por la estabilidad monetaria y cambiaria, los acuerdos institucionales que privilegiaron la inversión productiva como mecanismo de acumulación crearon las condiciones para que el modelo productivo *fordista* estadounidense, referente mundial del capitalismo desarrollado, se convirtiera en la base del crecimiento sostenido durante más de dos décadas. A ello se sumó el efecto multiplicador de las políticas keynesianas y del *Estado de Bienestar* que hicieron compatible la producción a gran escala con el consumo de masa, mediante la indexación de los salarios nominales a la productividad del trabajo.

En los primeros años de la década de los setenta, estas condiciones cambiaron radicalmente. En primer lugar, pierde dinamismo la productividad de la economía estadounidense; declive propiciado en parte por el mismo modelo de producción *fordista*, ya que la estructura productiva en que se basaba dicho modelo era poco flexible. La elevada integración horizontal y vertical de los procesos productivos que caracterizaba a las grandes empresas estadounidenses, les impidió a éstas adaptarse rápidamente a los cambios que exigía la fuerte competencia internacional. Esta inflexibilidad en la estructura productiva fue llevada al límite por el modelo *fordista*, con la implantación de una organización empresarial altamente jerarquizada que excluía a los trabajadores del proceso productivo. En segundo, las

innovaciones tecnológica y las nuevas formas organizacionales de las empresas lideradas por Japón, generaron una fuerte competencia en los mercados internacionales y el surgimiento de bloques regionales que se disputaban los viejos mercados europeos y del continente Americano. En tercer lugar, la rigidez del salario nominal y el incremento de la competencia de Europa y Japón en los mercados nacionales e internacionales generaron la acumulación de inventarios. Para evitar la reducción de sus ganancias, las empresas estadounidenses respondieron elevando sus precios; sin embargo, ello redundó en la contracción de su mercado.

Paralelamente, en los mercados internacionales de capital se incrementaba la liquidez estimulada por el desarrollo del mercado de eurodólares, que desde finales de los años 60's venía registrando un alto dinamismo, y el cual se vio magnificado en la década de los 70's, con el reciclaje de los recursos excedentes de los países exportadores de petróleo generados por los *shocks* petroleros de 1973 y 1974. La conjunción de estos factores, alimentó las presiones inflacionarias, en tanto la actividad económica se desaceleraba. A ello se sumó el alza en los precios de los alimentos, materias primas y energéticas; el efecto conjunto de estos factores provocó un incremento extraordinariamente en los costos de producción que haciendo inviable la continuidad del modelo productivo de la posguerra. Este escenario macroeconómico mundial fue denominado *estanflación*, para caracterizar la recesión económica acompañada de presiones inflacionarias.

En el contexto de la disolución de los acuerdos de Bretton Woods, la elevada incertidumbre que generaba la inestabilidad financiera en los mercados internacionales de capital, dada la fuerte volatilidad en las tasas de interés y tipos de cambio, se empieza a registrar un predominio de las actividades financieras extraterritoriales sobre las actividades productivas, así como de las operaciones especulativas. Esta tendencia se intensifica con las políticas de desregulación y liberalización del sistema financiero estadounidense, las cuales fueron seguidas por los gobiernos de Inglaterra y Canadá. Estas transformaciones indujeron cambios tanto en el diseño y operación de las políticas macroeconómicas como en la

estructura corporativa de las empresas de los países industrializados y en desarrollo.

1. Orden monetario internacional, acuerdos instituciones y *Estado de Bienestar*

Después de la Gran Depresión de 1929, el pensamiento económico ortodoxo perdió fuerza ante la incapacidad de este enfoque en general, y del gobierno republicano de los EE.UU. en particular, para enfrentar la especulación que provocó la crisis. Además, los efectos recesivos que provocó en toda Europa el retiro de capital estadounidense pusieron en entredicho los principales fundamentos del pensamiento económico clásico, en particular la tesis de que el libre mercado aseguraba el pleno empleo de los factores productivos y, por tanto, que la economía tendía por sí misma al equilibrio. La gravedad de la recesión, tanto por la caída del producto como por las elevadas tasas de desempleo a nivel mundial, obligaron a los gobiernos de los principales países industrializados a reconocer que sólo la intervención del Estado en la economía sería capaz de reactivar la economía. Asumiendo que dicha intervención no sería sólo coyuntural, esto es, para resolver la crisis, sino de manera permanente para garantizar el pleno empleo. Ello implicaba, tres cambios importantes respecto al anterior marco institucional que venía rigiendo la actividad económica. Primero, adoptar un nuevo acuerdo social que privilegiara la acumulación por la vía del sector productivo. Segundo, adoptar medida que asegurarán la distribución progresiva del ingreso a favor de la clase trabajadora, ya que ésta constituía una parte importante de la demanda agregada. Tercero, regular y supervisar las operaciones y actividades del sistema financiero sector financiero, con el objetivo de garantizar el financiamiento a las actividades productivas y prevenir las actividades especulativas.

Estas medidas dieron origen al *Estado de Bienestar*, que se encuentra en la base de lo que se dio en denominar el *New Deal*, que tenía como principal objetivo incidir en la recuperación de la economía estadounidense mediante tres directrices: ayuda directa, recuperación económica y reforma financiera. Roosevelt esperaba

que una vez superada la crisis, el Estado se retirara gradualmente de la economía, disminuyendo el déficit público y dejando las riendas al sector privado. Sin embargo, cuando a finales de 1936 se disminuye el gasto público ante la insistencia del bloque conservador, representado por el secretario del Tesoro Henry Morgenthau, la recesión económica resurgió casi de inmediato. Esto hizo evidente para Roosevelt, que el pilar de la recuperación económica era el gasto público deficitario.

Fundamentado en los principios keynesianos de demanda efectiva y gasto público contra-cíclico, el gobierno Rooseveltiano emprendió la construcción de un nuevo acuerdo social basado en una nueva dinámica de acumulación productiva. Al respecto, cabe mencionar que Keynes esboza en la *Teoría General* su concepción sobre la distribución, cuando analiza la propensión marginal a consumir, así como en las notas finales sobre la filosofía social, en donde se declara a favor de los imponer impuestos a las herencias y, finalmente, en su referencia a la eutanasia del rentista.

Para algunos estudiosos (Musgrave, 1973) el *New Deal* fue más allá de los argumentos de Keynes, ya que no solo proveyó y garantizó un sistema de seguridad social para la población estadounidense, con la creación del *Estado de Bienestar*, sino también estableció una Hacienda Pública distributiva y asignativa. En palabras de Musgrave: “las ideas de Keynes pueden dar apoyo a la Hacienda funcional, pero no a la Hacienda distributiva y asignativa. La intervención pública en la distribución de la renta y la asignación de recursos carece de justificación teórica en la macroeconomía de Keynes (Musgrave, 1973)”. Si bien en la *Teoría General* no aparece de forma explícita cómo se puede favorecer la distribución del ingreso mediante un incremento de los gastos de seguridad social, es evidente que la posición favorable de Keynes en torno a la participación del Estado en la economía constituye un punto de referencia obligado sobre el tema de la política fiscal activa, aunque no forzosamente de la política social (Díez, 2006). Además, la posición de Keynes sobre la necesaria instrumentación de políticas fiscales anti-cíclicas, significó una ruptura importante con el pensamiento neoclásico marginalista dominante durante las tres primeras décadas del siglo XX.

Bajo la influencia teórica de las principales tesis de la *Teoría General*, se diseñaron las políticas macroeconómicas del gobierno de Roosevelt, pues las mismas se sostenían en los principios de la demanda efectiva, el pleno empleo y la seguridad social. Ello exigía reformar las estructuras institucionales prevalecientes, para hacerlas coherentes con la nueva filosofía social. A nivel macroeconómico, las medidas que se adoptaron tenían como objetivo incrementar el empleo, dar rigidez a los salarios y fijar precios para evitar la incertidumbre del mercado. En el ámbito institucional, se favoreció la asociación y desarrollo de grandes industrias monopólicas, el establecimiento de organizaciones sindicales y convenios colectivos laborales, así como el inicio de las transferencias sociales.

Estos objetivos se codificaron en distintos planes y reglamentaciones, que en su conjunto conformaron el nuevo marco institucional que permitió el crecimiento económico estable y sostenido durante los treinta años posteriores a la Gran Depresión de 1929, acompañado de una mejora en la distribución del ingreso. Entre esta reglamentación destacan: la National Industrial Recovery Act (NIRA);¹ la National Recovery Administration (NRA), agencia pública que tenía como objetivo eliminar la competencia destructiva entre las industrias, mediante el establecimiento de normas y códigos de prácticas justas y establecimiento de precios;² la *Public Works Administration (PWA)*, entidad pública creada por el gobierno para ayudar a los trabajadores desempleados proporcionando fondos para la contratación de mano de obra en proyectos de obras públicas a escala masiva; la *Works Project Administration (WPA)* de mayo de 1935, cuyo objetivo era dar empleo a los desempleados estadounidenses en proyectos de obra pública; la *National Labor*

¹ Surge en 1933 y autorizaba al presidente de los Estados Unidos a regular la industria y permitir cárteles y monopolios. Así mismo, fomentó la recuperación industrial, autorizó la promulgación de códigos industriales de competencia justa, garantizó los derechos de las Uniones Comerciales, permitió la regulación de estándares de trabajo, reguló el precio de ciertos productos y su transportación, garantizó la organización colectiva de los trabajadores a través de los representantes que ellos elijan, y permitió el establecimiento de horas de trabajo máximas, salarios mínimos y condiciones de trabajo de las industrias cubiertas por los códigos.

² Esta reglamentación y códigos tenían como propósito favorecer a los trabajadores mediante el establecimiento de salarios mínimos, horas semanales máximas de trabajo, y precios mínimos a los cuales debían ser vendidos los productos de la canasta básica.

Relations Act (Wagner Act),³ la *Free Labor Standard Act (FLSA)* de 1938, cuyo objetivo era establecer un salario mínimo nacional y garantizar el pago de horas extras de ciertas actividades además de que prohibía el empleo de menores de edad; la *Social Security Act (SSA)* de 1935, que proveía beneficios a los retirados y desempleados, así como ayuda por fallecimiento;⁴ la *Federal Crop Insurance Corporation (FCIC)*, empresa gubernamental administrada por la Agencia de Administración de Riesgos del Departamento de Agricultura de los Estados Unidos, que administraba el programa de seguros de cosechas para los campesinos y entidades agrícolas; y la *Agricultural Adjustment Act (AAA)* de 1938, cuyo objetivo era regular la producción agrícola y pecuaria mediante subsidios y crédito. Esta ley permitió indemnizar a los campesinos que redujeron sus superficies cosechadas para estabilizar los precios agrícolas.

2. Regulación financiera y crédito dirigido. Las bases del crecimiento económico estable y sostenido

Una de las primeras decisiones de Roosevelt como presidente, fue precisamente la suspensión de la convertibilidad del dólar en oro, con lo cual eliminó lo que quedaba del patrón oro internacional. Posteriormente movilizó a su gobierno para la promoción y gestión de la recuperación económica nacional y reorganizó en detalle el sistema bancario estadounidense (Arrighi, 1999:335). Para Roosevelt era claro que el origen de la crisis de 1929 había sido la especulación; tal cual lo expresó en 1932, durante uno de sus discursos electorales: "... Una excusa, no la perdáis

³ Esta ley es puesta en marcha en Julio de 1935, en ella se establece la prohibición de las siguientes prácticas desleales de los empleadores: i) Interferir, ya sea mediante la restricción o el ejercicio de coerción sobre los derechos de los empleados; estos derechos incluían libertad de asociación, ayuda mutua o protección, auto-organización para formar, unirse o asistir a organizaciones laborales, organizarse colectivamente, organizarse para negociar salarios y condiciones de trabajo a través de los representantes elegidos por ellos mismos, y en cualquier otra actividad protegida con o sin sindicato; ii) Dominar o interferir en la formación o administración de cualquier organización laboral, discriminar a los empleados para realizar actos en apoyo de alguna organización laboral, discriminar a los trabajadores que testificaran o presentaran cargos, rehusarse a la negociación colectiva con el representante de los empleados; iii) Establece el derecho exclusivo para contratar a trabajadores que estuvieran sindicalizados.

⁴ Los pagos eran financiados a través de impuestos sobre los salarios de los trabajadores y las empresas. Además, otorgaba ayudas individuales, seguro de desempleo, ayuda a familias con hijos y servicios públicos de salud.

de vista, amigos míos, que el Presidente ha repetido en el discurso de aceptación de la nominación, la semana pasada. Los informes realizados por las naciones civilizadas de la tierra prueban dos hechos: en primer lugar, que la estructura económica de las otras naciones se ha visto afectada por la creciente ola de especulación en los Estados Unidos y que la disminución de nuestros préstamos al extranjero ha contribuido a generar un clima de miseria; en segundo lugar, que la burbuja de las quimeras estalló en primer lugar en su país de origen, los Estados Unidos (Roosevelt, 1932)”.

Esta ruptura con el sector financiero se expresó en la regulación de la *Banking Act* de 1933, mejor conocida como la *Glass Steagall Act*. Esta ley estaba conformada por un conjunto de reglamentaciones cuyo objetivo era hacer funcional el sistema bancario para la dinámica de crecimiento del sector productivo. Entre sus principales directrices, se encontraba la separación de la banca comercial de la banca de inversión, la regulación Q de los depósitos,⁵ la *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC), que establecía un seguro para los depósitos de ahorro; la *Securities Act* de 1933, que tenía como objetivo regular la compra y venta de acciones bajo la filosofía de transparencia de información para la toma de decisiones de los inversionistas; y la *Investment Company Act*, que tenía el mismo propósito de la ley anterior, pero en este caso se refería a la obligación de las compañías de inversión de actuar con transparencia en cuanto a su información corporativa.

Los argumentos a favor de la regulación surgían del conflicto de intereses entre los ahorradores y los bancos, ya que estos últimos podían invertir los ahorros especulando en distintas actividades financieras de alto riesgo. Además, se argumentaba que la función fundamental de los bancos era proveer de recursos a la inversión productiva, y que debía evitarse el desvío de dichos recursos hacia actividades especulativas. En el mismo sentido, se sostenía que, bajo una regulación laxa los administradores bancarios están más propensos a operar en actividades especulativas que les otorgan altas ganancias en el corto plazo, pero

⁵ La regulación Q establecía una tasa cero para las cuentas de cheques y establecía techos para las tasas de interés sobre los depósitos de ahorro.

que conllevan un elevado riesgo. Otra de las adendas importantes a esta reglamentación, que si bien no se da en 1936 sino hasta 1956, fue la creación de la *Bank Holding Company Act*, la cual tenía como objetivo separar las actividades de seguro y bancarias, prohibiendo explícitamente que las entidades bancarias pudieran generar contratos de seguro.

En su conjunto, la reglamentación sobre el sistema financiero tenía un carácter de supervisión y control sobre las actividades tanto del sector bancario como del mercado de valores. Por un lado, se controlaron y supervisaron las actividades bancarias para impedir que la banca de inversión colocara los recursos en operaciones especulativas en el mercado accionario, y al mismo tiempo se obligó a los bancos a financiar las actividades productivas. Por el otro, la reglamentación autorizaba a la Reserva Federal a establecer techos a los depósitos de ahorro, para obligar al sector bancario a competir mediante la variabilidad de su tasa activa, ya que se prohibía el pago de intereses en depósitos a la vista. De esta forma, se desincentivó la colocación de recursos líquidos en la banca. Además, las empresas debían poner a disposición de la comunidad inversora la información sobre sus estados financieros y situación de las mismas.

Bajo este nuevo marco regulatorio institucional, la conducta bancaria se alineaba a las necesidades de la acumulación de capital. Así, se desarrolló una fase expansiva del ciclo de acumulación en la economía de los Estados Unidos. La separación entre el sector bursátil y el sector bancario permitió controlar las actividades especulativas entre ambos, así como operaciones fuera de las fronteras nacionales. La dinámica del *New Deal* rooseveltiano no sólo aplicó las políticas macroeconómicas que indujeron la recuperación de la economía nacional, sino que liberó a las políticas estadounidenses de la subordinación de los intereses financieros privados de los mercados financieros de Londres y Nueva York.

3. El modelo de producción *fordista*. Los acuerdos institucionales y la estructura corporativa de la empresa.

Bajo el nuevo acuerdo productivo que dio origen al *New Deal*, la gran empresa estadounidense desempeñó un papel clave al permitir la formación y expansión de organizaciones sindicales, al mismo tiempo que aquéllas y éstos acordaban la rigidez del salario nominal, en el sentido de que los aumentos en éste estarían determinados por los incrementos en la productividad del trabajo. La reglamentación de la competencia monopólica permitió la expansión de la empresa estadounidense mediante la estrategia de integración vertical. Esta consistía en la concatenación de subprocesos de producción al interior de una misma empresa; esto es, desde el diseño hasta la producción de insumo y productos intermedios necesarios para elaboración del producto final. Esta estructura productiva de las empresas exigió una nueva organización gerencial de la empresa, ya que requirió la creación y gestión de múltiples divisiones y departamentos coordinados y controlados por una oficina central, donde cada división rendía cuentas a la dirección general. De tal forma que, se configuró una estructura gerencial jerarquizada, donde la toma de decisiones partía de la cima de la estructura, la cual concentraba el control, diseño y dirección de la empresa. Así, se configuró una estructura empresarial tecnocrática, controlada por una élite de directores, que John Galbraith denominó la clase de los directores, donde la responsabilidad de la empresa recae no en los individuos, sino en una estructura tecnocrática considerada como un todo (Díez, 2006: 29).

La estrategia de integración vertical permitió la internalización de los costos de producción, mientras que la concertación de contratos de largo plazo con proveedores no integrados directamente al proceso contribuyó a la disminución de los costos de transacción (Chandler, 1997; Williamson, 1964; Coase, 1926,). La combinación de esta estrategia y los acuerdos entre empresa, sindicatos y proveedores redujo la incertidumbre del mercado, pues los precios se estabilizaron y, por tanto, las empresas mantuvieron un nivel de ganancias estables debido a que *mark up* sobre sus costos no registró grandes variaciones.

Esta nueva estructura productiva y organizacional le permitió a la gran empresa estadounidense obtener altos niveles de ganancias, principalmente por la vía de las economías de escala y no por las de alcance⁶. En efecto, la producción de grandes volúmenes de productos estandarizados cuyo consumo estaba garantizado por el crecimiento del ingreso real de la clase trabajadora, le permitió a las grandes empresas americanas mantener una ganancia estable y posteriormente expandirse a los mercados internacionales. Por otro lado, los contratos colectivos y la relación directa con los sindicatos desempeñaron un papel central para que la clase trabajadora participara en la organización laboral al interior de la empresa. Esta relación entre empresa y trabajadores, mediada por el sindicato, explica en gran medida el incremento de la productividad del trabajo, así como la fuerza de los sindicatos para logrando la indexación del salario a dichos incrementos.

Bajo el modelo *fordista* de producción se continúa con la aplicación de los métodos de la organización científica del trabajo, al mismo tiempo que se profundiza la dependencia de la inversión respecto del dinamismo de la demanda, fundamentado en el compromiso salarial *fordista*, que postula que los asalariados tienen acceso a los 'dividendos del progreso'; esto es, a un reparto de los incrementos de productividad. En otras palabras, para que el régimen de acumulación intensiva centrado en el consumo de masa sea viable es necesario que los asalariados participen de los dividendos que se derivan de los incrementos de la productividad (Boyer, 2007: 83).

La compatibilidad entre la producción a gran escala y el consumo de masas solo fue posible después de que se disciplinó y reguló al sistema financiero, y con la instrumentación de las políticas distributivas sobre el ingreso de la clase trabajadora. Ello, conjuntamente con los programas sociales, aseguró un consumo mínimo para la sociedad estadounidense. Esta estrategia productiva se profundizó después de la Segunda Guerra Mundial, con la reconstrucción de Europa del este

⁶ Si bien la gran empresa americana, como las automotrices, por ejemplo, General Motors y Ford, estratificaba su producción, la gama de productos era reducida. En general, la mayoría de las grandes empresas basaban el incremento de sus ganancias en la reducción de costos, mediante el incremento del volumen de producción.

y la aceleración de la industrialización de los países en desarrollo, en particular los países de América Latina. Bajo este dinamismo, los límites al crecimiento de la producción y, por ende, a la expansión de las empresas estadounidenses, los constituían el crecimiento de la demanda efectiva y la productividad del trabajo.

En el contexto del dinamismo de los mercados internacionales de mercancías y la estabilidad financiera que se registraba en los mercados internacionales de capital, la estructura corporativa de la empresa se fortaleció con la separación de los mercados de capital y de crédito. La preeminencia de las bolsas de valores como mecanismo de fondeo favoreció la consolidación de la gran compañía por acciones, en tanto que los bancos aseguraban el financiamiento del capital de trabajo. Ello no implica que los bancos dejaran de ser una fuente importante para la acumulación de capital; por el contrario, la sincronización entre fondeo y financiamiento potenció el crecimiento de la industria estadounidense.

La elevada participación del capital accionario en las empresas fue configurando una estructura corporativa controlada por un grupo de accionistas y el Consejo de Administración; siendo el órgano supremo de éste el Consejo General de Accionistas. Para ser congruente con el marco institucional que dio origen al *New Deal*, que implicó la subordinación del sistema financiero al financiamiento de la inversión, los gobiernos corporativos de las empresas también se vieron obligados a asumir el objetivo del crecimiento por la vía de la inversión productiva. Al interior de la empresa podrían participar accionistas pertenecientes a grupos bancarios o a otras corporaciones financieras; sin embargo, tuvieron que alinearse a la búsqueda de la ganancia por la vía de la inversión. El mayor desacuerdo de los accionistas se presentó cuando tuvieron que aceptar ésta estrategia como única vía para maximizar la ganancia de la empresa y, por tanto, la proporción que de ésta les correspondería. Sobre esta pérdida del control corporativo por parte de los accionistas, que se manifiesta como el divorcio entre el capital y la actividad de la empresa, Berle y Means (1932) argumentan que: en la mayoría de los casos las empresas industriales se encontraban en manos de los *managers* que ejercían un control interno. Los propietarios, numerosísimos y poseedores de ínfimas parcelas de capital social en acciones de la empresa no tenían nada que decir y se

contentaban con pedir dividendos. El grupo de control al interior de las corporaciones, en general representado en el Consejo de Administración, mantuvo como objetivo el crecimiento de la empresa mediante la ampliación de su cuota de mercado; esto es, por la vía del incremento de la inversión productiva y, por ende, del volumen de producción, que implicó mantener una tasa de empleo estable.

4. El crecimiento de la economía mundial y los acuerdos de Bretton Woods.

En los años posteriores a la Segunda Guerra Mundial, las reformas y acuerdos del gobierno estadounidense se centraron en el ordenamiento y regulación de los mercados financieros internacionales, para, por un lado, impedir la libre movilidad del capital que provocaba inestabilidad en las monedas y, por el otro, evitar la competencia agresiva de otras naciones mediante la devaluación de sus monedas. En este marco, Bretton Woods fue la continuación por otros medios, de la ruptura de Roosevelt con las altas finanzas. Al respecto, Arrighi argumenta:

“En todos los anteriores sistemas monetarios mundiales, incluso el británico, los circuitos y las redes de las altas finanzas se habían hallado en manos de banqueros y financieros privados, que los organizaban y gestionaban con la intención de obtener beneficios. El dinero mundial era por consiguiente un subproducto de actividades concebidas para obtener beneficios. En el sistema monetario mundial establecido en Bretton Woods, por el contrario, la “producción” de dinero mundial era asumida por una red de organizaciones gubernamentales motivadas básicamente por consideraciones de bienestar, seguridad y poder: en teoría, el FMI y el Banco Mundial, en la práctica, el Sistema de Reserva Federal Estadounidense actuando de acuerdo a los Bancos Centrales de los aliados más próximos e importantes de los Estados Unidos” (Arrighi, 1999: 334).

En la constitución del nuevo sistema monetario internacional las posiciones más influyentes fueron evidentemente las de Estados Unidos e Inglaterra, aunque antagónicas. Por un lado, el Secretario del Tesoro Estadounidense Harry D. White, quien privilegiaba la estabilidad de precios sobre el crecimiento, presionó para que el control monetario lo tuviera la Reserva Federal y la divisa de reserva mundial fuera el dólar. White basaba esta postura en el hecho de que en los años posteriores a la Segunda Guerra Mundial, los Estados Unidos concentraban aproximadamente el 60 por ciento de las reservas de oro mundiales, además de que el gobierno de este país se había convertido en el acreedor del mundo al financiar a muchos países

durante el conflicto bélico. Por su parte, John Maynard Keynes como representante de Inglaterra, privilegiaba el crecimiento económico, el control de capitales y proponía el establecimiento de una moneda de reserva (Bancor) sostenida por una entidad supranacional. Sobre este aspecto, Kregel sostiene que:

“Más que una moneda internacional, Keynes recomendaba la creación de una Unión de Compensación que introduciría simetría en el proceso de ajuste. Los desequilibrios de la balanza de pagos podrían compensarse mediante esta unidad de cuenta la cual no podría ser comerciada por individuos en mercados privados [...] Los gobiernos estarían de acuerdo en implementar coordinadamente políticas de ajuste simétricas mediante acuerdos que involucraran acciones simultáneas para restablecer el equilibrio en los países deficitarios y superavitarios. El objetivo era un sistema en el cual los costos del ajuste se distribuyeran por igual en todos los países, entre capital y trabajo, porque ello permitiría mantener el pleno empleo y la demanda global” (Kregel, 2010: 4-5)

De acuerdo con Keynes, el factor que permitiría establecer un régimen de paridades fijas era el control de los flujos de capital; en el siguiente párrafo queda clara su posición al respecto:

”La libre movilidad de capitales es una parte esencial del viejo sistema de *laissez faire*, el cual asume que es correcto y deseable tener una igualación de las tasas de interés en todas partes del mundo. Es decir, si la tasa de interés la cual promueve el pleno empleo en Gran Bretaña es menor que la de Australia, no existe razón de que esta situación conduzca a que los ahorros británicos totales sean invertidos en Australia, solamente por las diferentes estimaciones del riesgo, mientras que la tasa de equilibrio en Australia tenderá a la británica. En mi punto de vista, la entera administración de la economía doméstica depende de la libertad para tener una tasa de interés apropiada sin referencia a cualquier tasa prevaleciente en el mundo. El control de capital es el corolario de esto” (Keynes, 1942:149).

De lo anterior se deduce que, para Keynes el control de los flujos de capital es un elemento clave para la autonomía monetaria nacional, porque consideraba que el bajo un sistema de paridades fijas con movilidad de capital, el manejo de la tasa de interés quedaba subordinado al tipo de cambio fijo. Además, Keynes señalaba que si bien el Banco Central tenía la capacidad de fijar la tasa de interés, esto es, la naturaleza exógena de la tasa de interés, por lo general, la autoridad monetaria cedía ante las exigencias del capital internacional. En última instancia, esto reducía el poder del Banco Central para fijar el nivel de la tasa de interés internas y, por tanto, hacía que la tasa de interés fuera semi-endógena o semi

exógena. Por el contrario, bajo un sistema monetario con controles de capital es posible mantener fijo el tipo de cambio con autonomía de la tasa de interés. En otras palabras, el Banco Central podría establecer una tasa de interés exógena que respondiera a las necesidades del crecimiento y pleno empleo nacionales.

A pesar del realismo de los argumentos de Keynes y de que en las negociaciones se consideró el control de capitales como premisa, con la imposición del dólar como moneda internacional la responsabilidad del control del dinero mundial fue delegado a las instituciones supranacionales funcionales a los intereses de Washington. Es evidente que la posición privilegiada de los Estados Unidos y, por tanto, del dólar, en las negociaciones sobre la conformación de los Acuerdos de Bretton Woods fue posible por la posición hegemónica de este país en la economía mundial, tanto en lo económico y financiero, como a nivel tecnológico (Lipietz, 1992).

El triunfo del dólar como moneda mundial derivó en la llamada paradoja de Triffin, que se refiere al hecho de que al quedar el dólar en una paridad fija con respecto al oro, los Estados Unidos tendrían que revertir su posición de acreedor a deudor internacional. Además de que tenía que incurrir en posiciones deficitarias en su balanza de pagos para compensar la demanda de liquidez internacional. Sin embargo, al sobrepasar el crecimiento de la economía mundial el nivel existente de reservas de oro, hacia principios de la década de los setenta, la fragilidad del dólar y de su paridad fija con respecto al oro se hizo evidente. En la puesta en marcha de los Acuerdos de Bretton, el dólar representó una paridad fija en relación al oro de 35 dólares por onza, a la cual todas las monedas tendrían que fijar su tipo de cambio con un porcentaje de variación (1 por ciento). El Fondo Monetario Internacional (FMI) podía autorizar devaluaciones por no más del diez por ciento, además de que estaba facultado para prestar recursos a las naciones miembros en caso de desequilibrios temporales. Pero, dichas reservas sólo se prestarían si el país en cuestión aceptaba las condiciones de política económica diseñadas por el mismo FMI, para eliminar sus déficits y generar ganancias de tipo de cambio para repagar el préstamo. Las medidas de dicha política se fundamentaban en el enfoque monetario de la balanza de pagos, incluyendo el cambio en la absorción y el gasto;

esto es, contraer el gasto doméstico e introducir ajustes en el tipo de cambio cuando fuera insuficiente el ajuste en el ingreso (Kregel, 2010:5).

Como ya lo había planteado Keynes, las políticas de ajuste basadas en la contracción del gasto público provocaron efectos asimétricos; de tal forma que el sistema de Bretton Woods seguía manteniendo las asimetrías al interior del patrón oro, ya que a los países superavitarios no se les aplicaban restricciones. El mecanismo de ajuste implicaba que los países deficitarios restringieran su crecimiento para alcanzar un balance equilibrado, mientras que los países superavitarios no estaban obligados a reducir sus superávits. Ello, en general, implica una disminución del empleo a nivel de economía mundial (Kregel, 2010).

Bajo estas políticas, el sistema de Bretton Woods inicia su funcionamiento en 1945, siendo su garante el FMI, quien funcionó parcialmente hasta inicios de la década de los 50's, debido a que hasta entonces se establece la convertibilidad de las monedas. Esta tardanza se explica en parte por la precaria situación de los países europeos después de la Segunda Guerra Mundial, que impedía restablecer la convertibilidad de su moneda con respecto al dólar debido a que su capacidad de exportación casi nula y sus necesidades de importación eran enormes y sus reservas estaban agotadas. Ante la insuficiencia de medios de pago, los países europeos reservaban los escasos dólares para las importaciones vitales provenientes de Estados Unidos. Para que estos países iniciaran y aceleraran su reconstrucción y crecimiento económico era necesaria la inyección extraordinaria de recursos financieros extraordinarios para contrarrestar la fragmentación de los intercambios. Ante la magnitud de dicho requerimiento, los recursos del FMI eran insuficientes para hacer frente a sus necesidades de liquidez (Aglietta, 2002:37).

En esta coyuntura económica, y dado el contexto geopolítico bipolar que se configuró a nivel mundial como resultado de la Segunda Guerra Mundial, Estados Unidos optó por generar mecanismos y políticas de ayuda para las naciones europeas en proceso de reconstrucción. Su interés no fue altruista, ya que la era evidente que la colocación de sus excedentes comerciales y financieros requería de la ampliación del mercado a nivel mundial. En este sentido, la recuperación y

crecimiento de los mercados europeos garantizaban la colocación de la producción e inversiones provenientes de los EE.UU. Además de consolidar la hegemonía del dólar como moneda de reserva. Por otro lado, aseguraba la expansión del capitalismo a nivel mundial, frente al bloque socialista liderado por la ex Unión Soviética. En este contexto, se crea el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF), que al igual que el FMI, no tuvo la capacidad financiera para cubrir las necesidades de liquidez, por lo que fue necesario implementar el Plan Marshall, el cual representó veinte veces la capacidad de préstamo del FMI (Aglietta, 2002). Ello explica que sea hasta 1950, con la creación de la Unión Europea de Pagos (UEP), cuando se restablece la convertibilidad.

Así, los acuerdos de Bretton Woods posibilitaron la estabilidad cambiaria que favoreció durante casi tres décadas el crecimiento de la economía estadounidense, la recuperación de las economías europeas en un entorno bipolar caracterizado por la Guerra Fría y el despliegue de la estrategia económica y geopolítica de los gobiernos de los Estados Unidos de Norteamérica para expandir su dominio hacia los mercados europeos y de Japón. Esta estrategia también incluyó a los países en desarrollo, como los latinoamericanos que aceleraron su proceso de industrialización bajo los programas de “ayuda” financiera del FMI y la oleada de inversión extranjera directa.

5. El colapso del sistema Bretton Woods: La expansión de la liquidez internacional y la inestabilidad monetario-financiera.

A finales de la década de los cincuenta, la liquidez creada a auspicio de las instituciones financieras al margen del FMI, conjuntamente con la movilización de los recursos de los excedentes petroleros de la URSS depositados en Londres, pusieron en marcha el mercado de eurodólares cuyo desarrollo permitió a la banca comercial expandir sus actividades extraterritoriales fuera de la regulación de la Reserva Federal; esto es, sin seguro de depósito, inspección bancaria, reservas fraccionales, techos a las tasas de interés, etc.

En un ambiente de alta liquidez en los mercados financieros europeos e intensificación de los flujos comerciales en los mercados internacionales de mercancías, los controles de capitales resultaron parcialmente eficaces, ya que no impedían a las grandes empresas desarrollar operaciones financieras significativas mediante los créditos comerciales y las condiciones de pago, en particular a través de las inversiones directas o en cartera de Estados Unidos en Europa. Este tipo de operaciones que se registraban como comerciales, pero que en realidad eran operaciones financieras, crecieron a un ritmo acelerado, debido a que los bancos americanos asumieron el papel de intermediario financiero multilateral pidiendo préstamos en dólares a corto plazo en el extranjero para suministrar los créditos a las multinacionales americanas (Aglietta, 2002: 41).

Este tipo de operaciones redituó altas ganancias tanto a los bancos americanos como a los inversionistas del mercado de eurodólar. La dinámica de éste mercado era una señal de que el control de la liquidez volvía a manos de los intermediarios financieros privados, debido a las limitantes e ineficiencia de instituciones monetario-financieras supranacionales de supervisión y control, como el FMI. Los intermediarios financieros privados norteamericanos y europeos especularon con el sistema de tipo de cambio fijo pero ajustable. De esta forma, con el surgimiento y dinamismo de los mercados de eurodólares se reestableció el dominio de la *City* de Londres como el principal centro de algunas actividades relacionadas con las finanzas internacionales. Dichas actividades estaban relacionadas con las operaciones de los bancos estadounidenses que consistían en tomar depósitos de sus sucursales en Londres (Franco, 2004:4).

En consecuencia, el avance en materia de supervisión y control de los mercados financieros que se logró con el establecimiento del sistema de Bretton Woods, ya que eliminaron el control de los centros financieros privados (Nueva York y Londres) sobre la moneda internacional, con el surgimiento y expansión de los euromercados dicho control les fue devuelto, en particular a los intermediarios financieros de Londres.

Las operaciones basadas en instrumentos bancarios, en la medida que permitían el reciclaje y creación de dólares en Europa⁷ se convirtieron en una fuente importante de liquidez a nivel internacional. Ello, y la especulación con los tipos de cambio, cuestionó la viabilidad del dólar como moneda de reserva, ya que, para mediados de la década de los sesenta, tanto esta moneda como la libra esterlina mostraban signos de debilidad. Al respecto, cabe mencionar que para 1959 el stock de oro de la Reserva Federal era igual a las transacciones en dólares; sin embargo, dicho stock inicia una tendencia a disminuir como consecuencia del incremento de los déficits gemelos (fiscal y de balanza de pagos) de los Estados Unidos.

Esta situación que se presentó desde los primeros años de la década de los 1950's y hasta la década de los 60's, confirmaba la paradoja de Triffin, y evidenciaba la contradicción con que había nacido el sistema monetario de Bretton Woods. Como lo había predicho Triffin, a medida que aumentaba el volumen del comercio internacional crecía la demanda por una unidad de cuenta y un medio de pago único para bajar los costos de transacción. El problema estriba en que esa unidad de cuenta y ese medio de pago, al ser un *pasivo* del gran país deficitario funcionaba mal como reserva de valor, porque hay cada vez *menos* oro respaldando cada vez *más* dólares. La solución de Triffin era crear nuevos instrumentos de liquidez internacional, para cumplir todas las funciones del dinero

Siendo Estados Unidos el país que concentraba la mayor proporción de la demanda efectiva mundial, sus empresas empezaron a perder parte de su propio mercado frente a la fuerte competencia de las empresas europeas y japonesas. Ello impidió a Estados Unidos revertir su posición deficitaria internacional y, por tanto, profundizó el deterioro del dólar como moneda fuerte. En esta situación, el valor del dólar dependía de la disposición de los países acreedores a mantener sus tenencias de dólares, esto es, no presionar a la Reserva para convertirlos en oro. Sin embargo, no todas las naciones europeas estaban dispuestas a hacerlo, siendo Francia el

⁷ Uno de los principales instrumentos fueron los fondos federales, que eran básicamente préstamos interbancarios que permitían a los bancos fondearse antes de recurrir a las reservas de la FED. Entre otros instrumentos estaban también el papel comercial, los certificados de depósitos y las aceptaciones bancarias.

caso más representativo, ya que estaba en desacuerdo con su política bélica inflacionaria financiada con un creciente déficit.

En un clima de inflación y crecimiento de la liquidez mundial, los Estados Unidos se vieron obligados a abandonar unilateralmente la convertibilidad mantenida durante 25 años. A inicios de 1970, la cobertura de oro pasaba del 55 al 22 por ciento; ello, y las presiones de Francia para hacer efectiva la convertibilidad, llevaron a Nixon a declarar en 1971, la no convertibilidad del dólar-oro, con el Smithsonian Agreement⁸. Esta decisión marcaba el fin de los acuerdos monetarios de Bretton Woods, los cuales son abandonados en 1973. Previo a estos años, la paridad del dólar con respecto al oro pasa de 44.20 dólares por onza en 1971, a 70.3 dólares por onza en 1972.

Con el fin del sistema de tipos de cambio fijos reaparecen la inflación y el desempleo, y con ello, la incertidumbre y la inestabilidad en los mercados financieros internacionales. Bajo estas circunstancias, y desde la perspectiva teórica ortodoxa, la única forma de resolver la paradoja de Triffin era mediante la flotación de los tipos de cambio y la liberalización de los tasas de interés a nivel internacional, para ajustar los elevados déficit que presentaban las mayoría de las economías industrializadas y en desarrollo. De acuerdo con esta visión, debían atraerse flujos de capitales externos mediante la instrumentación de políticas monetarias restrictivas basadas en incrementos en la tasa de interés y devaluaciones de la moneda doméstica, para inducir la reducción del déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos. Así, mediante la contracción de la demanda agregada interna y la disponibilidad de capitales externos e inversiones financieras privadas de corto plazo, que dependen del diferencial de tasas y de las expectativas, los gobiernos podrían financiar los déficits comerciales en el corto plazo.

⁸ Ante la insuficiencia de las reservas federales para mantener la paridad oro-dólar, en agosto de 1971, Richard Nixon declara la abrogación de la convertibilidad oro-dólar. En diciembre se devalúa el dólar; dejando sin efecto buena parte de los Acuerdos de Bretton Woods. El sistema de tipos de cambio fijos es sustituido por tipos de cambios flexibles y fluctuantes; permaneciendo el dólar como moneda de reserva mundial, pero ahora sin restricción metálica.

En el marco de los efectos de las políticas de desregulación y liberalización del sistema financiero estadounidense instrumentadas en los primeros años de la década de los 70's, políticas que fueron seguidas por Inglaterra y Canadá, y posteriormente por la mayoría de las economías, las medidas monetarias restrictivas y los flujos de capitales de corto plazo condujeron a la gradual sobrevaluación de los tipo de cambio. La combinación de estos factores profundizaron los déficit de cuenta corriente, debido a la caída de la competitividad de las exportaciones y el incremento en el nivel de precios internos derivado de los efectos que provocan los flujos de capitales de corto plazo sobre la base monetaria. Si bien estos flujos permiten financiar en el corto plazo el déficit en la cuenta corriente, también son una fuente generadora de inestabilidad debido a su alta elasticidad respecto a las variaciones en el diferencial de tasas internas respecto a las externas.

La inestabilidad monetario-financiera, con la consecuente incertidumbre sobre el comportamiento futuro de la economía mundial, alimentó las operaciones especulativas y la autonomización del capital financiero en su búsqueda por una mayor valorización del capital en la esfera financiera. En este marco, se desarrollan los mercados de derivados y opciones con instrumentos monetarios y financieros, como productos financieros para cubrirse del riesgo que implica la volatilidad de los tipos de cambios y tasas de interés. El dinamismo de este mercado se sostiene en gran medida en operaciones especulativas con divisas, y donde los inversionistas institucionales, como los fondos de pensiones, las compañías de seguros y los fondos de inversión, son los principales participantes. Aprovechan las ventajas del arbitraje internacional, en estos mercados se obtienen elevadas ganancias financieras. Al respecto, cabe recordar que en 1971, surge el *Forex Exchange Market*, que actualmente es uno de los mercados de valores y derivados más importante a nivel mundial. En ese año, este mercado era totalmente extrabursátil

porque todas sus operaciones se realizan fuera del ámbito de las bolsas de valores formales; es decir, era un mercado al margen de toda regulación⁹.

Bajo tipos de cambio flexible y libre movilidad de capitales, el papel del FMI en materia de financiamiento de los déficits externos de los países quedaba fuertemente limitado. A ello se sumaban los efectos desestabilizadores que generaba la salida de los flujos de capital de corto plazo, ante cambios en el diferencial de tasas de interés provocados por disminuciones en las tasas de interés internas. Además, cabe resaltar que los apoyos financieros que otorgaba en FMI ante crisis de balanza de pagos y/o elevados déficits fiscales seguían estando condicionados a la aplicación de políticas económicas restrictivas, como se establecía bajo el sistema Bretton Woods.

La evidencia empírica mostró que estas políticas no sólo no revertían los desequilibrios externo y fiscales, sino, todo lo contrario, los profundizaron, debido a que el ajuste se lograba mediante la contracción de la demanda agregada. Y, por tanto, en un bajo crecimiento económico y altas tasas de desempleo. Así, a partir de la década de los setenta, las crisis de balanza de pagos en general, y de los países en desarrollo en particular, no solo estarían asociadas a los desequilibrios estructurales, sino también, y cada vez en mayor medida, a la inestabilidad y crisis financieras. A ello se suman los efectos recesivos de las políticas restrictivas que sigue aplicando el FMI, para corregir los desequilibrios macroeconómicos, a pesar del nuevo contexto monetario-financiero internacional (Kregel, 2010).

⁹ A estos mercados se les denomina Over The Counter (OTC por sus siglas en inglés). Los mercados OTC son mercados de instrumentos financieros: acciones, bonos, derivados, etc., cuyas negociaciones se realizan fuera del ámbito de las bolsas de valores formales, como NYSE, AMEX. Las negociaciones se realizan mediante "market makers", es decir, empresas que poseen los activos financieros que se intercambian en el mercado OTC y establecen el precio de "bid" y "ask". Los agentes de bolsa siempre quieren vender una acción por el precio mínimo de venta en el mercado en ese momento (*ask*); por el contrario, el poseedor de una acción que quiere venderla presionará para venderla al precio más alto en ese momento (*bid*). La diferencia que existe entre un precio y el otro, es decir, entre el *bid* y el *ask*, se denomina diferencial (*spread*), que equivale a un margen que normalmente opera a favor del agente bursátil. De modo que, en el mercado de valores los llamados *market makers* (OTC) los especialistas pueden comprar las acciones del público al precio que marca en ese momento el *bid*, y venderlas al precio que marca el *ask*

6. Transformaciones microeconómicas. El modelo de producción pos-fordista y la nueva estructura productiva y financiera de las empresas.

Después de la Segunda Guerra Mundial y hasta mediados de la década de los sesenta, el modelo de producción fordista redujo la concentración en la distribución del ingreso en los Estados Unidos. Este proceso se detiene en la segunda mitad de dicha década, ante la incapacidad tecnológica del modelo fordista de producción para adaptarse a un entorno internacional altamente competitivo y diversificado. Asimismo, la estructura rígida y altamente jerárquica de la organización de la empresa se convirtió en un obstáculo para el desarrollo de las capacidades de innovación y creativa de los trabajadores. Ello repercutió en una caída de la productividad del trabajo y en las condiciones laborales. Al respecto, Lipietz describe esta problemática en el siguiente párrafo:

“El motivo más profundo fue el hecho de que los principios tayloristas se rebelaron: los principios en sí mismos, es decir, la separación de la organización científica del trabajo, del trabajo sin calificación, fue la fuente de la caída de las ganancias de productividad. La mayoría de los trabajadores estuvieron formalmente excluidos de la pelea por la productividad y de la calidad del producto [...] De esta manera, la crisis del modelo de desarrollo fordista debe ser vista primariamente como una crisis por el lado de la oferta, es decir, una crisis del proceso de trabajo, porque el trabajador es deshumanizado y se vuelve ineficiente” (Lipietz, 1992: p. 16-17).

Si bien la caída de la productividad del trabajo tuvo su origen en el proceso de trabajo, a ello también contribuyó el cambio de alianzas entre los sectores empresarial y financiero. El vínculo que se estableció entre estos dos sectores durante y después del conflicto bélico, tuvo como objetivo limitar a la clase obrera en la distribución de los beneficios de la empresa. La nueva alianza de la clase industrial con la clase financiera se reflejó en oposición de la clase empresarial para que los trabajadores se involucraran de forma directa en el proceso productivo. Así que, cuando la productividad empieza a disminuir los empresarios optaron por la salida fácil, la disminución de las condiciones salariales. La *Taft Harley Act* de 1947 es una muestra de la posición de la clase empresarial, pues esta ley buscaba, en lo general, la flexibilización del trabajo y el debilitamiento de los sindicatos (por ejemplo, la prohibición del *Closed Shop*), y en lo particular, derogar los logros obtenidos por la clase trabajadora que habían quedado codificados en la *Wagner*

Act de 1937. En algunos casos, la lucha contra el movimiento obrero llevó a algunos sectores de empresarios conservadores a calificar a los trabajadores de comunistas; creando un clima opresivo en las relaciones laborales

En un contexto de fuertes presiones inflacionarias derivadas de la Guerra de Corea 1950-1953, y la reducción de la tasa de ganancia de las empresas, en la década de los 60's, se manifiestan los primeros signos de debilitamiento de la política de crédito fácil (1953-1954) que había contribuido a incrementar el consumo de las familias estadounidenses. Paralelamente, el gasto público social en general, y de forma específica el gasto en programas de ayuda social, que eran un componente indirecto importante del salario, así como el compromiso salarial institucional empiezan a ser cuestionadas por considerarlos obstáculos para la acumulación de capital.

De acuerdo con Boyer (2007), estos fueron los factores que propiciaron la caída de la productividad del trabajo, que aunada a la aguda competencia extranjera, condujeron a la crisis del modelo fordista. En sus palabras:

“Los *veinte años dolorosos* (las décadas de 1970 y 1980) manifiestan la salida de este régimen bajo el efecto de la conjunción de diferentes cambios. El fenómeno determinante es la fuerte desaceleración de los incrementos de productividad, resultante de la casi desaparición de los rendimientos de escala debido a la llegada a la madurez de las industrias fordianas, este fenómeno es espectacular en Estados Unidos y se propaga luego a los otros países industrializados. [...] (Las) estrategias de liberalización refuerzan la competencia en escala internacional y doméstica, lo que vuelve sobre los determinantes de la inversión: la ganancia más que la demanda doméstica que emana de los asalariados, más aún en la medida en que las economías nacionales se abren al comercio internacional y después a los movimientos de capitales. De donde una fuerte desaceleración del crecimiento y encadenamientos coyunturales que rompen con los treinta años gloriosos y apelan a intervenciones repetidas de los poderes públicos para controlar una inestabilidad recurrente y, sobre todo, reformar las instituciones heredadas de la post-segunda guerra” (Boyer, 2007:p.83)

Bajo un contexto internacional marcado por mercados financieros desregulados, libre movilidad de capitales, una fuerte competencia en los mercados de bienes e innovaciones organizacionales, las grandes empresas iniciaron procesos de internacionalización de sus capitales mediante la estrategia de fusiones y adquisiciones. Esta estrategia tenía como objetivos enfrentar la fuerte

competencia por el control de los mercados internacionales, por un lado, e inducir cambios en el proceso productivo tendientes a flexibilizar los mercados laborales para disminuir los costos de producción por el lado de los salarios, por el otro. Ante estos cambios, la gran empresa estadounidense verticalmente integrada y gerencialmente jerarquizada, dejó de ser un modelo productivo eficiente y competitivo comparado con el modelo de producción europeos y japonés, que se caracterizaban por innovaciones tecnológicas flexibles y una nueva estructura organizacional de las empresas basada en el vínculo directo de los trabajadores y empleados en el proceso productivo y en principios productivos de “cero inventarios”, “justo a tiempo”, etc.

La primera etapa de la reestructuración de la empresa fordista implicó el tránsito de una estructura rígida integrada verticalmente hacia una estructura integrada horizontalmente más flexible tanto al interior como al exterior de su territorio. La eliminación de departamentos enteros y, en consecuencia, de los costos económicos derivados de la contratación formal y directa de trabajadores, pero manteniendo el monopolio del diseño y marca del producto, las grandes empresas liberaron recursos económicos para ser invertidos en actividades distintas a la actividad productiva, como inversiones financieras. En este conjunto de transformaciones, la subcontratación de trabajo cumplió un papel clave tanto en la disminución de costos, como en la liberación de recursos. Se suponía que nueva estructura flexible le permitiría a la gran empresa adaptarse a las agresivas prácticas de competencia internacional, a las variaciones en la demanda y a la inestabilidad de tasas de interés y tipos de cambio.

El proceso de fusiones y adquisiciones que se inicia entre las grandes empresas de los países industrializados, tal es el caso de las empresas automotrices, implicó cambios en la forma de vinculación tradicional por la vía de la inversión extranjera con los países en desarrollo. En estos países también registran cambios radicales en la estructura de las grandes empresas. Por un lado, se desata una oleada de adquisiciones de grandes empresas locales por consorcios transnacionales. Por el otro, se trasladan filiales de las grandes empresas extranjeras a estos países para reducir sus costos de producción y evadir impuestos

y restricciones ecológicas en sus países de origen. Otra estrategia consistió en asignarle a empresas pequeñas y medianas de los países en desarrollo, las etapas de ensamblaje y/o de escaso valor agregado.

Bajo este contexto, surgen a nivel internacional dos estrategias de crecimiento, La *export led* y la *consume led credit driven* (Boyer y Freyssenet, 2003; Kregel, 2010; Stockhammer, 2009). La *export led* fue adoptada por las economías cuyo principal mecanismo de crecimiento es el sector exportador o que mantienen en su territorio las actividades relevantes de la elaboración del producto, esto es, la actividad generadora de valor agregado y el diseño del producto (*know how*). En este modelo se distinguen dos variantes: i) el exportador precio, se caracteriza por aprovechar las ventajas de la mano de obra excedente en la elaboración de productos de gama baja, entendiéndose por ello productos estandarizados en comparación con otros productos sustitutos de mayor calidad, precio, características particulares, incluso por aspectos de estatus social relacionados con la marca. Estos productos son producidos a costos bajos y, por ende, vendidos a precios muy competitivos; este es el caso de los bienes producidos en los países asiáticos; y ii) el exportador especializado, que explota las ventajas del trabajo especializado e intensivo en capital; un ejemplo de ello son las mercancías producidas en Alemania y Japón. Por su parte, la *consume led credit driven* privilegia el crecimiento de la inversión mediante la ampliación del crédito al consumo y crecimiento de los precios bursátiles. Este modelo se diferencia del modelo que sostuvo el crecimiento de la inversión en Estados Unidos durante la posguerra, pues este modelo fue financiado mediante el gasto público y la redistribución del ingreso.

Ambas estrategias se han difundido a nivel internacional, y explican en gran medida los desequilibrios de las balanzas comerciales entre los países industrializados y en desarrollo. Mientras que los exportadores venden sus productos a las economías consumidoras, las financian al mismo tiempo con su acumulación de divisas y la inversión de ellas en deuda soberana. La relación entre flujos de exportación y consumo depende del financiamiento bancario de este último, pues el ritmo del crecimiento económico y la generación de empleo ha disminuido a nivel mundial. De ahí que los flujos de capitales estén creciendo a

una tasa mayor que los flujos de mercancías. En consecuencia, el límite del crecimiento de las economías consumidoras dependerá no sólo del crédito al consumo que otorgan sus sistemas bancarios, sino también de su capacidad de pago (que depende de las variaciones y distribución de ingreso) y de la disposición de los países excedentarios para continuar financiándolos. Asimismo, dicho límite se verá influido por la estrategia de crecimiento que cada país adopte, esto es, basada en el mercado interno (*domestic consume led*) o en el mercado externo (*export led*) (Kregel, 2010)

CAPÍTULO II

LA LIBERALIZACIÓN FINANCIERA Y LAS TRANSFORMACIONES EN LA ESTRUCTURA CORPORATIVA DE LA EMPRESA

El colapso del sistema de Bretton Woods en la práctica, no significó la libre flotación de las monedas, pues la mayoría de los gobiernos adoptaron medidas para evitar fluctuaciones bruscas del tipo de cambio. De ahí que éste pasará a desempeñar un papel clave como instrumento de la política económica tanto en los países industrializados como en los países en desarrollo. Esto fue así, debido a que, si bien el arbitraje de los mercados permite cierta flexibilidad al tipo de cambio, bajo libre movilidad de capitales, dicho arbitraje no conduce a valores de equilibrio del tipo de cambio real.

La inestabilidad financiera y la aguda recesión económica a nivel mundial, en parte provocadas por las políticas fiscales y monetarias restrictivas que instrumentaron la mayoría de los países para contener las presiones inflacionarias, alimentaron la alta volatilidad de las tasas de interés y los tipos de cambio que se registró durante toda la década de los sesenta. Así, ante la inexistencia de una norma de equilibrio corriente, como lo fue la relación oro-dólar, la determinación o definición de un tipo de cambio de equilibrio se volvía muy compleja y difícil, ya que esto dependía de la decisión y preferencias de los gobiernos nacionales (Aglieta, 2002: 63). Y, ello dependía de sí el tipo de cambio era o no el principal mecanismo de transmisión de la política monetaria, de la orientación de su política de comercio exterior, de la situación de su balanza de pagos en general, y de su balanza en cuenta corriente en particular, etc.

1. La desregulación financiera y el incremento de la liquidez en los mercados financieros internacionales

A lo largo de la década de los ochenta, en un ambiente marcado por la aplicación de políticas de ajuste macroeconómico para sanear las finanzas públicas y controlar la inflación, así como fuertes críticas sobre la políticas fiscales

expansivas que se aplicaron hasta los primeros años de la década de los setenta, los banqueros estadounidenses presionaron al gobierno para que se avanzara en la desregulación y liberalización del sistema financiero iniciada en los primeros años de la década de los setenta. En concreto, pedían la derogación de la *Glass-Steagall Act*, argumentando que los bancos miembros de la Reserva Federal competían en desventaja ante las instituciones financieras que no estaban reguladas por ella; como prueba de ello, los banqueros señalaban la pérdida de mercado. Al respecto, cabe mencionar que el porcentaje de activos financieros en posesión de los bancos pasó 50% en 1950, al 25% a finales de los ochenta. Los bancos habían disminuido su participación tanto en el mercado de depósito, como consecuencia de los cambios en las cuentas de dinero de los mercados no regulados, como el mercado de préstamos industriales y comerciales (papel comercial).

Cabe recordar que la misma regulación de la *Glass-Steagall Act* había puesto en desventaja a los bancos ante los *Non Banks*¹⁰ y los *pools* de inversiones, como los fondos mutualistas, quienes ofertaban portafolios de inversión con mayores rendimientos a los ofrecidos por los bancos. De esta forma, los bancos comerciales se encontraban en desventaja en su nivel de rentabilidad tanto en el mercado de crédito como en el de depósitos.

Con la promulgación en 1980, de la *Depositary Institutions Deregulation and Monetary Control Act* se inicia la desregulación bancaria en los EE.UU., pues ella Ley implicó la derogación de la regulación “Q” que había permitido a la Reserva Federal establecer techos a los depósitos de ahorro y prohibir a los bancos pagar interés en los depósitos a la vista. Con estas medidas se dejaba en libertad a los bancos para que establecieran su margen financiero; posteriormente, pero como parte de un proceso continuo y gradual, se fue flexibilizando el marco regulatoria para eliminar la división entre las actividades bancarias y las de inversión. Así, en el marco de las resoluciones aprobadas para avanzar en la desregulación del sistema

¹⁰ Estos intermediarios financieros no bancarios podían fondearse en los mercados financieros y otorgar cualquier tipo de créditos especializados, aunque no podían tomar depósitos ni estaban asegurados por la Reserva Federal.

financiero, la frase *engage principally*, que implicaba actividades de compra-venta e inversión en acciones, fue reinterpretada para permitir a los bancos establecer filiales que realizaran esas actividades si las ganancias no sobrepasaban límites específicos. En 1987, la Reserva Federal autorizó a dichas filiales, bajo la llamada '*excepción de la sección 20*', a generar el 5% de las ganancias netas; porcentaje que eventualmente fue incrementado al 10 por ciento, para quedar en 25% en 1997. Para éste año, los bancos comerciales operaban eventualmente 51 subsidiarias e intervenían en algunas grandes empresas, tal fue el caso de Citigroup y Solomon Smith Barney, mediante la tenencia de acciones. Estas modificaciones abrieron el camino para las fusiones de banco de inversión con casa de brokerage (Kregel, 2007:16) y, con ello, la intervención de esta banca universal en las decisiones de inversión de las empresas.

Por otro lado, el debilitamiento del dólar provocado por el incremento de las presiones inflacionarias, que generó el reciclaje de los excedentes petroleros de 1973-1974 en los euromercados y la elevada emisión de dólares para financiar los gastos de la Guerra de Vietnam, se agudizó como resultado de que los países superavitarios no ajustaban sus monedas en función de los flujos de capital externos que recibían, sino que mantenían el tipo de cambio en un nivel que les permitiera maximizar su capacidad competitiva. Ello incrementaba el nivel de apreciación del dólar y, por tanto, la presión para devaluarlo; aunque las devaluaciones del dólar no lograron corregir la situación deficitaria de Estados Unidos, en tanto que su competitividad en los mercados internacionales disminuía.

Para enfrentar esta situación, Paul Volcker, entonces director de la Reserva Federal de los EE.UU, elevó las tasas de interés para fortalecer el dólar, mediante la repatriación de capitales. Con esta medida, se emprendió un cambio en la política monetaria estadounidense, pues la tasa de interés pasó de 11.2% en 1979 a 20% en 1981, y la tasa de fondeo bancario se elevó a 21.5%, para los mismos años. Esta decisión significó un cambio radical en el manejo de la política monetaria estadounidense, pues si bien permitió estabilizar el dólar, sus efectos recesivos sobre la actividad económica a nivel mundial se manifestaron de inmediato, dada la fuerte contracción del crédito a la inversión y al consumo.

El incremento de las tasas de interés por parte de la Reserva Federal de los Estados Unidos, afectó principalmente a los países en desarrollo que habían contratado elevados montos de deuda externa. En un contexto de elevada liquidez y libre movilidad de capitales a nivel internacional, resultado tanto del reciclaje de dólares en los euromercados que se venía registrando desde finales de la década de los sesenta, y de las políticas de desregulación de los sistemas financieros aplicadas en los primeros años de la década de los setenta, por los principales países industrializados, los gobiernos de los países en desarrollo, en especial los exportadores de petróleo, tuvieron acceso casi ilimitado al crédito de la banca privada internacional. En consecuencia, el incremento en las tasas de interés los condujo a situaciones de alta fragilidad financiera, como fue el caso de México; e incluso a situaciones de *default*.

Después del segundo shock petrolero de 1979-1980, el déficit corriente para el conjunto de los países en desarrollo, representó el 25% de las exportaciones en 1981, y el servicio de la deuda el 19% de las exportaciones, para el mismo año. A pesar de estos indicadores, los bancos continuaron prestando hasta 1982, de forma masiva a estos países, sin aumentar su prima de riesgo. En mercados financieros altamente competitivos, el incremento en los rendimientos de los bancos provenía fundamentalmente de los diferenciales (*spreads*) de tasas de interés que devengaban los grandes volúmenes de préstamo (Aglieta, 2002:69-70).

La crisis de la deuda externa en los países en desarrollo obligó al FMI, con la aprobación del gobierno estadounidense, a implementar un plan de rescate denominado *Plan Brady*, para inyectar recursos a éstos países, no sin antes condicionar dichos apoyos a la aplicación de políticas fiscales y monetarias restrictivas. Se argumentó que estas políticas eran necesarias para estabilizar la economía de dichos países, lo que les permitiría nuevamente ser sujetos de crédito en los mercados financieros internacionales.

Con el incremento en las tasas de interés en los Estados Unidos en 1979, se ponía fin al compromiso institucional asumido por Roosevelt de incentivar el crecimiento de la inversión productiva y, por tanto, se contribuyó al derrumbe del

modelo *fordista* de producción. Esto último, fue interpretado por los enfoques ortodoxos como fallas de las políticas keynesianas que lo sustentaron; y sus críticas se centraron en los supuestos efectos inflacionarios y recesivos de las políticas monetaria y fiscal expansivas y en los mecanismos de regulación y control de los mercados de crédito. En este ambiente, en las décadas de los setenta y ochenta, toma fuerza el enfoque monetarista de Milton Friedman, resurge la teoría de los mercados eficientes desarrollada por Eugene Fama (1958), al mismo tiempo que se desarrollaba la teoría de la agencia de Jensen y Meckling (1976), como una crítica a la actividad corporativa tradicional.

Estos enfoques coincidían en sus críticas a la participación del Estado en la economía y, en consecuencia, en su posición sobre la eliminación de la misma y de los mecanismos de control y supervisión de los mercados. Ello implicaba la desregulación de la economía en general y, de los sectores externo y financiero en particular, asumiendo que las libres fuerzas del mercado asignarían de forma eficiente los factores productivos. Concretamente, se argumentaba que la desregulación del mercado de capitales elevaría el financiamiento de la inversión, lo cual había sido obstaculizado por el establecimiento de tasa de interés reales negativas. Esta postura teórica tenía sus antecedentes en los estudios que sostenían la eficiencia de los mercados de capitales de Mandellbrot (1963), Samuelson (1965) y Fama (1970), entre otros.

Durante la administración del presidente Reagan (1981-1989), el proceso de desregulación y liberalización económico-financiera se profundizó y las políticas fiscal y monetaria restrictivas se endurecieron; de tal forma que las tasas de interés continuaron con su tendencia a la alza iniciada en 1979, al mismo tiempo que se continuaba con la eliminación de la intervención del Estado en actividades económicas prioritarias y la reducción del gasto social. Se suponía que estas medidas estabilizarían a la economía, condición necesaria para emprender un crecimiento estable y sostenido. Ello no sucedió, por el contrario, el crecimiento de la economía estadounidense se aletargó, y la tasa de desempleo aumentó. Esta

situación, conjuntamente con las modificaciones a la estructura tributaria favorables a los estratos de ingresos altos, indujo cambios en la distribución del ingreso a favor del capital por la vía de la ganancia financiera, en detrimento de la participación de los ingresos de las clases trabajadoras. Así, mientras se favorecía a los estratos más ricos mediante la reducción de tasas impositivas, el ingreso de los sectores trabajadores disminuía debido a la drástica reducción del gasto social y la congelación del salario mínimo (en 3.35 dólares la hora).

2. El Consenso de Washington y la desregulación financiera. Las políticas de ajuste macroeconómico y el bajo crecimiento económico.

En 1990, John Williamson presenta un conjunto de recomendaciones de política macroeconómica, mismas que posteriormente se conocerían como el *Consenso de Washington*. Dichas recomendaciones se centraron en los siguientes aspectos: i) disciplina fiscal, lo que implica un presupuesto equilibrado y una política fiscal restrictiva; ii) gasto público prioritario en infraestructura; iii) reforma fiscal por la vía de la ampliación de la base tributaria y el incremento moderado de la tasa marginal de tributación; iv) tasas de interés reales positivas y determinadas por el mercado, v) un tipo de cambio flexible, determinado por las fuerzas de mercado; vi) liberalización comercial; vii) aumento de la inversión extranjera directa; viii) desregulación financiera, ix) protección a los derechos de propiedad, y x) la privatización de las empresas paraestatales. Este decálogo de medidas estaba dirigido fundamentalmente a los países en desarrollo en general, y de manera particular a las economías de América Latina que había atravesado por la crisis de la deuda externa.

En la práctica, la mayoría de los países, incluidos los industrializados, tomaron como referencia dichas recomendaciones para el diseño y operación de sus políticas macroeconómicas. Así, las políticas de ajuste macroeconómico basadas en la disciplina fiscal y la restricción monetaria, se convirtieron en el camino rápido para controlar la inflación. Ello fue presentado como un éxito de dicha políticas, ya que con ello se evitaba el deterioro de los ingresos en general, pero en particular se evitaba el deterioro de las ganancias empresariales y financieras.

Bajo un contexto de libre movilidad del capital y alta volatilidad de los tipos de cambio y tasas de interés, la instrumentación de políticas fiscales y monetarias restrictivas para controlar la inflación resulta más costosa para los sectores trabajadores que para los empresarios e inversionistas en activos financieros. Ello es así, porque la contracción de la demanda agregada que dichas políticas provocan es enfrentada por los empresarios mediante el desempleo de trabajadores y la reducción del salario real. Esto último, debido a que los incrementos al salario nominal son menores a los incrementos en los precios y/o a los incrementos en la productividad del trabajo. Además, la contracción del gasto público generalmente va asociado a una reducción del gasto social, que implica una disminución de las transferencias y subsidios a bienes de consumo básico.

El proceso de desregulación y liberalización del sistema financiero de los EE.UU. se consolida en 1999, cuando se abandona definitivamente la *Glass-Steagall Act* y entra en vigencia la *Financial Modernization Act*, conocida también como la *Gramm Leach Bliley Act*¹¹. Con este nuevo marco normativo se eliminaba definitivamente las prohibiciones para que los bancos participen en las actividades de inversión. Este cambio se justificó con el argumento de que las operaciones de compra-venta de activos eran operaciones para diversificar y reducir el riesgo; asimismo, se sostenía que en otras partes del mundo la conjunción de las actividades bancarias y de inversión había sido exitosa; razón suficiente para implementarla en el sistema bancario estadounidense.

Bajo la nueva estructura financiera, la actividad de los bancos comerciales se volvió determinante en la generación de liquidez y en la expansión de las actividades especulativas, debido a la potencialización de su capacidad de creación de dinero bancario, ya sea mediante las innovaciones financieras y/o a través del fondeo interbancario interno y externo. Así, aprovechando la libertad total para crear dinero bancario con el respaldo de la Reserva Federal, los bancos comerciales

¹¹ La desregulación y liberalización del sistema financiero fue resultado en gran medida de un movimiento político abanderado por los grandes banqueros, quienes gastaron millones de dólares en cabildos y contribuciones a campañas de políticos.

expandieron su crédito a prestatarios con baja o nula solvencia económica y en actividades y operaciones especulativas, que les redituaron elevadas ganancias al mismo tiempo que trasladaban el riesgo al Banco Central, en caso de que se presentara el riesgo moral. En otras palabras, la Reserva Federal actuaría como prestamista de última instancia.

La nueva estructura financiera, que asume que los mercados financieros son el mecanismo más eficiente para asignar y distribuir los recursos económicos, no ha sido capaz de incrementar el financiamiento y fondeo de la inversión productiva. Por el contrario, éstos han disminuido debido al predominio de los criterios de asignación del crédito de corto plazo y el incremento de recursos en inversiones especulativas por parte de la banca comercial, dado los altos rendimientos que este tipo de operaciones genera. Es evidente que este comportamiento contribuyó a la formación de las burbujas crediticia y dio origen a las *finanzas estructuradas* (operaciones fuera de la hoja de balance), antecedentes de las crisis cambio-financiera de la década de los noventa, así como del *boom* especulativo en el sector tecnológico (empresas *punto com*) en 2000, y en el sector hipotecario en 2004-2006, y sus respectivas crisis, cuyos efectos sistémicos de ésta última estallaron en 2008, y que actualmente están presentes.

La asignación de recursos en sistema financiero desregulado que privilegian las actividades que devengan altas comisiones y rendimientos, como el crédito al consumo e hipotecario y los productos derivados, en detrimento del financiamiento a las actividades productivas, ha generado efectos negativos sobre la economía real. Estos efectos pueden resumirse en los siguientes puntos:

- i) La liberalización de las tasas de interés inhibe la demanda de crédito por parte de las pequeñas y medianas empresas, debido a que dichas empresas se comportan de forma cautelosa ante el encarecimiento del crédito. Por otro lado, las altas de interés a que otorgan el crédito a las empresas contienen y reproducen el riesgo moral.
- ii) Ante la volatilidad de tasas de interés y tipos de cambio, las decisiones de nuevas inversiones se ven limitadas por las expectativas futuras

inciertas. A nivel macroeconómico, la actividad productiva queda limitada por el racionamiento del crédito; ello propicia que las empresas para mantener su nivel de ganancia, desvíe recursos hacia inversiones en activos financieros que ofrecen mayores rendimientos en el corto plazo.

- iii) Como consecuencia de lo anterior, las empresas enfrentan la caída en la demanda agregada y, por tanto, la reducción de la producción mediante ajuste en la plantilla de trabajadores y reducción del salario.
- iv) La caída del empleo y el deterioro del salario, en otras palabras, la precariedad del trabajo, ha conducido al crecimiento acelerado del crédito al consumo. Este tipo de crédito constituye un segmento del mercado altamente rentable para la banca comercial, debido a su baja elasticidad a las variaciones de la tasa de interés. Sin embargo, en la medida que el ingreso crece a un ritmo menor que la expansión de dicho crédito, debido al bajo crecimiento del producto y el empleo, la cartera de crédito tiende a deteriorarse. Convirtiéndose en una fuente generadora de inestabilidad financiera.

En la práctica, el decálogo de recomendaciones que conformaron lo que se denominó el Consenso de Washington, fueron medidas de política macroeconómica de ajuste ortodoxo que los organismos multilaterales, como el Fondo Monetario Internacional (FMI), el Banco Mundial (BM) y la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE), obligaron a adoptar a los países en desarrollo, para convertirlos en nuevos receptores de flujos de capital, que supuestamente los conduciría la modernización tecnológica de sus aparatos productivos. Esta estrategia implicaba un nuevo acuerdo político que privilegiaba las libres fuerzas del mercado en todos los sectores, pero de manera específica en el sector financiero. Dejando así, al mecanismo del mercado no sólo la asignación de los factores productivos, sino también la distribución del ingreso y, por tanto, el bienestar de los grupos trabajadores de la sociedad. La complementariedad entre la producción y consumo de masa que sostuvo la expansión del mercado interno durante el

funcionamiento del modelo de producción *fordista*, el que a su vez se sostenía en el incremento de los salarios (determinado dicho incremento por la productividad del trabajo) y la expansión del financiamiento a las actividades productivas, fue sustituida por la estrategia de expansión del crédito al consumo, mientras los bancos, dejados a la libre fuerza del mercado contraían el financiamiento a la inversión.

Así, en un contexto de bajo crecimiento y elevado déficit comercial y fiscal, en la mayoría de los países, incluidas las economías industrializadas, se fue configurando el nuevo modelo de acumulación basado en el consumo interno dirigido por el crédito, al mismo tiempo que se consolidaba la estrategia exportadora de manufacturas de las economías asiáticas y europeas. Esta estrategia conoce como *consume led-credit driven and export led*, asegura un elevado nivel de ganancias a bancos y empresas, porque, mientras la primera, *led-credit driven*, privilegia las ganancias financieras, la segunda, *export led*, aseguraba elevadas ganancias a las empresas por la vía de la exportación de manufacturas aprovechando las ventajas competitivas y salariales de cada economía.

Sin embargo, esta estrategia es insostenible en el mediano y largo plazo, porque, primero, bajo condiciones de bajo y lento crecimiento económico, el incremento del consumo interno basado en la expansión del crédito bancario se vuelve impagable, segundo, si el bajo crecimiento de la actividad económica y del empleo se extiende a nivel mundial, la demanda externa se reducirá y, con ello, las exportaciones de algunas economías, y tercero, bajo estas circunstancias, y dada la libre movilidad de capital, el capital especulativo incrementará sus operaciones, como medio de valorización del dinero, en las economías que mantengan altas tasas de interés. La conjunción de estos factores generará y reproducirá la inestabilidad financiera, origen de las crisis cambiario-financieras. Este fue el caso de las crisis de la década de los noventa y de la primera década de siglo XXI, que han sumergido a la economía mundial en fuertes recesiones y lenta recuperación de tipo “pare” y “siga” (*stop and go*). Esto última, resultado de las mismas políticas

macroeconómicas de ajuste ortodoxa, esto es, de contracción de la demanda agregada, que se aplican para mantener la estabilidad monetaria y cambiaria.

3. La *financiarización* de la economía y la subordinación de las actividades productivas al objetivo rentista de las actividades financieras.

De acuerdo con algunos estudiosos de la evolución histórica del capitalismo (Mandel, 1986), la hegemonía del capital financiero y las crisis inducidas por éste, son un fenómeno cíclico que se ha observado a lo largo del desarrollo del capitalismo. En su estudio sobre las ondas largas, Mandel (1986) aborda las crisis en función de las variaciones de la tasa de ganancia y de los vínculos del capital industrial con el capital financiero, en particular cuando el modelo productivo-tecnológico vigente entra en crisis. De la misma forma, Giovanni Arrighi en su libro *El largo siglo XX* (1999) hace un análisis de los ciclos sistémicos de acumulación a partir de las ciudades-Estado italianas en los inicios del capitalismo, pasando por Génova e Inglaterra, y culminando con el modelo *fordista* de producción estadounidense. En este estudio se sostiene que a un ciclo productivo le corresponde siempre un ciclo financiero. Al respecto Arrighi comenta:

“La fórmula general del capital acuñada por Marx (D-M-D’) puede interpretarse, por consiguiente, como la descripción no únicamente de la lógica de las inversiones de los capitalistas individuales, sino también como la pauta de comportamiento recurrente del capitalismo histórico como sistema mundo. El aspecto central de la mencionada pauta radica en la alternancia de épocas de expansión material (fases D-M de acumulación de capital) con fases de renacimiento y expansión financieros (fases M-D’). En las fases de expansión material el capital dinero <<pone en movimiento>> una creciente masa de mercancías (incluidas la fuerza de trabajo mercantilizada y los recursos naturales), y en las fases de expansión financiera, una creciente masa de capital dinero <<se libera>> de su forma de mercancía, y la acumulación se realiza mediante procedimientos financieros. En su conjunto, las dos épocas o fases constituyen un *ciclo sistémico de acumulación* completo (D-M-D’)” (Arrighi, 1999:19)

Para Epstein (2005), el concepto de *financiarización* hace referencia al predominio de los motivos, mercados, actores e instituciones financieras en la operación de las economías domésticas e internacional. Para otros autores (Boyer, 2000; Aglietta, 2001; Stockhammer, 2004; Guttman, 2007; Hein, 2009), la *financiarización* se refiere a un régimen patrimonial cuyo principal objetivo es la

maximización del valor de las acciones y, por tanto, del rendimiento del accionista. Esto es posible con la desregulación y liberalización financiera; en este sentido, la *financiarización* de la economía o la nueva hegemonía del capital financiero o la acumulación de capital liderado por las finanzas es el resultado de las políticas de liberalización financiera en particular y, de la desregulación de la economía en general.

En la actualidad, el proceso de acumulación de capital se sustenta en dos pilares: la liberalización y desregulación financiera y la maximización del valor de las acciones como meta fundamental del gobierno corporativo de las empresas. A nivel microeconómico, la dinámica de estos dos aspectos ha modificado, por un lado, la estructura y operación de los mercados bancario y bursátil y, por el otro, ha transformado la organización administrativa y comportamiento de las empresas. A nivel macroeconómico, las políticas económicas basadas en políticas monetaria y fiscal contra-cíclicas han sido desplazadas por políticas altamente restrictivas; que han subordinado a la política fiscal a la política monetaria cuyo objetivo prioritario es la estabilidad de precios. Ello explica que el ejercicio de la política fiscal esté limitado por el principio de finanzas públicas equilibradas o consolidación fiscal.

Así, el proceso de *financiarización* en la actual fase del capitalismo está vinculado tanto a la desregulación y liberalización de los sistemas financieros locales, como al cambio de orientación de la política económica. Esto último, es fundamental si consideramos los efectos recesivos de las políticas monetaria y fiscal restrictivas sobre el crecimiento económico. Ello ha generado, desde mediados de la década de los ochenta, la constante disminución de la inversión productiva y la desarticulación de la estructura productiva de las economías en desarrollo, tanto por la contracción del mercado interno como por el incremento de los coeficientes de importación que genera el incremento de las exportaciones manufactureras. Estos cambios se reflejan en la separación de la producción real de la actividad financiera; incluso el dominio de éstas sobre la actividad económica, lo que implica la transferencia de recursos del sector real al sector financiero.

Así, bajo un sistema financiero desregulado y libre movilidad de capitales, un entorno macroeconómico marcado por el bajo crecimiento del producto y el empleo, la expansión del crédito bancario al consumo e hipotecario reproduce la inestabilidad financiera. En tanto que los bancos centrales se ven obligados a realizar intervenciones esterilizadas en el mercado cambiario, para evitar fluctuaciones bruscas del tipo de cambio. Manteniendo, de esta forma la estabilidad monetaria, en particular en el caso de las economías en desarrollo donde el tipo de cambio es el principal canal de transmisión de la inflación, dada su alta dependencia tecnológica.

La revolución tecnológica en las áreas de la comunicación, informática y telemática potenciaron los efectos de las políticas de desregulación y liberalización financiera. En efecto, las innovaciones tecnológicas en los sistemas financieros, desempeñaron un papel clave en las transformaciones de la estructura del sistema financiero en general, y del sector bancario en particular. Entre estos cambios está la realización de operaciones electrónicas de elevado valor en tiempo real, que provocan cambios y reacciones inmediatas en el funcionamiento del sistema financiero. Ello ha limitado el margen de acción de la política monetaria y, por ende, de los bancos centrales, pues el control sobre los agregados monetarios ha perdido capacidad para controlar la liquidez, dada la creación de dinero mediante las innovaciones financieras, de la misma forma, la tasa de interés ha adquirido un carácter semi-endógeno o semi-exógeno, según se quiera ver, dada la libertad que tienen los bancos para fijar las tasas de interés pasivas y activas, y en particular la tasa de préstamos interbancarios.

Bajo el nuevo modelo de acumulación liderado por el capital financiero, la acumulación basada en la actividad productiva se contrajo debido a que en la redistribución de las ganancias se incrementó la parte de los rendimientos entregados a los accionistas. En consecuencia, la inversión en la principal actividad económica de las empresas se redujo; este cambio en la operación de las empresas es un indicador de la subordinación de las decisiones de los administradores a los intereses de los ejecutivos financieros de la empresa. De ahí que, generalmente el elevado endeudamiento de la empresa no se corresponda con el incremento de la

inversión productiva, sino con el incremento de las inversiones en activos financieros. Esto último, estimulado por el optimismo de la comunidad inversora (Dallery, 2009; Stockhammer, 2004), de la cual forman parte los inversionistas institucionales, quienes han sido un factor clave en las transformaciones de la estructura y operación de la empresas.

El proceso de *financiarización* de la economía se desarrolla simultáneamente a nivel micro y macroeconómico. A nivel micro inicia con la presencia y dominio de los ejecutivos financieros en la toma de decisiones de la empresa. A medida que los mercados accionarios se profundizaban, los ejecutivos financieros fueron subordinando las decisiones de la empresa al interés de los accionistas, mediante la aplicación de la norma financiera que consiste en la determinación del crecimiento de la rentabilidad la empresa por la vía de la inflación bursátil. Paralelamente, a nivel macroeconómico, la expansión del crédito bancario al sector privado, más precisamente a las familias, para consumo e hipotecario, al mismo tiempo que el financiamiento a la inversión se reducía, fue configurando una dinámica económica determinada por la obtención de rendimientos bancarios altos y de corto plazo. Así, mientras la actividad económica real crecía a tasa bajas, debido al lento crecimiento de la inversión, la expansión de la demanda agregada se sostenía, por un lado, en el crecimiento de la riqueza de las familias en el mercado bursátil y, por el otro, en la expansión del crédito bancario. En su búsqueda por mayores rendimientos, los bancos comerciales extienden su crédito a prestatarios de baja y/o dudosa solvencia económica.

El mantenimiento y reproducción de esta lógica de funcionamiento de la economía fue posible a la instrumentación de políticas monetarias restrictiva basadas en metas de inflación, ya que al mantener la inflación baja se garantizaba tasas de interés estable y expectativas positivas sobre el precio de los activos financieros y, por tanto, ganancias estables en los mercados financieros. Por su parte, y en concordancia con la política monetaria, la política fiscal fue subordinada al objetivo de estabilidad monetaria, lo que implicó sujetarla al principio de consolidación fiscal. En la práctica, esto implicado la contracción del gasto público y el control del déficit público, porque con ello, según los enfoques convencionales,

se eliminaban las presiones sobre los precios y, por ende, sobre la tasa de interés. Como parte de esta estrategia, la política tributaria ha sido benevolente y laxa en materia de impuestos a las ganancias por intereses y a los flujos de capital externo.

Las crisis cambiario-financieras de la década de los noventa fueron el primer aviso de la inestabilidad sistémica que podría generar la dominación y subordinación de la economía real a los intereses del capital financiero. Posteriormente, las crisis de la primera década del siglo XXI hicieron realidad el potencial de las crisis sistémicas; además de mostrar el carácter rentista y especulativo del mercado bancario. Éste ha sido una de las principales fuentes generadora de la euforia de los mercados financieros, pues la expansión acelerada del crédito al sector privado, en particular el crédito hipotecario *subprime*, alimenta la inflación bursátil.

Bajo el modelo de producción *fordista*, los programas de seguridad social que incrementaron de forma indirecta el salario real, por la vía de las participaciones del capital, contribuyeron a elevar el ahorro financiero a través de los fondos de pensiones. Ello fue posible por el incremento del ingreso nominal, la disminución de la edad de jubilación y la reducción de la diferencia entre el ingreso de jubilación y el ingreso de los trabajadores en activo (Aglietta, 1991)¹². Sin embargo, esta acumulación de ahorro financiero solo favoreció a los fondos de pensiones privados que estaban al margen de las pensiones estatales y, que, por lo mismo, no garantizaban las pensiones debido a que éstas dependían del valor nominal de los títulos en los que el fondo invirtiera los recursos. En otras palabras, los fondos de pensiones privados obtenían grandes ganancias sin estar obligados a garantizar el pago de las pensiones.

A pesar de estas distorsiones en el manejo del ahorro financiero por parte de los fondos de pensiones, la intermediación de estos fondos permitió durante el periodo 1940-1970, el crecimiento de la inversión productiva. Pero, con la caída del modelo de producción *fordista* y, por tanto, de los salarios nominales determinados

¹² En 1940, los fondos de pensiones acumulaban 2,500 millones de dólares; esta cantidad registra un elevado crecimiento en los siguientes años. En 1952, 12,000; 1960, y en 1970, 36,000 millones de dólares.

por la productividad del trabajo y los programas de seguridad social, el ahorro financiera se contrajo. Estas condiciones empujaron a los fondos de pensiones a buscar alternativas para valorizar su riqueza financiera; a esta situación también se enfrentaron las compañías de seguros, quienes durante el mismo periodo acumularon altos volúmenes de recursos. Una alternativa de valorización fueron los *mutual funds*¹³, *hedge funds*¹⁴ y los *Nonbanks*. Estos agentes pusieron a disposición de las compañías de seguros, fondos de pensión y de inversión una amplia variedad de portafolios diversificados, compuestos de acciones, bonos, derivados y opciones. Creando con ello, instrumentos de cobertura del riesgo y grandes oportunidades de ganancia financieras.

Hacia la década de los ochenta, la banca comercial y de inversión a nivel mundial, aprovecharon estos nuevos segmentos del mercado bursátil para especular como grupo financiero. Paralelamente, expandían la liquidez en los mercados financieros internacionales; creando las condiciones para la *securitización o titulización* del crédito al consumo e hipotecario. En otras palabras, crearon las condiciones para el surgimiento de las *finanzas estructuradas*.

4. Los inversionistas institucionales y las transformaciones en la estructura y gestión corporativa de la empresa. Maximización del rendimiento de los accionistas y la implantación del mercado por el control corporativo.

En un entorno financiero internacional desregulado, caracterizado por la libre movilidad de los capitales, elevada liquidez y nuevos intermediados financieros bancarios y no bancarios, la *teoría del agente-principal* de Jensen y Meckling (1976), Fama (1980), Jensen y Ruback (1983), Jensen y Fama (1983) y Jensen (1988) resurge con las aportaciones teórico-empíricas de Stulz (1988, 1990), Lang, Stulz y Walkling (1989), Hart y Moore (1994) Hart (1995). De acuerdo con teoría, los accionistas debían tener un mayor poder en la toma de decisiones de inversión de la empresa que el resto de los miembros de ésta; es decir, que los administradores,

¹³ Estos son compañía de inversión que ofrece una amplia gama de acciones y portafolios de inversión, servicios de brokerage; además de que son dueña de una cantidad importante de acciones de otras empresas.

¹⁴ Estos son sociedades privadas que busca maximizar sus ganancias mediante una amplia gama de estrategias financieras de compra y venta de activos, los cuales son vehículos de inversión altamente rentables pero con alto riesgo.

asalariados, proveedores, bancos y acreedores. Asimismo, se sostiene que mediante un sistema de incentivos, como el establecimiento de contratos en donde se especifique el derecho a las demandas residuales, es posible alinear la conducta de los administradores con los intereses de los accionistas.

A medida que avanzaba el proceso de desregulación y liberalización financiera a nivel internacional, las discrepancias naturales entre los administradores y accionistas originales de las empresas se fueron convirtiendo en conflictos permanentes, debido en gran medida a la presencia de los inversionistas institucionales (aseguradoras, fondos de pensiones, etc.) como accionistas de las empresas. Si bien la participación de este tipo de inversionistas, en general, no sobrepasa más del 1-2% del capital de una determinada empresa (Álvarez y Luengo, 2011); dicho porcentaje le garantiza la diversificación del riesgo y la liquidez de sus propiedades, en la medida que el inversor puede desprenderse inmediatamente de ellas; en tanto que el resto de su portafolio de inversión sigue distribuido de forma óptima. Garantizando así, la estabilidad de los rendimientos financieros del conjunto de su cartera. No obstante que la participación individual de los inversionistas institucionales en una determinada empresa es muy pequeña, los inversionistas instituciones mantienen, en su conjunto, participaciones elevadas en las grandes empresas de la mayoría de los países, incluyendo los países en desarrollo. De tal forma que una venta conjunta de la participación de estos inversionistas puede provocar una fuerte caída de las cotizaciones de una determinada empresa.

La composición de la cartera de los inversionistas institucionales se ha modificado a lo largo del tiempo; han disminuido los préstamos y la tenencia de bonos, mientras la tenencia de acciones se ha incrementado, en particular de las grandes empresas. Esta tendencia fue favorecida por el proceso de privatización de las empresas públicas y por las modificaciones a las leyes de inversión extranjera directa; todo ello como parte de la política de desregulación de la economía que instrumentaron la mayoría de los países.

Bajo la presión que han ejercido los inversionistas institucionales como accionistas, al interior de las empresas para incrementar sus dividendos de capital, la estructura y gestión de las empresas ha registrado cambios importantes, que se concretaron en la implantación de los nuevos criterios de gestión propios de lo que se ha denominado *corporate governance*. Ello ha implicado la sustitución de un modelo de gestión empresarial de tipo *managerial* o *stakeholder*, que se caracteriza por un fuerte control interno de la empresa por parte del consejo de administración, a uno de tipo *shareholder*, basado en el control externo que ejercen los mercados financieros liberalizados (Morin y Rigamonti, 2002). Cabe mencionar que los inversionistas institucionales son los principales agentes especuladores en los mercados secundarios de acciones y, por tanto, los más beneficiados con las ganancias especulativas de corto plazo. En ese sentido, podemos decir que son los principales causantes del bajo dinamismo de los mercados primarios de acciones.

Los cambios en la estructura corporativa y en la gestión de las actividades de inversión de las empresas no hubieran sido posibles en ausencia de la desregulación y liberalización de los mercados financieros a nivel internacional. En este sentido, dichos cambios no sólo se explican por los problemas típicos entre administradores y accionistas y a la existencia de asimetrías de información entre los primeros (*insiders*) y los segundos (*outsiders*), como argumenta la teoría de la agente principal. Bajo sistemas financieros desregulados y liberalizados, los inversionistas institucionales al margen de toda regulación, adquirieron presencia en los consejos directivos de las empresas. De tal forma que, desde su posición de accionistas, indujeron cambios radicales en la estructura organizacional y adquirieron poder en la toma de decisiones de inversión de las mismas. Al respecto Aglietta sostiene que:

“...aún más, ellos [los inversionistas institucionales] no tienen conocimientos de las empresas cuyas acciones adquieren en sus portafolios diversificados [...] (sin embargo), su influencia en el comportamiento corporativo radica en el poder de opinión colectiva ejercido por los mercados de capital [...] ya que pueden evaluar a las empresas públicamente. Este proceso de evaluación tiene lugar en el permanente escrutinio de la comunidad inversora porque las reglas y los estándares han hecho posible abstraer las especificidades de la organización de una empresa particular”. (Aglietta, 2000:149)

Si consideramos que es en el mercado de capitales donde se realiza la evaluación pública de las empresas y, por tanto, este constituye el mecanismo para fijar el precio accionario, y a partir del cual los inversionistas deciden estructuran y/o modificar sus carteras de inversión, es evidente que las señales y movimientos que en dicho mercado se generen son puntos de referencia importantes para las decisiones y estrategia que los administradores adopten en el futuro. A ello debe sumarse la actividad especulativa profesional de los inversionistas institucionales en los mercados secundarios de acciones, lo que les permite actuar como un grupo de presión sobre los administradores de las empresas. Así, los administradores en la búsqueda por maximizar las ganancias de los accionistas han disminuido la demanda de inversión; en otras palabras, los administradores se han visto obligados a disminuir la producción y redistribución de las ganancias en lugar de retener ganancias y reinvertirlas, como tradicionalmente lo hacía.

El enfoque convencional sobre la eficiencia de los mercados financieros ha reforzado la influencia y el poder de los inversionistas institucionales en los mercados de capitales en general, y en los mercados accionarios en particular, a nivel mundial, pues dicho enfoque asume que los precios en estos mercados son correctos porque son resultado de toda la información disponible. En otras palabras, los agentes tienen acceso a toda la información disponible en el momento de tomar sus decisiones; por tanto, el mecanismo de precios es eficiente. Entonces, las empresas valoradas altamente en el mercado serán las más productivas; y, de acuerdo con Tobin, un proyecto de inversión deberá emprenderse si y sólo si, incrementa el valor de mercado de la empresa. Es decir, los mercados de activos evalúan el proyecto respecto a su contribución a las ganancias y los riesgos que conlleva. Este es el sentido de la Q de Tobin (1969), que sostiene que si el valor del proyecto de inversión se valora positivamente, esto es, cuando la Q excede el costo de reposición de los activos (una Q alta), el valor de la empresa se incrementará beneficiando a los accionistas (Crotty, 1990).

Sin embargo, los precios de los activos en los mercados de valores no necesariamente reflejan el rendimiento productivo de la empresa, pues pueden estar distorsionados por cierto tipo de información asimétrica y sobrerreacciones de

los agentes ante la presencia de burbujas especulativas¹⁵, que favorecen la aparición de estrategias de ganancia de corto plazo (Ippolito, 1987; Malkiel, 2003). En consecuencia, el incremento en el precio de las acciones no reflejan necesariamente el aumento de la rentabilidad de las empresas por la vía de una nueva inversión productiva; por el contrario, podrían ser el resultado de estrategias administrativas que buscan de manera artificial incrementar su valor.

En la medida que los administradores de las empresas estén alineados al mercado accionario por la vía de incentivos como los *stocks options*,¹⁶ tenderán a privilegiar la ganancia sobre el incremento de la inversión productiva. Con ese propósito podrán tomar las siguientes decisiones: i) desviar recursos para incrementar las inversiones en instrumentos financieros, ii) recurrir a la recompra de acciones para incrementar las ganancias de capital, y iii) optar por las fusiones y adquisiciones de otras empresas, como mecanismo de crecimiento preferido sobre la nueva inversión productiva. La presión de los accionistas por la vía financiera, ha exacerbado la lucha en el mercado por el control corporativo de las empresas; provocando el surgimiento de las estrategias denominadas *take over bids*¹⁷ y los *leverage buy outs*¹⁸ adoptadas por parte de los fondos de inversión privados, quienes se han convertido en *corporate raiders*. El objetivo final de todos estos

¹⁵ Al respecto, cabe mencionar el caso Enron, el cual ocultó la información correspondiente a los costos en cuentas satélite que no fueron consolidadas y, por ende, no fueron revelados al mercado. Aún más, la empresa usó sus conexiones políticas para disuadir a las autoridades financieras supervisoras de establecer controles o regular los derivados, bajo los pretextos de la complejidad que esto implicaba y del principio de libertad de empresa (Boyer, 2008:19).

¹⁶ Esta son "opciones de compra" de las acciones de la compañía a una tasa de descuento o a un precio fijo, que una empresa puede otorgar a un determinado empleado, generalmente un miembro de la administración, con el propósito de que quien lo reciba se sienta incentivados a incrementar las ganancias de capital, pues esto le garantizará a él mismo mayores ingresos.

¹⁷ En general, el *take over* se refiere a la compra de una compañía por otra, ya sea de forma amistosa u hostil. La primera consiste en la oferta que hace una empresa a otra por sus acciones, de manera que la junta de gobierno decide si aceptar o no, siempre y cuando la propuesta sea en beneficio de los accionistas. En el caso de la compra hostil, el consejo de administración rechaza la oferta, pero la compañía interesada continua su intento de compra, o bien cuando hace una oferta sin informar a la Junta. Incluso la compañía interesada puede llegar a disuadir a los accionistas, y/o presionar a la Junta del Consejo para realizar la venta mediante diversas estrategias.

¹⁸ Se refieren a la compra de la empresa o parte de ella por los bancos o inversionistas, tomando en garantía las acciones de la empresa. Otras de estas estrategias es la denominada *managemet buy outs*, la cual consiste en la compra de una empresa por sus administradores respaldados por un banco o por otra institución financiera.

agentes es forzar a la administración de la empresa a comportarse de cierta forma, que asegure la maximización de sus ganancias (Guttman, 2008).

Estas estrategias corporativas han repercutido en la gestión, fuentes de financiamiento y estructura administrativa de las empresas. Por ejemplo, en el caso de la estructura de financiamiento, el fondeo a través de la colocación primaria de valores y ganancias retenidas ha disminuido, por considerar que ello puede ser percibido por los agentes en el mercado como señal de iliquidez de la empresa. Así, el endeudamiento es fundamental en las estrategias corporativas; además de las ventajas impositivas que proporciona el financiamiento con deuda y a las ganancias de capital sobre las utilidades.

A nivel macroeconómico, los cambios en la estructura de financiamiento y gestión corporativa de las empresas, se ha manifestado, por un lado, en aumento de la distribución de utilidades acompañado de una reducción y lento crecimiento de la inversión productiva (Stockhammer, 2004; Lavoie, 2007; Palley, 2007; Guttman, 2008) y, por el otro, en un cambio en la composición y aumento de las ganancias financieras sobre las ganancias operativas (Stockhammer, 2004), todo ello respaldado por un proceso continuo de endeudamiento y recompra de acciones.

Por otro lado, la intensificación de la competencia, la volatilidad del tipo de cambio y el encarecimiento del crédito, ha dificultado que las empresas puedan mantener estable el margen de ganancia, basado en el *mark-up* con respecto a los costos financieros. Sin embargo, para evitar el descenso de sus ganancias, los empresarios han trasladado los incrementos en los costos de producción y/o financieros a los salarios; de tal forma, que mediante la reducción de la plantilla de trabajadores y/o reducción de los salarios reales (mediante incrementos de salarios menores al crecimiento de los precios) se ajustan las discrepancias entre las ganancias actuales y las ganancias esperadas. En otras palabras, la presión de los accionistas en el mercado accionario sobre los administradores, se traslada directamente a los trabajadores. Los efectos de estos factores se observan en la

desarticulación de departamentos al interior de las empresas (*spin-offs*)¹⁹, en el aumento del *outsourcing* y otras estrategias administrativas que han remodelado la división y organización del trabajo al interior de las empresas.

5. La inflación bursátil y la riqueza bursátil: El consumo inducido por el endeudamiento bancario y la contracción del financiamiento de la inversión.

Como se mencionó arriba, el incremento en el precio de los activos financieros no necesariamente es resultado del aumento de la productividad de la inversión de capital a nivel global; bajo sistemas financieros desregulados, es altamente probable que dicho incremento sea empujado por las expectativas y euforia de los agentes que actúen en los mercados financieros, cuyas expectativas de rentabilidad son de corto plazo debido a su carácter especulativo. Este comportamiento de los inversionistas especulativos, en especial de los inversionistas institucionales, en la medida que se guían por el principio de maximización del valor accionario, son responsables de generar inflación en los mercados bursátiles. Asimismo, la expansión extraordinaria de la liquidez por parte de los bancos privados, en particular a través del crédito al consumo, también ha contribuido a la formación de burbujas inflacionarias en los mercados bursátiles.

En la alimentación y reproducción de la euforia en los mercados de activos financieros se sostiene en gran medida por la participación de los inversionistas institucionales, como parte de comunidad inversora, en especial los fondos de inversión mutualistas (*Hedge funds*). Por diversas razones este tipo de inversionistas son menos aversión al riesgo, entre dichas razones se encuentran las siguientes: i) el tamaño y liquidez de sus fondos, ii) su experiencia profesional, y iii) que se trata de un segmento de inversionistas altamente competitivo e innovador en la administración de inversiones (Aglietta, 2001). De ahí que estén dispuestos elevar la proporción de inversiones especulativas en sus portafolios, si con ello maximizan sus ganancias. Esta acción, generalmente implica un incrementado en

¹⁹ Esta estrategia adoptada por algunas empresas para disminuir el costo que implican algunos de partamente, consiste en ofrecer una parte de los activos a una subsidiaria o división, la cual se convierte en una empresa independiente.

los precios de los activos en que invierten y, por ende, la generación de inflación en los mercados bursátiles. Ello explica que los inversionistas institucionales sean compradores netos de *securities*, como una estrategia para diversificar la amplia variedad de portafolios de ahorro contractuales, para lo cual recurren a las innovaciones financieras y tecnológicas.

A lo anterior se suma el hecho de que los inversionistas institucionales son especialistas en el conocimiento de los modelos de formación del precio de los activos financieros (*opciones, derivados y swaps*). En la práctica actuarial rutinaria, aplican *software* sofisticado que les permite administrar sus portafolios en tiempo real. Rebasando el conocimiento de la comunidad inversora no especializada, e incluso de los economistas y financieros de la vieja escuela, y de la autoridad monetaria (Boyer, 2008). A respecto, Boyer comenta:

“...[incluso], en el caso de aquellos activos que no tengan un mercado equivalente (profundo y continuo), el nuevo sistema contable delega (a los especialistas) la tarea de evaluar el precio de los activos y las obligaciones por medio de modelos específicos para cada empresa [...] (lo cual) ha sido aceptado por las autoridades públicas basados en la científicidad de los modelos correspondientes, confiando exclusivamente en la producción y control de la información financiera de la comunidad bursátil” (Boyer, 2008: 2-3).

El predominio de estos especialistas financieros en los mercados de capitales y obtención de elevadas ganancias, elevan el optimismo sobre las ganancias financieras. Ello estimula la demanda de activos financieros, el incremento en su precio, lo que a su vez eleva la ganancia de capital (Toporowski, 2008). Esta conducta ha sido ya analizada por Shiller (2003), en la *Teoría de las finanzas conductuales*, y por André Orléan (1990), donde se establece que el mercado bursátil se orienta por medio de dos equilibrios, uno pesimista y otro optimista. Esta visión recoge las aportaciones de Keynes (1936), en sentido de que:

“... [la] valoración convencional que se establece como resultado de la psicología de masa de gran número de individuos ignorantes está sujeta a modificaciones violentas debidas a un cambio violento en la opinión [...] (y) aun cuando no existan motivos expresos para anticipar un cambio definido, el mercado estará sujeto a oleadas de sentimientos optimistas y pesimistas, que son irrazonables y sin embargo legítimos en cierto sentido, cuando no hay bases sólidas para un cálculo razonable” (Keynes, 1936:141)”

Así, un excesivo optimismo hará que las expectativas se auto-cumplan en el corto plazo, siempre y cuando las variables macroeconómicas fundamentales y las condiciones de liquidez se mantengan sin cambio y este incremento en los precios bursátiles se valide con un incremento, aunque no equiparable, del consumo sustentado en esta riqueza financiera. En otras palabras, es necesario que se genere el ingreso necesario que permita cancelar una parte de las deudas, para que se dé continuidad a esta dinámica. En consecuencia, el proceso de *financiarización* de la economía se sostiene en la inflación bursátil y en la expansión del crédito bancario y de la riqueza bursátil destinada al consumo de las familias. Esto último, debido a que una parte de la riqueza accionaria es propiedad de las familias; de esta forma, la inflación en el mercado bursátil ha incentivado el consumo, ya sea mediante su realización o como colateral para el acceso al crédito bancario. Bajo esta situación, el crecimiento del producto es sostenido por el incremento del consumo de las familias, que permite validar las ganancias requeridas por los accionistas (Aglietta, 2000). Sin embargo, la caída en la inversión productiva y la flexibilización laboral, ponen límites reales a esta mecánica, debido a que la cancelación de las deudas de las familias se vuelve incierta ante el lento crecimiento del producto y el incremento del desempleo (Boyer, 2000).

El incremento de la riqueza financiera permitirá aumentar el consumo a pesar de una baja en los salarios; si el impacto en la demanda efectiva es lo suficientemente fuerte para generar un incremento en la inversión podría esperarse un crecimiento económico (Palley, 2007). Sin embargo, si las expectativas de los administradores no son lo suficientemente sólidas para apostar a que este incremento en la demanda será permanente, la inversión no se elevará. Si consideramos que en el contexto actual, las decisiones de nuevas inversiones son más cautas y precavidas, debido a la volatilidad que provocan los flujos de capital en los tipos de cambio y tasas de interés, es poco probable que se sostenga un aumento de la inversión en el largo plazo, aun cuando el consumo crezca por la vía de la expansión del crédito bancario. Ello es así, porque la expansión del crédito depende de las expectativas de los agentes en el mercado bursátil y de la preferencia bancaria por la liquidez.

Los cambios en la forma de operar y en la estructura de la banca ha desempeñado un papel central en la dinámica de los inversionistas institucionales y, por tanto, en los cambios en la estructura corporativa y gestión de las empresas y en la generación de la inflación bursátil, deben ubicarse en el contexto de la desregulación y liberalización de los sistemas financieros a nivel internacional. Esto es, deben analizarse en el marco del proceso de sustitución de los sistemas financieros fuertemente controlados, organizados nacionalmente y centrados en los bancos comerciales que otorgaban préstamos y tomaban depósitos, por sistemas financieros auto regulados, -léase dejados a las libres fuerzas del mercado-, integrados a los mercados financieros internacionales y centrado en la banca de inversión cuya principal actividad es la venta y compra de acciones (*brokerage*), contratos y opciones (*dealing*), seguros y coberturas (*underwriting securities*) (Guttmann, 2008). En ausencia de la mínima regulación prudencial, los bancos comerciales han venido operando como bancos de inversión al colocar acciones en los mercados bursátiles, en particular en los mercados *Over the Counter* (OTC), donde obtienen ganancias especulativas. Además, de contribuir a la expansión de este mercado especulativo al elevar la variedad de instrumentos de inversión para atraer a los inversionistas institucionales.

Los bancos contribuyen a la generación de inflación bursátil a través de tres tipos de operaciones: 1) las inversión en activos financieros. 2) La *securitización* o *titulización* de la cartera hipotecaria, que consiste en estratificar o “empaquetar” esta cartera haciendo combinaciones tomando en cuenta el riesgo de las misma; de tal forma que estadísticamente, en el “paquete” en su conjunto el riesgo de no pago se diluya. Así, se hace atractiva una cartera altamente riesgosa, para comercializarse en el mercado bursátil; ello le permite al banco, por un lado, deshacerse del riesgo que él generó al expandir el crédito hipotecario a prestatarios de bajo solvencia económica, y, por el otro, le permite obtener liquidez para seguir expandiendo el crédito. El resultado final, elevadas ganancias de corto plazo para el banco y la generación de inestabilidad financiera al distribuir el riesgo entre los inversionistas finales. 3) Financiamiento de la compra de activos a los inversionistas institucionales.

Mediante estas operaciones una alta proporción del dinero creado por los bancos tiene como destino los mercados financieros; contribuyendo a acelerar el comercio e incremento de los precios de los activos financieros (Guttmann, 2007). A ello se suma el incremento del crédito bancario al consumo de las familias, por el que obtienen altos rendimientos, dadas las elevadas tasas de interés y comisiones que se cobran por este tipo de crédito. Estos factores muestran el comportamiento rentista y cortoplacista de la banca comercial, dejada a las libres fuerzas del mercado.

Recapitulando, los bancos han desempeñado un papel central en la dinámica del sistema financiero en su conjunto, y en la especulación e inflación bursátil y en las transformaciones en la estructura corporativa y la gestión de la inversión al interior de las empresas a nivel mundial, ya que suministra la liquidez necesaria para que se auto-cumplan las expectativas de los inversionistas.

6. La *titulización* de las carteras de activos y la distribución del riesgo moral. Generación de inestabilidad financiera y riesgo sistémico

Una de las innovaciones financieras que surge en la década de los ochenta, fue la bursatilización, también conocida como *titulización* o *securitización*, de las carteras de activos, en específico de las carteras de crédito hipotecario, como un instrumento para eliminar el riesgo que los bancos generan al expandir el crédito a sectores y prestatarios de baja solvencia económica. La desregulación de la actividad bancaria, en particular la eliminación de los mecanismos de control y supervisión vigente hasta principios de la década de los setenta (regulación estructural), dejó en libertad a los bancos comerciales para crear instrumentos consistentes en el “empaquetamiento” de las carteras de activos, principalmente con las carteras de crédito hipotecario. Estos instrumentos son vendidos a una subsidiaria o vehículo, la que a su vez los coloca en los mercados de capital, los cuales finalmente son adquiridos por instituciones financieras no bancarias, como los fondos de pensión, las compañías de seguro o el público en general (Kregel, 2007).

La titularización consiste precisamente en este proceso, que como vemos da origen a un instrumento nuevo; permite a los bancos obtener una ganancia por la comisión que reciben al empaquetar los distintos créditos y venderlos a una subsidiaria, quien los coloca en el mercado bursátil. Pero, dicha ganancia no es el único beneficio que obtiene el banco; pues, este tipo de operaciones le permite, por un lado, obtener liquidez con la venta de la cartera de activos que empaquetó, para comprar a su vez activos y/o continuar expandiendo el crédito, y, por el otro, transferir el riesgo a los inversionistas finales que invierten en los “paquetes” en el mercado bursátil.

Dado que los bancos pueden elevar sus ganancias considerablemente mediante el cobro por servicio y comisión de la *titulización* de sus carteras de crédito, una forma de incrementarlas rápidamente es mediante la *titulización* de un mayor volumen de créditos. Pero, el volumen de la cartera de activos *securitizados* está determinado por el grado de confianza que los inversores tengan sobre la calidad de estos títulos. Este problema es resultado por las agencias calificadoras, quienes son contratadas por los bancos para que, supuestamente después de una valuación estadística rigurosa, emitan una calificación, que generalmente, es positiva sobre los “paquetes” de activos *titulizados*.

Si consideramos los elevados rendimientos que les genera a los bancos las operaciones de *titulización* de la cartera de activos, es evidente que éstos se verán motivados a aumentar el volumen de productos *securitizados*. Para ello, los bancos estratifican los “paquetes” de acuerdo a distintas categorías de riesgo de los créditos. Dependiendo de dicha estratificación, será la calificación que cada “paquete” obtenga en el mercado financiero. En el caso de la *titulización* de la cartera de crédito hipotecaria, existen dos factores generadores de fragilidad financiera: 1) Si bien una alta calidad de un activo representa un alto grado de liquidez, en el caso de las obligaciones hipotecarias, por su propia naturaleza son más ilíquidas (menos líquidas) que el papel comercial; y 2) A pesar de lo anterior, las agencias calificadoras aplican los mismos principios que los usados para evaluar acciones con ingresos fijos, lo cual no aplica para los créditos hipotecarios. (Kregel, 2007). A lo anterior se agrega la especulación sobre el precio de los bienes raíces,

lo que alimenta inflación en los mercados bursátiles. Esto podría reducir el riesgo de los créditos, debido a que en teoría, el valor del colateral (el bien inmueble) aumentaría con el tiempo y a que las agencias calificadoras tienden a emitir calificaciones positiva a ciertos activos *securitizados* que en realidad son de alto riesgo. Al respecto, Kregel comenta lo siguiente:

“La mayoría de esas obligaciones colateralizadas fueron adquiridas por entidades de inversión especializadas, las cuales estructuran activos, o por fondos de pensiones o compañías de seguro lo que genera un mercado pequeño creando las bases para una evaluación en el mercado. De aquí su valor fue usualmente creado por medio de un modelo estadístico que no tenía una base histórica para sus parámetros, o sobre la bases de estructuras existentes que carecían de las características necesarias para la evaluación. La subvaluación del riesgo y el decline de las adecuadas medidas precautorias se unan a una sobrevaluación de las valoraciones y ganancias potenciales” (Kregel, 2007:21)

En consecuencia, la inestabilidad financiera se reproduce y, por ende, el riesgo global o sistémico se amplifica, pues los bancos en su estrategia de elevar el volumen de activos *titulizados* no están constreñidos por los depósitos que captan para generar crédito, sino por sus flujos de efectivo y capacidad para cumplir sus obligaciones en el corto plazo. El fracaso inmobiliario en los Estados Unidos y la dispersión del riesgo y fragilidad del sistema son prueba de ello. Esta situación conduce a los bancos centrales a un callejón sin salida, pues el cumplimiento del objetivo de estabilidad del sistema de pagos los obliga a mantener estables las expectativas en los mercados financieros, por un lado, y a actuar como prestamista de última instancia en el momento que los bancos presentes problemas de liquidez, por el otro.

Las políticas de desregulación y liberalización introdujeron un alto grado de inestabilidad y fragilidad al sistema financiero internacional, a través de dos factores. Primero, el lento y bajo crecimiento económico se sostiene en una parte de la demanda agregada basada en el consumo de las familias financiado con crédito. En otras palabras, una parte del débil crecimiento del producto se sostiene en un consumo presente financiado con un elevado endeudamiento (continua creación de dinero bancario que eleva la liquidez del sistema), que no podrá ser cancelado debido a la baja generación de empleos permanentes y constante desempleo.

Segundo, en la medida que la burbuja financiera se sostenga en una tasa de interés estable y bajo; ello como condición necesaria para mantener las expectativas de los inversionistas al alza, el controlar de las burbujas por parte de los bancos centrales dependerá de decisiones políticas intertemporales; es decir, para frenar la especulación puede incrementarse la tasa de interés, enfrentarse a un incremento en la deuda y la caída de los precios de los activos menor, que cuando las propias contradicciones del sistema lo lleven a la crisis. Bajo tales circunstancias, el manejo y diseño de la política monetaria por parte de la autoridad monetaria es sumamente complicada, porque la desregulación financiera hace imposible seguir el ritmo de las innovaciones financieras que caen fuera de su control. Por ejemplo, un cambio en las condiciones que se consideren convencionales o un cambio en las expectativas, de optimistas a pesimistas, puede desencadenar una deflación por deuda, que obligue al Banco Central a disminuir la tasa de interés y a actuar como prestamista de última instancia de aquellas instituciones financieras que queden insolventes, para restablecer la confianza en el sistema financiero y, por ende, en el sistema de pagos. Este tipo de medidas –léase rescates de las instituciones financieras– siempre tienen un alto costo económico social para los sectores de la población más débiles, porque implican costos fiscales que se reflejan en la reducción del gasto público y contracción de la producción y el empleo.

Los acuerdos redistributivos implícitos en la desregulación y liberalización financiera y, en consecuencia, en la *financiarización* de la economía, privilegia y premia la especulación en detrimento del financiamiento y fondeo de la inversión productiva, lo que se ha reflejado en un empobrecimiento de los sectores trabajadores de la sociedad. El incremento de la deuda pública para financiar la expansión del gasto público deficitario es reprobado por los teóricos del neoliberalismo, por considerar que genera inflación; sin embargo, la expansión del crédito bancario con fines especulativo (*titulización* de la cartera de activos) como vía para obtener elevadas ganancias en el corto plazo (crédito al consumo e hipotecario) no es cuestionado, en el momento que los elevados índices de cartera vencida obligan a los gobiernos a convertir la deuda privada en deuda pública.

La generación de burbujas crediticias por parte de los bancos privados que conducen a los bancos centrales a actuar como prestamistas de última instancia no es cuestionada. Se asume que ello es una función de la autoridad monetaria si quiere evitar un colapso del sistema de pagos y, por ende, una crisis de confianza en la comunidad inversora. Así, para evitar una recesión por deflación de precios, el Banco Central se verá obligado al rescate bancario mediante la dotación de liquidez, cuyo volumen es muy alto, debido a que en situaciones de insolvencia la preferencia por la liquidez es elevada. Esto genera déficit fiscales elevados que retardan la recuperación del crecimiento económico y el empleo.

CAPÍTULO III

ENFOQUES CONVENCIONALES SOBRE EL FINANCIAMIENTO DE LA INVERSIÓN Y LA ESTRUCTURA FINANCIERA DE LA EMPRESA

El objetivo de este capítulo es presentar una revisión de los enfoques convencionales de matriz teórica neoclásica y neokeynesiana que analizan la relación entre las decisiones de inversión y la estructura financiera de la empresa. Entre dichos enfoque se encuentran los análisis de la irrelevancia de la estructura financiera de Modigliani y Miller (1958), la teoría de los mercados de capital eficientes de Fama (1970), los estudios sobre el problema de agencia de Jensen y Meckling (1976) y la teoría de la Q de Tobin (1977). Estos enfoques se expondrán brevemente, resaltando sus elementos microeconómicos y sus aspectos financieros, pues ello nos permitirá comprender la influencia de los mismos en las políticas de desregulación y liberalización financiera, mismas que se inician en los Estados Unidos, en los primeros años de la década de los setenta.

Bajo esta perspectiva crítica, en los siguientes apartados se hace una exposición de seis enfoques ortodoxos sobre los mercados financieros, que son los siguientes: la teoría de la irrelevancia de la estructura financiera de la empresa (Modigliani y Miller), la teoría de la eficiencia de los mercados de capital (Fama), la teoría de la q de Tobin, la teoría de la agencia (Jensen y Meckling) , el enfoque del señalamiento en el mercado accionario y el racionamiento del crédito (Stiglitz, Grossman y Weiss) y la teoría de la represión financiera (McKinnon y Shaw).

1. El modelo de Modigliani-Miller: La hipótesis de la irrelevancia de la estructura financiera de la empresa.

El modelo de Modigliani-Miller aborda el problema de la inversión en la empresa mediante un modelo de equilibrio parcial. En dicho modelo, las decisiones

de inversión o expansión del capital de las empresas son analizadas en función de la emisión de acciones y/o del nivel de endeudamiento. A partir de estos factores, Modigliani y Miller explicarán: i) cuáles son los determinantes de la inversión agregada, ii) cómo los ahorros de las familias se convierten en la principal fuente de formación de capital, y iii) la forma en que la eficiencia del mercado financiero elimina las ganancias de arbitraje, garantizando así, el equilibrio entre los distintos tipos de acciones de una misma clase.

De las proposiciones que Modigliani y Miller derivan de su trabajo de 1958, las más controversiales fueron las referentes a la irrelevancia de la estructura financiera de la empresa y la de la irrelevancia de los dividendos. La primera, también conocida como la hipótesis de la irrelevancia financiera, sostiene que el valor de una empresa no se ve afectada por su estructura financiera, por su parte, la segunda implica que, dada una decisión de inversión, los anuncios de los dividendos por parte de los administradores no tienen efecto sobre el valor de la empresa, debido a que éstos actúan a favor de los intereses de los accionistas y a que no existen asimetrías de información y costos de agencia.

1.1 Especificaciones del modelo

El modelo se fundamenta en los siguientes supuestos:

1. Todos los activos físicos son propiedad de las empresas.
2. Los bonos generan un ingreso constante por unidad de tiempo.
3. Los bonos y acciones se venden en un mercado perfecto. Esto es, si dos bienes son sustitutos perfectos, entonces, en equilibrio tienen el mismo precio.
- 4 La ganancia de los bonos está determinada por la tasa de interés (r).
5. Las empresas se financian mediante acciones (S) y deuda (D).
6. Los activos de las empresas generan un flujo de efectivo (X) que es incierto. Aunque su valor medio es finito y representa una variable aleatoria, con una distribución de probabilidad subjetiva.
7. Los inversionistas están de acuerdo en el valor esperado de los ingresos corrientes
8. Las empresas se dividen en clases (K) de ingresos equivalentes. De esta manera se garantiza que el ingreso de las acciones de cualquier firma, en determinada clase, sea equivalente al de las demás empresas dentro de la misma clase. Esto es, sus productos son sustitutos perfectos.
9. Las acciones se caracterizan por:
 - a) la clase a la que pertenecen, y

b) su ganancia esperada.

En 1988, Miller señala que, partiendo de un balance consolidado, las acciones y deuda de las familias no deben ser vistas como el resultado final, sino como activos intermedios que sirven para distribuir las ganancias y el riesgo latente, dentro de la pluralidad de familias en el sector donde se ubique la empresa (Miller, 1988: 101). En este argumento Miller refrendaba la hipótesis de que el mercado financiero es perfecto, pues el mismo implica que el mercado financiero al operar como un intermediario que canaliza los ahorros de las familias, distribuye de forma equilibrada las acciones de las empresas y el riesgo entre las familias.

A partir de la especificación del precio de la firma

$$P_j = \frac{\bar{X}_j}{P_k} \quad (1)$$

donde:

P_j : es el precio de la firma j , el cual es proporcional a su tasa de ganancia.

$\frac{1}{P_k}$: es el valor de proporcionalidad para la clase k .

P_k : es un costo de oportunidad (incertidumbre) que capitaliza el valor esperado de una corriente de ingresos generados por las empresas de la clase k . Sin embargo, si:

$$P_k = \frac{\bar{X}_j}{P_j} \quad (2)$$

Entonces, la ecuación (1), representada ahora en la ecuación (2) también puede interpretarse como la tasa de ganancia de cada acción en la clase k , donde X_j : es la corriente de ingresos incierta.

De esta manera, la ecuación (1) establece que el precio de una acción será una proporción de la ganancia esperada de la firma j en la clase k .

Suponiendo que el valor de mercado de una empresa es igual a:

$$V_j = S_j + D_j \quad (3)$$

1.2 Las tres proposiciones del modelo. Estructura de financiamiento y tasa de retorno de la empresa

De lo anterior se deriva la proposición 1 de Modigliani y Miller, dado que en equilibrio $V_j = P_j$ se tiene que:

$$P_k = \frac{\bar{X}_j}{V_j}, \text{ la cual es equivalentemente a } P_k = \frac{\bar{X}_j}{S_j + D_j}$$

Lo que significa que, el valor de mercado de cualquier empresa es independiente de su estructura de deuda, y el mismo está dado por la capitalización de su ganancia esperada a la tasa apropiada para su clase. El costo promedio del capital de cualquier firma es independiente de su estructura de capital y es igual a la tasa de capitalización de una corriente de acciones de su clase (Modigliani y Miller, 1958:268).

Debido a la existencia de empresas que sólo se financian con acciones y otras, de la misma clase, que lo hacen mediante una combinación de deuda y acciones, Modigliani y Miller demuestran que en equilibrio, el valor de ambas empresas es el mismo. Sin embargo, las empresas endeudadas no pueden obtener un premio sobre las empresas no endeudadas, porque los inversionistas individuales tienen la oportunidad de poner el equivalente del endeudamiento en sus portafolios, mediante el uso de su línea de crédito. Además, dado que los mercados son eficientes porque el arbitraje es perfecto, no existe la posibilidad de que difiera el valor de las acciones de una misma clase.

De lo anterior se deriva la proposición 2, de Modigliani y Miller, que establece que, dada una tasa de ganancia del capital común, del tipo $i = \frac{\bar{X} - rD}{S}$, y dada la proposición 1, se tiene que $\bar{X} = P_k V_j$. Entonces, $i = \frac{P_k V_j - rD}{S} = \frac{P_k S + P_k D - rD}{S}$.

Por tanto:

$$i = P_k + (P_k - r) \frac{D}{S} \quad (4)$$

Esta ecuación expresa que la tasa de ganancia de las acciones de una empresa endeudada, será igual a la tasa de ganancia esperada de cualquier acción de la clase k más una prima de riesgo por el endeudamiento, bajo el supuesto de que $P_k > r$. En este sentido, la tasa de ganancia de una empresa que se financia mediante acciones y deuda crecerá en función de su endeudamiento.

Las dos proposiciones se analizan bajo el supuesto de existencia de impuestos. La proposición 1, ahora mide la tasa de ganancia esperada de cualquier acción de la clase k después de impuestos, como un cociente entre la corriente de ingresos después de impuestos sobre el valor de la empresa. Quedando expresada en la siguiente ecuación:

$$\frac{\bar{X}^\tau}{V_j} = P_k^\tau \quad (5)$$

De acuerdo con Modigliani y Miller, la proposición 1 se mantiene, esto es, no se modifica, debido a que la estructura financiera no influye en el valor de la empresa, debido a que éste depende de su tasa de capitalización P_k^τ .

En el caso de la proposición 2, se considera a los impuestos dentro de la tasa de ganancia del capital común y el beneficio fiscal de la deuda, ya que ésta es deducible de impuestos. Considerando que el flujo de ingresos debe ajustarse respecto a los impuestos, se tiene:

$$\bar{X}^\tau = (\bar{X} - rD_j)(1 - \tau) + rD_j = \pi^\tau + rD_j \quad (6)$$

La corriente de ingresos se ajusta al restar los impuestos y sumar el pago de intereses; obteniéndose:

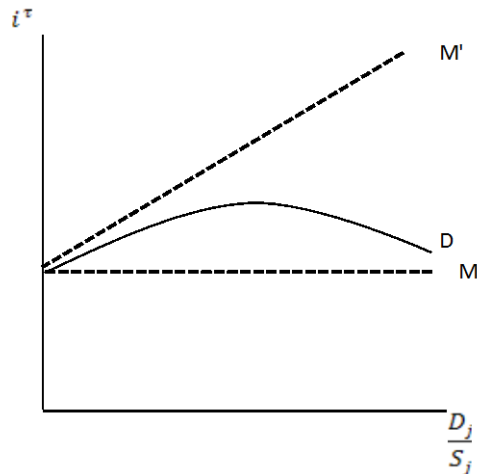
$$\pi^\tau = \bar{X}^\tau - rD_j \quad (7)$$

Dado que la tasa de ganancia del capital común después de impuestos mide ahora el cociente entre los beneficios netos sobre el capital accionario, conjuntamente con $\bar{X}^\tau = P_k^\tau V_j$, se tiene $i^\tau = \frac{\pi^\tau}{S_j} = \frac{\bar{X}^\tau - rD_j}{S_j} = \frac{P_k^\tau V_j - rD_j}{S_j}$, y dada la ecuación (3), se llega a la ecuación (8):

$$i^{\tau} = \frac{\pi^{\tau}}{S_j} = P_k^{\tau} + (P_k^{\tau} - r) \frac{D_j}{S_j} \quad (8)$$

En la Gráfica 1 se muestran distintas situaciones sobre las ganancias accionarias. La primera situación tiene que ver con la curva M, que hace referencia a la tasa de ganancia de un capital que se financia únicamente con acciones.

GRÁFICA 1
TASA DE GANANCIA ACCIONARIA



En este caso la tasa de ganancia de las acciones será igual a la tasa de ganancia esperada de las acciones en la clase k ($i^{\tau} = P_k^{\tau}$). La segunda situación hace referencia a curva M', que mide la tasa de ganancia que se obtendría gracias al escudo fiscal de la deuda. Pero, esta curva podría presentarse como la curva D, si los nuevos prestamistas no están dispuestos a permitir este porcentaje de endeudamiento, o si los amantes del riesgo no son lo suficientemente importantes dentro de la comunidad inversora. Este tipo de curva puede ser característico de empresas cuyos prospectos de ganancias caen substancialmente, dado un nivel de endeudamiento.

En la ecuación (8) se muestra que las ganancias se incrementan a medida que aumenta el coeficiente de deuda-acciones gracias al escudo fiscal; Modigliani y Miller prueban que el valor de la empresa en un contexto de impuestos, también se incrementa cuando el porcentaje de deuda con respecto a la ganancia ($\frac{D_j}{i}$) del capital aumenta. Esta prueba se presenta como sigue:

A partir de la ecuación (8), $S_j = \frac{\pi^\tau}{i^\tau}$, y conjuntamente con la ecuación (7), se tiene que $V_j = \frac{\bar{X}^\tau - rD_j}{i^\tau} + D_j$, para finalmente obtener:

$$V_j = \frac{\bar{X}^\tau}{i^\tau} + (i^\tau - r) \frac{D_j}{i^\tau} \quad (9)$$

Esta ecuación muestra que el valor de una empresa está en relación directa con el nivel de endeudamiento, dadas las ventajas del escudo fiscal. Esta conclusión levanta varias críticas, a las que Modigliani y Miller responden con el argumento de que si bien el valor de la empresa se incrementa con el endeudamiento, la tasa de ganancia esperada P_k^τ disminuye con respecto al cociente de $\frac{D_j}{V_j}$.

De la ecuación (9) se obtiene $i^\tau V_j = \bar{X}^\tau + (i^\tau - r)D_j$, la cual después de algunos pasos algebraicos se llega a:

$$\frac{\bar{X}^\tau}{V_j} = i^\tau - (i^\tau - r) \frac{D_j}{V_j} \quad (9)$$

Esta ecuación es la que suscita las principales críticas al modelo de Modigliani y Miller, pues de validarse la misma la proposición 1 entraría en contradicción. Para salvar esta crítica, Modigliani y Miller realizan pruebas econométricas; la primera, relaciona el valor de mercado de la empresa con el coeficiente de deuda-ganancia $(\frac{D_j}{i})$, y la segunda, vincula la tasa de ganancia esperada con el cociente entre la deuda y el valor de mercado de la empresa. Si la ecuación (9) se cumpliera, el coeficiente asociado a la razón deuda-valor de mercado de la empresa tendría que ser negativo. Si la ecuación se cumple en (8), entonces, el coeficiente asociado a la relación deuda-tasa de ganancia accionaria será positivo. La evidencia que presentan rechaza la hipótesis de que el coeficiente asociado al porcentaje de deuda sobre el valor de mercado es negativo. Bajo esta argumentación, la mejor estructura de deuda bajo los supuestos presentados con un sistema impositivo, será aquella que privilegie un alto porcentaje de deuda sobre acciones. Esto se demuestra de la siguiente forma.

Partiendo de (6) se tiene que $\bar{X}^\tau - rD_j = (\bar{X} - rD_j)(1 - \tau)$. Despejando \bar{X} se obtiene:

$$\bar{X} = \frac{\bar{X}^\tau - rD_j}{(1-\tau)} + rD_j \quad (10)$$

Dividiendo (10) entre el valor de mercado de la empresa j, se llega a:

$$\frac{\bar{X}}{V_j} = \frac{\bar{X}^\tau - rD_j}{V_j(1-\tau)} + \frac{(1-\tau)rD_j}{V_j(1-\tau)} \quad (11)$$

o, alternativamente:

$$\frac{\bar{X}}{V_j} = \frac{P_k^\tau}{(1-\tau)} \left[1 - \frac{r\tau D}{P_k^\tau V_j} \right] \quad (12)$$

En forma comparativa, si se supone que la empresa se financia totalmente con deuda, es decir, que $D = V$, se tiene que:

$$\frac{\bar{X}}{V_j} = \frac{P_k^\tau}{(1-\tau)} \left[1 - \frac{r\tau}{P_k^\tau} \right] = \frac{P_k^\tau}{(1-\tau)} - \frac{r\tau}{P_k^\tau} \quad (13)$$

Finalmente, si se supone que la empresa se financia totalmente con acciones, es decir, que $D = 0$, se llega a:

$$\frac{\bar{X}}{V_j} = \frac{P_k^\tau}{(1-\tau)} \quad (14)$$

Por lo tanto, puede afirmarse que como $(14) > (12) > (13)$, bajo un sistema impositivo, el costo del capital disminuye conforme el coeficiente de deuda sobre el valor del capital aumenta. Con base en esta deducción, Modigliani y Miller postulan la proposición 3, que sostiene que bajo un esquema con impuestos a las ganancias de capital, el valor de la empresa no es independiente de la estructura de capital. Bajo un sistema impositivo, en el cual el pago de intereses es un gasto deducible,

existirán más ganancias cuando los accionistas tengan más deuda en su estructura de capital (Modigliani y Miller, 1958: 294). En otras palabras, gracias a la deducibilidad de intereses, el valor de la empresa se incrementa tan pronto como el coeficiente de deuda-acciones aumenta. Más aún, el valor de la empresa podría no tener un máximo interior, es decir, no está acotado; de tal forma que, “la estructura de capital óptima debería ser exclusivamente deuda” (Miller, 1988.112).

Con base en la tercera proposición, Modigliani y Miller postulan que la variable principal que lleva a realizar una nueva inversión, suponiendo que los administradores buscan el mayor beneficio de los accionistas en el momento de tomar su decisión durante el tipo que dure ésta, es su tasa de retorno, no importando la estructura de capital. En consecuencia, según Modigliani y Miller, bajo un sistema que incorpore un impuesto a las ganancias corporativas, la mejor estrategia para minimizar el costo de capital será aquella que privilegie una alta proporción de deuda.

Estas afirmaciones tienen fuertes implicaciones para la alta dirección (*top management*) de las empresas con bajos niveles de deuda, ya que una estrategia financiera de bajo endeudamiento, según la conclusión de Modigliani y Miller, puede generar pérdidas por la vía impositiva. Ello, obligaría a las empresas a elevar el nivel de endeudamiento; aunque Modigliani y Miller reconocen y recomiendan que estas afirmaciones deben ser tomadas con cautela. Al respecto, recordemos que la proposición 2 implica que un aumento en el nivel de endeudamiento incrementa el riesgo de las acciones. De tal forma que, una empresa con altos niveles de endeudamiento que presente pérdidas consecutivas por una mala estrategia de inversión, puede erosionar la ganancia obtenida con el escudo fiscal, e incluso estar imposibilitada para cubrir sus obligaciones, hasta caer en bancarrota. Además, de que se pueden presentar otros problemas, como el de la división de la propiedad y control, que influyen directamente en la estructura de deuda de las empresas. Problemas que surgen de la existencia de asimetría de intereses.

2. La teoría de Fama: La eficiencia de los mercados de capital y el ajuste automático de los precios a la información.

Si bien Eugene Fama (1970) es quien formaliza la teoría de la eficiencia de los mercados de capital, recurriendo a un proceso de ajuste de los precios en el mercado accionario mediante un modelo de camino aleatorio, anteriormente en los trabajos de Louis Bachelier (1900), Samuelson (1965) y Mandelbrot (1966) ya se habían analizado este tema. De acuerdo con Fama, la principal función de los mercados de capital es la distribución de la propiedad del stock de capital del sistema económico. En consecuencia, el mercado ideal sería aquel en donde los precios proveen fielmente señales para la asignación eficiente de los recursos; en otras palabras, es un mercado en el cual las empresas pueden realizar la inversión y los inversionistas puedan elegir entre los activos que representan la propiedad de las actividades de las empresas (Fama, 1970:383).

2.1. El proceso de ajuste de los precios en el mercado accionario. Niveles de información disponible.

De acuerdo con el análisis de Fama, la eficiencia del mercado implica que los precios se ajusten a la información disponible; esto es, el ajuste de los precios a la información disponible permita a los inversionistas individuales contar con las señales precisas para tomar sus decisiones de inversión. Y, de la misma forma, este proceso inducirá la canalización del ahorro hacia actividades productivas. Este ajuste de los precios se realiza en base a tres niveles de información: i) la forma débil, ii) la forma semifuerte, y iii) la forma fuerte. En el primer nivel el ajuste de los precios se realiza con base a su información histórica; en el segundo, el ajuste considera la nueva información pública (ganancias anuales, dividendos, división de activos, fusiones, etc.); y en el tercer nivel, el ajuste de los precios trata de responder a los efectos del monopolio de información relevante sobre la formación de los precios (asimetrías de información) en poder de ciertos grupos.

A partir de esta clasificación de la información disponible, Fama (1970) ajusta la información bursátil a los modelos de juego justo o limpio (*fair game*) y de camino

aleatorio para analizar la eficiencia del mercado de capital. El modelo de juego justo implica básicamente que las ganancias por invertir en el mercado bursátil, con base en la información disponible, son en promedio cero. Es decir, las cotizaciones de la bolsa durante t periodos representan ganancias para unos y pérdidas para otros; en promedio, ello es igual a cero. Por tanto, *la eficiencia de los mercados de capital* implica que nadie puede sistemáticamente ganarle al mercado (*beat the market*), pues no se conoce el futuro.

El proceso de ajuste de precios se formaliza mediante el modelo de caminata aleatoria, el cual implica que cambios en cotizaciones sucesivas del periodo t al $t+1$ no están correlacionadas y que se distribuyen idénticamente. Puesto que el rendimiento accionario describe un movimiento geométrico *browniano* (ya que se trata de una variable aleatoria)²⁰, la información disponible no tiene ningún efecto en la ganancia esperada y en su distribución de probabilidad. Por tanto, asumirá una distribución normal y la probabilidad de ganancia en cada período se distribuye idénticamente con media cero y una varianza constante. Al respecto, Fama puntualiza la diferencia entre las implicaciones del modelo de juego justo del tipo *martingala*, y sus casos especiales, la *submartingala* y la *caminata aleatoria*. Si los precios son una caminata aleatoria, implicaría automáticamente el juego justo; sin embargo, el juego justo no necesariamente requiere que la correlación serial de los precios del periodo t al $t+1$ sea cero. Es decir, el proceso de *martingala* implica que la esperanza condicional del precio del periodo $t+1$, dados los precios históricos, sea igual al precio del período t . La esperanza condicional del rendimiento de la bolsa de valores, dada la información disponible, es igual a cero. Pero, en su forma débil la *submartingala* (la variación del periodo t al periodo $t+1$) es mayor o igual a cero. Este proceso explicaría estrategias de compra y venta accionarias que generan ganancias.

Una vez que aplica su modelo de *caminata aleatoria* a la evidencia empírica, Fama concluye que el ajuste de precios en el mercado de capital se ajusta como lo predice el método de juego justo; en consecuencia, con ello demuestra la eficiencia

²⁰ Cabe señalar que en sus trabajos Robert Brown experimentó con las partículas de polen.

de los mercados de capital. Ahora, dado que la eficiencia depende de la capacidad del mercado para asimilar la información disponible y reflejarla en los precios, Fama establece las siguientes condiciones “suficientes” para que se cumpla la eficiencia del mercado de capitales: i) la inexistencia de costos de transacción, ii) la gratuidad de la información disponible, y iii) el acuerdo de todos los agentes sobre las implicaciones de la información disponible sobre los precios corrientes y las distribuciones de los precios futuros de los activos. Esto último, se sustenta en el argumento de Samuelson (1965), que sostiene que cada agente toma sus decisiones en base a una distribución de probabilidad de las ganancias; argumento que a su vez supone que los agentes son racionales y que todos conocen el modelo para calcular la distribución de probabilidad de sus ganancias.

2.2. La eficiencia de los mercados de capital y el problema de la desviación de los precios de sus valores de equilibrio.

En los resultados que arrojan su modelo, Fama encuentra correlación en los precios en el corto plazo, para intervalos de uno, cuatro, nueve y dieciséis días. Si bien esta correlación es pequeña y cercana a cero, lo que le permitiría establecer la existencia de una dependencia lineal (Fama, 1970: 394); la misma implica la existencia de estrategias de compra y venta que generan ganancias en el corto plazo (modelo de *submartingala*), lo que invalida el supuesto de independencia del modelo de *caminata aleatoria*, aunque no el de juego justo, porque cualquiera que sea la correlación existente en el mercado, el monto de la ganancia sigue siendo incierto. Al respecto, cabe señalar que la evidencia empírica muestra que posterior a un *boom* de ganancias en el corto plazo, éstas registran caídas (Niederhoffer-Osborne, 1966). Este comportamiento se explica por la sobre-reacción del mercado a ciertos anuncios públicos, respecto de las condiciones financieras de las empresas y del ambiente económico en general, como los dividendos y las tasas de interés de los bonos públicos.

En consecuencia, no existen estrategias de comercio de los activos que permitan sistemáticamente obtener ganancias, debido a que la nueva información que se incorpora a los precios es aleatoria y el arbitraje es eficiente. Aunque existan

sobrerreacciones a ella, éstas tienden a ajustarse en el corto plazo en la medida que la información sea asimilada por los inversionistas. En otras palabras, los mercados pueden ser eficientes incluso si muchos de los participantes son irracionales y los precios de los activos exhiben gran volatilidad, explicada ésta por las ganancias y los dividendos. Ello es así, porque no se permite a los inversionistas obtener ganancias mayores a las ajustadas sobre el riesgo promedio (Burton, 2003:4). Además, debe considerarse la existencia de costos de transacción, que aunque pequeños pueden erosionar las ganancias extraordinarias (por ejemplo, el pago de comisiones por transacciones, pago de derecho de piso de subastas, etc.). Bajo esta lógica, si las estrategias de compra y venta de los activos financieros son producto de la información monopólica con que cuentan agentes o especialistas financieros, sólo se invalida la “forma fuerte” de eficiencia del mercado. En tanto que, para la forma débil y la semifuerte se cumple el modelo de juego justo y la hipótesis de la eficiencia de los mercados.

Las investigaciones que realizaron Fisher (1966) y Fama, Fisher, Jensen y Roll (1969) muestran que las variaciones de los precios debido a cambios en dividendos y ganancias, en promedio, se reflejan al momento del anuncio. Ello es un indicador de la capacidad automática del mercado para asimilar inmediatamente la nueva información. Sin embargo, la forma fuerte de la eficiencia del mercado, la cual versa sobre la información monopólica de los inversionistas especializados y de los “*insiders*”, puede invalidarse. Ante estos problemas, en 1991, Fama aborda la hipótesis de la eficiencia de los mercados, bajo la hipótesis conjunta. La eficiencia se prueba condicionalmente sobre un modelo de valuación de activos; dicha valuación es muy importante, pues los errores y anomalías en los resultados pueden generarse por una mala especificación de los modelos o bien por una falla del mercado (Fama, 1991). Por ejemplo, si el resultado de un estudio sobre las ganancias mostrara resultados extraordinarios, estos podrían ser imputables al modelo, si se demuestra que la aplicación de otro modelo arroja resultados distintos.

El caso del modelo Sharpe– Lintner, presenta muchos problemas para explicar las ganancias esperadas, porque los administradores de los fondos de pensiones cuentan con información privada que genera ganancias positivas

anormales (Ippolito, 1989). Sin embargo, al utilizar modelos multifactor de valuación de activos, Elton, Gruber, Das y Hklarka (1991) y Brinson, Hood, y Beebower (1986, 1991) encuentran que los fondos mutualistas de pensiones, en promedio, tienen ganancias anormales negativas. Según Fama, un error de los modelos llevaría a conclusiones erróneas sobre la eficiencia del mercado de capital. Ante la existente disparidad en los resultados entre distintos modelos, la evidencia de la hipótesis fuerte respecto a la eficiencia del mercado no está garantizada. No obstante ello, los resultados de Fama (1991) muestran que el mercado sigue siendo eficiente tanto a nivel débil como en la forma semifuerte, lo cual queda manifiesto en los estudios de predictibilidad de las ganancias de los estudios de caso.

En su estudio sobre la predictibilidad de las ganancias (nivel débil), Fama muestra que a pesar de que existen distintos tipos de correlación de corto y largo plazo, no ha sido posible demostrar que existen estrategias que, considerando información histórica, permitan obtener consistentemente ganancias anormales. En los estudios de caso (nivel semifuerte), él encuentra evidencia suficiente de que los precios se ajustan eficientemente a la nueva información, como cambios en las decisiones de inversión, política de dividendos y estructura del capital. De acuerdo con estos resultados, *la eficiencia de mercado se sostiene* con base en el hecho de que no se ha demostrado la existencia de estrategias de ganancias anormales consistentes durante el tiempo, ya que muchas de las ganancias anormales son precedidas por pérdidas. Esto significa que, dada la información disponible, el mercado agotará las ganancias anormales, ya que no existe posibilidad de arbitraje sostenible en el largo plazo; en otras palabras, el arbitraje es perfecto.

En consecuencia, el mercado de capitales eficiente hasta un cierto nivel donde los precios se ajustan rápidamente a la información disponible. Sin embargo, subyace el problema de que los precios pueden no ser correctos, ya que al no cumplirse la forma fuerte de la eficiencia, la asignación de los recursos no es completamente eficiente y, por ende, los precios se desvían de sus valores de equilibrio.

3. La teoría de la q de Tobin. El efecto de la tasa de interés sobre la inversión

El análisis de Tobin y Brainard (1977), que tiene como antecedente el trabajo de Tobin de 1969, sobre un modelo de equilibrio general para la teoría monetaria, sobre la relación entre la valuación de mercado de un determinado proyecto de inversión y el costo de reemplazo o de reposición de los nuevos bienes de capital, parte del supuesto de que el mercado accionario es eficiente y organizado al proveer una evaluación continua de las acciones de las empresas y sus activos productivos. Bajo este marco analítico, Tobin mide la influencia de la tasa de interés sobre la inversión a través de los movimientos del ratio que denomina q , el cual es un cociente cuyo numerador está dado por la valuación de mercado del proyecto de inversión y el denominador por el costo de reemplazo o de reposición de los nuevos bienes de capital.

De acuerdo con Tobin, la q puede ser vista como la relación entre el sector real y el financiero, si consideramos que los mercados de bienes de capital son parte determinante del desarrollo de las economías capitalistas, en donde la valoración financiera de ellos y su utilización como parte de los proyectos productivos es clave. En equilibrio, el valor de q tenderá a ser igual a uno, lo que significa que el valor del stock accionario será igual al costo marginal de la producción. La maximización del valor presente neto de la empresa o el valor de mercado de las acciones se reflejará en el precio de la acción y en el nivel de q . Asimismo, se supone que q valora la productividad de los activos, no individualmente, sino como parte de un conjunto de activos productivos para un fin; en otras palabras, el proyecto de inversión es visto como un todo.

Por otro lado, Tobin supone que los individuos realizan un cálculo probabilístico de los rendimientos esperados de los proyectos de inversión en una industria específica, y que todos conocen el modelo de generación de las expectativas. De manera que, los agentes financieros hacen una valoración de la rentabilidad esperada del proyecto de inversión en su conjunto. Dado que los activos físicos de una empresa son específicos, designados, instalados y usados en combinaciones complejas, es costoso o imposible utilizar los activos de una

empresa para otro propósito. Además, como ya se mencionó, la evaluación de un negocio como un todo es más relevante que la evaluación separada de los activos en el mercado (Tobin y Brainard, 1977). De la misma forma, se asume que el mercado dicta las pautas de comportamiento de los accionistas, pues al valorar los proyectos de inversión determina la diversificación de los portafolios y permite a los inversionistas comprar y vender acciones, las cuales representan fragmentos de las empresas que cotizan en estos mercados. Además, el mercado penaliza a las empresas cuya valoración ha sido desfavorable y beneficia a las que obtienen valoraciones positivas; permitiendo con ello, el surgimiento de nuevos negocios y la expansión de los ya existentes.

Se supone que el precio accionario, en general, representa una función directa de las expectativas de rentabilidad de la industria en el sector, es decir, que el precio accionario están en función de las ganancias esperadas futuras, las cuales dependen positivamente de los dividendos, y mantiene una relación inversa con respecto de la tasa de interés (i). En la medida que aumente la rentabilidad esperada, aumentará q , y si aumenta i disminuirá q . Asimismo, se establece que, en general las acciones son sustitutos imperfectos, ya que en la igualación de dos acciones distintas media una prima de riesgo asociada con los cambios en la tecnología, la escases de insumos, los costos laborales, la tasa de interés y los precios.

A partir del marco analítico arriba descrito, se supone que un valor de q mayor a uno aumentará la inversión; es decir, la administración de la empresa reacciona a una valoración positiva en el mercado accionario mediante un incremento en su inversión. Por el contrario, un valor de q menor a uno llevará a una caída de la inversión, debido a que la empresa contará con menos recursos para realizar la inversión actual. Tobin considera que q puede ser estadísticamente diferente de uno, debido a la q que heterogénea para cada activo y depende de las distorsiones que impiden que los valores de mercado y costos de replazo se mantengan en equilibrio.

En consecuencia, existen discrepancias entre q y su valor normal, y la velocidad a que esas discrepancias se eliminen depende del costo de ajuste y del crecimiento de las empresas individuales y de los costos marginales de producir bienes de capital de la economía en su conjunto (Tobin y Brainard, 1977). A pesar de estos desajustes en el corto plazo en el análisis estadístico, Tobin concluye que las fluctuaciones de q reflejan la influencia de variables fundamentales en el comportamiento de la inversión, ya que dichas variables son tomadas en cuenta por los agentes económicos en el momento de tomar sus decisiones de portafolio. Bajo estas consideraciones, en el mercado financiero el mecanismo de la q de Tobin funciona como un referente para la asignación de los recursos económicos.

4. La teoría de la agencia y la relevancia de la estructura financiera de la empresa

La teoría de la agencia analiza los problemas que surgen cuando se separa la propiedad y el control corporativo de la empresa; entre estos problemas se encuentra la conformación de la estructura de financiamiento de la corporación a partir de las discrepancias de intereses entre los administradores y los accionistas de la misma. Cabe señalar que estos aspectos ya habían sido estudiados en 1932, por Berle y Means.

La teoría de la agencia critica la teoría neoclásica de la empresa, porque argumenta que en dicha teoría la empresa es considerada como una caja negra que opera en perfecta coordinación con el principio de maximización de la producción sujeta a los costos; pero deja de lado el análisis de la estructura interna de la empresa y su estructura jerárquica en la toma de decisiones. En otras palabras, cuestiona la tesis que sostiene que la empresa opera con base en un nivel tecnológico para alcanzar sus objetivos de optimización respecto a sus insumos y productos, maximizando la ganancia o el valor presente de la empresa (Jensen y Meckling, 1976). De acuerdo con la teoría de la agencia, la empresa no se reduce a un agente aislado que maximiza ganancias y minimiza costos, es un agente complejo determinado por factores económicos y jurídicos que sirve como nexo

entre las relaciones contractuales existentes al interior de la misma (Jensen y Meckling, 1976). Dichas relaciones se caracterizan por la existencia de demandas residuales sobre los activos y flujos de efectivo de la corporación; incluso los activos pueden venderse sin el consenso o permiso de algunos miembros que conforman la relación contractual, es decir, de las partes interesadas (*Stakeholders*). En consecuencia, desde el punto de vista de la teoría de la agencia, los aspectos fundamentales de la empresa son la propiedad sobre los activos y la influencia de sus propietarios en el control de la misma, pues son estos aspectos los que generan conflictos.

Dado que para la teoría de la agencia la empresa también es un ente jurídico, su estudio debe considerar las relaciones a su interior, porque éstas implican la existencia de contratos y derechos de propiedad, en los cuales se especifican los costos y beneficios, así como el control residual sobre los activos y ganancias que les corresponden a los distintos participantes de la misma. Ello conduce a analizar cuáles y cómo se establecen los incentivos adecuados para alinear la conducta del agente con la del principal, y busca soluciones a problemas específicos en términos de los elementos que caracterizan la relación entre el accionista y el administrador, lo cual determina en última instancia la estructura financiera de la empresa. Concretamente, el problema de agencia se presenta como una relación contractual en la cual los individuos con derechos de propiedad sobre la empresa (accionistas y bancos) delegan el control y toma de decisiones a un cuerpo colegiado o a un administrador; sin embargo, es muy común que éste tenga objetivos distintos a los del accionista. Los administradores en busca de mayores beneficios personales, perseguirá los siguientes objetivos: i) la concentración del mercado y expansión de la empresa, y ii) el disfrute de los privilegios que el puesto de administración les confiera como beneficios directos a través del uso de los recursos de la empresa (automóviles, prestaciones, uso de la cuenta de la empresa para negocios personales), para beneficio propio o beneficios indirectos (como la decoración y equipo de oficina, etc.).

El problema de agencia se presenta cuando existen discrepancias entre los objetivos de administradores, accionistas y bancos que otorgan financiamiento a las

empresas. Las discrepancias con los bancos se presentan cuando las empresas tienen que recurrir a éstos para financiar proyectos rentables, debido a que el monto de dicha inversión no podría ser cubierta con las utilidades o flujos de efectivo corrientes de la empresa. Ello obliga a tomar la decisión de financiar dichos proyectos mediante la emisión de acciones y/o contratación de deuda. Que se presente o no el problema de agencia dependerá de que el costo de emitir acciones o contratar deuda sea menor a los beneficios marginales de realizar el proyecto. Entonces, los costos del problema de agencia estarán determinados por el oportunismo y habilidad del administrador para utilizar los recursos de la empresa en beneficio propio. Cuando el propietario de una empresa es también el administrador no existe tal problema de agencia, ya que la propiedad y el control recaen en ella misma. En este caso, la maximización de su función de utilidad dependerá de los beneficios pecuniarios y no pecuniarios²¹. Bajo esta lógica, si la administración encuentra una oportunidad de rentabilidad puede optar por financiarla de tres formas: i) recursos propios, ii) emisión de participaciones, y iii) endeudamiento bancario. Si decide llevar a cabo el proyecto con recursos propios, considerando que sus recursos propios son suficientes para financiarlo, el problema de agencia no se presentará. En cambio, si decide financiarlo mediante emisión de participaciones y/o endeudamiento bancario el problema de agencia se hará presente.

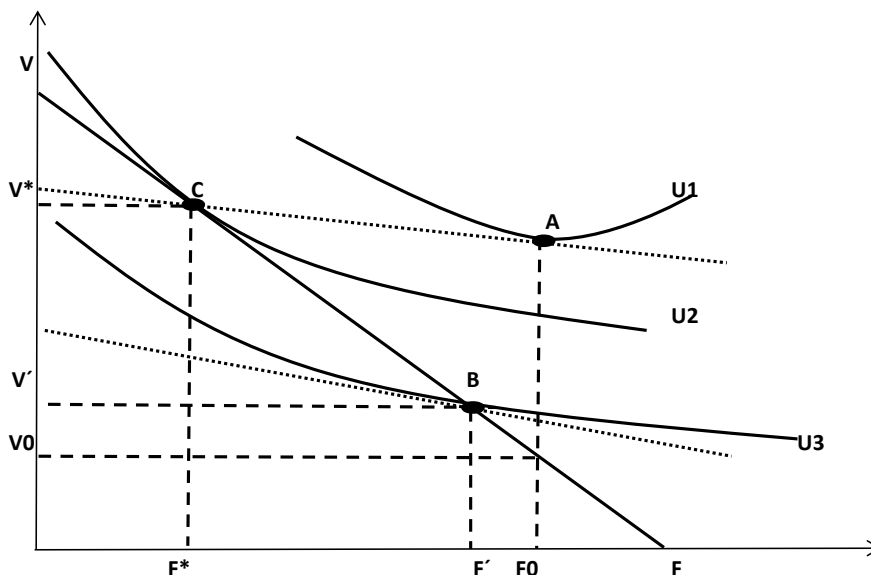
Cuando el financiamiento es mediante la emisión de acciones, el problema de agencia surge porque el derecho de propiedad del grupo de control, la administración en este caso, sobre la ganancia residual del proyecto de inversión disminuye en función de la proporción de las acciones emitidas para financiarse. Y, dado que el costo individual del nuevo proyecto de inversión disminuye en proporción de la emisión de acciones, ello incentivará a los administradores a obtener beneficios individuales mediante el uso de los recursos de la empresa para beneficio propio. Esto es, se hace presente el problema de oportunismo del

²¹ Dentro de los beneficios no pecuniarios se consideran las relaciones con otras empresas, lo atractivo del cuerpo secretarial, la disciplina del nivel de empleo, las relaciones personales con los empleados, la compra de insumos para amigos, etc. (Jensen y Meckling, 1976).

administrador, quien considera que merece ciertas gratificaciones (*perquisites*). Además, esta situación también puede influir para desincentivar a los administradores a realizar actividades de innovación, por considerar que éstas son muy costosas en relación a su propiedad sobre la ganancia residual.

En la Gráfica 2 el punto **C** representa el punto de equilibrio, que corresponde al caso en que los administradores poseen el 100 por ciento de las acciones. En este punto el valor de la empresa es V^* y el valor de los beneficios no pecuniarios es F^* . A medida que los administradores-propietarios vendan el total de las acciones, quedándose únicamente como administradores, su curva de indiferencia se desplaza hacia arriba debido a que valorarán más los beneficios no pecuniarios. Además, como el costo de los mismos ya no lo pagarán enteramente ellos, lo que da paso al problema de oportunismo, el punto C se traslada al punto A, donde los administradores obtienen F_0 de beneficios no pecuniarios y el valor de la empresa disminuye, pasando de V^* a V_0 . Pero, como la curva de indiferencia U_1 , donde se localiza el punto A, está fuera de la restricción, el punto de equilibrio pasa de A a B. En este punto se cruza la restricción con la curva de indiferencia

GRAFICA 2



U3 que es paralela a la línea punteada en A. Esta línea punteada y, por tanto, la curva U3, representa el cambio de preferencia de los administradores hacia los beneficios no pecuniarios, los cuales se igualan con la curva de indiferencia U1. El punto B muestra una caída en el valor de la empresa de V^* a V' y un aumento en los beneficios no pecuniarios de F^* a F' ; siendo la distancia de V^* a V' una medida del costo de agencia bruto debido al cambio de las preferencias del administrador, como resultado del cambio en la propiedad de la empresa.

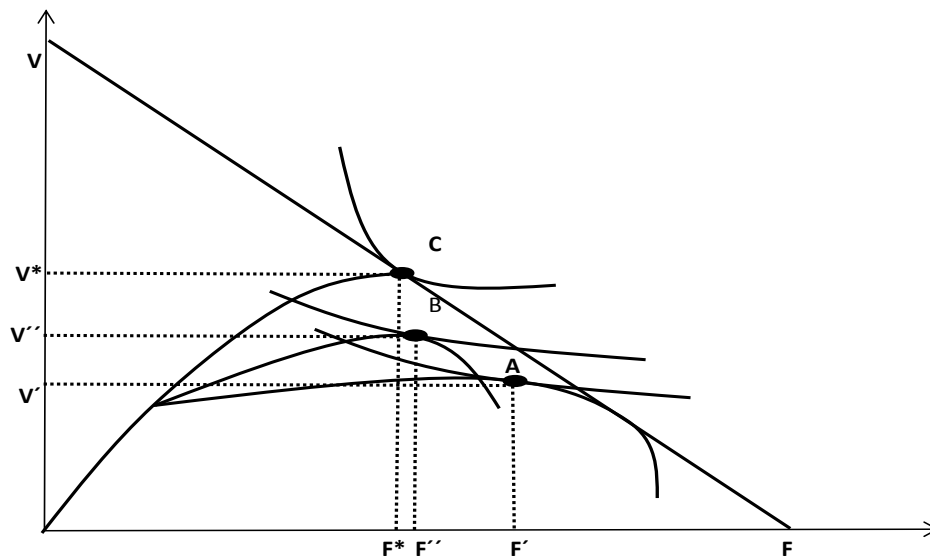
En el caso de que el financiamiento del proyecto de inversión se realice mediante endeudamiento bancario, el administrador estará incentivado para realizar proyectos de inversión más rentable pero con un mayor riesgo. Si el proyecto tiene éxito, el grupo de control podrá quedarse con las ganancias una vez que se pague la deuda. En caso contrario, el banco asumirá el riesgo total de la pérdida.

A diferencia de lo planteado por la teoría neoclásica, la relación de agencia concluye que el proceso de maximización del beneficio es un sub-óptimo, porque se incurrir en costos para tratar de minimizar la discrepancia de objetivos entre el principal y el agente; esto es, entre los accionistas o banco y el administrador. Dado que el objetivo del accionista es maximizar el valor de mercado de su participación, estará incentivado a incurrir en costos para tratar de alinear la conducta de la administración a sus intereses. Esto plantea el problema de agencia que consistente en tener en cuenta cómo los accionistas y bancos pueden inducir al agente o administrador a maximizar la riqueza o ganancia. Para evitar las pérdidas desproporcionadas por la relación de agencia, el principal (accionistas o bancos) tendrá que incurrir en costos de monitoreo. Los accionistas externos y bancos tendrán que monitorear la conducta de los administradores, ya sea mediante contratos o mediante su incursión en la dirección de la empresa, entre otras estrategias.

En la Gráfica 3 se muestran tres situaciones. En el punto C se representa la frontera de expansión con el 100 por ciento de la propiedad de los administradores. En este punto el valor de mercado de la empresa es V^* mientras que los beneficios no pecuniarios son F^* . El punto B muestra la frontera de expansión con una

propiedad fraccional de los administradores y costos de monitoreo. El punto A indica el punto de equilibrio de una frontera de expansión con propiedad fraccional de los administradores pero sin costo de monitoreo. Los puntos B y A representan el problema de agencia, pero existe una diferencia, bajo la presencia de costos de monitoreo, en el punto B se obtiene un mayor beneficio para los accionistas, con respecto al punto A.

GRAFICA 3



La decisión de incurrir en costo del monitoreo estará en función de que los beneficios de realizarlo sean mayores. Aquí se pueden presentar tres escenarios. El primero, cuando la empresa se financia con recursos propios, donde el problema de agencia no existe y se maximiza libremente la utilidad del administrador. El segundo, cuando no se disponen de los recursos para financiar el proyecto de inversión y se recurre al financiamiento bancario o accionario sin monitoreo. Entre estos dos casos existe una disparidad, ya que en el segundo con relación al primero, el beneficio es menor, ya que sin monitoreo se favorecen las actividades depredadoras de los administradores.

El tercer escenario es el financiamiento del proyecto de inversión con endeudamiento bancario o emisión de acciones incurriendo en costos de monitoreo. Este escenario, con respecto al segundo, es comparativamente mayor en términos

del beneficio de los accionistas y banco, pero relativamente menor que en el primer caso.

Bajo el problema de agencia, la optimalidad se presenta con un grado de monitoreo, porque existe un sub-óptimo asociado a una pérdida derivada de la relación de agencia que no se puede evitar. A esta pérdida se suman los costos de monitoreo y de las garantías contractuales firmadas (*bonding costs*). La magnitud del costo de agencia variará dependiendo de: i) las preferencias de los administradores; ii) el costo de monitoreo y de las estrategias para compatibilizar la actividad de los administradores con el objetivo de los accionistas; iii) el costo de la evaluación de la administración y de una serie de medidas para reforzar la actividad de la administración, mediante políticas específicas; y iv) el mercado de administradores, el cual depende a su vez de: a) las habilidades de la administración y de la complejidad de sus responsabilidades, b) la dificultad de evaluar su desempeño y c) los costos de reemplazo de la administración.

Para la teoría del agente-principal, a diferencia de la hipótesis de la irrelevancia de la estructura financiera planteada por Modigliani y Miller (1958), la estructura financiera de la empresa si es importante, es decir, no es irrelevante. Ello es así, porque la probabilidad de los flujos de efectivo futuros no es independiente de la estructura de capital, porque la existencia de costos positivos asociados a la bancarrota y la presencia de subsidios o deducciones fiscales del endeudamiento afectan la probabilidad de los flujos de efectivo; en tanto que el endeudamiento aumenta la probabilidad de bancarrota, es decir, aumenta la razón de deuda sobre acciones. Ello no puede compensarse con un incremento en el premio pagado sobre la acción; además, esto contradice la afirmación de Modigliani y Miller que sostiene que, bajo un sistema impositivo, es conveniente financiar todo con deuda.

En la práctica, el endeudamiento no domina la estructura financiera de la empresa porque está presente el riesgo potencial de bancarrota y los costos de reorganización asociados a la misma. Existen dos motivos que impiden que la deuda bancaria domine la estructura de la empresa: i) porque limita la actividad de los administradores, lo que reduce el tamaño de sus beneficios no monetarios y, en

caso de bancarrota o reorganización, pueden perder el empleo; y ii) porque los bancos ofrecen préstamos con base en el colateral de las empresas hasta cierto límite, según el monto de la inversión inicial de la empresa. En general, al administrador le interesa mantener el control de la empresa, ya que de no hacerlo éste pasará al inversionista. Por ello, el administrador estará incentivado a emitir acciones sin derecho a voto con el propósito de mantener el control corporativo; en tanto que buscará mantener un endeudamiento bancario acorde con sus intereses particulares, los cuales serán controlados por los mecanismos de monitoreo de los accionistas.

El sub-óptimo alcanzado minimiza el costo de agencia para los accionistas, y explica la estructura financiera de cada empresa en un determinado sector de actividad económica, ya que los accionistas siempre tendrán como referencia al mercado y a las empresas del mismo ramo para comparar el desempeño de la actividad administrativa. Ello les permite a los accionista decidir si mantienen o no la propiedad de sus acciones; si deciden no mantener en su propiedad las acciones de la empresa, afectaran el valor de mercado de ésta, de la misma forma que lo hacen las utilidades o la razón de deuda a acciones.

La existencia de costos de monitoreo también acarrea problemas de oportunismo de los accionistas más pequeños, pues solo los accionistas más grandes estarán incentivados a gastar en el costo de monitoreo. Entre más accionistas existan menores serán los incentivos para monitorear, pues preferirán diversificar sus portafolios y salirse si el precio de la acción cae, antes que incurrir en costos de monitoreo. Esta falla de mercado puede enfrentarse mediante algunas acciones, como: la protección legal de los accionistas, los costos de monitoreo, la presencia de grandes accionistas con incentivos para monitorear a la administración, y la existencia de mercados de control corporativo cuya función sería evaluar el desempeño de los administradores. Respecto a esto último, la existencia de un mercado financiero que evalué las inversiones puede reducir los problemas de oportunismo asociados al problema de agencia. En este sentido, Henry Manne (1965) plantea la necesidad de establecer un mercado de control corporativo, argumentado que el mercado de valores solo provee una evaluación

objetiva de la actividad administrativa, a través del precio que asigna a la empresa. Ahora bien, si los administradores son mal evaluados por la comunidad financiera, función que corresponde al mercado de control corporativo, el precio de las acciones podría descender a niveles tan bajos, que esto se constituiría en un incentivo para que administradores externos con más capacidad (*outsiders*) tomaran el control e incrementen el valor de la empresa.

Los efectos de esta amenaza harán que los administradores internos (*insiders*) mejoren el rendimiento para no ser sustituidos. Los mercados financieros vuelve a ser fundamentales para disminuir los costos de agencia; de aquí que siga siendo importante que las empresas se evalúen públicamente en estos mercados, ya que el precio accionario emite señales e incentivos y, por tanto, es el punto de partida para la toma de decisiones de los inversionistas y administradores, respecto a la estructura de su portafolio de inversión y asignación de los recursos económicos, respectivamente.

5. El enfoque del señalamiento en el mercado accionario y el racionamiento en el mercado crediticio.

De acuerdo con lo expuesto hasta aquí, podemos sostener que en los enfoques convencionales sobre la relación entre financiamiento de la inversión y estructura financiera de la empresa, el punto central lo constituye la eficiencia en el mercado financiero. De ahí que sus análisis se centren en explicar y proponer mecanismos que aseguren que en los mercados financieros en general, y el mercado accionario en particular, se determinen los precios correctos o de equilibrio, ya que éstos son el punto de partida en la toma de decisiones de inversión. Como los precios son el resultado de información correcta y disponible para todos los participantes, éstos aseguran la eficiencia en dichos mercados. Sin embargo, si se considera la existencia de costos de transacción, de agencia y asimetrías de información, las decisiones de inversión pueden no estar relacionadas necesariamente con la actividad productiva en general, ya que los precios no son correctos.

Los problemas y efectos que genera la existencia de asimetrías en la información en los mercados financieros fueron abordados por Stiglitz, Grossman y Weiss (1988, 1989). En sus trabajos se demuestra que la existencia de asimetrías de información y costos de transacción impiden, en general el cumplimiento de la hipótesis de la eficiencia de los mercados de capital para el caso de las finanzas corporativas, sostenida tanto por Modigliani y Miller como por Fama. Para estos autores, considerados como los nuevos keynesianos o Neokeynesianos, la estructura financiera de las empresas no solo desempeña una función clave en el proceso de inversión, sino que la misma afecta las variables reales macroeconómicas, como la producción y el empleo. Por ejemplo, consideran que un alto coeficiente de endeudamiento implica un riesgo potencial de bancarrota y, por tanto, un elevado costo de reorganización en el caso de que ésta suceda (Stiglitz y Weiss, 1992). Asimismo, provoca una pérdida de autonomía para la toma de decisiones por parte de los administradores, pues los acreedores y prestamistas de la empresa buscarán influir en las decisiones administrativas para garantizar procesos de inversión seguros, que les permitan en el corto y mediano plazo recuperar el principal. Ello puede conducir a las empresas a procesos de sobre inversión o subinversión; que en su conjunto provocaran desequilibrios e nivel macroeconómico.

En su análisis Stiglitz y Grossman (1980) retoman las tesis de la teoría de la agencia para desarrollar la teoría del racionamiento del crédito. Dichas tesis sostienen que el problema de agencia acarrea altos costos de transacción necesarios para alinear los intereses de los administradores con los de los accionistas y acreedores (bancos), lo que obliga a establecer sistemas de incentivos, que no siempre garantizan que dicha alineación suceda. Por ejemplo, en algunos casos los administradores son recompensados o remunerados con acciones de la empresa para inducirlos e incentivarlos a operar en el mismo sentido que los accionistas. Este tipo de prácticas es un indicador de la existencia de discrepancias entre los objetivos de los administradores y accionistas²². De aquí

²² Al respecto, es ampliamente conocida la existencia de grandes batallas corporativas por el control de las empresas emprendidas por los mismos administradores en contra de sus propios accionistas. Las adquisiciones

que el financiamiento mediante la emisión accionaria dependerá de la confianza de los inversionistas sobre la empresa, del comportamiento histórico de sus políticas de financiamiento y dividendos, así como de las condiciones prevalecientes en el mercado accionario.

Con base en lo anterior, Stiglitz y Grossman (1980) argumentan que las empresas enfrentan dos problemas de racionamiento financiero: 1) el racionamiento accionario y ii) el racionamiento de crédito. El primer tipo de racionamiento está relacionado con la teoría del señalamiento, la división de la propiedad-control corporativa y la política de dividendos. Respecto a esto último, se sostiene que los anuncios de ajustes en los dividendos por parte de los *insiders* impactan directamente en los precios, debido a la existencia de asimetrías de información en el mercado, pero también porque la información privilegiada que poseen los administradores puede ser utilizada por éstos para engañar y sacar provecho del mercado. En general, los anuncios de aumento (disminución) en los dividendos van acompañados de una reacción positiva (negativa) en el precio de las acciones, e incluso pueden provocar una sobre-reacción a la información que induzca a la formación de burbujas especulativas, que no reflejen las condiciones reales de las empresas (Malkiel, 2003).

En este sentido, Miller (1988) da como ejemplo el hecho de que algunos administradores pueden informar sobre incrementos en los dividendos, a pesar de que cierto tipo de inversiones emprendidas no fueron fructíferas. De tal forma que, en el corto plazo el remanente de la inversión se presente bajo la forma de un incremento en los dividendos, lo que generara expectativas a la alza sobre el precio de los activos. Ello contradice el argumento que sostiene que la política de

(*takeovers*), las adquisiciones donde los administradores de la empresa obtienen gran parte de la compañía (*management buyout*) y las fusiones y adquisiciones son ejemplos de estas discrepancias y conflictos. Una batalla *proxy* es un evento que puede ocurrir cuando los accionistas de las empresas no están de acuerdo con algunos aspectos del gobierno corporativo, por lo general estos desacuerdos se ubican en las posiciones directivas y administrativas. Los activistas corporativos pueden intentar persuadir a los accionistas para utilizar sus votos e instalar una nueva administración, las razones son muy diversas. En dichas batallas los directores y administradores tienen la opción de ponerse en contra de aquellos que tratan de forzar el cambio corporativo; muchas de estas batallas o luchas tácticas se utilizan para mantenerse en el poder. De ahí que, el resultado de muchas de las batallas *proxy* sean infructuosas. Cabe señalar que estas pugnas estratégicas no solo se dan al interior de una empresa, sino también entre distintas empresas. Existen casos de adquisiciones (*takeovers*) de empresa a empresa, que frustrados por no lograr su objetivo, inician una batalla *proxy* para tratar de instalar otro tipo de administración que les permita, posteriormente conseguir el control de la empresa.

dividendos es irrelevante; incluso, las señales que envíen los *insiders* al mercado pueden ser fundamentales en la confianza sobre la empresa. Ello implica que los administradores tengan que enfrentarse a distintos problemas para elegir la estructura financiera que asegure que el proyecto de inversión sea rentable.

Si el administrador decide que el proyecto de inversión debe autofinanciarse, esto es, financiarse con recursos propios, la disyuntiva sería que una disminución en el pago de dividendos devaluaría el precio de las acciones al crearse la idea de que los flujos de efectivo de la empresa están cayendo. La posibilidad de que esta situación se presente desincentiva la decisión de que in proyecto de inversión se financie con recursos propios. De la misma forma, una nueva emisión primaria de acciones puede generar señales en el mercado de que los flujos de efectivo esperados disminuirán, lo que tendría un efecto depresivo sobre el precio de las acciones. Es esta situación a la que se refieren Grossman y Stiglitz (1980) cuando hablan de racionamiento accionario.

Si existe una opción de inversión rentable, las empresas deben ser cautelosas en el momento de elegir la forma financiarla, así como considerar y tener conocimiento de las posibles reacciones de los inversionistas a las distintas formas de financiamiento. De manera general, los administradores prefieren emitir acciones cuando las mismas están sobrevaluadas en el mercado; de lo contrario, preferirán una estrategia de deuda que les permita financiar la nueva inversión, y posteriormente, con el incremento de las ganancias pagar la deuda y terminar de financiar el proyecto. El hecho de que los precios del mercado financiero sean la única información con la que cuentan los inversionistas, hace que los administradores sean precavidos al momento de tomar un decisión de endeudamiento para realizar una inversión, o incluso, para llevar a buen término la ya existente. Ello es así, porque existen empresas que están interesadas también en el proyecto de inversión y, por tanto, podrían atacar mediante un estrategia de “toma de posición” (*takeover*) a la empresa cuando los precios caigan o existan señales de una caída en los flujos de efectivo de la empresa (iliquidez). Esta situación sería desastroso para el administrador, si consideramos que uno de sus objetivos es conservar el control.

En cuanto al problema de racionamiento de crédito, de la misma forma que el administrador debe ser cauteloso para realizar una emisión bursátil, también debe considerar las consecuencias de financiar el proyecto de inversión con deuda bancaria. Concretamente, estos problemas se relacionan con la asimetría de información entre las empresas y los bancos (Stiglitz, y Weiss, 1986; Stiglitz, 1987). Los bancos se enfrentan al problema de financiar distintos proyectos productivos y vigilar que las empresas utilicen los recursos entregados en la forma acordada. Por otro lado, empresas con proyectos productivos con un alto nivel de endeudamiento o muy riesgosos podrían tener problemas para acceder a un mayor volumen de crédito, debido a que los bancos consideran que es riesgoso elevar la tasa de interés para cubrir el riesgo que implica proporcionar más crédito, ya que ello podría disminuir el ingreso esperado del bancos si se presentan problemas de selección adversa y riesgo moral.

Bajo esta lógica, el banco racionará el crédito a un nivel determinado, donde se supone existen menos probabilidad de que se presente el riesgo moral. Así, todos los demandantes de crédito que estén dispuestos a pagar la tasa de interés fijada por el banco, dicha demanda será satisfecha. Ello conduce a los teóricos del racionamiento del crédito, a sostener que el mercado de crédito se encuentra en equilibrio, porque toda empresa o inversionista que esté dispuesto a pagar la tasa de interés fijada por el banco obtendrá el crédito solicitado (Stiglitz, y Weiss, 1990).

Los problemas que generan la existencia de asimetrías de información, costos de transacción y de agencia invalidan la hipótesis de irrelevancia de la estructura financiera de las empresas postulada por Modigliani y Miller. Como vimos, la presencia del problema de agencia y el hecho de que empresas e inversionistas de forma individual no dispongan de la misma información sobre los rendimientos de las empresas, impiden que los precios en el mercado accionario y en el mercado bancario (tasa de interés) no sean los de equilibrio. Por tanto, los mercados financieros, en general no son eficientes. En presencia de asimetrías de información, la estructura financiera de las empresas es una referencia fundamental para las decisiones tanto de los accionistas internos como externos, así como de la capacidad de las empresas para ser sujetos de crédito.

Si bien el enfoque del racionamiento accionario y de crédito acepta que el mercado financiero es imperfecto y, en consecuencia, es ineficiente, el punto central de su análisis, al igual que el de los enfoques convencionales, es la capacidad del mercado financiero para propiciar que la información disponible se refleje en los precios accionarios. Dando ventajas o generando impedimentos para enfrentar los problemas que genera la existencia de asimetrías de información entre las empresas y la comunidad inversora, o entre las empresas y los bancos. Se asume que este mecanismo genera las señales que permiten a los agentes económicos tomar las mejores decisiones de financiamiento e inversión. No obstante ello, las discrepancias entre los precios reales provocadas por la asimetría de información, impiden alcanzar un óptimo en la canalización y distribución de los recursos dentro del sistema económico (Stiglitz y Weiss, 1990; 1992)

6. La teoría de la represión financiera y el resurgimiento de la hipótesis de eficiencia de los mercados financieros

Como vimos en las secciones anteriores, hacia principios de la década de los setenta, en el contexto del colapso del sistema Bretton Woods y las severas críticas a las políticas de tipo keynesiano que se aplicaron en la mayoría de los países durante los años 1940-1979, los teóricos ortodoxos retomaron el análisis de la relación entre la intermediación financiera y la inversión, que tenían sus antecedentes en los trabajos de Modigliani y Miller (1958), y cuya visión fue retomada por Fama (1970). Dichos estudios dieron origen, en general a dos hipótesis que explicaban la relación entre la intermediación financiera y la actividad económica. Una de estas hipótesis sostenía que la intermediación financiera permite que se canalicen mayores flujos de inversión hacia la economía; la otra hipótesis afirma que la intermediación financiera mejora la eficiencia en el proceso de acumulación de capital.

Entre estos estudios se encuentran los de Goldsmith (1970), McKinnon (1973) y Shaw (1973) cuya hipótesis fue la más difundida y aceptada al interior del enfoque convencional. Esta hipótesis afirma que existe una relación de causalidad directa entre el nivel de la tasa de interés real, el grado de intermediación financiera

y el incremento en los niveles de ahorro e inversión. De ahí, estos autores concluyen que las tasas de interés reales positivas estimulan el ahorro financiero y la intermediación bancaria; lo que a su vez conduce a un aumento de la demanda de crédito por parte del sector privado, por un lado, y eleva la inversión y el crecimiento económico, por el otro. Asimismo, afirmaban que las tasas de interés reales positivas incrementan la eficiencia de la asignación de los fondos invertibles, lo que generaba un efecto positivo adicional sobre el crecimiento económico.

A partir de este marco analítico, McKinnon (1973) desarrolla la teoría de la *represión financiera* para explicar los bajos niveles de inversión en los países en desarrollo. De acuerdo con esta teoría, los mecanismos de control y supervisión que los gobiernos de estos países impusieron al sistema financiero obstaculizaron su desarrollo; en otras palabras, reprimieron la modernización y profundidad del sistema financiero en general, y del mercado de capitales en particular. En consecuencia, para resolver este problema, McKinnon recomienda la desregulación y liberalización de los sistemas financieros de dichos países; porque se asegura que ello estimulará el desarrollo de los intermediarios financieros y el surgimiento de más opciones de inversión financiera. La conjunción de todos estos factores contribuirá a elevar la profundidad de los mercados financieros, incrementar y canalizar el ahorro a los proyectos más rentables y distribuir los riesgos. Asimismo, se suponía que la desregulación financiera conduciría automáticamente a la distribución eficiente de los recursos productivos, porque las ganancias se distribuirían de acuerdo a la productividad de los factores productivos.

Es importante señalar que McKinnon llega a estas conclusiones porque su análisis, al igual que todos los enfoques ortodoxos, parte de la hipótesis de la eficiencia de los mercados financieros y asume la teoría neoclásica del ahorro *ex-ante* y el supuesto de competencia perfecta en el mercado de bienes. Así que, bajo estos supuestos, resulta obvio que la desregulación y liberalización del sistema financiero contribuya a que las expectativas de los agentes económicos y de los mercados de capital, como motor en la asignación de los recursos económicos, se

cumplan, porque, bajo estos supuestos, los accionistas obtienen el beneficio esperado y el crecimiento económico alcanza el nivel de pleno empleo.

De acuerdo con la teoría de *represión financiera*, las restricciones sobre la tasa de interés, límites superiores a las tasas activas e inferiores a las tasas pasivas, los requerimientos de reserva y las políticas de crédito dirigido impiden que las fuerzas de mercado determinen el nivel de equilibrio de las tasas de interés. Esto, según dicho enfoque, es el origen de la distribución ineficiente de los recursos económicos. Incluso, sostienen que este tipo de políticas contribuyó a configurar en los países en desarrollo, una estructura empresarial dual, pues las empresas que tuvieron acceso a recursos subsidiados pudieron adoptar tecnologías intensivas en capital, mientras que las empresas no favorecidas por dichas políticas se vieron obligadas a implementar proyectos con alto rendimiento, pero de corta maduración (McKinnon, 1973).

Asimismo, se afirma que el bajo nivel de ahorro que caracteriza a las economías en desarrollo, influyó en las decisiones de inversión porque las economías de escala de un proyecto de inversión implican indivisibilidades tecnológicas que requieren de un flujo constante de crédito. Pero, al ser el autofinanciamiento la única forma de crédito, dada la restricción crediticia, se generaron ineficiencias debido a que el bajo ahorro limitó la disponibilidad de financiamiento bancario. En consecuencia, el bajo nivel de ahorro no permitió realizar inversiones en mejores tecnologías que elevarán los niveles de rentabilidad. En otras palabras, la incapacidad de acceder al crédito para financiar aumentos discretos del gasto en inversión es barrera para la adopción de las innovaciones más simples (McKinnon, 1982:15). Es importante señalar que este argumento se sostiene en la teoría del ahorro *ex-ante*, la cual carece de validez empírica. Si asumimos que los bancos privados tienen la capacidad de crear liquidez, es evidente que el crédito no está determinado ni restringido por el ahorro.

Con respecto a los créditos preferenciales que otorga el gobierno a ciertos sectores económicos estratégicos, según el enfoque de la *represión financiera*, implican un elevado riesgo moral porque, en la medida que el gobierno es el aval de los proyectos de inversión para estos sectores, los mismos son más propensos

a incurrir en actividades riesgosas o poco productivas, dada la garantía estatal. Esta situación será más grave si el gobierno financia estos proyectos con emisión monetaria, ya que el aumento en los precios, provocado por el incremento en la oferta monetaria, conducirá a una reducción de la tasa de interés real. Con lo que se disminuye, según este enfoque, los incentivos para ahorro, por un lado, y aumentando los incentivos para invertir en instrumentos o activos financieros que actúen como garantías ante la inflación, como la especulación con divisas. Bajo este escenario, la inversión no se relaciona inversamente con la tasa de interés, debido a que las empresas prefieren contar con fondos disponibles a tasas de interés mayores cuando el proyecto de inversión promete una rentabilidad mayor que la de los proyectos tradicionales.

Aunado a lo anterior, el limitado coeficiente de endeudamiento de las empresas pequeñas y el bajo grado de desarrollo de los intermediarios financieros ocasiona que los recursos financieros sean de muy corto plazo, pues los mecanismos de control y supervisión financieros han impedido y obstaculizado las innovaciones financieras. Asumiendo que, éstas permiten que se coordinen las necesidades de ahorro con las de inversión, ya que bajo la *represión financiera* los bancos carecen de incentivos para modernizar sus estructuras y operaciones. En general, los teóricos de la *represión financiera*, sostienen que las innovaciones financieras permiten transformar las obligaciones de corto en obligaciones de largo plazo, distribuyendo de manera homogénea la rentabilidad y el riesgo. Al respecto, la evidencia empírica arrojada por la crisis del sector hipotecario subprime estadounidense ha demostrado que esto último no es cierto, pues algunas de las innovaciones financieras fueron utilizadas por los intermediarios financieros bancarios y no bancarios para *titulizar* las carteras de activos riesgos, como los créditos bancarios.

Por otro lado, este enfoque sostiene que los topes a las tasas de interés activas desincentivaron a los bancos para otorgar créditos a empresas pequeñas cuyos proyectos de inversión prometen una alta rentabilidad, pero el riesgo es mayor debido a que dichas tasas no costean el análisis del proyecto y su seguimiento. Ello provocó, que el financiamiento se concentrara en clientes y

empresas cuyo perfil económico y financiero era menos riesgoso; de tal forma que, el nivel de inversión se vio reducido tanto en términos cuantitativos como cualitativos, pues los bancos racionaron los fondos disponibles no de acuerdo a la productividad marginal de los proyectos de inversión, sino considerando su criterio de discrecionalidad. Así, el bajo nivel de inversión en los países en desarrollo, es provocado por el control de las tasas de interés pasivas y activas, pues mientras las primeras inhiben el ahorro, las segundas desincentivan el financiamiento a las actividades productivas.

En las economías en desarrollo, la represión financiera no les ha permitido alcanzar niveles de empleo compatibles con el pleno empleo. La fragmentación y heterogeneidad que caracteriza al aparato productivo de dichas economías, y que se manifiesta en la alta dispersión de la estructura de precios relativos y tasas de rentabilidad heterogéneas de los factores productivos, así como en elevadas tasas de inflación (“distorsiones en los precios”), son el resultado macroeconómico de la intervención del gobierno a nivel microeconómico (Mckinnon, 1982: 10). En consecuencia, para enfrentar estos obstáculos los teóricos recomiendan la liberalización financiera, que implica en un primer momento, eliminar los topes a las tasas de interés activas y pasivas, reducir los requerimientos de reserva bancarios y desaparecer los programas de crédito dirigidos. Asimismo, se plantea la disminución gradual de la intervención gubernamental; concretamente, se refieren a la reducción del gasto público deficitario, por considerar que éste genera inflación. De esta forma, alcanzar una tasa de interés real lo suficientemente alta y rentable, para, por un lado, inducir a los ahorradores a disminuir sus inversiones en instrumentos que los protegen de la inflación, y, por el otro, fomentar la canalización de los recursos financieros liberados hacia actividades productivas.

Como vemos, la desregulación y liberalización financiera es la condición necesaria para el crecimiento y eficiencia económica, ya que, además de elevar el ahorro interno, atrae el ahorro externo. Se asume que las libres fuerzas del mercado financiero conducirán a un nivel de competencia tal, que surgirán nuevos intermediarios financieros y los existentes se modernizarán para enfrentar de forma más eficiente a sus competidores. El resultado de ello será la conformación de

mercados bancarios y de capitales completos y profundos. Por su parte, inversionistas, ahorradores y empresas en su búsqueda de oportunidades de inversión, tendrán acceso a más alternativas de inversión y financiamiento, respectivamente. Las empresas no sólo podrán disponer de un mayor volumen de financiamiento bancario, sino también a la emisión de acciones para llevar a cabo su proyecto de inversión. Finalmente, dado que los mercados financieros son los encargados de evaluar la actividad productiva, los precios reflejarán la productividad del capital; convirtiéndose los precios en el indicador corrector en la toma de decisiones de los inversionistas individuales, en el momento de adquirir parte del capital productivo a través de la compra de acciones.

La evidencia empírica demuestra que la desregulación y liberalización de los mercados financieros no condujeron a un incremento de la inversión productiva y, por tanto, al crecimiento de la actividad económica y el empleo. Por el contrario, el incremento de la liquidez a nivel internacional, favoreció las actividades especulativas que generan altos rendimientos e inestabilidad y fragilidad financiera. Bajo esta lógica financiera, se desarrollaron tres tendencias. La primera consistió en el incremento extraordinario del financiamiento al sector privado, en particular el crédito a las familias para consumo e hipotecario. La expansión de este tipo de crédito por arriba del ritmo de crecimiento del ingreso real, propició el incremento del índice de cartera vencida, y con ello, la inestabilidad financiera. Por otro lado, la baja elasticidad de este tipo de crédito a las variaciones en la tasa de interés y los elevados márgenes de comisiones y tarifas que se cobran por los mismos, explican el crecimiento extraordinario de dicho crédito. La segunda tiene que ver con las modificaciones que se registraron en la organización y en las estrategias corporativas de las empresas; resaltando el predominio de las decisiones de inversión financiera en detrimento de las decisiones de inversión para la principal actividad económica de las empresas. La tercera tendencia se refiere a la expansión de las operaciones de *titulización* de las carteras de activos bancarios, en particular de las carteras de crédito hipotecario.

En la nueva arquitectura del sistema financiero internacional, resultado de las políticas de desregulación y liberalización de los sistemas financieros locales, así como de las innovaciones tecnológicas que revolucionaron las formas de operación de los mercados financieros, la presencia más activa de los viejos y nuevos intermediarios financieros no bancarios y de los inversionistas institucionales, como las compañías de seguros, fondos mutualistas, fondos de inversión y fondos de pensiones, se sumó al poder de los grandes grupos financieros. La operación y comportamiento conjunto de estos agentes desdibujaron las fronteras entre las actividades específicamente bancarias de aquellas de inversión, de cobertura del riesgo y las especulativas. Al mismo tiempo que alentaban las la innovaciones financiera en busca de ganancias de corto plazo, pero también para crear nuevos instrumentos que les permitieran evadir la mínima regulación existente.

CAPITULO IV

ENFOQUE POSKEYNESIANO SOBRE LA FINANCIARIZACIÓN DE LA EMPRESA. ESTRUCTURA CORPORATIVA, INVERSIÓN Y GANANCIA.

El concepto de *financiarización* hace referencia en general, a la hegemonía o dominio de las actividades financieras sobre el sector real de la economía; ello implica el predominio de las operaciones financieras en detrimento del crecimiento del producto y el empleo. Estos cambios en el modelo de acumulación de capital a nivel mundial, han inducido transformaciones radicales también a nivel internacional, en el sistema económico en general, y en la distribución del ingreso en particular; porque, por un lado, el crecimiento del producto se ha contraído y el desempleo se ha elevado y, por el otro, la desigualdad en la distribución del ingreso se ha profundizado debido a la drástica reducción de la participación de los ingresos de las clases trabajadoras, en tanto que las ganancias provenientes de las actividades financieras se han elevado.

1. Los cambios institucionales y la transformación del gobierno corporativo de la empresa.

Como se expuso en el Capítulo II de esta tesis, las políticas de desregulación y liberalización financiera modificaron radicalmente la estructura institucional que prevaleció, en el caso de los países industrializados, hasta los primeros años de la década de los setenta, y en el caso de las economías en desarrollo, hasta los primeros años de la década de los ochenta. Dichos cambios se dieron en cuatro niveles: i) en la regulación del sistema financiero en su conjunto ii); en la relación del sistema financiero con los bancos centrales y los objetivos conjuntos de éstos últimos; iii) en la relación de las empresas con el sistema financiero; y iv) en las relaciones de las empresas con los trabajadores.

Por sus efectos macroeconómicos, los dos primeros cambios son importantes. En el caso de la regulación del sistema financiero, porque ésta ha

transitado de un esquema que privilegió la regulación estructural²³ a otro que privilegia la regulación prudencial (Panico, 2011; Mishkin, 2000)²⁴; de tal forma que la eficacia de la regulación dependerá fundamentalmente de la buena fe de los agentes financieros para administrar sus riesgos. En efecto, bajo el nuevo esquema de regulación prudencial el Estado no tiene facultades para intervenir, solo se limita a realizar la función de supervisor de la actividad financiera; aunque la función de prestamista de última instancia la sigue prestando, en particular en las crisis financieras para rescatar instituciones financieras bancarias y no bancarias. En general, los cambios y “huecos” en la regulación de los sistemas financieros han propiciado el incremento de las ganancias especulativas, dada la ausencia de medidas punitivas sobre la realización de operaciones especulativas y riesgosas, que por lo general, llevan implícitos riesgos sistémicos.

En cuanto a los cambios en el vínculo histórico entre el sistema financiero y el Banco Central y los objetivos conjuntos de éste último, sus efectos han sido radicales. Con la desregulación de los sistemas financieros los mecanismos de financiamiento y fondeo de la inversión se debilitaron, contrario a los resultados esperados por los teóricos de la represión financiera (McKinnon, 1973). Por su parte, el objetivo de estabilidad monetaria con pleno empleo asumido históricamente por los bancos centrales tanto en los países industrializados como en los países en desarrollo, fue reemplazado por la estabilidad monetaria como objetivo prioritario y único de la política monetaria. Estas modificaciones en el manejo de la política monetaria se dieron con la adopción del modelo macroeconómico de metas de inflación (Taylor, 1993), que implicó otorgar la autonomía a los bancos centrales y mantener el equilibrio fiscal. De esta forma, la política fiscal quedaba subordinada al cumplimiento de la meta de inflación, en tanto que los bancos centrales se desligaban del objetivo de pleno empleo.

²³ Este tipo de regulación se basó en controles de entrada, límites a las economías de escala, a las economías de alcance y diversificación y a las tasas de interés (techos a las tasas activas y piso a las tasas pasivas).

²⁴ Entre este tipo de medidas se encuentran los requerimientos de capital, transparencia en la información y auditorías bancarias.

En cuanto a la relación de las empresas con el sistema financiero, ésta ha estado regida a partir de la desregulación y liberalización financiera, por el principio de maximización del valor accionario. Ello ha creado las condiciones para que los accionistas presionen a los cuerpos corporativos de las empresas a garantizar a los propietarios de las acciones el crecimiento constante del valor de éstas. Así, la lucha por el control corporativo de la empresa conduce a establecer un límite al alza de la tasa de interés por la vía del valor de los activos, pues las variaciones en la tasa de interés afectan el precio de las acciones. De esta forma, la vinculación entre las empresas, el Banco Central y el mercado financiero está dada por el lado del valor de los activos. De ahí que, tanto la tasa de interés como la valuación de los activos afecten la estructura financiera de las empresas y sus decisiones de inversión.

Finalmente, en la medida que los procesos de producción han transitado hacia modelos productivos de tipo neotayloristas²⁵ y bajo el predominio del principio de maximización accionario, la relación empresa-trabajadores ha registrado cambios radicales. Por un lado, se desestimó el involucramiento de los trabajadores en el proceso productivo característico de los modelos de producción de series cortas con alta calidad e innovación (Boyer y Freyssenet, 2003; Coriat, 2000; Cimoli y Dosi, 1995). Este cambio está relacionado con las modificaciones en las estrategias productivas a nivel regional y la integración de los mercados locales al mercado mundial. Por el otro, el bajo y lento crecimiento de la demanda agregada a nivel mundial, ha contribuido al reforzamiento del dominio del principio de maximización del valor accionario. Así, la mayor competencia y agresividad en el mercado internacional, los incrementos en la tasa de interés y en los costos corrientes han sido transferidas a los trabajadores tanto por la vía del desempleo como de la disminución de los salarios reales y la flexibilización e intensificación laboral. Estos factores explican en gran medida el incremento del financiamiento bancario a las familias, en particular el crédito al consumo, ya que ante la caída en

²⁵ En general, estos modelos de producción se caracterizan por la adopción de procesos mecánicos basados en la robótica.

los ingresos de los trabajadores, las familias tienen que recurrir al crédito para financiar su consumo presente.

2. El enfoque de Keynes sobre el mercado financiero: Las expectativas y sus efectos en la inversión.

En el capítulo XII de la *Teoría General*, Keynes analiza el dominio del mercado financiero sobre la actividad productiva; al respecto argumenta que el desarrollo de los mercados financieros organizados ha traído como consecuencia la división de la propiedad y control corporativos. Asimismo, considera que los accionistas y administradores son agentes con conocimientos distintos sobre el proyecto de inversión y con objetivos distintos en torno a la naturaleza de la ganancia y horizontes de planeación de la empresa. Según él, mientras los administradores son individuos con gran conocimiento de la actividad específica de su empresa y de la industria en cuestión, y con un horizonte de planeación de largo plazo, en el cual predomina el objetivo de viabilidad y supervivencia de la empresa; los accionistas están interesados en la liquidez y ganancias de corto plazo y tienen un conocimiento limitado de las empresas en las que poseen participaciones. Sus intereses se enfocan en la política de dividendos de la empresa y en la variación de las cotizaciones, las cuales dependen fundamentalmente del optimismo o pesimismo del mercado financiero.

Para Keynes, el desarrollo y profundización de los mercados financieros genera inestabilidad en los proyectos productivos debido a que las expectativas de los accionistas están basadas en una convención y no en el conocimiento de la actividad empresarial *per se*. Dicha convención supone que la situación existente en los negocios continuará por tiempo indefinido, excepto cuando se tengan razones concretas para esperar una modificación. En la práctica ello no es así, ya que la evidencia ha demostrado que es improbable que el estado actual de los negocios permanezca de forma indefinida (Keynes, 1974:139).

En la medida que es poco probable que esta convención se cumpla, los cambios impredecibles en el mercado financiero generan efectos sobre la inversión debido a que: i) el aumento de los títulos que posee la comunidad inversora impide el conocimiento de las inversiones reales; ii) los movimientos bursátiles influyen excesivamente sobre las expectativas de los accionistas; iii) la valoración de la comunidad inversora está sujeta a cambios violentos que no tienen relación directa con el rendimiento probable de las inversiones reales, debido a que dicha valoración se sustenta en una psicología de masa; y iv) los esfuerzos de la comunidad inversora profesional se centran en estudiar la psicología de masa y en estimar sus cambios con base en la información pública y privada disponible.

Las características de los convenios sobre los que se sustenta el mercado financiero tienen efectos profundos sobre la inversión, pues el mercado bursátil es el lugar donde se valúan las inversiones día a día, y el precio de los activos financieros es determinante en la toma de decisiones de inversión tanto de la comunidad financiera como de los gobiernos corporativos. Al respecto, Keynes sostiene que:

“...las revaluaciones diarias de la bolsa de valores aunque se hacen con el objetivo principal de facilitar traspasos entre individuos de inversiones pasadas ejercen inevitablemente influencia decisiva sobre la tasa de inversión corriente; porque no tiene sentido crear una empresa que aquel que se puede comprar otra igual ya existente, mientras que haya un incentivo para gastar en un nuevo proyecto lo que podría parecer una suma extravagante si puede venderse en la bolsa de valores con una ganancia inmediata. Por eso ciertas clases de inversiones se rigen por el promedio de las expectativas de quienes trafican en la bolsa de valores, tal como se manifiesta en el precio de las acciones, más bien que por las expectativas genuinas de empresarios profesionales” (Keynes, 1974: 138).

De acuerdo con este enfoque, el sector financiero puede conceptualizarse como un mecanismo de transmisión de las decisiones de valoración que se realizan automáticamente en el mercado accionario, las cuales son ejecutadas por los administradores de las empresas (Crotty, 1992). Esto no significa que las valuaciones del mercado dirijan la inversión hacia las actividades más rentables; por el contrario, significa que el mercado bursátil se convierte en un mecanismo de presión que encamina a los administradores a realizar determinada conducta, ya

que las variaciones en los precios y las demandas de los accionistas restringen su actividad y ponen en peligro la estabilidad financiera de la empresa.

Esta visión es contraria a la sostenida por Tobin, quien asume que el ratio entre precio de mercado y costo de reposición es un indicador fidedigno del desempeño productivo de cada empresa; es decir, que cambios en el precio de mercado representan cambios en la productividad de la empresa cuya acción es valuada. Pero, los hechos han mostrado que cambios en el precio de mercado de una acción han sido resultado de modificaciones en las expectativas de los inversionistas, ya sea por contar con nueva información en el mercado sobre la situación particular de la empresa, o simplemente por movimientos especulativos que no tienen relación con el desempeño real de la empresa. Entonces, las valuaciones del mercado sobre las acciones de una empresa no son un indicador viable de la situación real de ésta, como lo supone Tobin, ya que dichas valuaciones pueden ser el resultado y, por tanto, un indicador de las expectativas que los inversionistas o accionistas tienen sobre una determinada empresa o sector de actividad.

En general, la evidencia empírica ha demostrado que cualquier empresa que se financie en una alta proporción en el mercado de capital se verá afectada por las fluctuaciones en la valuaciones de sus acciones; obligándola a seguir una estrategia que beneficie a los accionistas para evitar la penalización de los accionistas, a través de la venta de sus acciones. Incluso, si la especulación es dominante en estos mercados, las estrategias de los accionistas tenderán a buscar oportunidades de ganancia especulando contra ciertas empresas; esperando que los demás inversionistas los sigan y logren debilitar a las empresas para lograr sus objetivos.

En consecuencia, a diferencia de lo planteado por los enfoques convencionales, el mercado financiero desregulado no es eficiente debido a que la valuación de activos no son un indicador de la productividad del capital, sino un convenio sobre lo que ciertas personas piensan que deben valer las empresas. Esta característica facilita la especulación y el oportunismo de ciertos inversionistas bien informados, que toman la delantera al mercado aprovechándose de la psicología de

masas (Orlean, 2005; Schiller, 2003), lo que genera gran volatilidad en los precios e incertidumbre para la inversión.

3. La teoría evolucionista *schumpeteriano* de la empresa. Estrategias de adaptación y selección en mercados competitivos

Las políticas *rooseveltianas* y el modelo de producción fordista conformaron un marco institucional regulatorio funcional al crecimiento de la inversión, porque contribuyeron a reducir la incertidumbre a través de la compatibilización y homogeneización de los sistemas de producción y el fomento del consumo de masa. Las reformas rooseveltianas cumplieron un papel fundamental en la relacional funcional entre el sistema financiero y el financiamiento y fondeo de la inversión porque: i) disciplinaron a la clase financiera para evitar la especulación y depositar el control monetario en el Estado; de esta forma conciliaron los intereses del sistema financiero, en particular del sector bancario, con las necesidades de financiamiento de la producción; ii) regularon los intercambios internacionales y establecieron un régimen monopólico en la industria, para evitar fluctuaciones en los precios debidas a la competencia; y iii) establecieron un conjunto de políticas sociales que garantizaron un consumo mínimo a la población.

Bajo este marco institucional, las empresas adoptaron estrategias de crecimiento basadas en fusiones y adquisiciones desde finales del siglo XIX y hasta 1980, que reflejaron los cambios regulatorios sobre las estrategias corporativas de las empresas. Este proceso se inicia a finales del siglo XIX, con una etapa de integración horizontal de los procesos productivos cuyo objetivo fue adquirir a las empresas competidoras. Durante los años veinte, se dio un crecimiento vertical y horizontal tendiente a adquirir a los proveedores y competidores; finalmente, durante los años sesenta y setenta, se inicia un proceso de diversificación para adquirir negocios no relacionados, es decir, se inicia el proceso de conglomeración de la industria productiva.

La evolución histórica de la estructura de la empresa responde al acomodo de la industria a la regulación antimonopólica, como la *Clayton Antitrust Act* de 1914,

la *Security Exchange Act* de 1934, la *Celler-Kefauver* de 1950 y la *Williams Act* de 1968. Estas leyes tenían como objetivo inhibir y reducir los incentivos a las fusiones, el crecimiento horizontal y vertical de las empresas; sin embargo, contrario a lo esperado, estas restricciones legales incentivaron la diversificación corporativa, pues las empresas encontraron la forma de evadir la reglamentación para crecer mediante el modelo de diversificación de portafolio. Esta estrategia de crecimiento se sostiene en la adquisición de empresas en negocios no relacionados, para reestructurarlas y mantenerlas como negocios separados. La estrategia de diversificación fue quizá la estrategia más usada por las grandes empresas para expandir su control en el mercado y su poder económico (Porter, 1987). Paralelo a esta evolución histórica de la empresa, se desarrollaron los enfoques de la agencia e institucionalista que analizaron los cambios que estaban registrando las empresas; por ejemplo, en el gobierno corporativo, los costos de transacción, entre otros, tomando como referencia la evolución histórica de las corporaciones norteamericanas.

La discusión teórica posterior en torno a la estructura, organización y objetivos de la empresa en general, y sobre los costos de transacción, contratos incompletos en particular, fue dominada por los dos enfoques. Por un lado, estaba la teoría de la agencia que asumieron las principales tesis de Coase (1937) y Berle y Means (1932), seguidos por los análisis de Williamson (1964) y North (1990); siendo éste último quien analizara los aspectos institucionales que influyen en el desarrollo y desempeño de las empresas. Por el otro, se ubicaba la teoría evolucionista cuyo análisis parte de las principales tesis schumpeterianas.

La teoría evolucionista *schumpeteriana*, que se convirtió en el enfoque dominante hasta finales de la década de los setenta, sostiene que los cambios en la estructura organizacional y corporativa de la empresa son resultado del proceso de adaptación y selección de éstas a su entorno. Entendiendo por adaptación la forma cómo se relaciona la empresa con su entorno y cómo se generan internamente los cambios organizativos en respuesta a la competencia; en cuanto a la selección, se refiere a los mecanismos de absorción o muerte de una empresa debido a fallas en su adaptación. De ahí que, para este enfoque, los objetivos de la

empresa van más allá de la maximización del beneficio (Penrose, 1952; Nelson y Winter, 1982).

La visión más acabada de la teoría evolucionista afirma que la empresa es una organización que funciona de forma análoga a un organismo humano que busca sobrevivir como última meta, cuyos objetivos de corto plazo están sujetos a las negociaciones de las coaliciones al interior de ella (Pfeffer y Salancik, 1978), y los objetivos de largo plazo estarán determinados por la supervivencia, para ello se jerarquiza más al crecimiento y control del mercado que la maximización de la ganancia. Bajo este marco analítico, las empresas construyen ambientes más o menos seguros que permiten aumentar el poder de los administradores, para asegurar la permanencia de la empresa y su autonomía administrativa (Thomson, 1967). Por tanto, la administración o el administrador es el *status quo*, ya que los accionistas están tan dispersos que no tienen el poder para influir en las decisiones de inversión ni los incentivos en monitorear a los administradores, pues sus participaciones les garantizan una ganancia relativamente aceptable (Boyer, 2011). Las grandes empresas, según el enfoque *schumpeteriano*, son inmunes a las presiones del mercado, de aquí que sean conducidas por una clase de administradores que se auto perpetúa y busca el crecimiento en un ambiente de gran certidumbre (Davis y Stout, 1992).

En general, la visión evolucionista sobre la empresa puede resumirse en los siguientes términos: la empresa es una organización social en cuya actividad están involucrados todos los individuos, no solo los accionistas, porque todos están interesados en su desempeño y su participación es importante en las decisiones de inversión. Ello es así, porque la supervivencia de la empresa también implica la estabilidad en el largo plazo de las relaciones sociales que en ella se cohesionan; esto es, entre trabajadores, proveedores, accionistas y todos los interesados en el proyecto de inversión. Esto relativa “armonía” entre sus miembros permite disminuir los costos asociados a la incertidumbre, garantiza un aprendizaje continuo y el monopolio de los conocimientos en ella desarrollados y la innovación de los procesos productivos, y la maximización de la ganancia no el objetivo último, sino el medio para alcanzar el crecimiento y estabilidad de la organización. En

consecuencia, lo que es bueno para la empresa, como la retención de utilidades, emisión de acciones, no necesariamente es bueno para los accionistas, quienes prefieren la apreciación accionaria en el corto plazo, el endeudamiento, minimizar el costo salarial y la apropiación de las utilidades.

Hacia finales de los setenta, la concepción evolucionista fue severamente cuestionada. Las críticas previnieron de los teóricos de la agencia y de los defensores de la liberalización financiera; dichas críticas enfatizaron la ineficiencia del modelo de conglomerado y la organización gerencial. Respecto al modelo de conglomerado, se argumentó que fue una estrategia de crecimiento que aprovechó el entorno protegido y la estrategia de portafolio para mantener la rentabilidad, pero no fue capaz de resolver los problemas inherentes al proceso de trabajo y a la reducción de la productividad; además, se señaló que, en un contexto de creciente competitividad en los mercados de Europa y Asia, la naturaleza oligopólica de la competencia en la industria disminuyó la innovación (Boyer, 2011).

4. La teoría de la agencia y la *financiarización* de la economía. El control de la empresa por el mercado accionario

El desarrollo actual de la teoría de la agencia tiene su origen en las aportaciones de Ronald Coase (1930) y Berle y Means (1932), con la diferencia de que el análisis de éstos se ubicaba en un contexto caracterizado por la regulación de los sistemas financieros, concretamente del sistema financiero de los EE.UU., que si bien no eliminaba el poder de los accionista sobre las empresas, si lo limitaba. La nueva teoría de la agencia se desarrolla en un contexto internacional dominado por la lógica financiera, esto es, por la *financiarización* de la economía.

De acuerdo con la teoría de la agencia, la empresa es una organización formada por un conjunto de relaciones contractuales entre distintos individuos, que realizan una actividad productiva si el funcionamiento de la misma es más eficiente que el propio mercado. La crítica de la teoría de la agencia sobre la estructura tradicional de la empresa que desarrolló en los Estados Unidos de Norteamérica

bajo el marco institucional *rooseveltiano*, se centró en los cambios en el gobierno corporativo, en particular en la función de los administradores, a los que se definía como agentes oportunistas que impiden o realizan de forma ineficiente el proceso de maximización de valor para los accionistas. Para resolver este problema, que se le denomina problema de agencia, la teoría de la agencia propone la promoción de los mercados por el control corporativo. Este mecanismo consiste en medir la eficiencia del desempeño del administrador de la empresa mediante el valor de la acción en el mercado accionario; además, se asumía que este mecanismo ponía un límite al oportunismo de los administradores. Así, el mercado accionario no solo obligaría al administrador a maximizar el valor accionario, sino también limitaría el oportunismo de administrador al mismo tiempo que aseguraba el objetivo de mayor ganancia para los accionistas de la empresa.

En los análisis de Berle y Means (1932) y Jensen y Meckling (1976) sobre la separación entre la propiedad y el control de la empresa que ya se registraba desde la década de los treinta, se enfatizaba el papel del accionista como el principal beneficiario de los proyectos de inversión de las empresas, en perjuicio de los intereses de los otros participantes en la actividad, evolución y permanencia de la empresa en el mercado, como son los administradores, trabajadores, proveedores, etc. En dichos análisis se sostenía que esta separación estaba determinada por el objetivo que privilegiaba la maximización del valor de las acciones sobre otros objetivos, como la expansión en el mercado, el incremento de la productividad, la estabilidad y capacitación de los trabajadores. Por otro lado, se señala que los costos de agencia estarían determinados por la pérdida del beneficio de los accionistas; ello presionaba la actividad del administrador de la empresa, quien terminaba por alinearse o subordinarse al objetivo de corto plazo de maximización del valor del mercado accionario, principal objetivo de los accionistas.

Actualmente, la teoría del agente principal centra su análisis en la crítica y oposición al control de los administradores y a rehabilitar los intereses de los accionistas (Aglietta, 2000), en concreto el objetivo de corto plazo de maximizar el valor de mercado de las acciones. De aquí se deriva su visión de la empresa como un portafolio de activos y fuente de flujos de efectivo para los accionistas (Fligstein,

1990) y, en consecuencia, su rechazo a la concepción que define a la empresa por acciones como una relación social compleja que se compone de distintos grupos interesados en su evolución y permanencia. Esta visión teórica ha favorecido la adopción de modelos financieros para la empresa; haciendo que su operación y estructura dependa del comportamiento del mercado financiero y, por ende, de los intereses y objetivos de los nuevos agentes financieros, como los inversionistas institucionales. De ahí que, dichos agentes pugnen por la división de la propiedad y el control de la empresa y porque ésta tome sus decisiones de inversión siguiendo la evaluación de los mercados financieros. Ello les permite influir en la modificación de los objetivos de los gobiernos corporativos y en la redistribución y apropiación del ingreso global generado por la empresa.

Ahora bien, la conformación de mercados por el control corporativo de las empresas ha generado un problema de subordinación de los objetivos productivos de largo plazo de las empresas a los objetivos financieros de corto plazo de los accionistas, consistente en la maximización del valor de las acciones. Esta subordinación surge cuando la actividad productiva de las empresas es dominada por las operaciones y lógica financieras; ello es posible gracias a la capacidad que tienen los mercados de capital para movilizar elevados volúmenes de recursos líquidos y evaluar los activos financieros. Esta es la fuente de poder de los operadores de mercado, misma que les permite influir y condicionar la estrategia de crecimiento de las empresas (Boyer, 2008). Bajo estas condiciones, la parte más endeble de la relación de agencia son los administradores, quienes están limitados para cumplir los objetivos de largo plazo, ya que enfrentan la presión de los accionistas para maximizar el valor de las acciones.

En la década de los ochenta, el enfoque de la agencia incorpora las críticas de la teoría de la represión financiera (McKinnon 1974) que cuestiona los controles sobre las tasas de interés y los mecanismos de crédito dirigido; argumentando que dichos controles impiden la asignación eficiente de los factores productivos e inhiben la generación de ahorro interno. A partir de dichas críticas, los teóricos de la agencia proponen que se desregula y liberalice el sistema financiero en general, y el mercado de capitales en particular, porque afirman que éste mercado es el

mecanismo más eficiente para asignar los factores productivos y evaluar los proyectos de inversión y, en consecuencia, inducir el crecimiento económico.

La visión de la agencia y la ideología neoliberal que pugnaba por la desregulación de la economía en general, y del sistema financiero en particular, se hicieron evidentes en los informes de gobierno del Presidente de Los Estados Unidos Ronald Reagan (1981-1989) y en las políticas de regulación que bajo su administración se instrumentaron. Estas reformas fueron aprobadas por la Suprema Corte (Coffe, 1984:13), y con la Ley *Edgar V. Mite* en (1982) se eliminaron las restricciones a las fusiones y la mayoría de las leyes que limitaban los *takeovers* (adquisiciones). De esta forma se fueron eliminando y en otros casos disminuyendo las barreras anti-trust a la adquisición de empresas de la misma industria, lo que implicaba que las partes de un conglomerado podían ser vendidas y adquiridas en la misma industria.

La administración Reagan asumió la filosofía de libre mercado y la visión empresarial del mercado por el control corporativo desarrollada por la teoría de la agencia (Roe, 1993). De acuerdo con esta teoría, el mercado financiero es un mecanismo permanente para monitorear al administrador e inhibir la persecución de sus objetivos no monetarios, que generalmente impiden el logro de los objetivos de los accionistas. Además, el objetivo de los accionistas determinado por la maximización del valor accionario, es la estrategia óptima en la elección de las estructuras corporativas. Bajo esta visión, las reformas financieras implementadas por la administración de Reagan que tenían como finalidad desarrollar un mercado por los gobiernos corporativos, dio paso a un acelerado proceso de adquisiciones (*takeovers*) destructivas, pues los compradores (*corporateraiders*) emprendieron estrategias de ataque para debilitar y llevar a la quiebra a grandes conglomerados, para después vender a la empresa en partes. Esta práctica era altamente rentable, y la misma fue común y legalmente aceptado (Lipton y Steinberg, 1988).

5. El enfoque poskeynesiano de la empresa y la *financiarización* de la economía. La demanda de inversión, ganancias y estructura de financiamiento.

A partir de las aportaciones teóricas de Galbraith (1967), Crotty (1992), Stockhammer (2004) y Lavoie (2006), entre otros, Dallery (2009) analiza las transformaciones y efectos en las decisiones de inversión y el crecimiento a nivel microeconómico, en el contexto de la *financiarización* de la economía. Bajo la hipótesis que sostiene que, ésta constituye una fuerte restricción para la administración de la empresa porque deprime la inversión productiva y el crecimiento de la misma, en la medida que subordina sus objetivos de largo plazo al objetivo de corto plazo de maximización del valor accionario.

5.1. El modelo básico de la empresa poskeynesiana

El modelo parte de los siguientes supuestos:

- i) Las empresas se desenvuelven en un mercado oligopólico.
- ii) Las empresas son fijadoras de precio
- iii) Los precios se fijan con base en las perspectivas de largo plazo; esto es, el precio permite a las empresas obtener ganancias y mantener su participación en el mercado. Ello se lleva a cabo a través de un equilibrio entre la demanda por altas ganancias, la demanda de financiamiento para la inversión y precios bajos. Además de contemplar un incremento de su participación en el mercado.
- iv) Las ganancias no se maximizan, debido a que la presencia de incertidumbre sustituye este objetivo por el objetivo de una ganancia satisfactoria o 'suficiente' para la empresa.
- v).Las empresas establecen su nivel de ganancia o tasa de retorno.
- vi) Las ganancias no son el objetivo primordial de la empresa, éstas constituyen un objetivo intermedio para asegurar la supervivencia de la empresa.
- vii) La supervivencia de la empresa se asegura mediante el aumento de su participación de mercado, pues la expansión de su esfera de influencia le permite disminuir la incertidumbre.
- viii) Las ganancias son prerrequisito para el crecimiento, porque liberan a la empresa de la restricción financiera.
- ix) El objetivo de ganancia de las empresas es marginal; aunque ellas les permite crecer a con base en sus ganancias retenidas y la razón de deuda/capital que juzgan segura.
- x) Los accionistas de la empresa poskeynesiana tienen un rol pasivo, porque el objetivo primordial de las empresas es el crecimiento y el control corporativo domina la propiedad accionaria.

La inversión en la empresa poskeynesiana depende de su *frontera financiera* y de su *frontera de expansión*, las cuales son funciones de la tasa de ganancia requerida y de la tasa de acumulación. En el primer caso, es una función lineal que muestra el nivel necesario de ganancia (r) para que la empresa crezca a la tasa (g). La frontera financiera puede expresarse mediante una igualdad contable de las fuentes y usos de los fondos como sigue:

$$(\Pi - iD) + x_s I + x_d I = I + x_f I + (1 - s_f)(\Pi - iD) \quad (1)$$

Donde:

Π : Ganancia de la empresa.

i : Tasa de interés.

D : Stock de deuda.

x_s : Emisión de nuevas acciones (como porcentaje de la inversión física neta).

x_d : Nuevo endeudamiento (como porcentaje de la inversión física neta).

x_f : Inversión financiera neta (como porcentaje de la inversión física neta).

s_f : Tasa de retención.

La ecuación (1) nos dice que la suma de las ganancias netas más el monto de nuevas acciones y nuevo endeudamiento debe de ser igual a la inversión física neta más la inversión financiera neta más el pago de dividendos.

Reordenando y multiplicando el extremo derecho, pasando del lado izquierdo $s_f(\Pi - iD)$, se obtiene:

$$s_f(\Pi - iD) + x_s I + x_d I = I + x_f I \quad (2)$$

La ecuación (2) muestra que las utilidades retenidas más el financiamiento accionario y el nuevo crédito deben ser iguales a la inversión física neta más la inversión neta en activos financieros.

Despejando Π de la ecuación (2), se obtiene:

$$\Pi = \frac{I + x_f I - x_s I - x_d I}{s_f} + iD \quad (3)$$

Finalmente, al dividir entre la producción (Y), se obtiene el margen de ganancia mínimo (π) necesario para financiar la tasa de crecimiento

$$\pi = \frac{\Pi}{Y} = \left(\frac{K Y^* I}{K Y^* Y} \right) \left(\frac{1 + x_f - x_s - x_d}{s_f} \right) + iD \left(\frac{K Y^* I}{K Y^* Y} \right)$$

Reordenando:

$$\frac{\Pi}{Y} = \left(\frac{I}{K} \frac{K Y^*}{Y^* Y} \right) \left(\frac{1 + x_f - x_s - x_d}{s_f} \right) + i \frac{D}{K} \left(\frac{K Y^*}{Y^* Y} \right)$$

Donde:

$\frac{I}{K} = g$ es la tasa de crecimiento del stock de capital.

$\frac{K}{Y^*} = v$ es la relación del stock de capital con respecto a la máxima capacidad de producción.

$\frac{Y}{Y^*} = u$ es la tasa de utilización de la capacidad productiva de la empresa.

$\frac{D}{K} = d$ es la relación del stock de deuda de la empresa con respecto al stock de capital.

Finalmente, se obtiene la siguiente ecuación:

$$\pi = \left(\frac{gv}{u} \right) \left(\frac{1 + x_f - x_s - x_d}{s_f} \right) + \left(\frac{v}{u} \right) id \quad (4)$$

La ecuación (4) señala las relaciones existentes entre las variables aquí definidas con respecto al margen de ganancia π . De ello se desprende que, entre mayor sea la tasa de crecimiento de la empresa, mayor será la tasa de ganancia necesaria para financiar este nivel de crecimiento. Así mismo, si la tasa de interés o la relación entre deuda-capital es alta, también se requerirá de un margen de ganancia mayor. Por el contrario, si la tasa de retención es alta o si se financia la inversión a través de nueva emisión accionaria o nueva deuda, la inversión podrá alcanzarse sin necesidad de incrementar la tasa de ganancia.

La empresa poskeynesiana establece el precio de los bienes en base a su margen de ganancia, al nivel salarial y a la productividad, como se observa en las siguientes ecuaciones:

$$p = (1 + m) \frac{w}{\mu} \quad (5)$$

$$\pi = \frac{m}{1+m} \quad (6)$$

Donde

m : Tasa de *mark up* requerida.

w : Costos laborales.

μ : Productividad del trabajo.

π : Margen de tasa de ganancia mínima para financiar el crecimiento.

Si de (5) se despeja para m , se tiene:

$$m = \frac{P\mu}{w} - 1 \quad (7)$$

Sustituyendo (7) en (6):

$$\pi = \frac{\frac{P\mu}{w} - 1}{\frac{P\mu}{w}}$$

Finalmente, reordenando se obtiene:

$$\pi = 1 - \frac{w}{P\mu} \quad (8)$$

De (7) puede observarse que el margen de ganancia se ve afectado positivamente por los precios y por la productividad, variando inversamente con respecto al salario. De la misma forma, de (8) puede observarse que la tasa de ganancia mínima varía positivamente con respecto a los precios y productividad. Y negativamente con respecto al salario.

Para relacionar la frontera financiera con la frontera de expansión es necesario expresar la frontera financiera en términos de las ganancias y del crecimiento. Para ello la ecuación (3) se divide entre el stock de capital (K), obteniéndose lo siguiente:

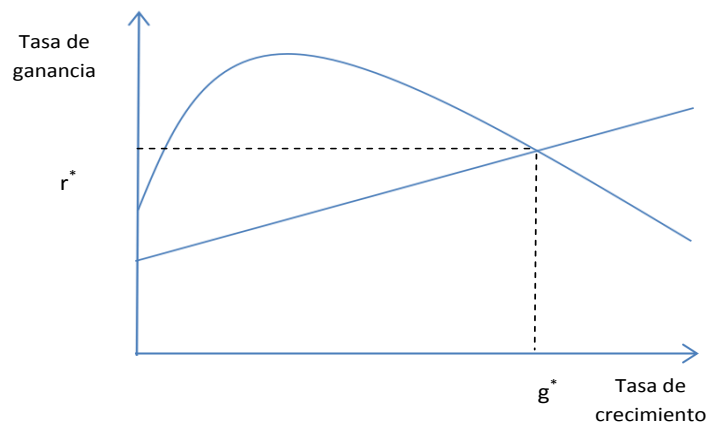
$$r = g \left(\frac{1 + x_f - x_s - x_d}{s_f} \right) + id \quad (9)$$

Esta ecuación muestra la tasa mínima de ganancia que debe obtener la empresa para implementar cualquier tasa de acumulación. La frontera de expansión puede construirse de la siguiente forma:

$$r = \frac{\Pi}{K} = \frac{\Pi Y Y^*}{Y Y^* K} = \frac{\pi \mu}{v} \quad (10)$$

En (10) debe de considerarse el efecto de (8) sobre la forma geométrica de la frontera de expansión, pues en un entorno de competencia oligopólica las empresas pueden en un momento aumentar su crecimiento y ganancia hasta el punto en donde satisfagan la demanda residual del mercado. Posterior a éste punto, la competencia se intensificará y crecerán solamente si están dispuestas a disminuir el precio de sus bienes, ya sea mediante una disminución salarial (w), una disminución de su margen (m) o un aumento en la productividad. La interacción entre las dos curvas, puede observarse en la Gráfica 1.

GRÁFICO 1
FRONTERA FINANCIERA Y FRONTERA DE EXPANSIÓN



La frontera de expansión es la parábola que se observa en el gráfico, mientras que la frontera financiera es la línea recta de pendiente positiva. La curva de expansión tiene esa forma debido a la competencia oligopólica que enfrenta la

empresa, pudiendo encontrarse sobre ella distintos niveles de producción que son eficientes, los cuales están relacionados a su vez con distintos objetivos de crecimiento de los administradores. En el punto máximo de la frontera de expansión, la empresa satisface la demanda residual del mercado oligopólico, pero a medida que quiere apoderarse de una mayor cuota de mercado, tenderá a competir por la vía de la disminución en el precio. Esto último, solo se conseguirá si el salario y la productividad permanecen constantes, lo que implica una reducción en el margen de ganancia y, por ende, en el volumen de la misma.

De acuerdo con el enfoque clásico de la empresa poskeynesiana, es preferible aceptar un nivel de ganancia (r^*) para garantizar un mayor control del mercado mediante una tasa de crecimiento (g^*), porque ello garantiza la supervivencia de la empresa en el mercado. Esta situación hace referencia básicamente al modelo de producción posterior a la posguerra, en el cual los administradores eran los encargados de liderar la inversión productiva, y sus objetivos no se limitaban a la maximización de la ganancia para los dueños de la empresa, sino que priorizaban el poder de mercado mediante el crecimiento de la producción y expansión de la empresa en el mercado.

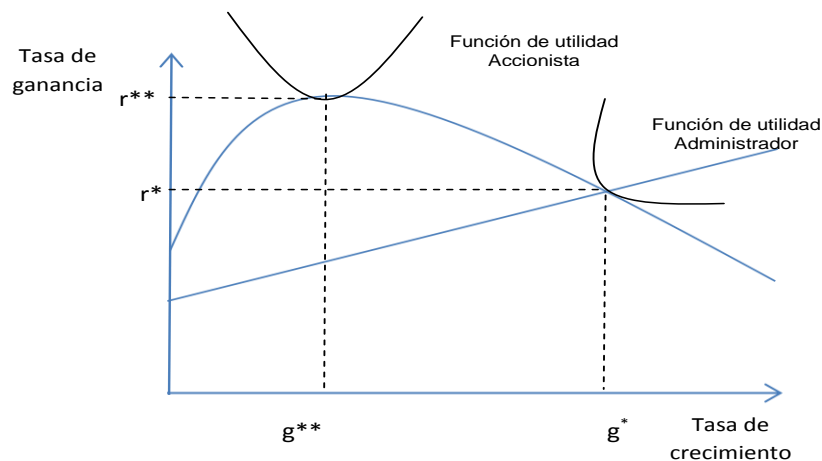
5.2. La empresa poskeynesiana bajo la dominación del capital financiero.

En el actual contexto de *financiarización* de la economía, es necesario incorporar al modelo básico de la empresa poskeynesiana una función de utilidad que represente el cambio de poder de los accionistas sobre los administradores en la toma de decisiones de inversión. La principio o norma financiera de la maximización del valor accionario se representa como un peso mayor de las ganancias sobre el crecimiento de la empresa. Para recoger este efecto Stockhammer (2004) propone la siguiente función de utilidad, que precisamente el efecto del cambio de poder entre los accionistas y los administradores de la empresa:

$$u_f = u_f(g, r) = G^\alpha R^{1-\alpha} \quad (11)$$

Una α alta significa que el poder de los administradores es superior al de los accionistas y, por tanto, el proyecto de inversión tendrá como objetivo fundamental el crecimiento de la empresa. Por otro lado, si $1 - \alpha$ es alto, implicará un mayor poder de los accionistas sobre los administradores, determinando que el objetivo de la inversión será la maximización de la ganancia. Este *trade-off* se muestra en el Gráfico 2, en ésta se observa que la curva de utilidad del accionista se posiciona en el punto máximo de la curva de expansión, que significa que la mayor ganancia para los accionistas reduce el crecimiento de la empresa, porque, en el contexto de la *financiarización* de la economía, la presión de los accionistas por una mayor distribución de los dividendos provocan que el coeficiente de retención de ganancias disminuya. Por otro lado, como los administradores están alineados a los intereses de los accionistas, la estructura financiera de la empresa para llevar a cabo el proyecto de inversión se transformará, disminuyendo las emisiones accionarias; e incluso se vuelven negativas por la recompra de acciones, haciendo negativo el coeficiente x_s . Esta estrategia se fundamenta en un mayor apalancamiento (d) y, por ende, la empresa dependerá de un mayor endeudamiento, lo que se reflejará en un incremento x_d . Cabe señalar que la inversión financiera aumento debido a que la especulación genera ganancias

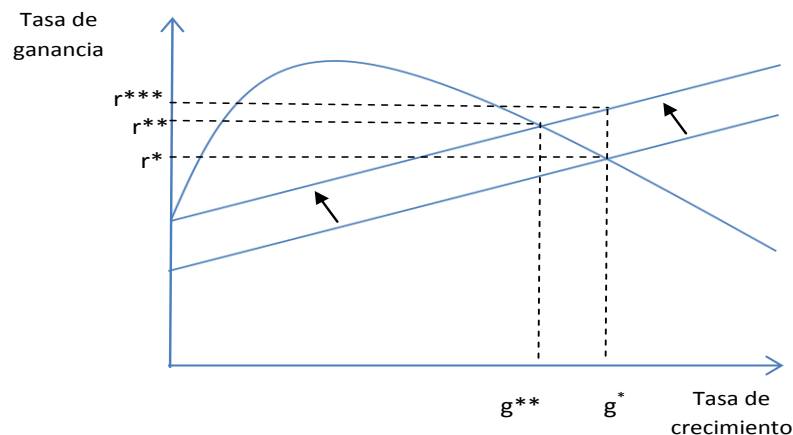
GRÁFICO 2
TRADE-OFF ENTRE ADMINISTRADORES Y ACCIONISTAS



de corto plazo, que compensan la caída de la inversión, lo que se manifiesta en un incremento en el coeficiente x_f .

El aumento en d por los efectos conjuntos de la disminución accionaria, la recompra de acciones y el incremento en el endeudamiento bancario para garantizar las demandas de ganancia de los accionistas mediante la distribución de dividendos, hacen que la frontera financiera se desplace hacia arriba y a la izquierda (ver Gráfico 3).

GRÁFICO 3
EFFECTOS DE LA FINANCIARIZACIÓN EN LA FRONTERA FINANCIERA Y EL CRECIMIENTO

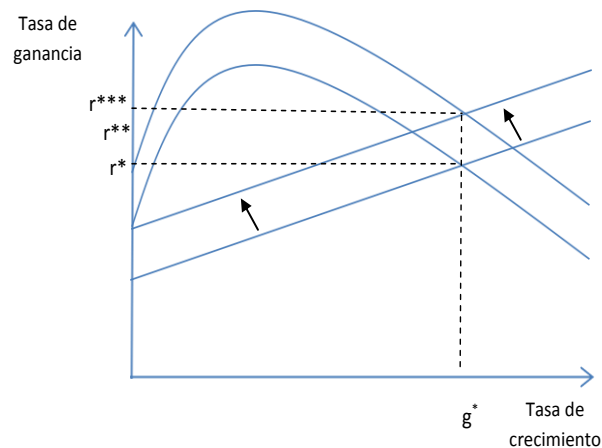


El incremento en el endeudamiento que lleva al desplazamiento de la frontera financiera no posibilita el sostenimiento del crecimiento de la inversión a un nivel de g^* , aun cuando los administradores tuvieran como objetivo maximizar el crecimiento de la empresa disminuyendo a g^{**} . Este es compatible con un incremento en el endeudamiento y un aumento en las demandas de ganancias por parte de los accionistas; lo que explica que r^* pase a r^{**} .

Si los administradores decidieran mantener el crecimiento en g^* , podrían optar por una solución temporal, la cual consistiría en la venta de los activos financieros, que significa una disminución de x_f . Sin embargo, para mantener permanente esa tasa de crecimiento (g^*), los administradores tendrían que modificar la organización de trabajo, ya sea aplicando una mejora tecnológica que aumente la productividad del trabajo o aplicando la flexibilización laboral que implicaría la disminución salarial, a través de la disminución de horas o la caída del salario,

acompañada de una mayor intensificación del trabajo. Esto tendrá efectos sobre la frontera de expansión de la empresa, a través de la ecuación (7) expuesta en el modelo de la empresa poskeynesiana clásica. En otras palabras, el desplazando de la curva de crecimiento incrementará el margen de ganancias, como se muestra en la Gráfica 4.

GRÁFICO 4
EFFECTOS DE LA FLEXIBILIZACIÓN SALARIAL Y LA PRODUCTIVIDAD SOBRE LA FRONTERA DE EXPANSIÓN



Si se quiere conservar la tasa de crecimiento, la estrategia administrativa deberá de incrementar el margen de ganancia y desplazar la curva de expansión, ya sea mediante una innovación tecnológica que aumente la productividad o mediante una disminución salarial por la vía de la flexibilización laboral, acompañada de la intensificación del trabajo, y sin modificar los precios. Por otro lado, la norma financiera que mide la maximización del valor para el accionista se asocia con el ROE (*Return On Equity*) o rentabilidad financiera, que es el cociente del ingreso neto y los recursos propios (acciones), a diferencia del indicador ROCE (*Return on Capital Expenditure*) o rendimiento del capital empleado o comprometido, que mide la ganancia sobre el capital invertido y necesario para el funcionamiento de la empresa. La diferencia entre ambos indicadores puede observarse en las siguientes ecuaciones:

$$ROCE = r = \frac{\Pi}{K} \text{ y } ROE = \frac{\Pi}{K-D} - \frac{iD}{K-D},$$

la cual también puede expresarse como

$$ROE = r + \frac{Dr}{K - D} - \frac{iD}{K - D}$$

o como

$$ROE = \frac{\Pi - iD}{K - D} = r + \frac{(r - i)D}{K - D} \quad (12)$$

La maximización de la tasa del ROCE significa encontrar la tasa de acumulación que maximiza la tasa de ganancia; en tanto que la maximización de la ROE significa encontrar la tasa de acumulación que maximiza los flujos de efectivo. En términos gráficos, esto significa maximizar la diferencia entre la frontera de expansión y la frontera financiera, que se puede expresar en la siguiente ecuación

$$FCF = \Pi - iD - s_f(\Pi - iD) = \Pi - iD - I(1 + x_f - x_s - x_d) \quad (13)$$

Esta ecuación expresa los flujos de efectivo como la diferencia entre las ganancias menos la amortización de deuda menos lo que se retiene para invertir. Este resultado debe ser igual a la ganancia menos la amortización de deuda menos la inversión física neta y financiera neta más los recursos obtenidos por el financiamiento accionario y por el crédito. Esta ecuación puede transformarse si se divide entre el stock de capital neto:

$$\frac{FCF}{K - D} = \frac{(1 - s_f)(\Pi - iD)}{K - D} = (1 - s_f)ROE \quad (14)$$

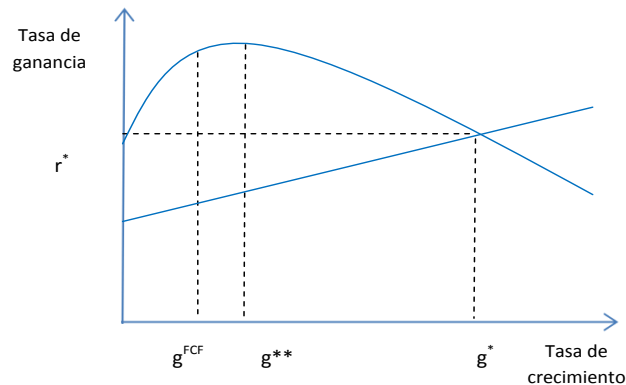
Alternativamente, si se quiere saber la proporción de los flujos de efectivo con respecto al stock de capital se tiene:

$$\frac{FCF}{K} = r - id - g(1 + x_f x_s x_d) \quad (15)$$

Gráficamente, esta ecuación queda expresada en la Gráfica 5. De acuerdo con esta Gráfica, si el administrador maximiza los flujos de efectivo reducirá aún más en crecimiento que si lo hiciera por la vía de la maximización de la ganancia. Esto explica el paso de g^* (donde los administradores imponen su lógica) a g^{**}

(donde los accionistas maximizan la tasa de ganancia), para, finalmente descender hasta g^{FCF} que corresponde al nivel donde se maximiza el valor

GRÁFICA 5
MAXIMIZACIÓN DE LOS FLUJOS DE EFECTIVO



accionario de la empresa; es decir, es la tasa de crecimiento del producto donde se maximizan los flujos de efectivo y dividendos para los accionistas.

Cabe señalar que al accionista lo que le interesa es el valor presente de estos flujos de efectivo; entonces, si definimos a V como el valor presente de los flujos de efectivo descontados con la tasa requerida por los accionistas, se tiene:

$$V = \frac{\Pi - I(1 + x_f - x_s - x_d) - iD}{r_s - g} \quad (16)$$

Si esta ecuación se entre el stock de capital, se obtiene la siguiente ecuación:

$$v = \frac{r - g(1 + x_f - x_s - x_d) - id}{r_s - g} \quad (17)$$

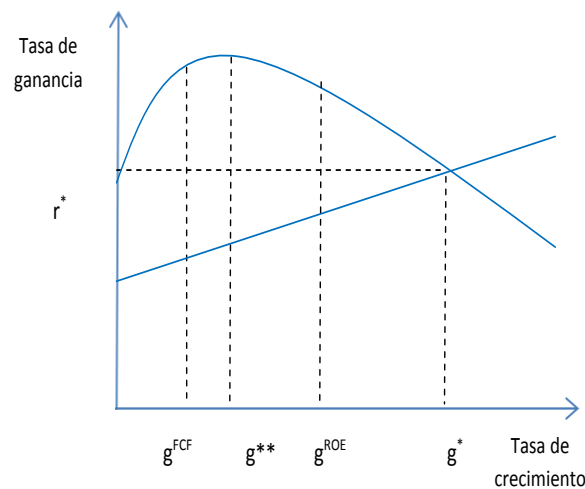
De la ecuación (17) puede llegarse a la siguiente conclusión, considerando el efecto del denominador sobre el valor actual, el crecimiento tiene un efecto positivo sobre v , por lo cual si el administrador desea maximizar el valor de la empresa será necesario el crecimiento. En este sentido, las empresas al tratar de maximizar el valor accionario y en ausencia de un conocimiento preciso del valor de la tasa de ganancia estándar en el mercado en equilibrio (r_s), el administrador

aproxima lo que él cree maximiza el valor accionario. En otras palabras, el administrador aproxima la ROE siguiendo la siguiente ecuación:

$$ROE = i + \psi(r_s - i) \quad (18)$$

Esta ecuación lo que hace es aproximar la ROE en función de la tasa de interés libre de riesgo más un premio específico para cada empresa. Esta forma de determinar el valor accionario es más una convención que una conducta derivada del análisis actuarial; es decir, es una aproximación más que una conducta de maximización, ya que “esta política” no maximiza la riqueza del accionista, sino que emerge como una convención que representa el enfoque de la empresa a través de la maximización del valor para el accionista (Dallery, 2009: 511). Esta conducta de la empresa se representa en la Gráfica 6.

GRÁFICO 6
APROXIMACIÓN DE LA MAXIMIZACIÓN DEL ACCIONISTA
MEDIANTE UN NIVEL CONVENCIONAL DE ROE



La aproximación de los administradores a un nivel convencional de ROE genera una disminución del crecimiento bajo la norma financiera, mucho menor que si se enfocan en la maximización de la ganancia o la maximización de los flujos de efectivo. La ROE que maximiza el valor accionario toma en cuenta que el crecimiento es un requisito para la ganancia futura; sin embargo, en cualquiera de los tres escenarios en los que domina el interés de los accionistas, la inversión tiene

un crecimiento menor que en un proceso de inversión donde los administradores tienen un mayor poder sobre el rumbo de la misma.

En conclusión, el proceso de *financiarización* de la economía en general, y la presión de los accionistas para maximizar el valor del mercado accionario en particular, se han convertido en una fuerte restricción para expandir la demanda de inversión y, por ende, el proyecto de inversión de la empresa, ya sea por la exigencia de mayores ganancias, por la maximización de la ganancia, del flujo de efectivo o de la ROE. Cualquiera de estos mecanismos que sea el adoptado por los administradores, su costo es asumido principalmente por los trabajadores, ya que, en un entorno agresivamente competitivo como actual, las rentas por la vía de la innovación tecnológica no perduran en el largo plazo.

6. Transformaciones en la estructura corporativa y financiera de la empresa. Los nuevos agentes financieros y su influencia en las decisiones de inversión

Bajo el dominio de la evaluación del mercado y la amenaza de *takeover* (control o toma de posesión), las empresas conglomeradas o diversificadas se vieron en la necesidad de vender voluntariamente las empresas no relacionadas, para evitar las presiones y hostigamiento de los compradores, conservando solamente la empresa o empresas dedicadas a la actividad principal. En esa época, esta decisión se basó también en los resultados de estudios financieros que sostenían que el modelo de portafolio de la empresa reducía el valor de las acciones, ya que según dichos estudios, el desarrollo financiero o valor de las acciones de los conglomerados era en promedio inferior al de las empresas no conglomeradas que operaban en las mismas industrias (Black, 1992; Hal y Goudzwaard, 1976).

Así, la estructura de conglomerado de la industrial de los Estados Unidos, resultado de las estrategias implementadas por las empresas para evadir la reglamentación anti-trust impuestas durante la administración de Roosevelt, fue sustituida por un modelo más concentrado en industrias particulares, donde la decisión y estrategias de los administradores están sometidas a la valuación que

hagan los mercados financieros de la empresa, y a las amenazas de *takeover*. Bajo este nuevo escenario, los administradores se vieron obligados a cambiar sus objetivos de largo plazo, como el crecimiento y estabilidad laboral, por objetivos de corto plazo que priorizan la maximización del valor accionario. Sin embargo, contrario a lo sostenido por la teoría de la agencia, los beneficios y el oportunismo del administrador no se redujo, pues a medida que la empresa se expande y el valor de las acciones se eleva, el poder y sueldo de los administradores se elevan (Boyer, 2011). De hecho, ello ha elevado el oportunismo de los administradores y la irresponsabilidad para manejar las empresas.

En un contexto internacional marcado por la liberalización financiera y la caída de la competitividad de la industria de los EE.UU, las grandes empresas estadounidenses inician en los primeros años de la década de los ochenta, un proceso de des-conglomeración mediante la creación del mercado por el control corporativo. En la práctica, ello no significó una reducción de la concentración, por el contrario, ésta se elevó debido a los procesos de fusiones y adquisiciones, por un lado, y la subordinación de su administración al objetivo de corto plazo consistente en la maximización del valor accionario. El desarrollo de dicho mercado fue posible a las políticas de desregulación y liberalización financiera, que estimularon las innovaciones financieras, como los instrumentos derivados, y la entrada de nuevos agentes e instituciones financieras bancarias y no bancarias, como los inversionistas institucionales. Siendo estos últimos, unos de los principales agentes del mercado por el control corporativo y, por tanto, los principales receptores de las ganancias financieras de corto plazo.

El desarrollo y consolidación del mercado por el control corporativo de las empresas no resolvió el problema de oportunismo del administrador, tan fuertemente cuestionado por la teoría del agente principal, pues precisamente el desarrollo de dicho mercado contribuyó a trasladar este problema a los *corporate raiders*, conformados por los bancos de inversión, inversionistas institucionales y otros intermediarios financieros no bancarios que se dedican a la pre-venta de las partes separadas de una empresa. Mediante este tipo de operaciones, estos intermediarios pueden asegurar su endeudamiento a través de varios instrumentos

u operaciones financieras, como los *junkbonds* u otras opciones de compra y venta, vender las partes, pagar la deuda y obtener una ganancia dentro del procedimiento de destrucción y separación de las empresas (Davis, *et al.*, 1994). La agresividad y poder de los *corporateraiders* y las olas de los *takeovers* quedaron demostrados en la batallas corporativas que se registraron a lo largo de la década de los ochenta.

La consolidación del mercado por el control corporativo transformó radicalmente la estructura y organización de la empresa conglomerada típica de los EE.UU, y la cual sobrevivió hasta principios de la década de los setenta, al quedar bajo el control de un grupo conformado por inversionistas preferenciales, administradores y directivos subordinados al objetivo corto placita de maximización del valor accionario. La presión de accionistas externos, generalmente conformados por inversionistas institucionales, bancos de inversión y operadores del mercado, obligado a los administradores a modificar sus objetivos, mediante la alinearla o subordinación de aquellos a sus intereses. Ello es posible por la influencia de este tipo de accionistas en valuación y expectativas de los mercados financieros. Así, bajo la presión de la valuación del mercado financiero, las empresas asumido un nuevo nivel de equilibrio que privilegia un menor crecimiento de la inversión y ajustes salariales a favor de incrementos constantes de los precios de las empresas en el mercado accionario.

A los inversionistas institucionales, en general no les interesa concentrar una elevada proporción de la propiedad de las empresas, ya que administran grandes portafolios de diversos activos para maximizar el rendimiento de corto plazo, pues conocen los riesgos que implica la venta de una acción en el caso de que mantuviera una elevada porción de la propiedad de una empresa. Además, una característica clave de este tipo de inversionistas es una alta valoración y preferencia por los activos de mayor liquidez. Además, para conformar un portafolio con una diversificación óptima, estos inversionistas realizan análisis para saber si la actividad de una empresa concuerda con su estructura de portafolio; de ahí que examinen la correlación entre las acciones de una empresa y la ganancia promedio del sector al que pertenece (Aglietta, 2001). Así que, su influencia en la modificación

de la conducta corporativa no proviene de la proporción de acciones, sino del efecto que ejercen en la opinión colectiva en los mercados de capital. En cuanto al poder de los bancos de inversión, se debe a su colusión con los *corporate raiders*, quienes limitan la actividad de la empresa a través de estrategias depredadoras en el mercado, como los *takeovers* (Aglietta, 2001), quienes hacen evidente que las empresas por acciones son mercancías en venta, sin considerar los intereses de los individuos que trabajan en ellas (Davis y Stout, 1992).

Esta transformación institucional está liderada en su mayor parte por el crecimiento de la industria financiera, en el cual la administración es vista no en términos de su desempeño en el crecimiento de la inversión, mejora del proceso productivo, así como en la creación y venta de productos, sino en garantizar un incremento constante en el precio de las acciones. Cuando el precio de las acciones es visto como el único objetivo y señal de la actuación del administrador, los administradores tienen poco que hacer más que adherirse a este objetivo. En este sentido, el predominio de la economía financiera juega un rol crucial en las olas de *takeovers* y fusiones al proveer una cuasi científica justificación de un mercado por el control corporativo sin restricciones. Donde el *takeover* es visto por la teoría de la agencia como la solución más eficiente para el problema surgido por la división de la propiedad y el control (Davis y Stout, 1992).

En este escenario, la decisión de los administradores para invertir o mantenerse en el mercado toma otra dimensión; ello a su vez condiciona la estructura financiera y las estrategias para mantenerse en el mercado. Por un lado, para crecer tienen que evaluar la pertinencia de la inversión, las fuentes financieras y las señales que envíen al mercado; por el otro, para permanecer tienen que evaluar su situación en el mercado financiero, y mantener un crecimiento de los precios en el mercado accionario si quiere evitar posibles amenazas de *takeover*. La decisión de inversión variará en relación al tamaño, endeudamiento, situación competitiva y concentración de la propiedad de la empresa. Dependiendo de estas condiciones, el grupo de control siempre está incentivado a buscar inversiones productivas para aumentar su participación del mercado, evitar ser absorbidos o eliminados del mercado. Sin embargo, bajo esta lógica, si los recursos propios no

son suficientes para financiar un nuevo proyecto de inversión o innovación o si las demandas por dividendos son muy fuertes, lo que significa que el autofinanciamiento no es una opción, las empresas generalmente, se verán obligadas a endeudarse mediante el crédito bancario o la emisión de acciones. Esta elección tendrá que considerar la ganancia esperada y el costo del fondeo, así como los efectos en el mercado de la elección de uno u otro instrumento de financiamiento.

El financiamiento con deuda tiene ciertas ventajas, pues es bien vista por el mercado financiero. La empresa no tiene que desviar recursos, esto es, hacer uso de las utilidades retenidas, para realizar la inversión; además este tipo de financiamiento le permite aprovechar los beneficios de las exenciones fiscales. Sin embargo, debe considerarse que el monto de crédito que otorguen los bancos no es ilimitado, y el mismo depende de la rentabilidad esperada del proyecto, de la historia de la empresa, de las relaciones de la empresa con los bancos y de su colateral²⁶. Por su parte, la emisión de acciones tiene la ventaja de compartir el riesgo del proyecto de inversión; aunque el éxito de esta estrategia de inversión depende fundamentalmente del estado de las expectativas del mercado financiero respecto al proyecto de inversión. Siendo el momento idóneo para la emisión de acciones cuando el precio de ésta este sobrevaluado, ya sea por una noticia en particular de la empresa o porque el estado de las expectativas es favorable)²⁷. Si la colocación de acciones se concentra en un número reducido de inversionistas, será más fácil alinear la conducta del administrador a los objetivos de largo plazo de la empresa. Por el contrario, si la colocación no se concentra en un número reducido de accionistas, esta emisión accionaria se convierte en un mecanismo de presión, la cual, en determinadas circunstancias, presionará el desempeño del

²⁶Debe considerarse que el riesgo de bancarota se incrementa por la inestabilidad de los mercados de capital y la percepción que los bancos tengan sobre el riesgo. Bajo estas condiciones, el límite del crédito puede ser menor; e incluso los bancos pueden decidir monitorear a la empresa, con la consecuente pérdida de autonomía de decisión por parte de la empresa.

²⁷En algunos casos la sobrevaluación en el mercado accionario es resultado de información falsa con el propósito de propiciar este efecto, y proceder a vender las acciones o la empresa en condiciones favorables. En algunos casos la sobrevaluación del precio es fraudulento; en el caso de la crisis hipotecaria, los propios bancos dieron la orden de vender a distintos accionistas las acciones sobre hipotecas ocultando el hecho de que ya eran impagables.

administrador y, en consecuencia, los objetivos de largo plazo de la empresa. Por ejemplo, si en determinado momento, los accionistas no están conformes con el valor de las acciones, aunque no estén representados directamente en el grupo de control o no tengan derecho a voto, podrán ejercer influencia en la actividad administrativa mediante la existencia de distintas estrategias de presión, como las compras o ventas de acciones en el mercado, las *tender offers*, las compras mediante acciones *share swaps*, las *leverage buyouts*, las *proxy fights* y los *stocks options*. Otro ejemplo es cuando el grupo de inversores es lo suficientemente grande, éste puede influir en el grupo de control para imponer lineamientos administrativos que privilegien la maximización del valor accionario.

Con el desarrollo del mercado por el control corporativo, la inversión se contrajo y la administración de las empresas asumió una actitud precavida, pues la alta inestabilidad económica y la elevada volatilidad financiera convierten a las empresas en presas fáciles de los *takeover*. Bajo la amenaza de éstos, las empresas no muy bien valoradas por la comunidad inversora, ya sea porque son pequeñas, de nueva creación, poco innovadoras o simplemente porque se convierten en el objetivo de los *corporate raiders*, optan por estrategias defensivas para permitirle al grupo de control conservar su autonomía. Dichas estrategias consisten en un incremento del endeudamiento bancario para pagar dividendos o para recomprar acciones; cualquiera de estas dos estrategias tendrá como efecto el aumento del precio de las acciones de la empresa. Sin embargo, en el caso del endeudamiento bancario tienen un límite que esté dado por la disponibilidad de recursos en el mercado de crédito. Si la empresa deja de ser sujeta de crédito, la única forma de mantener los precios accionarios y mantener el control corporativo es la generación y distribución de dividendos, mediante la disminución de sus costos salariales y reestructuración de la empresa; estas últimas, van desde la modificación o remodelar la división del trabajo, disminución salarial, internacionalización, el *outsourcing*, *spin offs*, entre otros.

Bajo la presión de los mercados por el control corporativo, el riesgo de *takeover* es una función inversa del precio de las acciones. Ello ha obligado a los gobiernos corporativos a mantener los precios en el mercado accionario mediante

tres estrategias: 1) el continuo endeudamiento, 2) el desempleo, y 3) la reducción de costos salariales y disminución del tamaño de la empresa. Mediante una de estas estrategias o una combinación de las mismas, las empresas adoptan una estructura financiera que les permita alcanzar sus objetivos de mediano y largo plazo minimizando el riesgo de perder el control de la empresa. Esta no es una regla de política corporativa sencilla; pero es la forma en que la maximización del valor para el accionista ha transformado la actividad corporativa, dependiendo de la industria específica, de su productividad e innovación, de la presión competitiva y de sus condiciones iniciales de endeudamiento bancario con respecto al accionario.

Como es de esperarse, los cambios en la operación, organización y estructura de la empresa inducidos por la *financiarización* de la economía en general, y la valoración en los mercados accionarios en particular, ha tenido costos económicos muy elevados, medidos por el bajo crecimiento del producto y el empleo y el deterioro en la distribución del ingreso. En otras palabras, la *financiarización* de las ganancias nivel microeconómico se ha convertido en una correa de transmisión para la *financiarización* a nivel macroeconómica.

SEGUNDA PARTE

FINANCIAMIENTO DE LA INVERSIÓN Y FINANCIARIZACIÓN DE LAS GANANCIAS DE LAS EMPRESAS EN MÉXICO.

CAPÍTULO V

LIBERALIZACIÓN FINANCIERA Y ESTRUCTURA CORPORATIVA DE LAS EMPRESAS EN MÉXICO.

En 1983, en el marco de los efectos recesivos e inflacionarios que generó la crisis de la deuda externa de 1982, se inicia el proceso de reestructuración del modelo productivo nacional, como parte de la estrategia económica de desregulación y liberalización de la economía y de las políticas de ajuste y estabilización macroeconómica de corte ortodoxo. El principal objetivo de corto plazo de esta estrategia fue el control de la inflación; en tanto los objetivos de mediano y largo plazo se centraban en el cambio estructural, que consistía en la eliminación de la participación del Estado en la economía, la apertura del sector externo y la desregulación y liberalización del sistema financiero nacional.

Esta visión económica asumía que la liberalización del sector externo y, en consecuencia, la mayor competencia con los mercados externos, propiciaría el incremento de la productividad del aparato productivo. De tal forma que, el sector exportador de manufacturas se convertiría en el eje del crecimiento económico, en tanto que la desregulación financiera al elevar el ahorro interno y externo, incrementaría la disponibilidad de recursos para el financiamiento y fondeo de la inversión. En otras palabras, las libres fuerzas del mercado conducirían al país por la senda del crecimiento estable y sostenido en el largo plazo, ya que la desregulación del sistema financiero aseguraría y cubriría en condiciones adecuadas y bajos costos las necesidades de financiamiento del sector real de la economía. La evidencia empírica muestra que ello estuvo muy lejos de alcanzarse, porque sucedió todo lo contrario; el financiamiento bancario a las actividades productivas se ha ido reduciendo paulatinamente, en tanto el carácter rentista y especulativo del sector financiero en general, y del sector bancario en particular, se ha profundizado precisamente después de la desregulación financiera.

1. Desregulación económica y reestructuración productiva. El acuerdo político con los grandes grupos empresariales.

El proceso de reestructuración de la economía mexicana que se inicia en 1983, y que en ese momento se le denominó *cambio estructural*, el cual se sostenía básicamente en tres ejes, apertura del sector externo, privatización del sector de empresas públicas, desregulación y liberalización del sistema financiero, se inicia con el beneplácito de los grandes grupos empresariales nacionales. Esta visión económica se refuerza y profundiza durante la administración de Carlos Salinas, con el surgimiento de una clase gobernante tecnocrática que asume los principios económico neoliberal en el diseñar de la política económica, que implica aceptar que el libre mercado es el mecanismo más eficiente para asignar los recursos productivos.

Después de la nacionalización bancaria, el presidente Miguel de la Madrid refrendó y renovó la confianza del sector bancario y de los grupos empresariales organizados en el Consejo Coordinador Empresarial y el Consejo Mexicano de Hombres de Negocios, mediante la aplicación de medidas fiscales y monetarias para aminorar los costos de la crisis y orientar el desarrollo de las empresas hacia el sector externo. Hacia finales de la década de los ochenta, bajo la administración de Carlos Salinas, el acuerdo político entre la clase gobernante y los principales grupos empresariales para adoptar el nuevo modelo económico no sólo se reforzó y consolidó el poder económico de dichos grupos, sino también permitió legitimar su permanencia en el escenario político, ante el surgimiento de nuevos grupos y actores sociales y el debilitamiento de la clase obrera.

En el ámbito macroeconómico, el control de la inflación y, en consecuencia, la estabilidad de las tasas de interés nominales también contribuyó a fortalecer la confianza de los grandes grupos de empresarios, pues ello garantizaba la obtención de rendimientos reales positivos, en particular a los inversionistas financieros. Para lograr este objetivo se implementó el Programa Inmediato de Recuperación Económica (PIRE), en la práctica funcionó como la estrategia de corto plazo del Plan Nacional de Desarrollo (PND) del sexenio 1983-1988, cuyos objetivos básicos eran el control de la inflación y el saneamiento de las finanzas públicas. Se sostenía

que con el cumplimiento de estos objetivos se creaban las condiciones para el nuevo modelo económico, dirigido por las libres fuerzas del mercado. El logro de dichos objetivos implicó la disminución del gasto público, en particular el gasto social y de inversión; la continuidad de la restricción salarial, que había iniciado en 1976; y la privatización del sector de empresas públicas.

La renovada confianza entre los empresarios y el gobierno, en la práctica implicó el otorgamiento de subsidios, exenciones fiscales, rescates de la deuda privada externa (FICORCA), tipo de cambio preferencial y créditos públicos para la promoción de las exportaciones no tradicionales de algunas empresas nacionales y transnacionales, como la industria automotriz. Ello contrastaba con la menor disponibilidad de créditos de la banca de desarrollo y comercial para las empresas pequeñas y medianas que, en general, su producción tienen como destino el mercado interno. En el corto plazo, y en términos relativos, esta política de ajuste arrojó resultados positivos si consideramos que el crecimiento de las exportaciones no petroleras; el superávit en la balanza comercial, como resultado en cierta medida de la reducción de los coeficientes de importaciones debido a la contracción del mercado interno; el superávit gubernamental cuyo origen fue la disminución del gasto público y la venta de empresas estatales, que fueron utilizados para el pago de intereses de la deuda externa e interna.

Un papel importante cumplió la reforma del sistema financiero, ya que, por un lado, se le asignó al sector bursátil la gestión de los títulos de deuda pública y, por el otro, la reprivatización de las casas de bolsa y las reformas al Banco de México del Banco ampliaron el mercado de bonos públicos. La generación de estos mercados de deuda pública fue el núcleo del proceso redistributivo de ganancias en favor de los inversionistas financieros, ya que, el gobierno al eliminar el déficit primario se apropió del excedente a través de los superávits, para posteriormente redistribuirlos por la vía financiera a los tenedores de títulos públicos, mediante el pago de intereses (Garrido y Puga, 1990).

Esta estrategia se profundiza durante la administración de Carlos Salinas, se acelera la desregulación financiera, se avanza en el proceso de privatización de la

banca y formación de grupos financieros. Esto implicó eliminar completamente el marco regulatorio institucional bajo el que se rigió el sistema financiero hasta los primeros años de la década de los ochenta. La nueva estructura financiera se caracterizaba por: i) la liberalización de las tasas de interés, ii) eliminación de las políticas de crédito selectivo, iii) la eliminación del encaje legal, iv) desmantelamiento y reducción de funciones de la banca de desarrollo, y v) la adopción de criterios de regulación prudencial de Basilea durante 1991-1992. Por otro lado, se firma el Tratado de Libre Comercio con Estados Unidos y Canadá (TLCAN), con lo que se concretiza la apertura de sector externo, asumida como la estrategia clave para colocar las exportaciones mexicanas en los mercados internacionales. Sin embargo, los datos empíricos actuales muestran que ello no fue así, ya que un alto porcentaje de las exportaciones mexicanas siguen teniendo al mercado estadounidense como principal mercado. En tanto que, las empresas orientadas a satisfacer la demanda interna no solo dejaron de ser beneficiadas por las políticas de subsidios tradicionales, sino también, en el marco de la nueva política industrial basada en la sustitución de exportaciones, recibieron un trato muy desigual comparado con la política de promoción y estímulos estatales aplicados a los sectores exportadores. Además, de quedar expuestas a la competencia externa en condiciones de fuertes desventajas, dada las diferencias de productividad.

Paralelamente a la implementación de estas medidas, se instrumentó una política de ingreso basada en pactos o acuerdos entre el gobierno y la clase empresarial para estabilizar los precios claves, tasas de interés, tipo de cambio y salarios. Los efectos combinados de estas medidas permitieron reducir de forma drástica la tasa de inflación; logro que fue presentado como un éxito y evidencia de la eficacia de la política de desregulación de la economía. Sin embargo, la crisis cambiario-financiera de 1994-1995 mostraría los límites y contradicciones de las políticas de desregulación económico en general, y de los sectores externo y financiero en particular.

Después del rescate bancario de 1995, y de la estabilización de la economía entre 1996-1997, el sistema financiero mexicano queda abierto a los inversionistas extranjeros. Se inicia un proceso de concentración y extranjerización bancaria, que

condujo a la consolidación de un oligopolio bancario constituido por tres consorcios financieros internacionales, BBVA-Bancomer, Banamex-Citigroup y HSBC. Bajo esta estructura financiera, el financiamiento bancario y el fondeo bursátil ha venido registrando cambios radicales; el primero se ha reducido, en tanto que el segundo, si bien el mercado bursátil se ha desarrollado, el mercado accionario sigue siendo muy pequeño comparado que el de los países en desarrollo.

2. Liberalización financiera y restricción crediticia. Especulación financiera y nueva estrategia de rentabilidad bancaria.

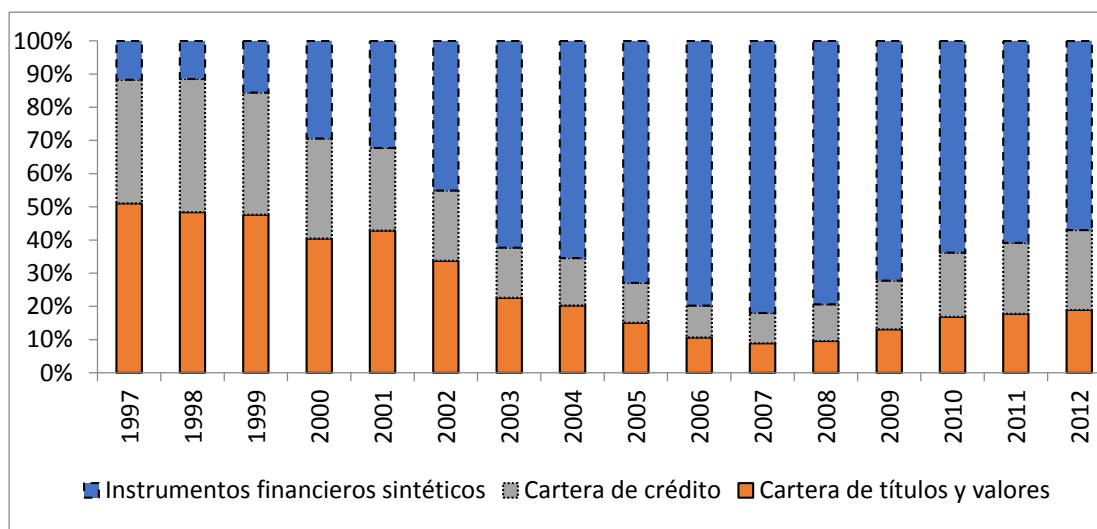
Uno de los principales teóricos de la liberalización financiera (Mckinnon, 1973) argumentó que la eliminación de las restricciones financieras, esto es, topes a las tasas de interés (“techos” a las tasas activas y “pisos” a la tasas pasivas), crédito administrado o dirigido (“cajones” de crédito selectivo), conduciría a la asignación óptima de los recursos productivos. Ello sería así, porque, según dicho enfoque, las libres fuerzas del mercado conducirían de forma automática al establecimiento de niveles óptimos de las tasas de interés. Así que, bajo estas condiciones las economías serían conducidas por la senda del crecimiento estable y sostenido en el largo plazo, porque el ahorro interno y externo se elevaría y, en consecuencia, la inversión. Este razonamiento se fundamenta en dos supuestos contradictorios y difíciles de demostrar, que son: 1) que el nivel ahorro es exógeno, en el sentido de que sólo está determinado por la tasa de interés; esto es, que no depende del ingreso; 2) que el ahorro determina la inversión, es decir, que el ahorro es *ex-ante* a la inversión está determinado determina la inversión. Por otro lado, se asume que la desregulación induciría necesariamente a una mayor profundidad financiera, al desarrollo de mercados completos de crédito y, por ende, a una mayor competencia bancaria en el mercado de crédito. Todo ello tendría como resultado la disminuiría gradualmente de los márgenes bancarios, ya que las tasas pasivas se incrementaría, lo que fortalecería el ahorro interno y externo, mientras que las tasas activas disminuiría, como consecuencia de la competencia bancaria propiciada por la desregulación, de tal forma que la inversión en las actividad productivas se elevaría.

Asimismo, se asumía que el desarrollo del mercado bursátil estimularía el surgimiento de nuevos instrumentos que les permitirían a los bancos comerciales transformar las obligaciones de corto plazo en obligaciones de mediano y largo plazo, a través del fondeo en los mercados financieros interno y externo mediante la colocación de deuda. De la misma forma, se afirmaba que la participación de más y nuevos intermediarios financieros no bancarios permitiría el surgimiento de un mercado de títulos e instrumentos para que los inversionistas dispuestos a invertir en actividades productivas de largo plazo y/o inversiones en activos financieros con alto riesgo, pudieran cubrirse de éste. Bajo este escenario, las empresas tendrían acceso amplio al financiamiento bancario y fondeo bursátil y, en consecuencia, los proyectos productivos más eficientes y rentables de largo plazo podrían realizarse. Esto no se ha cumplido del todo, pues los proyectos de inversión financiados por la banca comercial y fondeados en el mercado accionario no necesariamente han sido los más eficientes en términos macroeconómicos; aunque si son los más rentables en el corto plazo. Por otro lado, la liberalización financiera generó una mayor concentración de la actividad bancaria y un mínimo desarrollo del mercado bursátil, el cual se concentra en el mercado de dinero cuyo dinamismo está determinado principalmente por la colocación de títulos públicos (deuda pública interna), y una baja penetración del mercado accionario, dada la baja colocación de acciones de un grupo privilegiado de grandes empresas.

En este entorno, los bancos comerciales han adoptado una estructura de portafolio de activos donde predominan las inversiones de corto plazo con alto rendimiento, que no siempre responden al objetivo de cubrirse del riesgo, sino con fines especulativos. Los efectos de esta estrategia de portafolio se manifiesta en una contracción o racionamiento del crédito a las actividades productivas; en otras palabras, en el debilitamiento de la función de intermediación que históricamente habían cumplido la banca comercial tanto en los países industrializados como en desarrollo. De esta forma, la desregulación y liberalización financiera propicio la especulación bancaria, en detrimento del financiamiento de las actividades productivas. En la Gráfica 1 se muestra un incremento sostenido a partir de 1999, de los instrumentos sintéticos que incluyen una amplia gama de opciones y futuros,

que como dijimos arriba, responden en algunos casos al objetivo de cobertura de riesgo, pero también son utilizados como vehículo de especulación. Si bien en 2012, este tipo de inversiones disminuye al 49% de los activos totales, dicho porcentaje sigue siendo elevado si consideramos que la cartera de crédito se reduce al 21% y la cartera de títulos y valores, en donde predominan los títulos gubernamentales, representa el 16%, para el mismo año.

GRÁFICA 1
MÉXICO. ESTRUCTURA DEL ACTIVO DE LA BANCA COMERCIAL
(1986-2011)

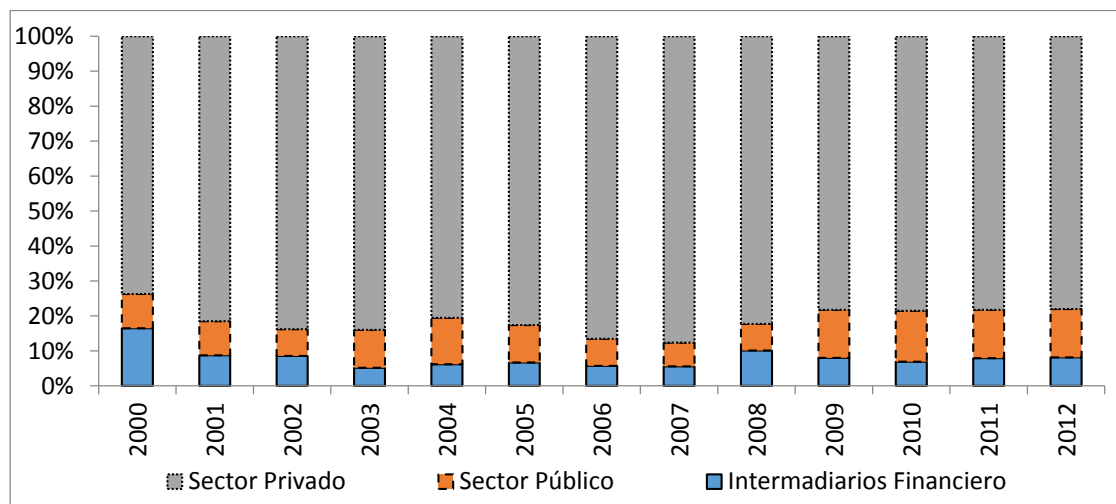


Fuente: Elaboración propia con datos de BANXICO.

Desde los primeros años de la década de los noventa, con la excepción de 1994-1996, el crédito al sector privado, que incluye a las familias y empresas, se ha venido incrementando; de hecho, esta es una de las características de la “burbuja” crediticia que condujo a la crisis cambiario-financiera de 1994-1995 (ver Gráfica 2). Sin embargo, este tipo de crédito se ha concentrado en los sectores consumo y vivienda, que dada su inelasticidad ante variaciones en la tasa de interés, le genera altos rendimientos a los bancos tanto por las elevadas tasas de interés que se cobran como por la elevada comisión que se cobra por el manejo administrativo de los mismos. En el caso del crédito al consumo, los rendimientos son de corto plazo; de ahí que los bancos implementen fuertes campañas de mercadotecnia para promover el uso de la tarjeta de crédito. El crédito bancario al consumo pasó del

11% en 2000, al 25% en 2012; mientras que el crédito a las empresas, pasara del 74% al 54%, y crédito a vivienda se incrementará del 14% al 19%, como proporción del crédito bancario total otorgado al sector privado, para los mismos años, respectivamente (ver Gráficas 3).

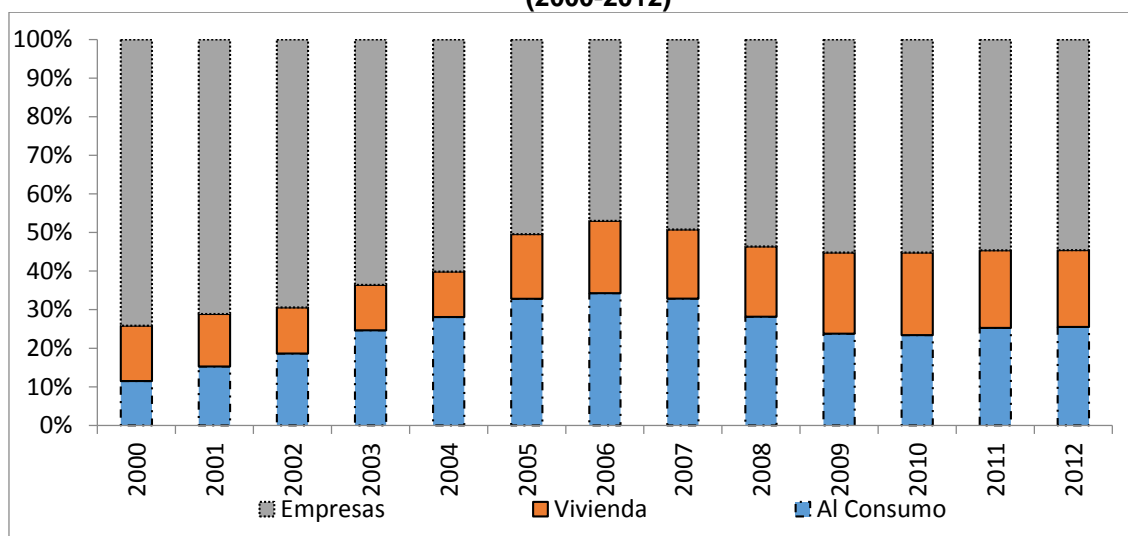
GRÁFICA 2
MÉXICO. ESTRUCTURA DE LA CARTERA DE LA BANCA COMERCIAL
(2000-2012)



Fuente: Elaboración propia con datos de BANXICO.

La evidencia empírica muestra las distorsiones que generaron las políticas de desregulación y liberalización en el funcionamiento de sector bancario; por un lado, el incremento del crédito al sector privado y, por el otro, el crecimiento acelera del crédito a las familias para consumo, en detrimento del financiamiento a las empresas. A nivel macroeconómico, dado el bajo crecimiento del producto y la elevada tasa de desempleo permanente, ello ha provocado que el crédito a las familias crezca a un ritmo mayor que la generan de ingreso.

GRÁFICA 3
MÉXICO. ESTRUCTURA DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO
(2000-2012)



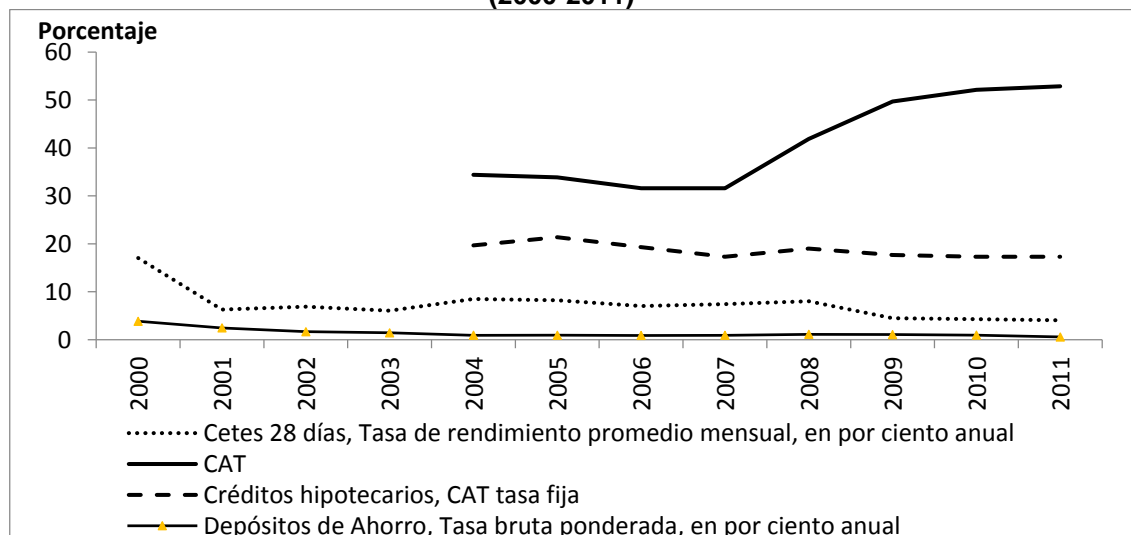
Fuente: Elaboración propia con datos de BANXICO.

Creando con ello, las condiciones que generan inestabilidad financiera debido a la baja probabilidad de que dichos créditos sean liquidados en el futuro inmediato. A ello se suma la libertad con que cuenta los bancos comerciales, dada la ausencia de una regulación prudencial efectiva, para especular con la cartera de activos financieros, como los créditos hipotecarios, y la realización de operaciones fuera de la hoja de balance de los bancos, las cuales son el origen de las “finanzas estructuradas” o *titulización* de carteras de activos altamente riesgos. Operaciones que les ha permitido a los bancos deshacerse o eliminar de sus hojas de balance el riesgo moral que ellos mismos han generado; esto es, una estrategia para distribuir socialmente el riesgo entre los inversionistas finales.

Con la consolidación del doble poder de mercado de los bancos, esto es, su poder oligopólico en el mercado de crédito y su poder de oligopsónico, éstos aseguraron altos márgenes financieros tanto por la vía de los diferenciales de tasas de interés como por las altas comisiones que cobran. Además, de las ganancias derivadas por las bajas tasas de interés que pagan por el fondeo en el mercado interbancario internacional, ya que dichos recursos son colocados posteriormente en el mercado bancario y/o bursátil a tasas de interés más altas. En la Gráfica 4 se observa los elevados diferenciales de tasas de interés bancarias con respecto a la

tasa de interés de los Certificados de la Tesorería (CETES) a 28 días; el más elevado corresponde al Costo Financiero Anual Total (CAT)²⁸, le sigue la tasa de interés de los créditos hipotecarios. La tasa de los depósitos de ahorro es la más baja; el diferencial entre esta tasa y el CAT es de 32.94 puntos porcentuales en 2004, y de 52.27 en 2011, en tanto que el margen entre la tasa de CETES y los depósitos de ahorro, siendo la tasa de los primeros la tasa mínima que se esperaba que pagaran la banca comercial a los ahorradores, fue de 13.21 puntos porcentuales en 2000, y de 3.48 en 2011. A estos márgenes habría que sumarles el pago de comisiones y otros cargos por manejo y administración de cuentas.

GRÁFICA 4
MÉXICO. MÁRGENES NOMINALES DE GANANCIA DE LA BANCA COMERCIAL
(2000-2011)



Fuente: Elaboración propia con datos de BANXICO.

²⁸ El Costo Anual Total (CAT) es un indicador del costo total de financiamiento aplicable a todo tipo de crédito; generalmente se toma como referencia para comparar el costo financiero entre créditos aunque sean de plazos o periodicidades distintas e incluso de productos diferentes. El CAT incluye: monto del crédito, intereses ordinarios, impuesto al valor agregado, comisiones, gastos, primas de seguros requeridas, amortizaciones de principal, descuentos y bonificaciones pactadas en el contrato, y cualquier otro cargo que deba pagar el cliente al momento de contratar el crédito y durante su vigencia, incluyendo la diferencia entre el precio al contado de un bien y su precio a crédito. El CAT se expresa como porcentaje anual.

Si bien el margen de intermediación bancario ha disminuido, este sigue siendo alto si consideramos que la inflación se ha mantenido en una banda de $3\pm 1\%$; en particular el CAT de tarjeta de crédito. Ello, conjuntamente con la sustitución de la cartera de crédito empresarial por el crédito al consumo e hipotecaria son un indicador de las distorsiones e inestabilidad financiera que han generado las políticas de desregulación del sistema financiero. En consecuencia, la baja o nula contribución de esas políticas al crecimiento económico.

3. Estrategias corporativas, naturaleza familiar y redes empresariales

Según su estructura organizativa y relaciones corporativas que, históricamente dieron origen a los grupos de empresario en México, se pueden distinguir tres grupos de empresario industriales, cuyo surgimiento, naturaleza y características están determinados por el entorno socioeconómico, político e institucional específico. De ahí que sus formas de organización corporativa y su articulación dentro del sistema económico se explican en gran medida por aquéllas.

Estos grupos son: el Grupo del Norte que surge en la década de los 40's; el Grupo del Centro y el Nuevo Grupo. El primer Grupo está encabezado por el Grupo Monterrey, quienes históricamente se han opuesto al intervencionismo estatal. El Grupo del Centro se caracteriza por realizar su actividad productiva en el Valle de México, y se han desarrollado con base en el proteccionismo, los subsidios y distintos beneficios obtenidos de parte del Estado. El Nuevo Grupo surge en el contexto de las reformas económicas de la década de los ochenta; de hecho, fueron los principales beneficiarios de la privatización de la banca comercial y la venta de empresas públicas (Salas, 2002).

El Grupo Monterrey nace en el contexto de la política sustitutivo de importaciones, y se constituye de empresas pertenecientes a distintas familias ya ubicadas en ramas productivas importantes en el norte del país, principalmente en Nuevo León. Estas familias se alinearon al desarrollo nacionalista implícito en las políticas gubernamentales, pues su desarrollo y poder económico dependía de sus

relaciones personales con el Estado y de la evolución del mercado interno²⁹. De ahí que fueron el grupo más interesado en generar eslabonamientos productivos, ya que ello le permitió expandirse mediante la creación de nuevas plantas hasta 1950. Hacia la década de los sesenta, adopta la estrategia de fusiones y adquisiciones para fortalecer su poder de mercado y expandir sus negocios e inversión hacia sectores no relacionados. Esta estrategia se profundiza y amplía en la década de los 60's, con el objetivo de establecer vínculos con empresas transnacionales.

En su origen, el Grupo Monterrey se constituye de corporaciones afianzadas en redes familiares derivadas de la Cervecería Cuauhtémoc; en este sentido, los vínculos familiares fueron fundamentales para consolidar el poder económico de este Grupo y, postteriormente su influencia y relación con el poder político. La formación de redes familiares durante la segunda mitad del siglo XIX, fue fundamental para el desarrollo de los grupos industriales del Norte (Wasserman, 1987; Cerutti, 1982), pues los hijos del empresario heredaban empresas, que en la práctica eran interdependientes, porque el empresario las había establecido con vistas a la complementariedad o la cooperación del grupo de empresas de la familia. De esta forma se conformaron redes familiares de solidaridad continua que incluía el intercambio de información, compartir contactos, tratos temporales y nuevas asociaciones entre hermanos (Lomnitz y Prez-Lizaur, 1989: 234). De hecho, la diversificación y expansión de la Cervecería Cuauhtémoc fue la respuesta a la necesidad de adaptación en su búsqueda por oportunidades de mayor rentabilidad en sectores más dinámicos³⁰; llevo al Grupo a desarrollando vínculos con otras empresas y bancos³¹.

La estrategia de crecimiento del Grupo del Norte ha variado a lo largo de la historia. En la primera etapa se dio un proceso de integración vertical y horizontal

²⁹ Este es el caso de Televisa(1930) ,Bimbo (1945), Desc (1972), GIMAS (Grupo Industrial Minera México), ICA (1947), BI y GMD (Construcción) , La Moderna (1936), Nadro (1943), GMD(1942), TMMSA(1950), Protexa, GRUMA(1949), Aeromex (1924), GIMMEX (1918), GAMESA, MASECA, IMSA, COMERMEX, BACHOCO (1942),TAMSA, Argos (1940), Iusa (1939), entre otras.

³⁰ Tal es el caso de VISA y ALFA en 1974.

³¹ Vitro (1909), Cydsa(1945), CEMEX(1905), Visa(1890), ALFA(1945),Alestra, Bancomer y Serfin, Soriana (1905), HYLSA, IMSA, CYDSA, GIS, Benavides, SYR (1906), Aty (1982), Copamex, entre otras.

que les permitió establecieron fuertes vínculos con los bancos, desde 1900 y hasta la década de los 50's. Además, de ser uno de los principales inversionistas beneficiados, en el contexto de la industrialización del país bajo el modelo de sustitución de importaciones, de los subsidios y apoyos gubernamentales. En los años 60's, se da un proceso de adquisiciones con el capital externo, (Salas, 2002).

El Grupo del Centro tiene sus orígenes en la década de los 30's, en el contexto de la reorganización del sistema financiero que se di en esos años. Este grupo se conformó en su origen por los dueños de los bancos Banamex, Bancomer y Cremi y por los representantes de las principales asociaciones del Valle de México. Desde su origen, este grupo estableció una estrecha relación con los gobiernos priistas, con el objetivo de influir en la regulación de los mercados financieros; su estrategia de negocios pasó del sector financiero a la minería, manufactura y servicios.

El nuevo Grupo de empresarios surge en el marco del proceso de privatización de las décadas de 1980 y 1990, y se caracteriza por su relación con la tecnocracia política. Entre los miembros más importantes de este grupo se encuentra Grupo Carso y BANAMEX. En el caso de Grupo Carso, la estrategia de expansión y crecimiento ha sido similar a la de los *corporate raiders*, pues han ido adquieran empresas mal administradas o en quiebra, para sanearlas y después integrarlas a su grupo o venderlas, según convenga.

Cada uno de estos grupos empresariales ha evolucionado de manera diferente, debido a que el entorno económico los ha obligado a vincularse entre sí para obtener ventajas de proveedores, de la concentración del mercado crediticias, así como de su influencia con otras industrias no relacionadas. Configurando distintas redes de poder económico y política que han determinado el entorno corporativo a lo largo del tiempo. No obstante ello, los equilibrios entre los distintos grupos han cambiado, pues a algunos de estos grupos que se vieron beneficiados por la expansión del mercado interno y los apoyos gubernamentales en el pasado, se han visto afectados por la desregulación económica, en particular por la apertura comercial. Ello los ha obligado a modificar la estrategia de crecimiento hacia el mercado externo, en condiciones altamente competitivas; de tal forma que algunas

de las empresas de este grupo han sido absorbidas por otros grupos empresariales locales o extranjeros. Además de los efectos de sus formas de organización y entrelazamientos al interior de la clase industrial donde se ubican, debido a la presencia del capital extranjero inducida por los procesos de privatización bancaria y de empresas públicas, así como de las reformas por la vía del hecho en los sectores de comunicación y transporte y energético.

Después de la crisis de la deuda, los grupos más contestatarios, como el Grupo Monterrey, y beneficiados por la política proteccionista de vigentes hasta la década de los 70's, han resurgido con un nuevo vigor para impulsar las reformas económicas, mediante el dominio y presión desde las instituciones de representación política, como el Consejo Coordinador Empresarial y el Consejo Mexicano de Hombres de Negocios. Desde estos espacios, han hecho uso de su poder colectivo y de las redes corporativas para imponer su ideología y mantener su posición monopólica dentro del sistema económico, así como presionar por las reformas estructurales que les benefician, como la reforma educativa, laboral y energética.

En el nuevo acuerdo político de los grandes grupos industriales y con el gobierno sobre las mencionadas, las organizaciones empresariales y redes corporativas tiene un papel crucial en la cohesión de los grandes grupos industriales locales, gracias a la conformación de vínculos organizacionales a través de la formación de consorcios, carteles, trust, asociaciones de diferente índole y directorios entrecruzados. Esto les ha permitido a las grandes corporaciones industriales locales mantenerse conectadas a través de múltiples combinaciones, encuentros y traslapes de sus más altos directivos. Asegurando así, la disponibilidad y acceso a recursos productivos, financieros e informáticos" (Salas, 2006). El papel de la elite corporativa o los "grandes enlazadores" en los entrecruzamientos industriales ha sido clave en la consolidación de las estrategias conjuntas e influencia en el escenario político, para mantener su estructura de poder a nivel económico. Los vínculos de relaciones son muy fuertes entre dichos grupos; se trata de un mundo pequeño en donde existe una alta probabilidad de que dos empresas tomadas aleatoriamente, estén relacionadas (Rocha, 2011; Salas, 1997).

A pesar de poder económico y su influencia en las decisiones políticas, los grandes industriales de México han tenido que adecuarse a la liberalización financiera y apertura externa; tanto por la fuerte competencia con los bienes importados como por el racionamiento del crédito bancario. Respecto a esto último, el encarecimiento y contracción del crédito bancario por parte de la banca local, por un lado, y las restricciones al acceso del financiamiento bancario internacional, por el otro, modificó radicalmente sus vínculos históricos con los bancos, que por más de cuatro décadas les aseguró financiamiento. Estos cambios han obligado a algunos de los grandes consorcios industriales a reestructurar su forma de operar y modificar sus prácticas y principios de información, contabilidad y rendimiento de cuentas, para poder acceder a los mercados bursátiles y a los mercados de crédito internacionales. La cotización en la bolsa de valores es un requisito para acceder a los mercados internacionales de crédito.

Como se mencionó arriba, la decisión de las grandes empresas mexicanas obedece fundamentalmente a la necesidad de adquirir el estatus de empresa pública para acceder al crédito de los mercados interbancarios internacionales; en otras palabras, su cotización en la Bolsa de Valores le otorga el estatus de empresa global. Esta estrategia ha sido muy bien administrada por los grandes grupos industriales, pues mediante distintas modalidades de colocación accionaria han mantenido y concentrado las decisiones corporativas. A diferencia de lo que ha pasado en otros corporativos industriales en Estados Unidos y Reino Unido, en México la división entre propiedad y control está muy lejos de consolidarse, ya que la naturaleza familiar de los gobiernos corporativos impide que se concrete tal disociación. Así, la concentración de la propiedad y el control de la dirección se mantienen en la familia.

A pesar de lo anterior, las grandes empresas han modificado la organización de sus gobiernos corporativos, sobresalen los siguientes cambios: i) la profesionalización de varias funciones administrativas; ii) la separación de las funciones de administración y control, para ser asignadas a profesionales y miembros de la familia; iii) una estructura más compleja de los consejos de administración, conformados por los miembros de la familia como consejeros

internos y algunos consejeros externos, como banqueros e industriales de otros grupos; y iv) las decisiones importantes son tomadas por los propietarios. De tal forma que, en la práctica las decisiones dependen de la familia y de las necesidades de la red corporativa a la que pertenezcan.

Las prácticas utilizadas por las grandes empresas para cotizar en la bolsa y al mismo tiempo conservar y expandir su esfera de control hacia otras industrias son: a) bajas emisiones de acciones, b) ofertas *over the counter*, c) piramidación de intereses, d) constitución de fideicomisos y emisión de acciones sin derecho a voto. La baja colocación de acciones les permite a las empresas cotizar en la bolsa sin exponerse a perder el control, esta es una característica a la industria mexicana, pues la cotización en la Bolsa más que ser una fuente de fondeo del capital del largo plazo, es un mecanismo de publicidad para acceder a los mercados de crédito externos³². Por su parte, las ofertas *over the counter* protegen el precio de la acción de inestabilidad provocada por las expectativas de los inversionistas; además, este tipo de ofertas permiten negociar la venta y concentrarla en un número pequeño de inversionistas. En cuanto a la piramidación que consiste en el control por parte de un accionista sobre distintos negocios; de forma tal que, un bajo porcentaje de acciones con derecho a voto puede representar un gran porcentaje en términos de control. Ello obliga a que los accionistas pertenecientes al grupo familiar diversifiquen sus acciones con derecho a voto en toda la red de subsidiarias y negocios relacionados³³. En el caso de la conformación de fideicomisos, es importante porque impiden que el poder de voto se disperse, además de que, generalmente van acompañados de lineamientos que limitan la venta de las empresas. A los accionistas se les otorga la propiedad de las acciones depositada en los fideicomisos, pero, para ejercer el voto se tiene que hacer en paquete.

³² Un ejemplo es el caso de Gigante, quien en 1991 comenzó con una oferta de 10% de su capital; ICA en 1992, con una oferta de 25%; Tribasa en 1993, con una oferta de 43%; Bufete Industrial, con una oferta del 25%; y Vitro con una oferta del 48%

³³ Por ejemplo, Eugenio Garza Lagüera detentaba el 51% de la propiedad de GRUPO PROA en 1995, lo cual le permitía controlar el 30% de VISA, y el 80% de seguros VAMSA. Con el 30% de VISA, controlaba el 60% de FEMSA y a su vez el 51% de FEMSA Coca cola.

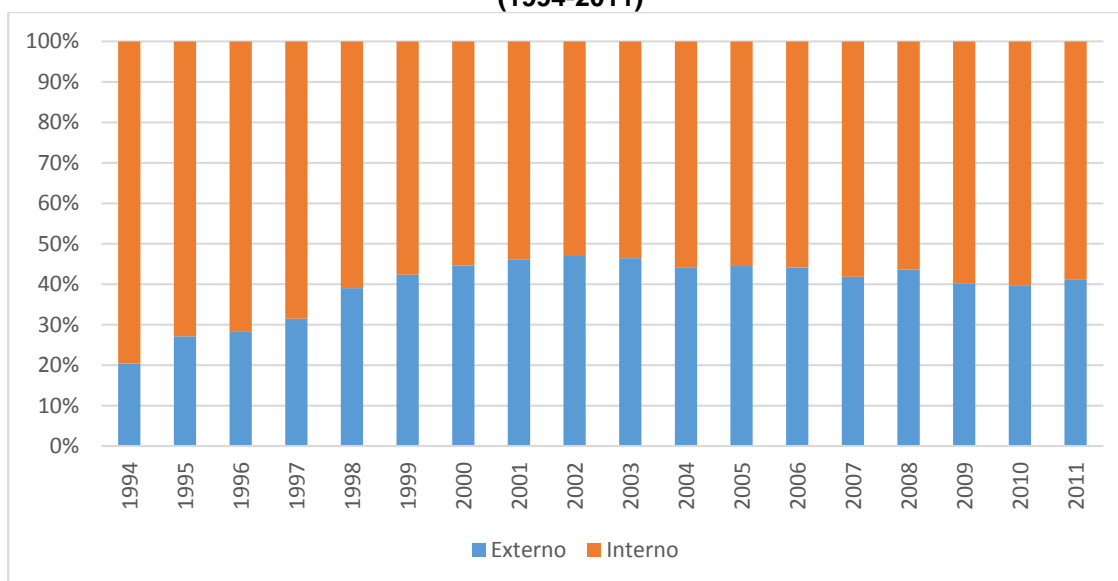
Finalmente, las acciones sin derecho a voto o preferentes si bien tiene prioridad en quiebras, insolvencia y utilidades, no tienen influencia en las decisiones corporativas

Estas estrategias han ayudado a la industria nacional a acceder a los mercados financieros internacionales, pero la misma no ha sido homogénea, pues la pequeña y mediana empresa ha sido excluida tanto del fondeo interno como del financiamiento interbancario externo cuyas tasas de interés son menores a las tasas internas. Las pequeñas y medianas empresas no tienen acceso al mercado accionario porque no cumplen con los requisitos necesarios para cotizar y, en consecuencia, tampoco tienen acceso al crédito interbancario externo. Por supuesto que los obstáculos y desventajas que enfrentan las pequeñas y medianas empresas no se comparan con los problemas que pudieran enfrentar las grandes empresas, pues muchas de éstas siguen manteniendo tratos preferenciales por parte de los bancos comerciales; e incluso, siguen estando vinculadas a algún bancos; como es el caso del Grupo Carso con el banco INBURSA.

4. Financiamiento y estructura de deuda de las empresas.

Bajo esta lógica financiera y una banca comercial extranjerizada que prioriza la obtención de ganancias de corto plazo, a costa de la reducción del crédito a las actividades productiva, la estructura de deuda de las empresas ha registrado cambios importantes. En la Gráfica 5 se observa un cambio gradual en la participación del financiamiento interno y externo de las empresas. Existe una sustitución gradual del financiamiento del primero por el segundo; de 1994 a 2011, el financiamiento externo pasó de 20.4% a 41.0%; mientras que el financiamiento interno pasó de 79.57% a 58.91%, respectivamente. Estos cambios se explican por el elevado diferencial entre las tasas internas y externas y por la menor oferta crediticia interna; esta última provocada por las mayores inversiones de la banca en instrumentos sintéticos (derivados, opciones, swaps, etc) y títulos públicos.

GRÁFICA 5
MÉXICO. FINANCIAMIENTO A LAS EMPRESAS
(1994-2011)



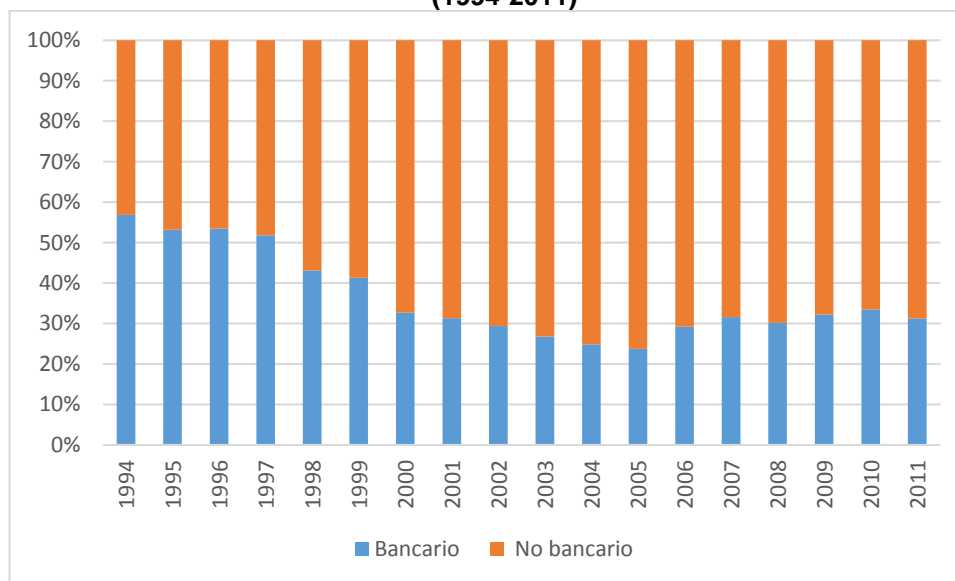
Fuente: Elaboración propia con datos de BANXICO.

De la misma forma, el crédito bancario ha registrado una tendencia decreciente, como proporción del crédito total, debido a que las empresas han tenido que recurrir a otras fuentes de financiamiento para minimicen su costo financiero, y también para enfrentar la contracción del crédito bancario. La Gráfica 6 muestra la tendencia negativa del crédito bancario, el cual disminuyó del 56.8% en 1994, a 32.6% en 2011; en tanto que la proporción de financiamiento no bancario, que incluye el endeudamiento externo y las fuentes alternativas de financiamiento correspondiente al pasivo interno no bancario de las empresas que cotizan en la BMV y la emisión interna de instrumentos de deuda de empresas que no cotizan en BMV, se elevó del 43.1% al 67.3%, en los mismos años, respectivamente; siendo el financiamiento de intermediarios financieros marginal (ver Gráfica 7).

En cuanto a la estructura de pasivo no bancario interno y externo de las empresas cotizantes en la Bolsa Mexicana de Valores, la emisión interna de Instrumentos de instrumentos deuda y proveedores tienen una tendencia creciente el periodo 1994-2011; estos se incrementaron del 10.4% al 13.9 en el primer caso, entre 1994 y 2011, respectivamente; y en el caso de los proveedores, del 9.4% al 21.8%,

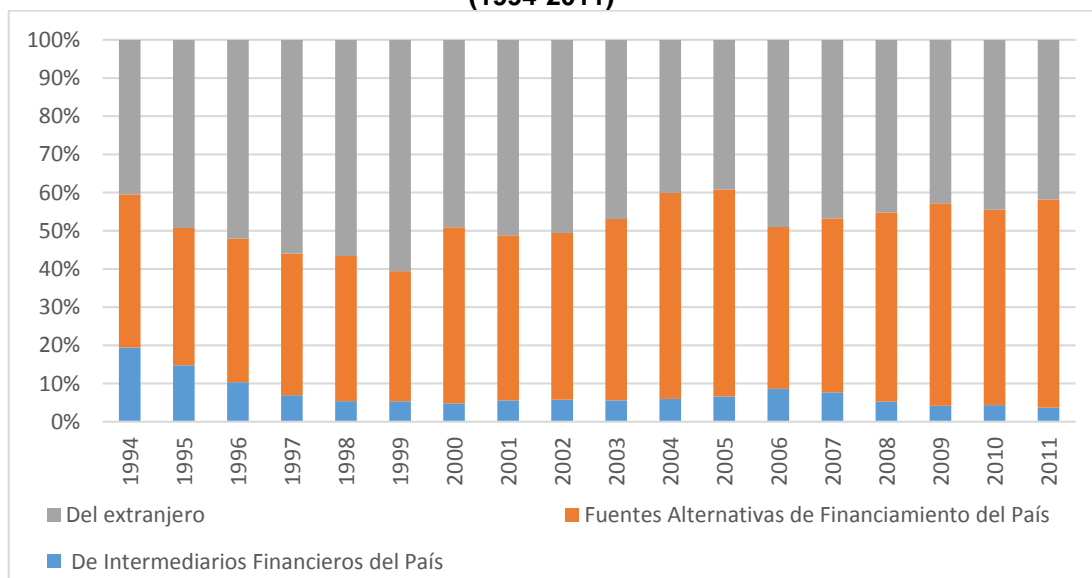
respectivamente, para los mismos años. Siendo mayor el incremento del financiamiento otorgado por los proveedores (ver Gráfica 8).

GRÁFICA 6
MÉXICO. CRÉDITO A LAS EMPRESAS
BANCARIO Y NO BANCARIO
(1994-2011)



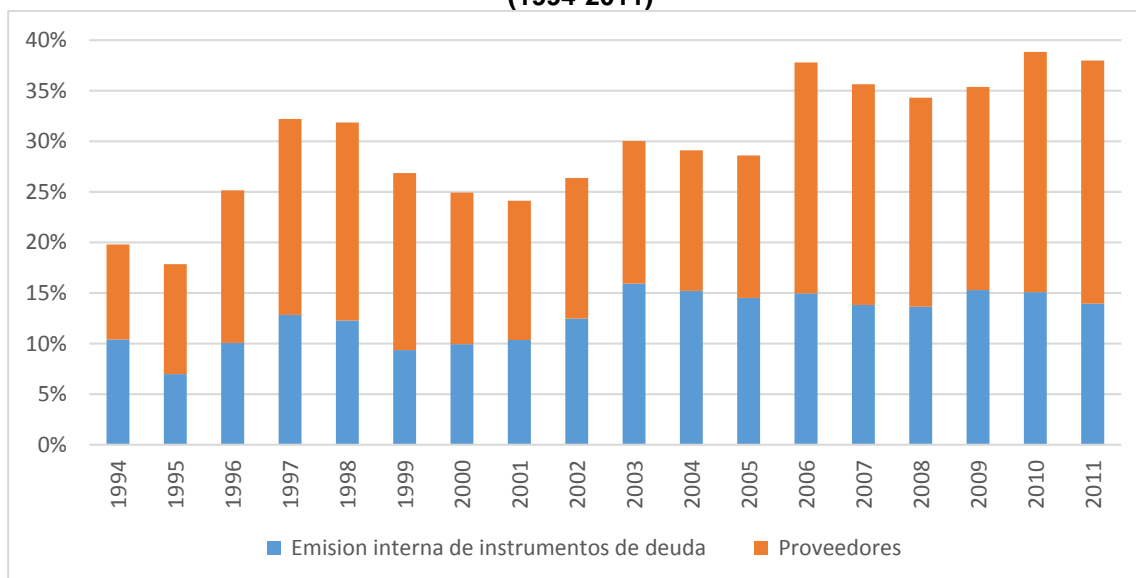
Fuente: Elaboración propia con datos de BANXICO.

GRÁFICA 7
MÉXICO. ESTRUCTURA DEL FINANCIAMIENTO NO BANCARIO A LAS EMPRESAS
(1994-2011)



Fuente: Elaboración propia con datos de BANXICO.

GRÁFICA 8
MÉXICO. ENDEUDAMIENTO NO BANCARIO
EMPRESAS COTIZANTES EN LA BOLSA DE VALORES
(1994-2011)

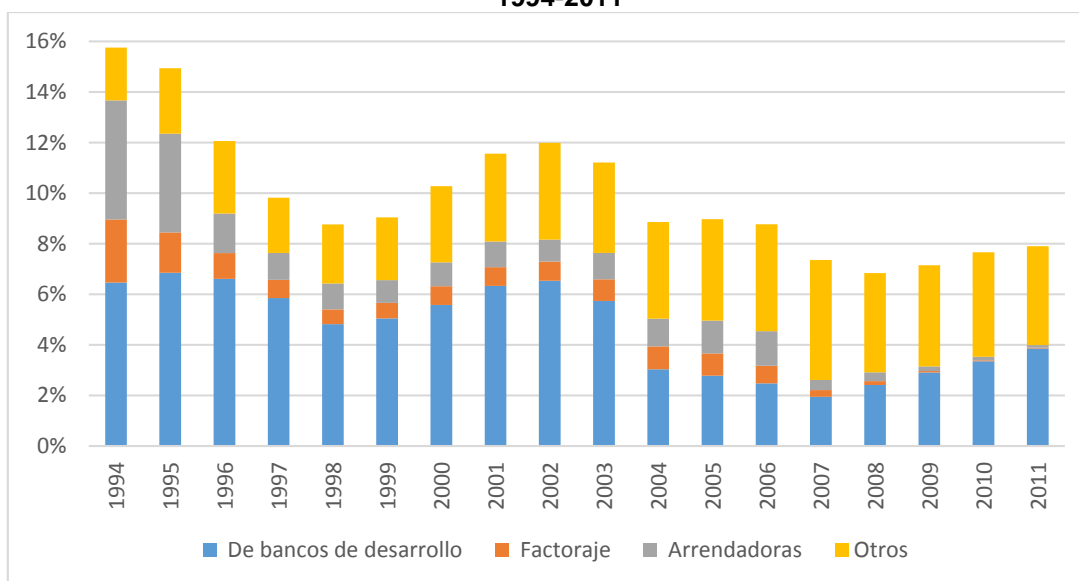


Fuente: Elaboración propia con datos de BANXICO.

Las otras fuentes de financiamiento interno a las empresas, como el financiamiento de bancos de desarrollo, factoraje y arrendamiento financiero, en general, han registrado reducciones. En el caso del financiamiento proveniente de la banca de desarrollo, registró una reducción de casi 3 puntos porcentuales, al pasar de 5.9% a 2.9%, para los años 1994 y 2011. Durante este mismo periodo el financiamiento obtenido mediante el factoraje y arrendamiento financiero mostro una caída al pasar de 2.5% a 0.03% y del 0.47% y 0.1%, respectivamente (ver Gráfica 9).

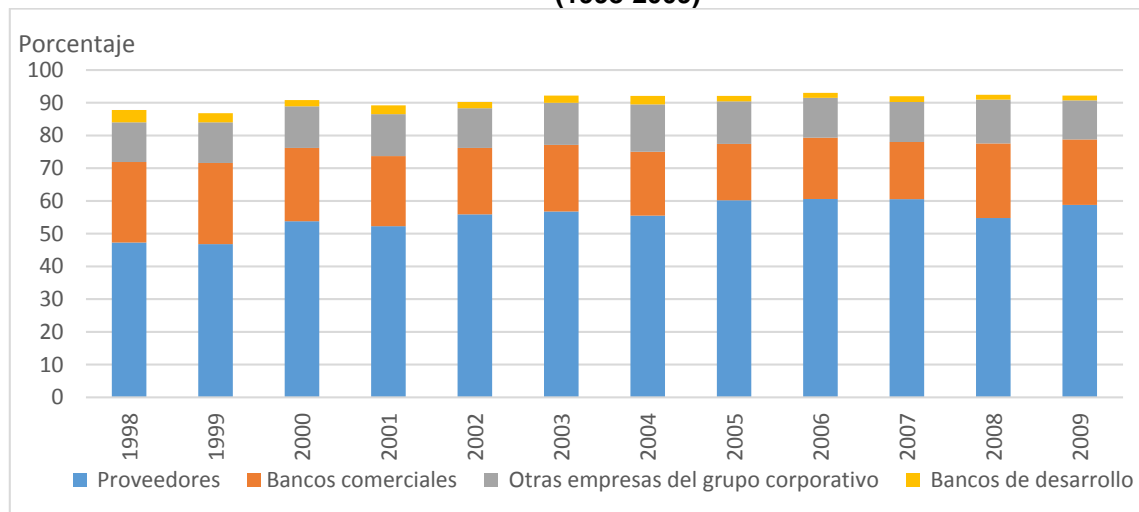
Los datos anteriores en su conjunto, muestran la gradual sustitución del crédito interno por el externo, la caída del crédito bancario y un incremento del financiamiento por la vía de colocación de deuda y el crédito de proveedores. Aunque la esta estructura de deuda no es igual al interior del grupo de grandes empresariales, pues ésta varía en función del tamaño de las empresa y la pertenencia a un determinado grupo corporativo.

GRÁFICA 9
MÉXICO. OTRAS FUENTES INTERNA DE FINANCIAMIENTO DE LAS EMPRESAS
1994-2011



Fuente: Elaboración propia con datos de BANXICO.

GRÁFICA 10
ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO DE LAS EMPRESAS
(1998-2009)

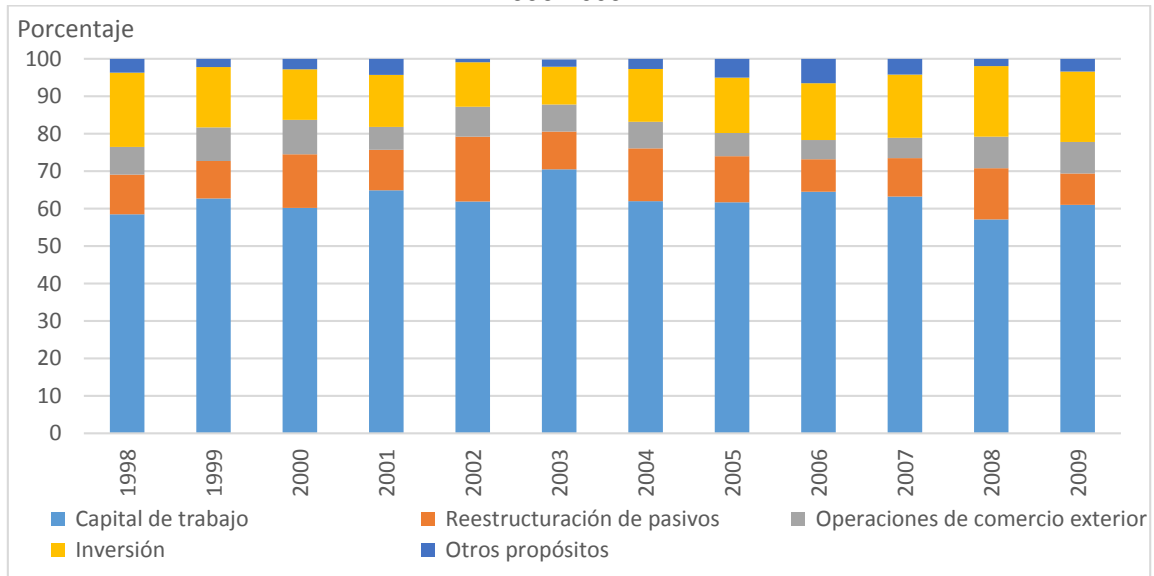


Fuente: Elaboración propia con datos de BANXICO.

En general, podemos decir que el crédito de proveedores se ha constituido como la principal fuente de financiamiento de las empresas, seguido del crédito bancario y del crédito de otras empresas del grupo corporativo (Gráfica 10). Un aspecto importante que debe resaltarse es el hecho de que el principal destino del crédito bancario es el rubro de capital de trabajo, lo que se explica por carácter de

corto plazo de dicho crédito. A dicho rubro se destinó en promedio anual, durante el periodo 1998-2009, el 62.35%, mientras que a la inversión solo se canalizó el 15.43%, en promedio anual, para el mismo periodo (Gráfica 11).

GRÁFICA 11
MÉXICO. DESTINO DEL CRÉDITO BANCARIO
1998-2009



Fuente: Elaboración propia con datos de BANXICO

CAPÍTULO VI

ESTRUCTURA DE LA DEUDA y FINANCIARIZACIÓN DE LAS GANANCIAS DE LAS GRANDES EMPRESAS EN MÉXICO: 1990-2011.

Con la desregulación de la economía mexicana, y más precisamente con la apertura comercial y la liberalización financiera, la brecha tecnológica y financiera entre las grandes empresas y las pequeñas y mediana empresas manufacturadas se amplió. El poder económico de las grandes empresas pertenecientes a grupos industriales vinculados a redes familiares, les ha permitido adaptarse al nuevo escenario altamente competitivo en los mercados internacionales; cotizar en el mercado accionario como estrategia para acceder al financiamiento interbancario externo. De esta forma, las grandes empresas manufactureras han mantenido su posición hegemónica en el sistema económico, así como beneficiarse de su cercanía con los principales actores políticos, mediante su influencia en las decisiones en materia de política y reformas económicas.

Al interior de la estructura productiva altamente concentrada de México, se puede distinguir dos grandes segmentos de empresas. Por un lado, está el segmento conformado por las grandes empresas oligopólicas nacionales, que tienen sus orígenes en empresas familiares del siglo XIX, y las empresas transnacionales que se han apropiado gradualmente de la actividad productiva. Este segmento tiene acceso al financiamiento bancario interno y externo y al fondeo bursátil. Por otro lado, se encuentra un conjunto de pequeñas y medianas empresas que constituyen el grueso de la planta productiva, 98% de las unidades productivas del sector manufacturero. Este segmento se caracteriza por su baja aportación al Producto Interno Bruto, entre el 20 y 25%.

1. Estructura y destino de la deuda de las empresas.

Según los datos del Banco de México, la estructura de la deuda y el destino de la misma varían en función del tamaño de éstas. En este apartado haremos la

distinción entre empresas AAA y Grandes Empresas, según el valor de las ventas, adoptado por el Banco de México.

1.1. Empresas AAA. Estructura financiera y destino del crédito bancario.

Durante el período 1998-2009, la estructura de la deuda de las empresas AAA registró cambios. El crédito de proveedores se elevó del 19% en 1998, al 39% en 2009; mientras que el crédito de la banca comercial nacional y extranjera disminuyó, del 30.9% al 26.9% en 1998, respectivamente, al 14.3% y 17.9% en 2009, respectivamente. En cambio, el crédito entre las empresas del grupo corporativo aumentó considerablemente, del 3.8% a 14.3%, durante los mismos años (ver Cuadro 1). Todo indica que la caída en el crédito interno y externo, explicado en parte por la menor demanda de las empresas debido a las elevadas tasas de interés reales, fue compensado por el incremento del financiamiento del grupo corporativo y por el crédito de los proveedores.

CUADRO1
ESTRUCTURA DEL FINANCIAMIENTO A EMPRESAS AAA
(1998-2009)

	Crédito Proveedores	Crédito Bancos comerciales	Crédito Bancos extranjeros	Crédito Otras empresas del grupo corporativo	Crédito Bancos de desarrollo	Crédito Ofna. matriz	Otro Crédito
1998	19.2	30.9	26.9	3.8	7.7	3.8	7.7
1999	26.3	36.8	21.1	5.3	0	0	10.5
2000	26.8	29.3	24.4	4.9	0	4.9	9.7
2001	27.5	27.5	17.5	15	5	2.5	5
2002	36	32	12	6	2	8	4
2003	32.4	35.3	8.8	11.8	2.9	0	8.8
2004	31.3	28.1	15.6	12.5	3.1	3.1	6.3
2005	44.4	27.8	8.3	8.3	2.8	5.6	2.8
2006	51.9	22.2	3.7	11.1	3.7	7.4	0
2007	35.48	32.26	9.68	6.45	6.45	3.23	6.45
2008	36.36	22.73	9.09	13.64	4.55	4.55	9.09
2009	39.3	14.3	17.9	14.3	3.6	3.6	7

Fuente: Elaboración propia con datos de Banxico. Nota: el tamaño de la empresa se determina con base en sus ventas. Pequeñas = 1-100 millones de pesos; Medianas = 101-500 millones de pesos; Grandes = 501-5000 millones de pesos; y, AAA = Más de 5000 millones de pesos.

El principal destino del financiamiento obtenido las empresas AAA fue en el rubro de capital de trabajo, aunque a partir de 2006 se incrementan los recursos destinados a inversión y comercio exterior; el primero se incrementa de 0 al 30%, de 1998 a 2009, respectivamente, en el caso del comercio exterior, se pasa del 7.7% al 20%, para los mismos años (ver Cuadro 2).

CUADRO 2
DESTINO DEL CRÉDITO BANCARIO EN LAS EMPRESAS AAA
(1998-2009)

	Capital de trabajo	Reestructuración de pasivos	Operaciones de comercio exterior	Inversión	Otros propósitos
1998	61.5	23.1	7.7	0	7.7
1999	76.2	14.3	4.8	4.7	0
2000	51.5	24.2	9.1	9.1	6.1
2001	47.8	17.4	13	21.7	0
2002	59.1	18.2	4.5	13.6	4.5
2003	71.4	14.3	7.1	7.1	0
2004	36.4	27.3	9.1	18.2	9.1
2005	58.3	25	8.3	8.3	0.1
2006	50	0	16.7	16.7	16.6
2007	60	20	10	10	0
2008	60	20	10	10	0
2009	40	0	20	30	10

Fuente: Elaboración propia con datos de Banxico.

1.2. Empresas Grandes. Estructura financiera y destino del crédito bancario.

En las Empresas Grandes la estructura de financiamiento se mantuvo estable en la mayoría de los rubros; concentrándose principalmente en el crédito a proveedores, bancos comerciales y otras empresas del grupo corporativo (ver Cuadro 3).

CUADRO 3
ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO DE LAS EMPRESAS GRANDES
(1998-2009)

	Crédito Proveedores	Crédito Bancos comerciales	Crédito Bancos extranjeros	Crédito Otras empresas del grupo corporativo	Crédito Bancos de desarrollo	Crédito Ofna. matriz	Otro Crédito
1998	39.30	27.50	10.10	10.10	2.90	5.80	4.30
1999	35.90	29.40	12.40	14.40	1.30	3.90	2.70
2000	43.80	26.30	9.50	12.40	2.20	3.60	2.20
2001	43.80	20.90	9.80	13.10	2.60	5.90	3.90
2002	43.60	22.10	10.40	12.30	2.50	8.00	1.10
2003	48.70	22.40	6.40	9.00	2.60	8.30	2.60
2004	47.40	18.40	3.90	15.80	3.30	7.20	4.00
2005	52.80	18.90	3.10	10.20	2.40	7.10	5.50
2006	52.80	20.80	3.50	9.70	2.80	9.00	1.40
2007	54.68	19.42	4.32	10.07	2.16	7.19	2.16
2008	48.39	23.39	3.23	15.32	0.81	4.84	4.03
2009	49.60	24.10	2.90	11.70	1.50	3.60	6.60

Fuente: Elaboración propia con datos de Banxico. Nota: el tamaño de la empresa se determina con base en sus ventas. Pequeñas = 1-100 millones de pesos; Medianas = 101-500 millones de pesos; Grandes = 501-5000 millones de pesos; y, AAA = Más de 5000 millones de pesos.

En cuanto al uso del financiamiento en este tipo de empresas, una alta proporción se destina a capital de trabajo, y esta proporción se incrementó durante los años 2006,2007 y 2009; los recursos destinados a la inversión disminuyen a partir de 2003, con un comportamiento irregular a partir de ese año. Sobresale dos hechos, la reducción de los recursos al comercio exterior y el incremento de los recursos obtenido por financiamiento a la reestructuración de pasivos (ver Cuadro 4)

CUADRO 4
DESTINO DEL CRÉDITO BANCARIO EN LAS EMPRESAS GRANDES
(1998-2009)

	Capital de trabajo	Reestructuración de pasivos	Operaciones de comercio exterior	Inversión	Otros propósitos
1998	58.40	10.00	13.30	15.00	3.30
1999	64.00	10.70	5.30	17.30	2.70
2000	50.80	21.30	13.10	13.10	1.70
2001	51.80	12.50	14.30	17.90	3.60
2002	55.20	16.40	11.90	16.40	0.00
2003	56.30	15.60	15.60	10.90	1.60
2004	54.90	15.70	11.80	13.70	3.90
2005	59.50	16.70	7.10	11.90	4.80
2006	64.90	10.80	5.40	13.50	5.40
2007	64.44	8.89	8.89	15.56	2.20
2008	57.89	10.53	10.53	15.79	5.30
2009	64.40	13.30	11.10	8.90	2.30

Fuente: Elaboración propia con datos de Banxico.

1.3. Empresas Medianas. Estructura financiera y destino del crédito bancario.

En el caso de las empresas medianas, el crédito de proveedores es la principal fuente de financiamiento, al igual que el caso de las empresa Grandes y AAA; aunque la proporción es mayor en ésta últimas. Una característica sobresaliente de la estructura de financiamiento de las empresas medianas es la baja participación del financiamiento externo, así como su caída a partir de 2003. Este comportamiento es semejante al de las Empresas Medianas. Por otro lado, se observa que la contracción del crédito bancario ha afectado más a este tipo de empresas, el cual ha registrado una tendencia muy irregular (ver Cuadro 5).

CUADRO 5
ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO DE LAS EMPRESAS MEDIANAS
(1998-2009)

	Crédito Proveedores	Crédito Bancos comerciales	Crédito Bancos extranjeros	Crédito Otras empresas del grupo corporativo	Crédito Bancos de desarrollo	Crédito Ofna. matriz	Otro Crédito
1998	48.10	23.20	6.40	15.50	2.30	3.60	0.90
1999	46.30	26.30	5.40	14.20	3.30	3.80	0.70
2000	53.80	24.30	2.80	13.90	2.40	1.60	1.20
2001	53.80	23.50	3.80	12.60	2.10	2.90	1.30
2002	60.10	18.60	3.50	13.60	1.20	2.30	0.70
2003	58.50	19.00	2.40	16.50	1.60	2.00	0.00
2004	55.70	21.70	1.70	14.90	3.00	2.10	0.90
2005	58.00	17.20	2.90	16.40	2.10	2.90	0.50
2006	61.10	19.30	2.50	14.30	1.20	1.60	0.00
2007	57.94	19.05	2.00	15.48	0.79	1.98	2.78
2008	53.95	22.81	2.20	14.91	2.19	3.51	0.44
2009	55.40	20.70	2.70	15.80	2.30	1.80	1.30

Fuente: Elaboración propia con datos de Banxico. Nota: el tamaño de la empresa se determina con base en sus ventas. Pequeñas = 1-100 millones de pesos; Medianas = 101-500 millones de pesos; Grandes = 501-5000 millones de pesos; y, AAA = Más de 5000 millones de pesos.

La asignación del crédito bancario en las Empresas Medianas privilegia al capital de trabajo, y le sigue la inversión (ver Cuadro 6).

CUADRO 6
DESTINO DEL CRÉDITO BANCARIO EN LAS EMPRESAS MEDIANAS
(1998-2009)

	Capital de trabajo	Reestructuración de pasivos	Operaciones de comercio exterior	Inversión	Otros propósitos
1998	54.80	12.20	6.10	22.00	4.90
1999	56.30	13.60	10.70	15.50	3.90
2000	69.70	6.70	5.60	14.60	3.40
2001	71.40	6.00	3.60	14.30	4.80
2002	61.60	16.40	8.20	12.30	1.40
2003	77.30	1.50	3.00	15.20	3.00
2004	63.90	11.10	5.60	16.70	2.80
2005	66.70	3.20	4.80	19.00	6.30
2006	66.00	5.70	3.80	17.00	7.50
2007	65.15	12.12	1.52	19.70	1.52
2008	56.92	10.77	7.69	23.08	1.54
2009	54.40	8.80	8.80	26.30	1.70

Fuente: Elaboración propia con datos de Banxico.

1.4. Empresas Pequeñas. Estructura financiera y destino del crédito bancario

En las empresas pequeñas el finamiento de proveedores registró un incremento sustancial, del 55.7% al 68.7% entre 1998 a 2009, respectivamente; al mismo tiempo que el crédito bancario disminuía. A excepción del financiamiento otorgado por los proveedores, da un las demás fuentes de finamiento (ver Cuadro

7). Como era de esperarse, este grupo de empresas ha sido el más afectado por la menor oferta de crédito bancario.

**CUADRO 7
FUENTES DE FINANCIAMIENTO DE LAS EMPRESAS PEQUEÑAS
(1998-2009)**

	Crédito Proveedores	Crédito Bancos comerciales	Crédito Bancos extranjeros	Crédito Otras empresas del grupo corporativo	Crédito Bancos de desarrollo	Crédito Ofna. matriz	Otro Crédito
1998	55.7	22.9	2.5	10.9	5.5	2	0.5
1999	56.9	18.8	5.1	10.6	3.5	4.7	0.4
2000	64	16.9	1.2	12.8	1.7	2.9	0.5
2001	59.3	19	2.2	12.5	2.9	2.2	1.9
2002	63.3	18.6	1.9	11.7	2.3	1.5	0.7
2003	62.5	18.6	1.7	12	2.4	2.1	0.7
2004	63.6	16.9	1.7	13.6	1.7	2.1	0.4
2005	69	14.7	1.3	11.6	0.9	2.5	0
2006	65.9	16.4	2.2	11.6	0.9	3	0
2007	71.03	12.15	0.93	10.75	1.9	2.34	0.93
2008	62.57	22.35	0.56	10.06	0.6	2.79	1.12
2009	68.7	17.8	1.2	8.5	0.8	2.3	0.7

Fuente: Elaboración propia con datos de Banxico. Nota: el tamaño de la empresa se determina con base en sus ventas. Pequeñas = 1-100 millones de pesos; Medianas = 101-500 millones de pesos; Grandes = 501-5000 millones de pesos; y, AAA = Más de 5000 millones de pesos.

En cuanto a la distribución del crédito bancario, el rubro más importante es el capital de trabajo y la inversión; aunque esta ha registrado una marcada tendencia descendente durante el periodo 1998 a 2009. Una característica que sobresale es la alta proporción de recursos del crédito bancario obtenido a la reestructuración de pasivos. Esta es un indicador de la fragilidad financiera de este tipo de empresas (ver Cuadro 8).

**CUADRO 8
DESTINO DEL CRÉDITO BANCARIO EN LAS EMPRESAS PEQUEÑAS
(1998-2009)**

	Capital de trabajo	Reestructuración de pasivos	Operaciones de comercio exterior	Inversión	Otros propósitos
1998	62.90	6.50	3.20	25.80	1.60
1999	66.20	3.70	11.30	18.80	0.00
2000	60.30	13.20	10.30	14.70	1.50
2001	73.50	13.20	0.00	7.40	5.90
2002	70.30	18.80	4.70	6.30	0.00
2003	77.80	12.70	3.20	4.80	1.60
2004	72.00	14.00	4.00	10.00	0.00
2005	57.80	17.80	6.70	13.30	4.40
2006	64.30	11.90	4.80	14.30	4.70
2007	60.00	6.70	6.67	15.56	11.11
2008	56.10	19.50	7.32	17.07	0.00
2009	71.40	4.80	2.40	16.70	4.70

Fuente: Elaboración propia con datos de Banxico.

Recapitulando, con respecto a la estructura de financiamiento de las empresas, de los datos anteriores se desprende lo siguiente: 1) los proveedores es la principal fuente de financiamiento de los cuatro grupos de empresas; 2) el crédito bancario ha registrado disminuciones en la estructura de financiamiento de los cuatro grupos de empresas; 3) la proporción del crédito bancario externo es una fuente importante de financiamiento de las empresas AAA, pero a medida que se reduce el tamaño de las empresas su participación disminuye. En cuanto al destino del crédito bancario otorgado a las empresas se observa lo siguiente: 1) todas las empresas destinan una alta proporción de este crédito a Capital de Trabajo, le sigue el rubro de Inversión; ello se debe a que el crédito bancario es de corto plazo; 3) sin embargo, las empresas AAA destinan una menor proporción a este rubro, comparada con las empresas medianas y pequeñas; y 4) las empresas pequeñas han destinado una proporción importante del crédito bancario a la restructuración de pasivos.

2. *Financiarización* de las ganancias de las grandes empresas en México. Subordinación de las decisiones de inversión al rendimiento accionario.

El análisis de la conducta microeconómica de los agentes económicos debe considerar las transformaciones históricas en la estructura económica e institucional en que se desarrolló aquéllos. En este sentido, las transformaciones en la estructura económica y operativa de las empresas en respuesta a los cambios económicos e institucionales internos y externos son fundamentales para entender la interacción entre los niveles micro y macroeconómico.

El fenómeno de la *financiarización* en la conducta individual, en específico en las estrategias empresariales, se basa en lo que autores heterodoxos (Hein (2009; Palley, 2007; Stockhammer, 2006; Aglietta, 2000a; Boyer, 2000) han denominado la *norma financiera*, y que en la práctica implica los efectos de la desregulación y liberalización de los mercados financieros sobre los objetivos de las empresas. Bajo este contexto, se desarrollaron los mercados por el control corporativo de las empresas cuyo resultado es la presión de los mercados financieros sobre los gobiernos corporativos para sostener el crecimiento de las cotizaciones accionarias.

Ello ha obligado a las empresas a modificar gradualmente sus objetivos de crecimiento y estructura de endeudamiento en beneficio de los accionistas. Bajo la presión de los accionistas, las empresas se han vuelto precavidas y cautelosas con respecto a sus proyectos de inversión, en tanto que la valuación de sus activos en el mercado financiero se convirtió en un mecanismo muy poderoso de control de los *outsiders* con respecto a la actividad de las organizaciones.

Sin embargo, los precios de las acciones no necesariamente reflejan la productividad de las inversiones; en algunos casos, son el resultado de las expectativas de la comunidad inversora. Y, éstas generalmente se forman a partir de la opinión de especialistas en el mercado financiero (*brokers*, inversionistas institucionales, etc.), los cuales con frecuencia no tienen interés o un conocimiento profundo de los proyectos de inversión, sino que administran su portafolio de inversiones considerando las oportunidades de arbitraje y las expectativas del mercado financiero. En este esquema, la política del Banco Central sobre la tasa de interés y el tipo de cambio, se ha vuelto crucial para garantizar la estabilidad de las cotizaciones en los mercados bursátiles y la cambiaria, dando certidumbre a los agentes financieros.³⁴

Los estudiosos del proceso de dominio del capital financiero sobre la actividad productiva llegan a lugares comunes respecto a la modificación de las estrategias empresariales para adecuarse al principio de maximización para el valor accionario e identifican que las empresas: i) se han vuelto precavidas con respecto al incremento de su nivel de crédito (hipótesis de Boyer), pero que han usado su endeudamiento bancario como la vía idónea para financiar sus estrategias de corto plazo como la recompra de acciones (hipótesis de Palley); ii) disminuyen su retención de utilidades para financiar su inversión, principalmente porque ésta es castigada por la venta de las acciones y la consecuente caída en las cotizaciones en el mercado financiero; iii) aumentan sus inversiones financieras desviando recursos que pudieron haberse utilizado en inversiones productivas; y iv) finalmente la inversión se hace más precavida, principalmente por incertidumbre en la

³⁴ Ya que estos manejan en sus portafolios de inversión tantos títulos privados como públicos

demanda, la competencia interna y externa, y el desvío de recursos a actividades financieras.

De esta manera, en el siguiente capítulo, se presenta un análisis econométrico de las grandes empresas en México durante el período de 1990 a 2011, para probar algunas de las afirmaciones aquí planteadas, con las dificultades que esto implica dentro del contexto mexicano. Se busca exponer cómo el proceso de financiarización, ha afectado las decisiones de inversión de estas grandes empresas modificando su estructura financiera, ganancias e inversión.

2.1. Metodología del modelo.

Para el análisis de la estructura financiera de las grandes empresas se recurrió a los estados financieros de las grandes empresas que cotizan en la bolsa de valores, la información se obtuvo de la base de datos Económica que cuenta con series de datos de los estados financieros de las empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores desde 1988 hasta 2011. La disponibilidad de los datos durante el período mencionado, varían dependiendo de la empresa.

Para construir la muestra de empresas no financieras que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores, se eliminaron a todas aquellas empresas cuyo giro fuera el financiero, solo se consideró a las empresas industriales y de servicios. Con este criterio, se optó por realizar dos cortes primero analizar un periodo hasta 2009, para observar la conducta de las empresas antes y hasta la crisis; y el segundo hasta 2011, para observar su comportamiento después de la crisis. Del primer corte del total de empresas de la base de datos de Económica (199 empresas) quedaron 171 empresas, y del segundo, quedaron 120 empresas, principalmente porque algunas dejaron de cotizar en el periodo de 2009 a 2011. Posteriormente, se acomodaron los datos en forma de panel y se realizaron tres filtros. El primero consistente en detectar aquellas empresas que tuvieran estados financieros completos del año 2005 al 2009. Con este criterio, de las 171 empresas acotadas en el primer filtro quedaron 101 empresas. A continuación se realizó un segundo

filtro, eligiendo a aquellas empresas cuya información financiera estuviera completa dentro del periodo 2005-2011, resultando de ello, 83 empresas.

Con estos datos se realiza un análisis de datos de panel, para analizar la estructura de endeudamiento y ganancias de las empresas. Las metodologías utilizadas son POOL OLS,³⁵ POOL Robusto,³⁶ POOL Generalizado, Panel con Efectos Fijos,³⁷ Panel con Efectos Aleatorios³⁸, para manejar los problemas de endogeneidad, autocorrelación y heterocedasticidad características de los datos de panel. Además de la metodología de regresión aparentemente no relacionada y cointegración en panel.

2.2. Estructura del modelo econométrico

En cuanto al análisis de la estructura financiera de la deuda, se analizaron las siguientes ecuaciones:

1) *Deuda Total*

$$= \alpha + \beta_1 \text{ Proveedores} + \beta_2 \text{ Deuda Financiera de Corto Plazo} \\ + \beta_3 \text{ Deuda Financiera de Largo Plazo} + \epsilon_t$$

2) *Deuda Total*

$$= \alpha + \beta_1 \text{ Deuda externa de corto plazo} + \beta_2 \text{ Deuda interna de corto plazo} \\ + \beta_3 \text{ Deuda Externa de largo plazo} + \beta_4 \text{ Deuda nacional de largo plazo} + \epsilon_t$$

³⁵ Este análisis de panel es el más simple pues omite las dimensiones de espacio y el tiempo en los datos agrupados. Es decir, sólo calcula la regresión de mínimos cuadrados ordinarios usual y se asume que los errores de la regresión son independientes e idénticamente distribuidos.

³⁶ Como se supone que en datos de panel es esencial que los errores estándar de la regresión sean corregidos por el efecto de las agrupaciones individuales, en esta parte se obtiene una regresión de pooled robusto que corrija los errores en base a los individuos

³⁷ A diferencia del modelo de efectos aleatorios, el modelo de efectos fijos supone que los interceptos por individuo no son aleatorios sino constantes y por ello se debe estimar cada intercepto (es decir que existe un grado de endogeneidad del intercepto)

³⁸ A diferencia del modelo pooled, el modelo de efectos aleatorios no supone que el intercepto sea el mismo para todas las unidades transversales. Sin embargo, supone que el intercepto de cada unidad transversal es diferente. El modelo se expresa como: $Y_{it} = \alpha_i + X'_{it} \beta + \epsilon_{it}$. Donde: X'_{it} , son los regresores, α_i , son los efectos individuales aleatorios específicos y; ϵ_{it} , es el error idiosincrático.

Donde: $\alpha_i = \alpha + u_i$; Es decir, α_i es una variable aleatoria con un valor medio α y una desviación aleatoria u_i , suponiéndose que α_i no está correlacionada con los regresores.

De lo anterior, la ecuación que se estima para cada conjunto de variables es la siguiente:

$$Y_{it} = \alpha + \beta_1 X_{1it} + u_i + e_{it}$$

Para cada una de estas ecuaciones se realizó un análisis del periodo 2005-2009 y de 2005-2011. Los resultados se presentan en los siguientes Cuadros y se explican a continuación.

CUADRO 10
COMPARATIVO DISTINTOS ESTIMADORES PRIMERA ECUACIÓN 2005-2009.

. estimates table RE REr FE FEr POOL POOLr XTGLS, se b p

Variable	RE	REr	FE	FEr	POOL	POOLr	XTGLS
provedorescp	2.1966837	2.1966837	2.2605215	2.2605215	2.0566874	2.0566874	1.981463
	.08251758	.13302716	.10180123	.09425271	.0542944	.06959272	.11340451
	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
deudasfin~cp	1.1329345	1.1329345	1.2119077	1.2119077	.86811768	.86811768	1.4879408
	.05652089	.15005215	.05192231	.14711329	.11268696	.24077185	.08173262
	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0003	0.0000
deudasfin~lp	1.7516828	1.7516828	1.5069737	1.5069737	2.3916374	2.3916374	1.4978383
	.04682046	.16416702	.04859133	.09257005	.05099882	.13291956	.05801907
	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
_cons	3.814e+09	3.814e+09	4.440e+09	4.440e+09	2.195e+09	2.195e+09	1.113e+09
	9.416e+08	1.040e+09	3.031e+08	2.388e+08	4.441e+08	3.951e+08	2.209e+08
	0.0001	0.0002	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

legend: b/se/p

El cuadro nos presenta para cada variable, el coeficiente de cada estimación, su desviación estándar y el p-value al 95% de confianza. El análisis de la significancia estadística de los efectos fijos llevó a rechazar el modelo POOL y POOLr, como el consistente, además de que la prueba de Hausman de efectos fijos vs aleatorios, rechazó a este último. Por lo que podemos considerar que los modelos más adecuados son el de efectos fijos (FE) y efectos fijos robustos (FEr).

Del análisis de los coeficientes regresiones, podemos observar que el coeficiente del financiamiento de proveedores es el mayor en cualquiera de los estimadores presentados a excepción del POOL y POOLr, sin embargo. En cuanto a los coeficientes de endeudamiento de corto y largo plazo, observamos que el endeudamiento de largo plazo es el mayor en cualquiera de los casos.

Con respecto a los coeficientes para el periodo de 2005-2009, se observa un cambio con respecto al de proveedores (Ver cuadro 11)

CUADRO 11
COMPARATIVO DISTINTOS ESTIMADORES PRIMERA ECUACIÓN 2005-2011.

. estimates table FE FEr RE REr POOL POOLr XTGLS, b se p

Variable	FE	FEr	RE	REr	POOL	POOLr	XTGLS
provedorescp	4.9604986	4.9604986	3.2791526	3.2791526	2.9986268	2.9986268	3.2991292
	.24390177	2.1535665	.16698213	1.218424	.15313559	.69245368	.13783598
	0.0000	0.0238	0.0000	0.0071	0.0000	0.0000	0.0000
deudasfin~cp	.48474683	.48474683	.71967411	.71967411	.8022218	.8022218	.83499214
	.16680684	.14223922	.16545039	.3356891	.16237017	.35074088	.10667909
	0.0038	0.0010	0.0000	0.0320	0.0000	0.0226	0.0000
deudasfin~lp	1.4910964	1.4910964	2.1050615	2.1050615	2.2373857	2.2373857	1.1715102
	.07686331	.22962087	.06996201	.17423434	.06716979	.1854075	.0701645
	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
_cons	-8.266e+08	-8.266e+08	1.887e+08	1.887e+08	2.602e+08	2.602e+08	2.222e+08
	4.898e+08	2.647e+09	5.834e+08	7.844e+08	5.091e+08	5.428e+08	1.172e+08
	0.0921	0.7556	0.7464	0.8099	0.6094	0.6318	0.0581

legend: b/se/p

Como se observa el coeficiente de deuda de corto plazo, disminuye en términos relativos respecto al de endeudamiento de largo plazo y el de proveedores, sin embargo es este último el que muestra un crecimiento mayor con respecto a la otra forma de endeudamiento, lo que muestra el crecimiento de su importancia dentro de la estructura de endeudamiento. Con respecto a la ecuación ii), los siguientes cuadros resumen los resultados.

CUADRO 12
COMPARATIVO DISTINTOS ESTIMADORES SEGUNDA ECUACIÓN 2005-2011.

. estimates table FE FEr RE REr POOL POOLr XTGLS, b se p

Variable	FE	FEr	RE	REr	POOL	POOLr	XTGLS
pasivomo~rcp	1.1035554	1.1035554	1.0991256	1.0991256	1.0633016	1.0633016	1.0352234
	.01471118	.04172026	.01464038	.04323534	.02497809	.08106621	.01715424
	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
pasivomo~ncp	1.0313553	1.0313553	1.035973	1.035973	.97565759	.97565759	1.0673497
	.02117848	.07095873	.01948528	.06842693	.02148459	.04899348	.01261283
	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
pasivomo~rlp	1.1821732	1.1821732	1.2109496	1.2109496	1.290812	1.290812	1.1200271
	.01559472	.0256242	.01467685	.03160368	.01922916	.06155729	.01941669
	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
pasivomo~nlp	1.0498614	1.0498614	1.0950635	1.0950635	1.2488236	1.2488236	1.0620117
	.04159349	.07367595	.0408333	.10614827	.071787	.16462134	.0200162
	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
_cons	1.474e+09	1.474e+09	1.235e+09	1.235e+09	9.305e+08	9.305e+08	5.597e+08
	1.402e+08	2.676e+08	3.646e+08	3.212e+08	1.880e+08	1.769e+08	90293315
	0.0000	0.0000	0.0007	0.0001	0.0000	0.0000	0.0000

legend: b/se/p

Con respecto al análisis de la ecuación ii), podemos observar que los coeficientes del pasivo en moneda extranjera en el corto y largo plazo, son mayores en términos relativos con respecto a de sus equivalentes en moneda nacional, respectivamente. Es decir la estrategia de endeudamiento de las empresas se inclinó por el endeudamiento en moneda extranjera durante el periodo de 2005-2009.

Para el periodo 2005-2011, se tienen los siguientes resultados.

CUADRO 13
COMPARATIVO DISTINTOS ESTIMADORES SEGUNDA ECUACIÓN 2005-2011.

. estimates table FE FEr RE REr POOL POOLr XTGLS, b se p

Variable	FE	FEr	RE	REr	POOL	POOLr	XTGLS
pasivomo~rcp	.89974841	.89974841	.71972553	.71972553	.69250339	.69250339	1.0319311
	.03066448	.30592833	.02943343	.39561411	.02948712	.30418822	.03590108
	0.0000	0.0042	0.0000	0.0689	0.0000	0.0232	0.0000
pasivomo~ncp	.97890628	.97890628	.99175806	.99175806	1.0286418	1.0286418	1.1120337
	.10084524	.31703826	.07626699	.22658403	.06754698	.16434434	.01853874
	0.0000	0.0027	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
pasivomo~rlp	1.2566814	1.2566814	1.3605245	1.3605245	1.405828	1.405828	1.2219126
	.02408586	.01746383	.02287126	.09396722	.02210987	.10337016	.01383623
	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
pasivomo~nlp	1.7827647	1.7827647	1.94648	1.94648	1.8716182	1.8716182	1.3605111
	.12923561	.71353353	.10411888	.55136336	.09359861	.32247156	.03641221
	0.0000	0.0144	0.0000	0.0004	0.0000	0.0000	0.0000
_cons	-75541285	-75541285	-3.075e+08	-3.075e+08	-2.646e+08	-2.646e+08	15051004
	3.059e+08	6.763e+08	3.710e+08	2.302e+08	3.052e+08	2.204e+08	24784057
	0.8050	0.9113	0.4073	0.1816	0.3864	0.2306	0.5437

Legend: b/se/p

Para este periodo, los coeficientes cambian, el endeudamiento externo de corto y largo plazo disminuyen, en relación con sus pares en moneda nacional, lo que nos muestra un cambio de estrategia de financiamiento posterior a la crisis, que tiene en cuenta el riesgo cambiario, de esta manera las empresas se han vuelto más precavidas, pues si bien en el periodo antes de la crisis su tendencia era a endeudarse fuera aprovechando las ventajas del diferencial de tasas y de su posición estratégica para poder acceder a los mercados financieros internacionales de crédito, posterior a la crisis se observa un retroceso en dicha estrategia.

En los que respecta al análisis de las ganancias se analizan el siguiente par de ecuaciones:

3) *utilidad consolidada* =

$$\alpha + \beta_1 \text{ingresos financieros netos} + \beta_2 \text{ventas nacionales} \\ + \beta_3 \text{ventas extranjeras} + \varepsilon_t$$

$$4) \text{ROE} = \alpha + \beta_1 \left(\frac{\text{Ingresos operativos}}{\text{Inversión}} \right) + \beta_2 \left(\frac{\text{Ingresos financieros}}{\text{Inversión}} \right) + \varepsilon_t$$

En la ecuación 3, la variable de ingresos financieros netos es la resta de los ingresos financieros menos sus costos, los ventas nacionales y extranjeras son los ingresos relativos a la venta interna y externa.

En la ecuación 4) la ROE se calculó como el cociente de la utilidad consolidada con respecto al capital social, mientras que los últimos dos indicadores se construyen como un cociente que mide la eficiencia respecto a la inversión.

CUADRO 14
COMPARATIVO DISTINTOS ESTIMADORES TERCERA ECUACIÓN 2005-2011.

. estimates table POOL POOLr FE FEr RE REr XTGLS, b se p stats(N chi2 F)

Variable	POOL	POOLr	FE	FEr	RE	REr	XTGLS
Gfint	1.9237959	1.9237959	2.8250533	2.8250533	2.5878864	2.5878864	1.2097251
	.07424181	.36459865	.07460525	.74864157	.07374802	.82636324	.05613137
	0.0000	0.0000	0.0000	0.0003	0.0000	0.0017	0.0000
ventasnet-es	.06005788	.06005788	.05545371	.05545371	.05687396	.05687396	.06677933
	.0018472	.00519655	.00291903	.01724097	.00243785	.01686498	.00153869
	0.0000	0.0000	0.0000	0.0019	0.0000	0.0007	0.0000
ventasnet-as	.15014737	.15014737	.21157821	.21157821	.19492948	.19492948	.1217333
	.0050135	.02202767	.0052609	.03123746	.00510505	.03409686	.00494604
	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
_cons	1.692e+08	1.692e+08	2.063e+08	2.063e+08	1.965e+08	1.965e+08	3935035.9
	39026468	40094651	36734446	1.631e+08	70081388	1.098e+08	8710282.1
	0.0000	0.0000	0.0000	0.2097	0.0051	0.0735	0.6514
N	2167	2167	2167	2167	2167	2167	2167
chi2					2814.0295	46.914223	3643.1379
F	926.37361	60.880877	941.1218	17.361491			

legend: b/se/p

Con respecto a la tercera ecuación, del análisis del cuadro anterior podemos ver que el coeficiente de las ganancias financieras netas es el mayor en términos relativos, por otro lado el coeficiente de ventas nacionales es menor que el de ventas extranjeras. En este sentido, las empresas durante el periodo analizado obtienen una mayor parte de sus ganancias mediante estrategias financieras y de sus ventas en el mercado externo.

En los que respecta al análisis de la cuarta ecuación sólo se presenta el estimador generalizado.

CUADRO 15
ESTIMADOR GENERALIZADO CUARTA ECUACIÓN 2005-2011.

```
. xtgls ROE iopin ifninv, panels(hetero) corr(ar1) force

Cross-sectional time-series FGLS regression

Coefficients: generalized least squares
Panels: heteroskedastic
Correlation: common AR(1) coefficient for all panels (0.8596)

Estimated covariances = 83      Number of obs = 2167
Estimated autocorrelations = 1      Number of groups = 83
Estimated coefficients = 3      Obs per group: min = 3
                                   avg = 26.10843
                                   max = 28
                                   Wald chi2(2) = 377.43
                                   Prob > chi2 = 0.0000
```

ROE	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
iopin	.1431803	.0073704	19.43	0.000	.1287347	.157626
ifninv	.6662782	.098551	6.76	0.000	.4731218	.8594347
_cons	.0794135	.0348241	2.28	0.023	.0111594	.1476676

Como se puede observar, el coeficiente, que mide la eficiencia de los ingresos financieros (ifninv), es mayor al del de los ingresos operativos (iopin), por lo que se puede afirmar que tienen un mayor peso las ganancias financieras en el ROE.

3. Inversión y precios bursátiles.

Para el análisis de la inversión y las cotizaciones en el mercado bursátil se realizó un nuevo filtro, en el cual además de elegir a las empresas que tuviesen información financiera completa de 2005-2011, se tuvo que eliminar a aquellas que no tuviesen información completa de sus precios en el mercado accionario, por lo que para este análisis sólo se analizan 24 empresas.³⁹

³⁹ América Móvil, Ara consorcio, Asureste, Alfa, Alsea, Axtel, Bimbo, Comercial Mexicana, Cemex, Grupo Elektra, Femsa, Corporacion GEO, Grupo México, Grupo Modelo, Gruma, Desarrollos Homex, ICA sociedad controladora, Kimberly Clarck, Liverpool, Mexichem, Soriana, Televisa, URBI y Walmart.

Los modelos a plantear básicamente son dos con las mismas variables, las variables dependientes son la tasa de crecimiento del stock de capital y las cotizaciones, es decir un indicador del crecimiento de las empresas en el sector real y otro del sector financiero. El conjunto de variables explicativas que se consideraron fueron de tipo macro y micro⁴⁰: diferencial de la tasa de interés (Cetes-TBills), Tipo de Cambio Nominal, inflación (INPC), costo de la mano de obra, productividad, Ventas, deuda de las empresas nacional y extranjera de corto y largo, utilidades retenidas e ingresos financieros.

Después de eliminar las variables redundantes, los siguientes cuadros resumen los resultados.

Cuadro 16
Comparación de estimadores ecuación de las cotizaciones 2005-2011.

. estimates table FE RE FEr REr XTGLS POOL POOLr, b se p stats(N chi2 F)

Variable	FE	RE	FEr	REr	XTGLS	POOL	POOLr
TCdifti	-.380175	-.38062181	-.380175	-.38062181	-.29082813	-.38062181	-.38062181
	.0536668	.05322855	.04653837	.04643094	.04293305	.05322855	.05082612
	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
TCtc	-1.5171542	-1.5189977	-1.5171542	-1.5189977	-1.0925402	-1.5189977	-1.5189977
	.18346957	.18196187	.23839023	.23832587	.13540168	.18196187	.25681226
	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
_cons	.01523735	.01524013	.01523735	.01524013	.02145541	.01524013	.01524013
	.00965337	.00957562	.00095941	.00702306	.00815847	.00957562	.00946513
	0.1150	0.1115	0.0000	0.0300	0.0085	0.1120	0.1079
N	645	645	645	645	645	645	645
chi2		133.58801		69.235287	122.20808		
F	65.524846		34.394019			66.794004	41.137059

legend: b/se/p

El cuadro muestra que las variables que fueron significativas para la tasa de crecimiento de las cotizaciones fueron la tasa de variación del diferencial y del tipo de cambio (TCdifti), lo cual concuerda a nivel teórico con el efecto de la tasa de interés en el mercado accionario, además del efecto negativo que tiene el tipo de cambio sobre las expectativas (TCtc). Cabe señalar, que la retención de utilidades

⁴⁰ Por la naturaleza de los datos micro y macro, los efectos fijos no fueron significativos.

no fue significativa, lo que puede explicarse en función de la gran concentración de la propiedad accionaria de las grandes empresas.

Por otro lado, de la ecuación de tasa de crecimiento del stock de capital resultó lo siguiente como se observa en el cuadro 8.

CUADRO 17
COMPARACIÓN DE ESTIMADORES ECUACIÓN DEL STOCK DE CAPITAL 2005-2011.

. estimates table FE RE FEr RER XTGLS POOL POOLr, b se p stats(N chi2 F)

Variable	FE	RE	FEr	RER	XTGLS	POOL	POOLr
TCingfin	-.0599231 .0236285 0.0120	-.06465292 .02313588 0.0052	-.0599231 .0436493 0.1930	-.06465292 .04546645 0.1550	-.04901699 .02050059 0.0168	-.06465292 .02313588 0.0057	-.06465292 .03501739 0.0662
TCpxcp	.18401401 .01904721 0.0000	.18026685 .01866618 0.0000	.18401401 .04522119 0.0013	.18026685 .04681164 0.0001	.14831296 .01778867 0.0000	.18026685 .01866618 0.0000	.18026685 .04111765 0.0000
TCpxlp	.21064785 .02189407 0.0000	.20432963 .0215838 0.0000	.21064785 .0608146 0.0042	.20432963 .05897981 0.0005	.1966664 .02038594 0.0000	.20432963 .0215838 0.0000	.20432963 .04721795 0.0000
TCpnpc	.15250313 .02150948 0.0000	.15989812 .02138087 0.0000	.15250313 .07126938 0.0519	.15989812 .07564217 0.0345	.11122146 .01861154 0.0000	.15989812 .02138087 0.0000	.15989812 .04559229 0.0006
TCpnlp	.13813733 .01763229 0.0000	.13690045 .01752732 0.0000	.13813733 .02639918 0.0002	.13690045 .02655263 0.0000	.12665592 .01457899 0.0000	.13690045 .01752732 0.0000	.13690045 .04218971 0.0014
TCvent	.101808 .02662796 0.0002	.10884216 .02627932 0.0000	.101808 .04401107 0.0377	.10884216 .04614601 0.0183	.07636755 .0225144 0.0007	.10884216 .02627932 0.0000	.10884216 .03871139 0.0054
_cons	.00850856 .01201076 0.4795	.00781253 .01205459 0.5169	.00850856 .00436389 0.0731	.00781253 .01022265 0.4447	.01586372 .00857715 0.0644	.00781253 .01205459 0.5176	.00781253 .01154399 0.4993
N	224	224	224	224	224	224	224
chi2		935.23625		114.04064	382.54994		
F	151.69966		19.319098			155.87271	5.8587385

legend: b/se/p

Podemos ver que en la ecuación de la tasa de crecimiento del stock de capital, las variables significativas fueron el crecimiento de los ingresos financieros (TCingfin), la tasa de crecimiento de las deudas de corto y largo plazo, en moneda nacional y extranjera y la tasa de crecimiento de las ventas (TCvent).

Se observa una relación inversa entre la tasa de crecimiento de los ingresos financieros y stock de capital, y una mayor importancia del endeudamiento en

moneda nacional en el corto y largo plazo sobre el externo en los mismos plazos, así como la relación directa de las ventas en el crecimiento del stock de capital.

Para poder analizar el grado de independencia de la tasa de crecimiento del stock de capital y las cotizaciones en el mercado accionario, se realizó un modelo de regresión aparentemente no relacionado (SUR), en el cual se utilizaron el mismo set de variables explicativas dando los siguientes resultados.

CUADRO 18
REGRESIÓN APARENTEMENTE NO RELACIONADA, STOCK DE CAPITAL Y COTIZACIONES,
2005-2011.

```
. sureg (TCcot = TCdifti TCtc) (TCinv = TCingfin TCpxcp TCpxlp TCpnpc TCpnlp TCvent), corr dfk2 small
```

Seemingly unrelated regression

Equation	Obs	Parms	RMSE	"R-sq"	F-Stat	P
TCcot	224	2	.235026	0.1279	16.04	0.0000
TCinv	224	6	.1784257	0.8117	157.54	0.0000

	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
TCcot						
TCdifti	-.3556477	.0848973	-4.19	0.000	-.5225044	-.188791
TCtc	-1.102327	.3123298	-3.53	0.000	-1.716178	-.4884753
_cons	.0207567	.0158496	1.31	0.191	-.010394	.0519074
TCinv						
TCingfin	-.0651131	.0230279	-2.83	0.005	-.110372	-.0198543
TCpxcp	.1803366	.018579	9.71	0.000	.1438214	.2168518
TCpxlp	.204785	.021483	9.53	0.000	.1625623	.2470077
TCpnpc	.1598179	.0212811	7.51	0.000	.1179922	.2016436
TCpnlp	.1370291	.0174455	7.85	0.000	.1027418	.1713164
TCvent	.1090098	.0261566	4.17	0.000	.0576017	.1604179
_cons	.0078305	.0119994	0.65	0.514	-.0157531	.031414

Como se observa en esta tabla, los datos del modelo SUR, corroboran los coeficientes de los estimadores previos, pero además nos dan información adicional sobre la independencia del stock de capital y las cotizaciones, mediante la siguiente prueba de correlación de los residuales.

Correlation matrix of residuals:

```

      TCcot   TCinv
TCcot  1.0000
TCinv -0.0136  1.0000

```

Breusch-Pagan test of independence: $\chi^2(1) = 0.041$, Pr = 0.8390

De donde se obtiene que el estadístico de Breusch pagan acepta la independencia del stock de capital y las cotizaciones, por lo que el modelo más adecuado es el Pooled o el Pooled Generalizado, para las ecuaciones individuales (cuadro 8).

Finalmente para analizar con mayor precisión la independencia entre el stock de capital y las cotizaciones se realiza un análisis de cointegración en panel mediante la metodología de Kao (1999), la cual es similar a la metodología de Engle Granger para series de tiempo.

Se analiza el orden de integración de las variables y después se procede a realizar una regresión de efectos fijos en niveles, obtener los residuales y analizar su orden de integración. Y así con el uso de una metodología más potente, determinar si existe o no una convergencia de largo plazo entre las variables. Si se acepta la hipótesis nula de que existe raíz unitaria en los residuos de la ecuación cointegrante, se puede concluir que no existe cointegración. El análisis se realiza para la inversión y las cotizaciones en logaritmos, por lo que primero se analiza el orden de integración de las variables:

CUADRO 19
PRUEBA DE RAÍZ UNITARIA, PARA EL LOGARITMO DE LA INVERSIÓN.

```

. xtunitroot ips linv , demean lags(1)

Im-Pesaran-Shin unit-root test for linv
-----
Ho: All panels contain unit roots      Number of panels      =      24
Ha: Some panels are stationary         Avg. number of periods = 26.75

AR parameter: Panel-specific          Asymptotics: T,N -> Infinity
Panel means:   Included                sequentially
Time trend:   Not included             Cross-sectional means removed

ADF regressions: 1 lags
-----
                Statistic      p-value
-----
W-t-bar        3.8846         0.9999
-----

```

CUADRO 20
PRUEBA DE RAÍZ UNITARIA, PARA EL LOGARITMO DE LAS COTIZACIONES.

```
. xtunitroot ips lcotizacion, trend demean lags(1)
```

```
Im-Pesaran-Shin unit-root test for lcotizacion
```

Ho: All panels contain unit roots	Number of panels	=	24
Ha: Some panels are stationary	Avg. number of periods	=	27.88
AR parameter: Panel-specific	Asymptotics: T,N	->	Infinity
Panel means: Included			sequentially
Time trend: Included	Cross-sectional means		removed

```
ADF regressions: 1 lags
```

	Statistic	p-value
W-t-bar	-0.0444	0.4823

De las dos pruebas anteriores podemos observar que las variables no son estacionarias en niveles, no se puede rechazar la H_0 , de la existencia de raíz unitaria en el primer caso *p-value* e 0.99 y en el segundo 0.48, valores mayores a 0.05. Por lo que es necesario sacar la primera diferencia logarítmica y volver a realizar la prueba.⁴¹

CUADRO 21
PRUEBA DE RAÍZ UNITARIA, PARA LA TASA DE CRECIMIENTO DE LAS COTIZACIONES.

```
. xtunitroot ips TCcot, demean lags(1)
```

```
Im-Pesaran-Shin unit-root test for TCcot
```

Ho: All panels contain unit roots	Number of panels	=	24
Ha: Some panels are stationary	Avg. number of periods	=	26.88
AR parameter: Panel-specific	Asymptotics: T,N	->	Infinity
Panel means: Included			sequentially
Time trend: Not included	Cross-sectional means		removed

```
ADF regressions: 1 lags
```

	Statistic	p-value
W-t-bar	-11.7456	0.0000

⁴¹ Como se sabe es ventajoso en términos del análisis la diferencia logarítmica, pues es aproximadamente igual a la tasa de crecimiento.

CUADRO 22
PRUEBA DE RAÍZ UNITARIA, PARA LA TASA DE CRECIMIENTO DE LA INVERSIÓN.

```
. xtunitroot ips TCinv, demean lags(1)

Im-Pesaran-Shin unit-root test for TCinv

-----
Ho: All panels contain unit roots          Number of panels      =      24
Ha: Some panels are stationary             Avg. number of periods = 25.71

AR parameter: Panel-specific              Asymptotics: T,N -> Infinity
Panel means:  Included                    sequentially
Time trend:   Not included                Cross-sectional means removed

ADF regressions: 1 lags
```

	Statistic	p-value
W-t-bar	-10.3383	0.0000

Como se puede observar, la diferencia logarítmica (tasa de crecimiento) de ambas variables, es estacionaria, pues el p-value para ambos es menor a 0.05, lo que implica la no aceptación de la H0 de raíz unitaria. Por lo que podemos concluir que ambas variables son integradas de orden uno.

En el segundo paso de la metodología de Kao, se tiene que calcular una regresión de efectos fijos con las variables en niveles:

CUADRO 23
REGRESIÓN EFECTOS FIJOS, LOGARITMO DE LAS COTIZACIONES Y LA INVERSIÓN.

```
. xtreg lcotizacion linv,fe

Fixed-effects (within) regression          Number of obs      =      639
Group variable: ident                     Number of groups   =      24

R-sq:  within = 0.0058                    Obs per group: min =      15
       between = 0.1168                    avg              =     26.6
       overall  = 0.0956                    max              =      28

corr(u_i, Xb) = 0.2619                    F(1,614)          =      3.59
                                              Prob > F          =     0.0587
```

lcotizacion	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
linv	.0387319	.0204468	1.89	0.059	-.0014222 .078886	
_cons	2.743025	.4503787	6.09	0.000	1.858555 3.627494	
sigma_u	.78479044					
sigma_e	.47004023					
rho	.73598366	(fraction of variance due to u_i)				

```
F test that all u_i=0:      F(23, 614) =      65.51          Prob > F = 0.0000
```

Finalmente, se recuperan los residuos de la regresión y se realiza una prueba de raíz unitaria.

CUADRO 24
PRUEBA DE RAÍZ UNITARIA, PARA LA TASA DE CRECIMIENTO DE LA INVERSIÓN.

```
. xtunitroot ips uoint , lags(1)

Im-Pesaran-Shin unit-root test for uoint
-----
Ho: All panels contain unit roots      Number of panels      =      24
Ha: Some panels are stationary         Avg. number of periods = 26.63

AR parameter: Panel-specific          Asymptotics: T,N -> Infinity
Panel means:  Included                sequentially
Time trend:   Not included

ADF regressions: 1 lags
-----
                Statistic      p-value
-----
W-t-bar        -1.4170         0.0782
-----
```

Como podemos observar, no podemos rechazar la H_0 de raíz, el *p-value* es mayor que 0.05, lo que implicaría que no existe cointegración entre el logaritmo de la inversión y el logaritmo de los precios de las acciones en el mercado accionario.

Con base en los resultados del análisis estadístico-econométrico, podemos sostener lo siguiente:

- a) La estructura financiera de la empresa se fundamenta en el crédito de proveedores, lo que es coherente con la hipótesis de Boyer, respecto de que las empresas han sido muy cautelosas a la hora de recurrir al crédito bancario para financiar su crecimiento, principalmente por que el crédito bancario es caro y existe gran incertidumbre sobre la demanda efectiva, que se agudiza con la fuerte competencia interna y externa.
- b) Después de ser primordialmente los proveedores la principal fuente de financiamiento, la estrategia de endeudamiento bancario se puede diferenciar en dos momentos; antes y hasta la crisis, las empresas apoyadas en su capacidad de ser sujetas de crédito apostaron por el endeudamiento externo sobre el interno, principalmente por el diferencial de la tasa de interés

externa e interna, posterior a la crisis las empresas han modificado esta estrategia principalmente por el riesgo cambiario que representa.⁴²

- c) Con respecto a la estructura de ganancias, podemos observar que el crecimiento de las ganancias financieras ha sido una alternativa de las empresas, para compensar sus ganancias por la vía operativa. En donde en el caso mexicano el mercado externo es más importante para las grandes empresas cotizantes.
- d) Y finalmente, que existe una división en la senda de los precios accionarios y el crecimiento del stock de capital (es decir una división entre el sector real y financiero), en donde las cotizaciones se ven influidas negativamente por el diferencial de la tasa de interés y la variación del tipo de cambio, lo que es coherente con la incertidumbre del mercado financiero y el hecho de que las acciones en general sean una expectativa de ganancias futuras -ficticias- y no un indicador del desempeño de la inversión (Hiferding;1910). Por otro lado, el crecimiento de las empresas tiene una relación positiva con todos los tipos de endeudamiento de corto y largo plazo, así como de las ventas, sin embargo el crecimiento de los ingresos financieros tiene una relación inversa con el crecimiento del stock de capital, lo que implicaría un desvío de recursos del sector productivo al financiero para compensar sus ganancias en el corto plazo, lo cual valida el planteamiento de Dallery, en el cual se afirma que bajo *financiarización* el incremento de las ganancias financieras, repercute en un desvío de recursos, que frena el proceso de inversión.

⁴² Como ejemplo se tiene el caso de CEMEX.

CONCLUSIONES

A partir de la crisis del modelo *fordista* de producción y el crecimiento de las actividades financieras, que ven consolidada su hegemonía durante la década de los ochenta a través de los procesos de desregulación y liberalización financiera a nivel mundial, se delinea una reestructuración productiva en el marco del proceso de *financiarización* de la economía. Dicha reestructuración tiene como objetivo compensar la caída de la ganancia de las empresas ante el aumento de los costos, la caída de la demanda y la cada vez más agresiva competencia internacional.

En un marco donde la valuación del capital industrial se encuentra bajo el escrutinio y presión de los inversionistas financieros, y donde la maximización del valor accionario se ha constituido en el principal indicador del rendimiento de la actividad productiva. Los mercados financieros en general, y los mercados bursátiles en particular, se han convertido en un mecanismo de presión para alinear los objetivos de los administradores a las demandas de rendimiento de los accionistas. De esta forma, la lógica financiera de altos rendimientos en el corto plazo ha inducido a las empresas a reestructurar sus esquemas de organización, modificar su estructura de financiamiento y sus objetivos de corto, mediano y largo plazo.

La caída del gasto social, el estancamiento salarial y las elevadas tasas de desempleo a nivel mundial han sido las medidas de ajuste para compensar el estancamiento de la producción y la reducción de las ganancias en el sector productivo. Para enfrentar esta situación las empresas han adoptado estrategias de internacionalización y movilidad de los procesos productivos con el propósito de evadir los compromisos sindicales con los trabajadores de sus países de origen. De esta forma, las grandes empresas internacionales aprovechan las ventajas salariales de otros países para disminuir los costos laborales, ya sea mediante la subcontratación de fases del proceso productivo y/o la flexibilización laboral, como el *outsourcing*.

La contrapartida de estas transformaciones. Paralelamente a este doble proceso de flexibilización, esto es, del proceso productivo y de la contratación de

trabajadores, se ha profundizado la concentración del ingreso a nivel mundial en favor de las actividades financieras y de los últimos déciles de ingreso, en detrimento de las actividades productivas y de los grupos trabajadores de la sociedad que corresponden a los primeros déciles de la estructura del ingreso. Ello explica que, por un lado, el crecimiento de la economía mundial mantenga una dinámica de *stop and go*, y por el otro, el incremento extraordinario del crédito bancario a las familias, en particular para consumo presente dado el deterioro de sus ingresos corrientes.

Bajo la nueva estructura financiera desregulada que reproduce la inestabilidad financiera inherente a la economía capitalista de producción monetaria y la propicia porque estimula la especulación en los mercados financieros y, en consecuencia, genera la incertidumbre, las crisis financieras serán recurrentes, y los costos de las mismas seguirán siendo absorbidos por los grupos mayoritarios de la sociedad. Ello quedó demostrado con las crisis cambiario-financieras de la década de los noventa y la crisis del sector hipotecario *subprime* de los EE.UU, cuyos efectos recesivos sistémicos prevalecen en la actualidad, y se reflejan en la agudización del deterioro de las condiciones sociales de la población tanto de países industrializados como de los países en desarrollo, pues las tasas de desempleo y la caída del salario real están presente en todos los países.

En un ambiente internacional caracterizado por la creciente incertidumbre que genera la inestabilidad financiera y la alta volatilidad en las tasas de interés, la instrumentación de políticas macroeconómicas de ajuste y estabilización monetaria que privilegian el control de la inflación y el equilibrio fiscal, han reforzado el desempeño cauteloso de la inversión productiva, pues el cumplimiento de los objetivos de dichas políticas, baja inflación y déficit presupuestal, dependen de la contracción de la demanda agregada. Así, para enfrentar las presiones de los accionistas en un escenario de bajo crecimiento económico y alto desempleo, las empresas han modifican sus niveles de inversión, la estructura de endeudamiento y ganancias para responder a las exigencias de altos rendimientos en el corto plazo que demandan los accionistas.

Ello ha implicado un incremento de las inversiones en activos financieros o instrumentos de cobertura, como los derivados, con el propósito de elevar la rentabilidad en el corto plazo; sacrificando los objetivos de mediano y largo plazo de expansión de la inversión productiva en la empresa. De tal forma que, la presión de los accionistas en el mercado accionario sobre la actividad productiva se traslada directamente a los trabajadores, lo que se manifiesta en la desarticulación de departamentos al interior de la empresa (*spin-offs*), que consiste en que una empresa ofrece una parte de los activos a una subsidiaria o división, para convertirse en una empresa independiente, en el aumento del *outsourcing* y demás formas de flexibilización laboral, administrativa y productiva. La combinación de estas transformaciones ha dado paso a nivel internacional, a la configuración de una nueva división y organización del trabajo, así como a una nueva estructura de gobierno de las empresas. En otras palabras, las viejas relaciones sociales de producción y el modelo de acumulación de capital han registrado importantes transformaciones.

La economía mexicana no ha estado al margen de estas transformaciones, con diferencias en su ritmo y características, las empresas locales de los principales grupos industriales, como CEMEX, GRUMA, VITRO, entre otras, han sido sometidas a la presión de los inversionistas financieros y, por ende, al poder del mercado accionario por el control del gobierno corporativo de éstas. Ello las ha obligado a modificar sus procesos de producción, reestructurar su forma de operar y administrar, así como sus prácticas y principios de información, contabilidad y rendimiento de cuentas para acceder a los mercados bursátiles y de crédito internacionales.

Bajo la aplicación del modelo completo de metas de inflación, la economía mexicana entró a la senda del bajo crecimiento económico con estabilidad monetaria y cambiaria y bajo déficit público. En la práctica, ello ha significado una caída de la demanda interna, altas tasas de desempleo y márgenes amplios de apreciación del tipo de cambio. Por otro lado, el desvío de los recursos del sistema bancario hacia nichos y segmentos de valorización más rentables en el corto plazo, como el crédito a las familias para consumo e hipotecario, la inversión en valores

públicos y privados y la inversión en instrumentos sintéticos, ha dado como resultado una reducción del financiamiento bancario para el conjunto de las empresas. El conjunto de estos factores han obligado a las grandes empresas mexicanas a modificar su estructura de financiamiento de la inversión y sus formas de operación ya administración. A ello debe sumarse los efectos del doble poder de la banca comercial, esto es, su poder oligopólico en el mercado de crédito que le permite fijar elevadas tasas de interés activas, y su poder de oligopsónico en el mercado de depósitos que le permite fijar bajas tasas de interés pasivas. En el primer caso, las elevadas tasas activas inhiben la demanda de crédito para financiar nuevas decisiones de inversión, dadas las elevadas tasas activas; en tanto que en el segundo caso, se desincentiva el ahorro interno.

La cotización de las grandes empresas manufactureras mexicanas en el mercado en la Bolsa de Valores les permite ubicarse en un estatus global que les permita acceder a los mercados de crédito externos. De hecho, podríamos decir que este es el principal objetivo que las lleva a inscribirse en el mercado bursátil. Esta estrategia ha sido administrada de forma eficiente por las corporaciones, ya que, mediante distintas estrategias de colocación accionaria han mantenido y concentrado las decisiones corporativas. A diferencia de lo que ha pasado en las industrias a nivel corporativo en Estados Unidos y el Reino Unido, la división entre propiedad y control está muy lejos de consolidarse en el caso mexicano, ya que la naturaleza familiar de sus gobiernos corporativos impide que se dé tal disociación. De tal forma que, que la concentración de la propiedad y el control de la empresa en la familia dificulta que se realice la separación entre el control y la propiedad; manteniéndose éstas en poder de la red corporativa a la que pertenecen todas las empresas del grupo.

Las grandes empresas manufactureras que cotizan en la Bolsa de Valores han adoptado cinco estrategias que les han permitido conservar y expandir su esfera de control hacia otras industrias, esta son: 1) bajas emisiones de acciones, 2) ofertas *over the counter*, 3) la piramidación de intereses, 4) la constitución de fideicomisos, y 5) las acciones sin derecho a voto. Estas estrategias, el poder económico-político y su estructura patrimonial de tipo familiar ha permitido que solo

un grupo muy reducido de empresas cotice en la Bolsa de Valores, tenga acceso al financiamiento bancario externo y adopte estrategia de crecimiento basadas en su expansión hacia el mercado externo con relativo éxito sin perder el control y la propiedad de la empresa. En ejemplo es el caso de CEMEX.

Como es esperarse, esta estrategia corporativa y financiera se enmarca en un nuevo arreglo institucional que ha privilegiado la expansión y dominio del capital financiero, en detrimento del financiamiento y expansión de las actividades productiva, el empleo y de una mayor concentración en la distribución del ingreso. En otras palabras, se ha privilegiado las ganancias financieras y, por ende, el rentismo financiero.

De los resultados estadístico-econométricos arrojados por la muestra de grandes empresas manufactureras para el caso de México, se derivas las siguientes conclusiones. En cuanto a la estructura de financiamiento o endeudamiento: 1) La estructura financiera de la empresa se fundamenta en el crédito de proveedores, lo que es coherente con la hipótesis de Boyer, respecto de que las empresas han sido muy cautelosas a la hora de recurrir al crédito bancario para financiar su decisiones de inversión y, por tanto, su crecimiento; 2) En la estrategia de endeudamiento bancario de las grandes empresas se distinguen dos momentos: a) hasta antes de la crisis del sector hipotecaria *subprime* del año de 2008, de los EE.UU., las empresas recurrieron en una alta proporción al endeudamiento externo sobre el interno, debido al elevado diferencial entre las tasa de interés externa e interna, y b) posterior a dichas crisis, las empresas modificaron esta estrategia debido al riesgo cambiario que representaba el endeudamiento en moneda extranjera. Con respecto a la estructura de las ganancias: 1) El crecimiento de las ganancias financieras ha sido una alternativa de las empresas para compensar la reducción de sus ganancias operativa; además de que las ventas en el mercado externo es más importante para las grandes empresas cotizantes; 2) Existe una división en la senda de los precios accionarios y el crecimiento del stock de capital; esto es, hay una separación entre el sector real y financiero de la empresa, debido en parte, a que las cotizaciones se ven influidas negativamente por el diferencial de la tasa de interés y la variación del tipo de cambio; y 3) El crecimiento de las empresas tiene

una relación positiva con todos los tipos de endeudamiento de corto y largo plazo, así como con las ventas; y 4) A pesar de lo anterior, el crecimiento de los ingresos financieros tiene una relación inversa con el crecimiento del stock de capital, lo que implica un desvío de recursos del sector productivo (operativos) al sector financiero pues mediante inversión en activos financieros, se compensa la caída de las ganancias operativas en el corto plazo. Este comportamiento nos acerca al planteamiento de Dallery, que sostienen que bajo la *financiarización* de la economía el incremento de las ganancias financieras repercute en un desvío de recursos que frena el proceso de inversión.

BIBLIOGRAFÍA

1. Aglietta, Michael (2001) "Financial systems, corporate control and capital accumulation", *Economy and Society*, vol. 30, no.4, noviembre.
2. (2000a) "Shareholder Value and corporate governance: some tricky questions", *Economy and society*, vol. 29, febrero.
3. (2000b) *El FMI. Del orden monetario a los desórdenes financieros*, Ediciones Akal, España.
4. (1991) *Regulación y crisis del capitalismo. La experiencia de los Estados Unidos*, Siglo XXI, México.
5. Aglietta, Michael y Breton, Régis (2001) "Financial systems, corporate control and capital accumulation", *Economy and Society*, volumen 30, número 4, Noviembre.
6. Arrighi, Giovanni (1999) *El largo siglo XX. Dinero y poder en los orígenes de nuestra época*, Editorial Akal, España.
7. Barragán, Juan Ignacio y Cerutti, Mario (1993) *Juan Brittingham y la industria en México*, Monterrey, Urbis Internacional.
8. Berle, A. A., y Means, G.C. (1968) *The modern corporation and private property*, New York, MacMillan.
9. Black, Bernard S. (1992) "The Value of Institutional Investor Monitoring: The Empirical Evidence", *UCLA, Law Review*, No. 39.
10. Boyer, Robert (2008) "History repeating for economist. An Anticipated financial crisis", *Prisme*, no. 13, Cournot Centre for Economic Studies, Noviembre.
11. (2004) *Crisis y regimenes de crecimiento. Una introducción a la teoría de la regulación*, Miño y Davila, CEIL-PIETTE CONICET, Argentina.
12. (2000) "Is a finance-led growth regime a viable alternative to Fordism? A preliminary analysis", *Economy and Society*, vol. 29. No. 1, febrero.
13. Boyer, Robert y Freyssenet, Michael (2003) *Los modelos productivos*, Editorial Fundamentos, España.
14. Cerutti, Mario (1982) "Arqueología del Grupo Monterrey", Cuadernos Políticos, número 33, México D.F., Era.
15. Cimoli, Mario y Dosi, Giovanni, (1995) "Technological Paradigms, Patterns of Learning and Development: An Introductory Roadmap", *Journal of Evolutionary Economics*, vol. 5(3), p. 243-68, Septiembre.
16. Coase, R.H. (1937) "The nature of the firm", *Economica*.
17. Coffee, John C. (1984) "Regulating the market for corporate control: A critical assessment of the tender offer's role in corporate governance", *Columbia Law Review*, No. 84.
18. Crotty, James (1992a) "The investment decision of the Post Keynesian firm. A suggested microfoundation for Minsky's investment instability thesis", *Levy Economics Institute, Working paper no. 79*.

- 19..... (1992b) "Neoclassical and Keynesian approaches to the theory of investment", *Journal of Post Keynesian Economics*, Volumen 14, No.4, Verano.
- 20..... (1990) "Owner manager conflict and financial theories of investment instability", *Journal of Postkeynesian Economics*, vol. 12, no. 4, summer.
21. Dallery, Thomas (2009) "Post Keynesian theories of the firm under financialización", *Review of Radical Political Economics*, vol. 41, no.4, otoño.
22. Davis, Gerald, Diekmann, Kristina y Catherine Tinsley (1994) "The Decline and fall of the Conglomerate Firm in the 1980s: The Deinstitutionalization of an Organizational Form", *American Sociological Review*, Vol. 59, No. 4.
23. Davis, Gerald y Stout, Suzanne (1992) "Organization Theory and the Market for Corporate Control: A Dynamic Analysis of the Characteristics of Large Takeover Targets, 1980-1990", *Administrative Science Quarterly*, Vol. 37, No. 4, Diciembre.
24. Fama, Eugene (1991) "Efficient capital markets: II" [en] *The Journal of Finance*, Vol. 46, No.5, Diciembre.
- 25..... (1970) "Efficient capital markets: a review of theory and empirical work" [en] *The Journal of Finance*, Vol. 25, No.2.
26. Fligstein, Neil (1990) *The Transformation of Corporate Control*. Cambridge, Harvard University Press.
27. Franko, Lawrence (2004) "US competitiveness in the global financial services industry", *Working Paper 1001*, Financial Services Forum, College of Management, University of Massachusetts, Boston
28. Galbraith, J. K. (1967) *El Nuevo Estado Industrial*, Barcelona.
29. Garrido, Celso y Puga, Cristina (1990) "Transformaciones recientes del empresariado mexicano", *Revista Mexicana de Sociología*, Vol. 52, No. 2
30. Greenwald y Stiglitz (1987) "Keynesian, new keynesian and new classical economics" [en] *Oxford Economic Papers*, No. 39, Oxford University Press.
31. Goldsmith, R (1970) "Financial Structure and Development". *The Economic Journal* , Vol. 80, No. 318 (Jun., 1970), pp. 365-367
32. Guttman Robert (2008) "A primer on finance led capitalism and its crisis", *Revue de la regulation*, no. 3/4.
33. Hal, Mason y Goudzwaard, Maurice (1976) "Performance of Conglomerate Firms: A Portfolio Approach", *Journal of Finance*, No. 31.
34. Hart, Oliver (1995) *Firms, contracts and financial structure*, Clarendon Press, Oxford.
35. Hein, Eckhard (2009) "Financialisation distribution capital accumulation and productivity growth in a Post Kaleckian model", *Conference 'Resent developments in Post Keynesian modelling'* , University Paris XIII, November.
36. Jensen, M y Meckling, W. (1976) "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, No. 3.
37. Keynes, John Maynard (1974) *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*, Octava reimpresión, FCE, México.

38. Kregel, Jan (2010) "An alternative perspective on global imbalance and international reserve currencies", *Levy Economics Institute Public Policy Brief*, no. 116.
39. (2007) "The natural instability of financial markets", *Levy Economics Institute Working paper* no. 523.
40. Lavoie, Mark (2006) "Cadrisme within a Kaleckian model of growth and distribution", *ROBINSON*, Working Paper, No. 06-05, University of Ottawa.
41. Lipietz, Alain (1992) *Towards a new economic order. Postfordism, ecology and democracy*, Oxford University Press, New York.
42. Lipton, Martin y Steinberger, Erica (1988) "Takeovers and Freezeouts", *Law Journal*, Seminars-Press, Vol. 1. New York.
43. Lomnitz, Larissa Adler y Marisol Pérez-Lizaur, (1989), *A Mexican Elite Family, 1820-1980: Kinship, Class, and Culture*, Princeton, Nueva Jersey, Princeton University Press.
44. Malkiel, Burton G. (2003) "The efficient market hypothesis and its critics" [en] *CEPS Working Paper*, No. 91.
45. McKinnon, R. (1974) *Dinero y capital en el desarrollo económico*, CEMLA, Estudios, México.
46. McKinnon, Ronald (1982), "The order of economic liberalization: Lessons from Chile and Argentina" [en] Karl Brunner and Allan H. Meitzer, eds., *Economic policy in a world of change*, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 17 (North-Holland, Amsterdam) 159-184.
- Miller, Merton (1988) "The Modigliani-Miller propositions after thirty years" [en] *Journal of Economics Perspectives*, Vol. 2, No. 4, Otoño.
47. Modigliani, Franco (1982) "Debt, dividend policy, taxes, inflation and market valuation" [en] *Journal of Finance*, Vol. 37, No.2, Mayo.
48. Modigliani, Franco y Miller, Merton (1958) "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment" [en] *The American Economic Review*, Vol. 48, No. 3.
49. Musgrave, Richard A. (1973) *Public Finance in Theory and Practice*, McGraw-Hill, New York.
50. Nelson, Richard y Winter, Sidney (1982) "An evolutionary theory of economic change", *The Belknap Press* of Harvard University Press, Cambridge.
51. North, Douglas (1990) *Instituciones, cambio institucional y desempeño económico*, FCE, México.
52. Orléan, Andre (2005) "Efficiencia, finance comportementale et convention: une synthèse théorique", en *Crisis Financieras*, Reporte del Consejo de Análisis Económico, Paris.
53. Orphanides, Athanasios (2007) "Taylor Rules", Finance and Economics Discussion Series, Federal Reserve Board, Working Paper, No 18.
54. Palley, Thomas (2007) "Financialization: What it is and why it matters?" *Levy Economics Institute, Working paper* no. 525.
55. Penrose, Edith (1952) "Biological analogies in the theory of the firm", *American Economic Review*, XVII, Diciembre.
56. Porter, M. E. (1987) "From Competitive Advantage to Corporate Strategy", *Harvard Business Review*, Mayo.

57. Rocha, Jorge Miguel (2011) "Consejos de administración y gobernanza corporativa en México", *Revista Mexicana de Sociología*, Vol. 73, No. 2.
58. Salas-Porras, Alejandra (1997) "Estructuras, agentes y constelaciones corporativas en México durante la década de los noventa", *Revista Mexicana de Sociología*, Vol. 59, No. 4
59.(2002) "Avenidas de desarrollo de los grandes grupos empresariales mexicanos", *Revista Mexicana de Sociología*, Vol. 64, No. 1
60. (2006) "Fuerzas centrípetas y centrífugas en la red corporativa mexicana (1981-2001)" *Revista Mexicana de Sociología*, Vol. 68, No. 2
61. Shaw, Edward (1973). *Financial Deepening in Economic Development*, Oxford University Press, New York.
62. Schiller, Robert (2003) "From Efficient Markets Theory to Behavioral Finance", *Journal of Economic Perspectives*, Volume 17, Number 1, Invierno.
63. Shadlen, Kenneth (2002) "Orphaned by democracy: Small industry in contemporary México". *Comparative Politics*, Vol. 35, No.1.
64. Stiglitz J.E. (1989) "Mercados financieros y desarrollo" [en] *Oxford Review Economics Policy*, Vol. 15, No. 4, Oxford University Press.
65. (1988) "Why financial structure matters" [en] *Journal of Economics Perspectives*, Vol. 2, No. 4, Invierno.
66. Stockhammer, Engelbert (2007) "Some stylized facts on the finance dominated accumulation regime", *International Working Group on Financialization*, Londres.
67. (2006) "Shareholder value orientation and the investment-profit puzzle", *Journal of Post Keynesian Economics*, volumen 28, No.2, Invierno.
68. Taylor, J.B. (1993) "Discretion versus Policy Rules in Practice", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, No. 39, Diciembre.
69. Tobin, James y Brainard, William C. (1977) "Asset markets and the cost of capital", *Cowles Foundation*, Paper 440.
70. Toporowsky, Jan (2008) "Excess capital and liquidity management", *Levy Economics Institute Working paper* no. 549.
71. Wasserman, Mark, (1987) *Capitalistas, caciques y revolución. La familia Terrazas en Chihuahua, 1854-1911*, México, Grijalbo.
72. Williamson, Oliver (1964) "The economics of discretionary behaviour", *Managerial Objectives in a Theory of a Firm*, Estados Unidos.