



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO
POSGRADO EN ECONOMÍA
FACULTAD DE ECONOMÍA

Globalización financiera y la gran empresa en la estructura financiera mexicana

TESIS

Que para optar por el grado de
Maestro en Economía

PRESENTA

Jorge Arturo Luna Cárdenas

DIRECTORA DE TESIS

Dra. Noemi Ornah Levy Orlik
Facultad de Economía, UNAM

SINODALES

Dr. Carlo Panico
Facultad de Economía, UNAM

Dr. Jorge Alonso Bustamante Torres
Facultad de Economía, UNAM

Mtro. Oscar León Islas
Facultad de Economía, UNAM

Dr. Oscar Ugarteche Galarza
IIEC, UNAM

Ciudad Universitaria, CDMX, enero 2020.



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.

El presente trabajo es el resultado de la suma de todas aquellas personas que han tocado mi vida de una u otra manera. No soy solo yo, son las enseñanzas de mi padre quien día con día me observa desde su nave espacial, son los consejos y el amor más puro y hermoso de mi madre con quien tengo la fortuna de compartir el día a día, son los recuerdos de las tardes de juego con mi hermano, son los momentos y la inspiración que me regaló la mujer que elegí para ser mi compañera durante este proceso, y a quien llevaré por siempre en mi corazón, son las noches de diversión y de convivencia con mis amigos a quienes considero mis hermanos, son las lecciones de mis profesores quienes no solo me han formado en lo académico sino también en lo humano. También son los constantes cambios que nos demuestran que en ocasiones la vida golpea tan fuerte que nos pone de rodillas y ahí nos dejará si se lo permitimos, por lo que a pesar de lo duro que golpee, lo que verdaderamente importa es lo mucho que podemos resistir, y seguir adelante. Por todo esto, es que no me queda más que agradecerles infinitamente y compartirles estas páginas fruto de todos ustedes.

AGRADECIMIENTOS

Investigación realizada gracias al Programa de Investigación e Innovación Tecnológica (PAPIIT) de la UNAM clave IN305217 “Los límites de la financiarización en países en desarrollo y los desafíos de los modelos de crecimiento liderado por las exportaciones presente y futuro de América Latina”. Agradezco a la DGAPA-UNAM la beca recibida.

ÍNDICE

INTRODUCCIÓN	1
CAPITULO 1. EL MERCADO DE CAPITALES Y SU RELACIÓN CON LA GRAN EMPRESA.	4
1.1. El funcionamiento del mercado de capitales: una revisión a teórica a través de las distintas escuelas del pensamiento económico.	5
1.2. El funcionamiento de la gran empresa y su interacción con el mercado de capitales.	14
CAPITULO 2. CAMBIOS INSTITUCIONALES EN EL SISTEMA FINANCIERO MEXICANO, INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA, Y LA RELACIÓN ENTRE LAS GRANDES EMPRESAS Y EL MERCADO DE CAPITALES EN AMÉRICA LATINA.	19
2.1. Transformaciones en la arquitectura financiera internacional, y sus impactos en la economía mexicana.	20
2.1.1. Década de los setenta: rompimiento de los acuerdos de Bretton Woods y primeras reformas en torno al proceso de apertura.	21
2.1.2. Década de los ochenta: desregulación, crisis de la deuda y la reducción del papel del Estado.....	24
2.1.3. Década de los noventa: globalización, Tratado de Libre Comercio de América del Norte, crisis financiera y la evolución del mercado de capitales mexicano.	27
2.1.1. Nuevo milenio: internacionalización productiva, profundización financiera y reformas estructurales.	34
2.2. Inversión Extranjera Directa en América Latina.	37
2.3. La gran empresa y su relación con el mercado de capitales en América Latina.	48
CAPITULO 3. EL FENÓMENO DE LA FINANCIARIZACIÓN Y SU IMPACTO EN EL COMPORTAMIENTO DE LAS GRANDES EMPRESAS MEXICANAS	58
3.1. La aparición del fenómeno de la financiarización.	59
3.2. Evolución de la estructura de la gran empresa no financiera en un entorno financiarizado: una revisión al caso mexicano.	62
3.3. El impacto de la financiarización en la estructura de la gran empresa no financiera mexicana: un análisis de Grupo Bimbo y Cemex.	73
3.3.1. Grupo Bimbo.	73
3.3.2. Cemex.	81
CONCLUSIONES	87
BIBLIOGRAFÍA	90

INTRODUCCIÓN

El presente trabajo de tesis se fundamenta en el reconocimiento de las profundas transformaciones en el funcionamiento de las finanzas a escala mundial. Durante las últimas cinco décadas, fenómenos como la desregulación derivada del rompimiento de la arquitectura financiera internacional de la posguerra, las privatizaciones de las empresas estatales acompañadas de una notable reducción del papel del Estado en la economía durante los años ochenta, la globalización en los noventa, la internacionalización en la primera década del nuevo milenio, y por último la consagración del sector financiero sobre el productivo, al cual se le ha acuñado el término de financiarización, son los fenómenos que han dado pie a cambios significativos en el funcionamiento de las finanzas.

Estos fenómenos han modificado el funcionamiento del sistema a tal grado que, tanto los intermediarios financieros como las grandes empresas han respondido de diferentes maneras con el fin de hacerse de nuevas formas de ganancia. Entre las principales respuestas a estos cambios, se ha observado la deslocalización de la producción, que resulta en grandes flujos de capital impulsados por la liberalización. La tendencia hacia la concentración de las empresas mediante fusiones y adquisiciones. Y la nueva forma de interacción de las empresas con el mercado de capitales, que se ha desligado de su papel de intermediario financiero.

Los mercados de capitales desde su concepción suponen ser espacios de intermediación que reúnen a prestatarios y prestamistas con el objetivo de canalizar los recursos hacia las empresas, las cuales se encuentran en constante búsqueda de financiamiento para llevar a cabo nuevas inversiones productivas. No obstante, se ha observado que en los países desarrollados las grandes empresas han modificado su naturaleza deudora y de hecho se han convertido en agentes acreedores que cuentan con gran liquidez, por lo que en teoría su interacción con el mercado de capitales supondría ser menor. Sin embargo, las grandes empresas no financieras han recurrido al endeudamiento financiero, principalmente crédito

bancario, con el fin de adquirir títulos financieros de otras compañías para hacerse de ganancias financieras mediante la especulación. A este comportamiento se le ha dado el nombre de sobrecapitalización.

En contraste, este comportamiento no ha sido identificado en las economías emergentes con mercados de capitales débiles o poco desarrollados, no obstante, se han observado modificaciones en la estructura financiera de las empresas que advierten un cambio en la relación empresa-sistema financiero.

En ese sentido, el objetivo del presente trabajo es analizar el comportamiento de la gran empresa mexicana, así como su relación con el sistema financiero bajo el régimen de predominancia financiera conocido como financiarización, para de esta forma determinar si las grandes empresas mexicanas operan de manera similar a la de los países desarrollados, es decir, que obtienen ganancias financieras mediante la compra de activos de diversas compañías.

A partir de lo anterior, se plantea la hipótesis de la investigación que sostiene que las grandes empresas no financieras provenientes de países desarrollados no comparten los rasgos característicos de las que provienen de los países desarrollados. De tal modo que no es posible considerarlas como empresas sobrecapitalizadas que han sacado ventaja del régimen de la financiarización.

La investigación se plantea bajo un marco heterodoxo con base en los trabajos pioneros de Keynes, Kalecki, Steindl y Minsky, no obstante, se analiza bibliografía de corte ortodoxo para contrastar y permitir la discusión.

El periodo de estudio comprende de 1990 a 2016, dentro del cual se consideró que se consolidaron y acentuaron los fenómenos previamente mencionados, y de igual forma acontecieron sucesos importantes como la crisis mexicana de 1994 y la gran crisis financiera de 2008 que significaron cambios estructurales.

En ese contexto, se exponen tres capítulos que responden a los objetivos particulares del trabajo. En el primer capítulo se establecen las bases del comportamiento de las grandes empresas utilizando como base diversos trabajos relacionados al tema de investigación, y de igual forma se realiza una revisión del mercado de capitales a través de las distintas escuelas del pensamiento económico, para determinar su importancia en el sistema económico en general y su relación particular con la gran empresa.

En el segundo capítulo se revisan los cambios institucionales en México y América Latina desde la década de los setenta, de igual forma se realiza un análisis comparativo sobre los flujos de Inversión Extranjera Directa en América Latina desde la década de los noventa, y por último se explora en los mercados de capitales regionales en el periodo 2000-2016 a manera de identificar su importancia general en la economía en cuestión y su relación con las grandes empresas.

Por último, en el tercer capítulo se analiza al fenómeno de la financiarización específicamente en el comportamiento de las grandes empresas mexicanas durante el periodo 2000-2016 para identificar los cambios en la estructura financiera de las mismas, para de esta manera aceptar o rechazar la hipótesis de la investigación que afirma que las grandes empresas mexicanas no comparten los rasgos característicos de las grandes empresas provenientes de países desarrollados.

Como soporte del presente trabajo, se utilizan distintas fuentes de información estadística que se adjuntan en las fuentes de información al final del presente trabajo.

Capítulo I

**EL MERCADO DE CAPITALES Y SU RELACIÓN CON LA GRAN
EMPRESA.**

1.1.El funcionamiento del Mercado de Capitales: una revisión teórica a través de las distintas escuelas del pensamiento.

Los mercados de capitales reúnen a prestatarios y prestamistas y ayudan a canalizar recursos. En esencia, su objetivo es proveer de recursos a los agentes las empresas, quienes se encuentran en constante búsqueda de financiamiento para llevar a cabo nuevas inversiones. En ese sentido, los mercados de capitales permiten que diversos agentes compren y vendan acciones y bonos, lo cual hace posible que las empresas obtengan el capital requerido. A cambio de los recursos, las empresas pagan dividendos e intereses proporcionales a las ganancias operativas del capital adelantado por parte de las familias, así como por el riesgo asumido.

Los mercados de capitales tienen una relación estrecha con la tasa de interés. Para la visión neoclásica la tasa de interés es el precio que equilibra la demanda de inversiones con el ahorro. La inversión, significa creación de capital, por lo que cada decisión de ahorrar coincide con una decisión correspondiente de creación de capital. La determinación de la tasa de interés bajo este enfoque parte de la concepción de que el dinero es neutral, y que no representa más que un “velo”¹, por lo que son factores reales y no monetarios los que determinan su nivel. La tasa de interés se relaciona de manera inversa al ahorro y mide el punto que puede alcanzar la producción.

Wicksell (1898) apoyado en los trabajos de sus predecesores, hizo una distinción entre la tasa de interés de mercado y la tasa de interés natural. La primera se determina dentro sistema bancario que incluye tanto bancos comerciales como el Banco Central, y se modifica con base en la evaluación de la demanda de crédito por parte de los bancos comerciales, así como por la inflación acumulada. La

¹ El velo monetario es una expresión utilizada comúnmente, para referirse a los intercambios en el mercado de bienes, ya sean dinero a cambio de bienes o a la inversa, que en el fondo se trata de intercambios de bienes por bienes. La tradición clásica suele hacer una distinción entre variables nominales y variables reales, las cuales son independientes unas de otras.

evaluación del sistema bancario respecto a los créditos podía ser equivocada, por lo que la tasa de interés de mercado podía diferir de la tasa de interés natural que está determinada por la productividad marginal del capital, y es la tasa de interés que equilibra la oferta y la demanda en el mercado de bienes reales. De acuerdo al autor, si la tasa de interés natural no es igual a la de mercado, la demanda de inversión y la cantidad de ahorro no se igualan, por lo que el objetivo de la autoridad monetaria es tratar de establecer la tasa monetaria cercana a la tasa natural, por lo que la primera se encontrará gravitando en torno a la segunda. De tal forma que la tasa de interés resulta ser un fenómeno real, pues las únicas variables que afectan su nivel son el ahorro y la inversión, por lo que su efecto es independiente de los cambios ocurridos en la oferta monetaria.

La distinción entre tasa de interés monetaria y tasa de interés natural por parte de Wicksell condujo al desarrollo de una teoría que introdujera de forma crítica la proposición básica de la teoría de la cantidad de dinero, la cual plantea que los cambios en la oferta monetaria provocan únicamente un cambio proporcional en el nivel de precios. De esta forma, se desarrolló la Teoría de los Fondos Prestables que domino la literatura del siglo XIX. De acuerdo a esta teoría, la tasa de interés está determinada por la demanda y oferta de fondos prestables, pero a diferencia de la visión clásica agrega el crédito bancario como otro determinante de la tasa de interés. El planteamiento fundamental es que la cantidad total de crédito disponible puede exceder los ahorros debido a la capacidad de los bancos comerciales para crear dinero. El mismo Wicksell (1907) advirtió que los bancos tenían el poder de emitir pasivos contra si mismos avalados por el banco central y sobre todo por las reservas del mismo, las cuales se agotan a medida que se expande el crédito.

A partir de esta concepción de dinero endógeno, Hayek (1935) plantea que la tasa de interés de equilibrio que iguala el ahorro y la inversión, no solo está influenciada por las propensiones a ahorrar e invertir, sino también por la creación o destrucción de crédito. Hayek considera que, en economías monetarias, donde el dinero es endógeno, aumentos en la masa monetaria impiden el equilibrio entre la tasa de

interés monetaria y la tasa de interés natural, lo cual se explica por recurrentes desproporciones de la estructura productiva. La tasa de interés natural se mueve por factores endógenos de la economía y los créditos se deben a políticas económicas no relacionadas con el ahorro, lo que explica las constantes fluctuaciones monetarias.

En ese contexto, los bancos crean dinero a su voluntad, limitado únicamente por la demanda de créditos. Los bancos al observar un incremento en la tasa natural pueden prestar manteniendo la tasa de interés de mercado intacta con la esperanza de que la creciente circulación de dinero encuentre fuentes de empleo que generen ganancias. Si el dinero no encuentra dónde emplearse, los bancos responderán incrementando la tasa de interés de mercado.

Hayek considera que controlar los créditos es la única forma de hacer que la tasa de interés monetaria y la tasa de interés natural coincidan. Tanto Hayek (1935) como Mises (1912), parten de la idea de que los procesos de expansión crediticia impulsados por un sistema bancario de reserva fraccionaria distorsionan la estructura de capital de la economía, al situar la tasa de interés bancaria por debajo de su nivel natural (que refleja la preferencia temporal de los consumidores-ahorradores de la economía). En otras palabras, la abundancia de crédito barato estimula la inversión en nuevos proyectos productivos que requieren más tiempo para su terminación que el que los consumidores, dada su tasa de descuento temporal, están dispuestos a esperar. Por tanto, la expansión artificial del crédito, no respaldada por ahorro voluntario, provoca una descoordinación entre los planes intertemporales de productores y consumidores que se materializa en un exceso de inversión en proyectos de largo plazo que el mercado no será capaz de absorber. En consecuencia, la estructura productiva sufre importantes alteraciones que no responden a las disponibilidades de recursos ni a las preferencias de los agentes, debiendo finalmente reajustarse a éstas (Alonso, Philipp, Romero, 2013)

Retomando el mercado de capitales, para la escuela neoclásica adjudica al mercado de capitales la función de intermediario financiero, y supone que el ahorro es la principal fuente de financiamiento, de tal forma que en dicho mercado los ahorros de las familias se traspasan a las empresas, mismas que a su vez lo invierten en actividades productivas, de modo que, el ahorro siempre antecede la inversión. Así mismo, el sistema de precios actúa de forma eficiente ya que se considera que la información es homogénea y se utiliza de manera correcta, por lo que las ganancias financieras son temporales y se corrigen por los propios mecanismos del mercado. Esto mismo impide que el mercado de capitales genere inestabilidad financiera y por lo tanto afecte al crecimiento económico.

La interpretación neoclásica sobre el mercado de capitales presenta limitaciones las cuales se intentan modificar con la hipótesis de los mercados eficientes (HME) formalizada por Eugene Fama (1965a, 1965b, 1970 y 1991). Este planteamiento asume un precio correcto de los títulos financieros, mismos que son libres de ganancias financieras extraordinarias. La HME argumenta que el mercado financiero tiende a proveer señales correctas para la asignación de los recursos, y que, dada la información disponible, los mecanismos de mercado determinan precios correctos que se modifican cuando cambia la información. Al respecto, Fama (1970) menciona que el papel principal del mercado de capitales es la asignación del capital social de la economía, por lo que en términos generales, la idea de un mercado en el que los precios proporcionan señales precisas o adecuadas de la asignación de recursos, es a su vez un mercado en el que las empresas pueden tomar decisiones de producción e inversión, y los inversionistas pueden elegir entre los valores que representan la propiedad de las actividades de las empresas bajo el supuesto de que los precios tienden a reflejar toda la información disponible. Por lo tanto, un mercado en el que los precios reflejan plenamente la información disponible se denomina eficiente.

La determinación de precios correctos a través de un mecanismo de información completa requiere asumir que el mecanismo competitivo basado en las variaciones

de los precios es capaz de generar posiciones de equilibrio que son estables². Una vez asumido lo anterior, la HEM parte de un mercado en el cual no existen costos de transacción en el intercambio de títulos financieros, la información además de ser completa se encuentra al alcance de todos los participantes en el mercado sin costo alguno, y de igual forma todos los participantes están de acuerdo con las implicaciones que la información tiene en la determinación del precio actual y el precio futuro de los diferentes títulos financieros, es decir, son tomadores de precios (Fama, 1970, p. 387).

Fama (1970) afirma que, si bien la existencia de un mercado sin fricciones no describe el funcionamiento de los mercados en la práctica, estas condiciones son suficientes para garantizar la eficiencia del mercado, no obstante, los análisis económicos demuestran que, aún bajo los supuestos mencionados, no se puede concluir que las posiciones de equilibrios consideradas son estables.

La HME es consistente con el planteamiento neoclásico que afirma que el mercado de capitales es estable y por lo tanto una buena fuente de financiamiento, sin embargo, dicha creencia no se ha soportado por los diferentes análisis económicos. De la misma manera, la HME considera que las ganancias financieras son temporales y se corrigen por los propios mecanismos del mercado, por lo que cualquier intento de pronosticar el precio futuro de un título financiero para obtener ganancias extraordinarias es inútil debido a que los precios llevan consigo toda la información disponible y se comportan como una colección de variables aleatorias que conforman un proceso estocástico no estacionario, específicamente el conocido como “caminata aleatoria”³, no obstante, para otorgar validez a este planteamiento,

² Esta creencia es rechazada por los análisis económicos, que concluyen que no se puede tener confianza en la estabilidad de las posiciones de equilibrio individuadas. Por lo tanto, la creencia se vuelve un puro acto de fe. Esto es el punto clave de la crítica a la tendencia hacia posiciones de equilibrio eficientes y de pleno empleo.

³ También conocido como proceso de raíz unitaria. Aquí la variable toma el valor en el periodo anterior más un error aleatorio con media cero, varianza constante y se distribuye de forma independiente.

es necesario haber resuelto el problema teórico de la estabilidad de las posiciones de equilibrio consideradas, lo cual no se ha logrado.

Una visión opuesta a la HME es la interpretación keynesiana. Desde este enfoque, la valuación existente en el mercado es correcta únicamente en relación con el conocimiento actual de los hechos que influirán sobre el rendimiento de la inversión, y que esta solo cambiará en proporción a las variaciones en dicho conocimiento. En ese sentido, no puede ser del todo correcto que el conocimiento actual proporcione las bases suficientes para una expectativa matemática calculada, por lo que, en realidad, en las valoraciones del mercado entran consideraciones de toda clase que de ninguna manera se relacionan con el rendimiento probable (Keynes, 1936, p. 161).

La complejidad respecto a las valoraciones del mercado provoca que no existan precios correctos, por lo que los mercados de capitales pueden equilibrarse a precios erróneos debido a variaciones en la tasa de interés. Una tasa de interés a precios erróneos es incapaz de absorber los ahorros correspondientes a un nivel de ingreso de pleno empleo. De tal forma que los mercados de capitales operan en un entorno de fallas de información en las que se desconocen las ganancias futuras, y que a su vez se retroalimentan debido a la especulación.

Keynes (1936) parte del supuesto de que el mercado de capitales es un espacio de intermediación, pero en contraste a la escuela neoclásica, menciona que es inestable. De igual forma, contrasta con la visión neoclásica al afirmar que el mercado de capitales genera ganancias que pueden ser sistemáticas y que resultan de las variaciones entre los precios de oferta y demanda de los títulos financieros. El precio de demanda se define como el valor actual de los rendimientos futuros, que de igual forma puede entenderse como el precio que obtiene el título financiero en el mercado secundario, mientras que el precio de oferta representa el valor intrínseco del título financiero, es decir, su valor en libros. El precio de demanda

está sujeto a fuertes variaciones debido a las constantes correcciones en el mercado secundario⁴.

Las pérdidas y ganancias financieras causadas por las variaciones entre el precio de oferta y demanda de los títulos financieros, generan incertidumbre lo que a su vez causa que el mercado de capitales no sea una fuente de financiamiento segura para el largo plazo.

Al respecto, Keynes plantea la teoría de la preferencia por la liquidez, en la cual la incertidumbre ocupa un papel central. Keynes, al igual que los economistas neoclásicos considera que el primero de los motivos de la demanda de dinero es el motivo transacción, el cual se encuentra en función del ingreso. El segundo es el motivo precaución que de igual forma se encuentra en función del ingreso y sirve para hacer frente a contingencias imprevistas. El tercer motivo, el cual es el que marca la diferencia entre Keynes y los economistas neoclásicos es el motivo especulación, que relaciona la incertidumbre con las proyecciones de la tasa de interés futuras. Si se prevé que aumente la tasa de interés en el futuro, ello provocará que el precio esperado de los bonos sea menor que el actual; bajará el ahorro financiero, aumenta el atesoramiento y subirá la preferencia por la liquidez, sin modificarse el ahorro total (Levy, 2013, p. 62-64).

Otra diferencia del pensamiento de Keynes respecto a la visión neoclásica es respecto a la naturaleza de la tasa de interés. Para Keynes la tasa de interés no es un fenómeno real sino monetario. Adicionalmente, Keynes rompe con el concepto de neutralidad del dinero y de igual forma se opone a la relación causal establecida por la teoría de la cantidad de dinero. Al respecto Keynes (1936) menciona:

⁴ El mercado secundario es donde se venden títulos ya emitidos con anterioridad mediante la oferta pública inicial (IPO por sus siglas en inglés) en el mercado primario. El mercado secundario tiene un papel ambiguo en la estabilidad financiera y económica porque, por otra parte, garantiza liquidez a los activos no líquidos (capital instrumental) y es un indicador del precio de las nuevas acciones, y, por otra, genera incertidumbre, porque hay constantes revisiones sobre el valor de títulos financieros. (Levy, 2013, p.65)

...un aumento en la cantidad de dinero no tendrá menor efecto sobre los precios mientras haya alguna desocupación, y que la ocupación subirá exactamente en proporción a cualquier aumento de la demanda efectiva producida por la elevación de la cantidad de dinero; mientras que, tan pronto como se alcance la ocupación plena, la unidad de salarios y los precios serán los que crecerán en proporción exacta al aumento de la demanda efectiva...., la teoría cuantitativa del dinero puede enunciarse como sigue: “Mientras haya desocupación, la ocupación cambiara proporcionalmente a la cantidad de dinero; y cuando se llegue a la ocupación plena, los precios variaran en la misma proporción que la cantidad de dinero “. (p.284)

Keynes de igual forma rechaza la idea de que la tasa de interés sea el precio que equilibra la oferta y la demanda de ahorros, en su lugar plantea que la tasa de interés representa el coste de oportunidad de tener dinero líquido en lugar de otros activos financieros. La razón por la que puede resultar preferible conservar los ahorros en forma líquida es la incertidumbre sobre el futuro de las tasas de interés. La preferencia por la liquidez, asocia al dinero con la incertidumbre y la ignorancia sobre el futuro y se manifiesta a través de variaciones de la tasa de interés, que afectan a la demanda efectiva y a la producción de bienes y servicios.

Si la demanda de saldos líquidos es mayor que la cantidad de dinero disponible se produce un exceso de demanda. Por el contrario, si la demanda de saldos líquidos es menor a la cantidad de dinero disponible se produce un exceso de oferta. Ambos desequilibrios llevarán a una modificación en la tasa de interés que controla la autoridad monetaria, o bien a una modificación en la oferta de dinero.

La hipótesis de la inestabilidad financiera (HIF) propuesta por Minsky (1982, 1986) comparte la idea de la inestabilidad del mercado de capitales, pero menciona que dicha inestabilidad se debe al desarrollo de innovaciones financieras que otorgan liquidez a las deudas existentes y generan una mayor proporción de los pasivos sobre los activos. La HIF considera a los bancos como empresas que buscan

obtener beneficios, para lo cual financian tanto la actividad económica, como a otros bancos. Los bancos como cualquier otra empresa son conscientes de la importancia de la innovación, misma que asegura beneficios futuros. De esta forma es que los bancos se esfuerzan en desarrollar instrumentos financieros que posteriormente puedan comercializar en el mercado de capitales.

La HIF plantea que la economía capitalista se distingue por ciclos y debido a esto es que se encuentra en un estado de crisis recurrentes que tienen su génesis en la inestabilidad endógena derivada del propio sistema. La dinámica interna del sistema financiero conduce a un colapso repentino del valor de los activos que es precedido por un sobre apalancamiento que posteriormente conduce a problemas de deuda causados por la insuficiencia de flujo de efectivo. Al no poderse cubrir el servicio de la deuda se genera una oleada de ventas de activos que produce la depreciación de los mismos hasta el punto de considerarse basura. Minsky (1982) advierte que este ciclo se retroalimenta por todos los agentes que intervienen en el sistema. La economía capitalista muestra un ciclo económico en diferentes fases, mismos que se encuentran correlacionados con el comportamiento del sistema financiero.

La HIF sostiene que la economía transita desde relaciones financieras estables a otras relaciones financieras inestables. Dependiendo de la fase del ciclo económico, la economía pasa de una estructura financiera dominada por entidades financieras cubiertas, que son aquellas que pueden responder a todas las obligaciones establecidas en los contratos con el flujo de caja que generan, a otra estructura en la que dominan las unidades financieras de tipo especulativas y Ponzi, siendo las especulativas aquellas que necesitan renegociar su deuda para cumplir sus compromisos de pago, pues con los flujos de caja que generan no podrían devolver el principal de la deuda acumulada, por lo que al renegociar son capaces de hacer frente solo a los intereses. Mientras que las entidades Ponzi son aquellas en las que los flujos de caja generados por sus operaciones corrientes no son suficientes ni para devolver el principal ni tampoco para hacer frente a los intereses de las deudas acumuladas.

Por otro lado, Minsky (1989) menciona que el dinero no es neutral, ya que es un pasivo de los bancos, los cuales mantienen activos denominados en dinero, y estos activos son a su vez validados por flujos de efectivo. Estos flujos de efectivo que validan los activos bancarios en el caso más puro son las ganancias brutas. En un mundo con dinero bancario, y con bancos que financian la tenencia de activos y la inversión productiva, el comportamiento del dinero tiene impactos diferentes en el sistema de precios para la producción real y a su vez en el sistema de precios de los activos. Esto es así a pesar de que el sistema de precios para la producción y el sistema de precios para los activos no son independientes uno de otro. De esta forma es que surge el concepto de la inflación financiera de los activos.

1.2. El funcionamiento de la gran empresa y su interacción con el mercado de capitales.

Kalecki (1937) menciona que el acceso que una empresa tiene al mercado de capitales está determinado por la cantidad de capital propiedad de la empresa. Si alguna empresa pide prestado más allá de un cierto nivel de su capital propio generará dudas acerca de la solvencia futura del negocio, lo cual provocará una caída en el valor de los títulos financieros. Así mismo sostiene que las empresas no recurren plenamente al mercado de capitales a causa del riesgo creciente, y que, de hecho, puede ser que algunas empresas fijen su inversión a un nivel inferior al capital propio de la empresa.

El principio del riesgo creciente, consiste en que, a mayores volúmenes destinados para la inversión por parte de la empresa, el riesgo de igual forma incrementa en proporción al monto invertido. Así mismo, si la inversión se llevó a cabo con financiamiento externo el riesgo es aún mayor. De lo anterior es que Kalecki supone que la inversión se financia fundamentalmente sobre la base de los fondos internos recolectados por utilidades retenidas, es decir, con recursos propios de la empresa.

Kalecki agrega que son los fondos internos de la empresa los que determinan su habilidad para invertir y crecer. Por otro lado, argumenta que existe una reinversión parcial de los ahorros empresariales, que, si bien induce a gastos de inversión, estos se reducen con el tiempo, e inclusive pueden dar paso a la creación de ahorro (ahorro ex post) lo cual a su vez clarifica el ciclo económico cuya variable central es el gasto de inversión expresado por movimientos de las tasas de ganancias.

Partiendo del supuesto del riesgo creciente, existen dos principales razones por la que las empresas se abstengan de recurrir al financiamiento externo. La primera de ellas se debe a que los mercados de capitales son inherentemente inestables, alternando entre periodos de gran liquidez en el cual las expectativas sobre las ganancias llevan los precios al alza, provocando distorsiones entre el valor real en libros y el valor de mercado de los activos, lo que propicia la obtención de ganancias extraordinarias que a su vez incentiva a más agentes a entrar al mercado. Y periodos de pesimismo en donde los agentes se muestran más cautelosos, inclusive llevando a algunos a refugiarse en instrumentos más seguros, lo que disminuye la liquidez del mercado de capitales.

La segunda razón se debe a la incertidumbre respecto a los rendimientos futuros de las inversiones. Los rendimientos de las inversiones fluctúan en el tiempo y son propensos a situaciones adversas, por lo cual se vuelve complicado hacer proyecciones respecto a los mismos. En consecuencia, las empresas prefieren financiar su inversión en capital fijo mediante las reservas que pertenecen a los accionistas de las mismas.

A pesar de estas razones, la abstinencia de acudir al financiamiento es relativa, puesto que la actividad productiva casi siempre necesitara de financiamiento externo, ya sea mediante el mercado de capitales o el crédito bancario, de hecho, los problemas relacionados con los flujos de efectivo suelen resolverse a través del crédito bancario.

Minsky (1987) parte de los trabajos de Keynes para desarrollar una teoría sobre el financiamiento de la inversión. En esta teoría, la relación fundamental es el precio de demanda de los bienes de capital determinado por la capitalización de los rendimientos probables. Minsky al igual que Keynes rechaza la idea de que el ahorro siempre anteceda a la inversión. Desde la perspectiva del autor, la inversión puede estar financiada y proviene principalmente de créditos bancarios que aumentan al inicio de la fase expansiva del ciclo, y son alentados por bajas tasas de interés. Los préstamos que obtienen las empresas son utilizados para la adquisición de bienes de capital que suponen ser utilizados para expandir la producción. La adquisición de bienes de capital significa en cierta medida que la empresa cuenta con cierto margen para financiarse mediante este modo, lo cual significa una señal de confianza ante los prestamistas. No obstante, los bienes de capital son adquiridos con fondos propios provenientes de las ganancias previas. Minsky menciona que la decisión especulativa fundamental de las empresas es financiar la adquisición de bienes de capital con recursos propios o externos. Dicha decisión de acuerdo al mismo Minsky dependerá del tamaño de la empresa medido por la cantidad de bienes de capital o por las ventas, siendo las grandes empresas las que cuentan con un mayor margen de maniobra para financiarse con recursos internos debido a su gran cantidad de bienes de capital, mientras que las pequeñas optarán por el financiamiento externo principalmente bancario. De acuerdo a lo anterior, A medida que la inversión que es financiada crece, la fragilidad también lo hace. Durante los periodos de auge el apalancamiento a través de usos externos incrementa las ganancias, lo que estimula un mayor apalancamiento, lo cual crea estructuras financieras especulativas o ponzi altamente inestables que desembocan una crisis.

La ganancia de las empresas no sólo depende de la inversión física sino también de la inversión financiera. Al respecto Steindl (1945) presenta un modelo en el que incorpora el concepto que él denomina *good will*, que refiere a la buena reputación que las empresas gozan en los mercados, que puede ser considerada un activo intangible. La propiedad de activos financieros en general incrementa con el tamaño de la empresa y juega un rol crucial pues aportan una parte considerable de la

ganancia de las mismas. En ese contexto, plantea que las grandes empresas poseen ganancias financieras que pueden compensar pérdidas en su actividad productiva.

Toporowski (1993) plantea que el fortalecimiento de la gran empresa, así como el desarrollo del sistema financiero, ha dado paso a que la relación entre el mercado de capitales y la empresa se modifique, siendo ahora las empresas sobrecapitalizadas las que acuden al mercado para realizar actividades especulativas y no de fondeo. Las empresas sobrecapitalizadas se identifican cuando la emisión de capital o acciones ordinarias excede lo requerido para las actividades productivas y comerciales de una empresa, o bien cuando las empresas recurren a crédito con la intención de adquirir activos financieros de otras empresas con el fin de obtener ganancias.

Toporowski afirma que este fenómeno hace que el mercado de capitales sea más inestable, debido a que el correcto funcionamiento del mismo depende de la escasez de capital en al menos dos aspectos. En primer lugar, depende de la escasez de capital en el mercado de valores para que haya compradores dispuestos a adquirir títulos financieros en el mercado y, por lo tanto, las empresas puedan obtener capital para fines productivos. Y, en segundo lugar, la escasez de capital dentro de la empresa propicia a que las mismas utilicen los recursos externos con fines productivos, en lugar de derrocharlo en inversiones especulativas.

En ese orden de ideas, si el capital no es escaso dentro de las empresas, su relación con el mercado de capitales se modifica, las firmas transforman su naturaleza deudora y se convierten en acreedoras. De igual forma, las empresas sobrecapitalizadas se caracterizan por una gran liquidez, misma que al emplearse en la adquisición de activos financieros, genera una inflación en el valor de los mismos. De igual modo, el incremento en el precio de los activos financieros actúa como un incentivo para que las empresas emitan nuevos títulos para obtener mayores ganancias financieras.

La especulación derivada del proceso de sobrecapitalización tiene implicaciones importantes en el rumbo de la economía, debido a que los hacedores de política pueden optar por elevar las tasas de interés con el objetivo de controlar la especulación. El incremento en las tasas de interés busca inducir pérdidas especulativas a través de caídas en el valor de los activos financieros. Toporowski (2008) plantea que dicha especulación se desalienta por un alto costo de alquiler del exceso de capital, es decir, un amplio margen entre las tasas de préstamo y endeudamiento, o los altos costos de intermediación en relación con el rendimiento especulativo esperado.

El incremento de liquidez en el mercado de capitales se acompaña de un debilitamiento del sector productivo. Toporowski (2008) al respecto agrega que cuando las empresas pueden variar la liquidez de su exceso de capital y, por lo tanto, no tienen que depender de los anticipos bancarios para financiar sus inversiones, la tasa de interés se desconecta del proceso de inversión real. Cuando las empresas pueden obtener un rendimiento especulativo de su exceso de capital, la tasa de interés se convierte en una restricción menos efectiva sobre la especulación. En tal situación, la tasa de interés se convierte en un fenómeno puramente monetario, es decir, una variable o instrumento de política cuyos efectos se limitan a la esfera de la intermediación financiera. Este argumento es consistente con lo planteado previamente por Keynes (1936).

Capítulo II

CAMBIOS INSTITUCIONALES EN EL SISTEMA FINANCIERO MEXICANO, INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA, Y LA RELACIÓN ENTRE LAS GRANDES EMPRESAS Y EL MERCADO DE CAPITALES EN AMÉRICA LATINA.

2.1. Transformaciones en la arquitectura financiera internacional, y sus impactos en la economía mexicana.

La liberalización de los sistemas financieros nacionales, así como la integración internacional, ha transformado el funcionamiento de las finanzas a escala mundial. Durante las últimas cinco décadas, fenómenos como la desregulación derivada del rompimiento de la arquitectura financiera internacional de posguerra, las privatizaciones acompañadas de una notable reducción del papel del Estado en la economía durante los años ochenta, la globalización en los noventa, la internacionalización en la primera década del nuevo milenio, y por último la consagración del sector financiero sobre el productivo, al cual se le ha acuñado el término de financiarización, son los fenómenos que han dado pie a cambios significativos en el funcionamiento de las finanzas.

Estos fenómenos han modificado el funcionamiento del sistema a tal grado que, tanto los intermediarios financieros como las grandes empresas han respondido de diferentes maneras con el fin de hacerse de nuevas formas de apropiación. Entre las principales respuestas a estos cambios, se ha observado la deslocalización de la producción, que resulta en grandes flujos de capital impulsados por la liberalización. La tendencia hacia la concentración de las empresas mediante fusiones y adquisiciones. Y la nueva forma de interacción de las empresas con el mercado de capitales, que se ha desligado de su papel de intermediario financiero.

En ese sentido, el presente capítulo se divide en tres apartados después de esta introducción. En el primero de ellos se analizan los cambios institucionales de la economía mexicana, los cuales han obedecido a las transformaciones en la estructura financiera mundial previamente mencionadas. En el segundo apartado, se realiza un análisis comparativo de los componentes de la Inversión Extranjera Directa (IED) en las principales economías de América Latina (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú) en el periodo comprendido entre 1990 y 2016, con el objetivo de entender la importancia de dicha variable en cada uno de los países

en cuestión. Y finalmente, en el tercer apartado se realiza un estudio sobre la relación entre la gran empresa y el mercado de capitales en América Latina, para ello se utiliza el ranking de las 500 empresas más grandes de América Latina en el año 2016, con el fin de identificar el tipo de empresas que interactúan con el mercado de capitales local y verificar que sectores predominan, para posteriormente determinar si es que existe una especialización en la región.

2.1.1. Década de los setenta: rompimiento de los acuerdos de Bretton Woods y primeras reformas en torno al proceso de apertura.

La década de los años setenta vino acompañada de grandes cambios en la estructura económica mundial. El rompimiento de los acuerdos Bretton Woods en 1971 reconfiguró el sistema monetario internacional haciéndolo pasar de un sistema regulado con tipos de cambio fijos basado en el establecimiento de un patrón oro-dólar y con controles de capital, a un sistema libre movido por los mercados y con tipos de cambio esencialmente flexibles. Entre las principales razones del rompimiento de este patrón monetario se pueden mencionar: el creciente peso de la deuda, el enorme gasto militar resultante de los compromisos financieros que implicaba la Guerra Fría, así como la masiva emisión de dólares.

La adopción de tipos de cambio flexibles a lo largo y ancho del planeta permitió la apertura de la cuenta de capitales, que, en un sentido amplio, se refiere a la flexibilización de las restricciones a los flujos transfronterizos de capital con la intención de lograr un mayor grado de integración financiera con la economía mundial gracias a un aumento del volumen de entradas y salidas de capital, lo que a la par permite financiar los déficits en cuenta corriente con ahorro externo. (Kose y Prasad, 2004).

La desregulación de los mercados de divisas y por ende del oro, así como los favorables términos de intercambio en los países en desarrollo y el exceso de

liquidez generado por la recesión industrial de finales de los años sesenta, convirtieron a esta década en una época de dinero barato y de créditos fáciles. Con el fin de las paridades fijas, los precios de las materias primas aumentaron y en muchos casos siguieron la referencia del oro, el cual había aumentado considerablemente su valor como reflejo del ajuste del dólar estadounidense (Ugarteche, 2015). En 1973, los países árabes pertenecientes a la Organización de Países Productores de Petróleo (OPEP)⁵ decidieron establecer un embargo a los países occidentales que apoyaron a Israel en la guerra del Yom Kippur⁶, lo que provocó un incremento de los precios del petróleo y en consecuencia un fuerte aumento de la inflación en los países desarrollados. En Estados Unidos específicamente, la inflación pasó de 3.2% en 1972 a un 11% en 1974.

La inflación estadounidense se agravó con la crisis industrial existente en los países desarrollados desde finales de la década de los sesenta, lo que ocasionó de manera simultánea un aumento del desempleo y bajos niveles de crecimiento. Ante estos problemas, se desplegaron políticas fiscales contracíclicas con el fin de neutralizar los efectos. Sin embargo, las medidas fueron ineficaces y dieron paso a un fenómeno económico poco conocido hasta ese entonces, al cual se le denominó “estanflación”.

Por otro lado, los países productores de petróleo se vieron favorecidos por el incremento de los precios internacionales del crudo, y en muchos casos fueron testigos de cómo sus ingresos públicos aumentaron notablemente, lo cual les permitió acceder a crédito internacional usando como garantía su producción petrolífera.

⁵ La Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) es un organismo internacional fundado en Bagdad, Irak, en 1960. Actualmente lo conforman 14 países: Angola, Arabia Saudita, Argelia, Ecuador, Emiratos Árabes Unidos, Gabón, Guinea Ecuatorial, Irán, Irak, Kuwait, Libia, Nigeria, República del Congo y Venezuela. Surge como respuesta a la concentración de poder político y económico de los Estados Unidos como principal productor y consumidor de petróleo del mundo en el período de posguerra.

⁶ Fue un conflicto bélico librado por la coalición de países árabes liderados por Egipto y Siria contra Israel desde el 6 al 25 de octubre de 1973.

En este contexto, el sistema financiero mexicano experimentó profundas modificaciones a partir de esta década, pasó de ser un sistema en esencia protegido y nacional, a un sistema desregulado y globalizado. El objetivo de la desregulación financiera fue la construcción de un sistema financiero basado en el establecimiento y afianzamiento de instituciones financieras no bancarias, así como en el fortalecimiento del mercado de capitales, cuya función primordial sería fondear la inversión (Girón y Levy, 2005).

De ese modo, en 1974 se reformó la legislación bancaria para hacer posible la operación de la banca múltiple, y de la misma manera se aprobó una nueva Ley del Mercado de Valores, con la que se estableció el marco legal para el desarrollo de los intermediarios financieros no bancarios. En 1975 se llevó a cabo la fusión de las tres bolsas regionales de valores (Ciudad de México, Guadalajara y Monterrey) para crear la Bolsa Mexicana de Valores (BMV). Asimismo, se dio cierta liberación de las tasas de interés, específicamente las tasas activas. Para 1976, se publican las reglas para el establecimiento y la operación de la banca múltiple, mediante las cuales los grupos financieros ya autorizados que venían operando en el país pudieron evolucionar hacia la banca múltiple⁷. Del mismo modo, se permitió la apertura de cuentas bancarias en moneda extranjera para residentes nacionales.

Finalmente, en 1978, la ley autoriza el surgimiento de la banca múltiple, la cual comienza a agrupar diversos intermediarios financieros no bancarios como: casas de bolsa, aseguradoras, bodegas de depósito, afianzadoras, sociedades de inversión, factoraje y arrendadoras. Posteriormente se suman todo tipo de empresas industriales y de servicios a los grupos financieros ya integrados, muchas de ellas pertenecientes a las antiguas sociedades de inversión. Para finales del mismo año, ya operaban 22 instituciones como banca múltiple fuerte y bien consolidada, que comprendían las actividades de la banca, las de los otros intermediarios financieros y las de las empresas productoras de bienes y de servicios, lo cual provocó que la

⁷ Anteriormente predominaban tres tipos de instituciones de crédito, los bancos de depósito, los de crédito hipotecario y las sociedades financieras

operación y los intereses bancarios predominaran sobre los demás. Estos cambios dieron paso a que el sistema bancario mexicano comenzara a concentrarse. Como muestra, en 1976 existían en el país más de 240 bancos y para 1978 las instituciones de crédito se habían reducido a 104, de los cuales 22 de ellas eran bancos múltiples (Tello, 2004). De igual modo, surgen los Certificados de la Tesorería de la Federación (CETES) y el papel comercial, los cuales servirían como base para el desarrollo de un mercado de bonos y valores de renta fija.

Por otra parte, la Inversión Extranjera Directa surgió como un elemento fundamental en la creciente internacionalización del capital y en las estrategias de expansión de las empresas multinacionales dentro del marco de la globalización financiera. En ese sentido, en 1973 se creó la Ley para Promover la Inversión Mexicana y Regular la Inversión Extranjera con el fin de avanzar en el proceso de apertura. Esta Ley, le otorgaba poderes discrecionales al Estado a través de la Comisión Nacional de Inversiones Extranjeras (CNIE) para determinar en qué sectores y actividades la inversión extranjera no excedería el 49% del capital social de las empresas. Dentro de la Ley se destaca explícitamente que la CNIE autorizará inversiones extranjeras y sus porcentajes de participación con el objeto de que estas inversiones sean complementarias a las nacionales y no desplazarán a empresas nacionales. De igual forma, su efecto positivo en la balanza comercial, el empleo y la incorporación de insumos y componentes nacionales, eran criterios que se evaluaban por la CNIE para la autorización de la inversión extranjera (Dussel, 2000).

2.1.2. Década de los ochenta: desregulación, crisis de la deuda y la reducción del papel del Estado.

La inestabilidad del sistema monetario internacional de la década anterior sentó las bases para una serie de cambios en materia política y económica por toda América Latina. El cambio más significativo fue sin duda la reducción del papel del Estado en la actividad económica mediante una política de privatizaciones de empresas

estatales, lo cual fue totalmente en contra de las estrategias asumidas durante el periodo de la industrialización por sustitución de importaciones.

De acuerdo a Ramírez (2005), el proceso de privatizaciones al que se vio sometida la región estuvo sustentado bajo un argumento que intentaba justificar su realización por una mala administración e ineficiencia de las empresas del Estado. Sin embargo, el proceso de privatización estaba más vinculado con el objetivo de sanear las finanzas públicas, pues se pensaba que la venta de las empresas públicas podría generar flujos de divisas para cubrir el servicio de la deuda y con ello liberar recursos para poder equilibrar dichas finanzas.

Los desequilibrios fiscales se debieron a que, durante la década de los setenta, muchos países en desarrollo, especialmente aquellos que habían comenzado su proceso de industrialización, y a su vez contaban con grandes dotaciones de recursos, pidieron grandes sumas de dinero aprovechando las bajas tasas de interés en las economías desarrolladas. En América Latina, específicamente en Brasil, Argentina y México, la deuda con los bancos comerciales aumentó a una tasa anual acumulativa de 20.4%. Esto causó que Latinoamérica cuadruplicara su deuda externa de 75 mil millones de dólares en 1975 a más de 315 mil millones de dólares en 1983, lo que significaba el 50% del PIB de la región (Bértola y Ocampo, 2012).

Los problemas relacionados a la deuda externa se agudizaron por una caída en los precios internacionales del petróleo, lo cual provocó que las economías de la región comenzaran a colapsar. En el caso de México, para el mes de febrero de 1982, la devaluación del peso había llegado al 70%, lo que obligó al gobierno del presidente José López Portillo a anunciar un fuerte ajuste a las finanzas públicas durante el mes de abril. No obstante, el ajuste tuvo poco efecto, y los problemas se acentuaron poco después de las elecciones de julio del mismo año. Bajo este escenario, se declaró una moratoria de pagos de 90 días argumentando problemas de flujo y a los pocos meses se anunció la nacionalización de la banca, misma que se justificó

como una medida de política para garantizar la soberanía y el control del estado sobre la economía (Bagundo, 2018).

La nacionalización de la banca vino acompañada de un control de cambios, lo que a la par provocó una reestructuración inmediata del sistema bancario, dando como resultado una mayor concentración, el número de instituciones pasó de 68 a 29. Sin embargo, en los últimos días de diciembre de 1982, el gobierno entrante, envió una iniciativa de Ley Reglamentaria del Servicio Público de Banca y Crédito, que el Congreso de la Unión aprobó en tan sólo un par de días y sin mayor discusión, mediante la cual se establecía la posibilidad de que los particulares volvieran a participar en el capital social de los bancos que el gobierno con el apoyo de ese mismo Congreso de la Unión, había nacionalizado unos meses antes (Tello, 2004).

En 1985, una nueva modificación a la legislación bancaria autorizó la venta de hasta el 34% del capital accionario de los bancos a los particulares. Por otra parte, se expidió una nueva Ley Orgánica del Banco de México, misma que se distinguió porque incorporó la facultad de fijar límites adecuados al financiamiento que pudiera brindar la Institución, lo cual otorgó al Banco la posibilidad de emitir títulos de deuda propios para efectos de regulación monetaria. (Tinoco, Torres y Venegas, 2009)

En ese contexto, la administración del presidente Miguel De la Madrid adoptó una política más flexible y de menos requerimientos para la inversión extranjera en el país. Pasó de tener una filosofía predominante de regulación a otra esencialmente de promoción de la inversión extranjera, que se correspondió desde el punto de vista comercial con la adhesión de México al Acuerdo General sobre Aranceles Aduaneros y Comercio (GATT, por sus siglas en inglés) en el año de 1986. Como resultado, se aceptaron aumentos de aportes extranjeros en el patrimonio de empresas ya instaladas mediante capitalización de pasivos y compras de acciones, asimismo, mediante participación accionaria se habilitó a las empresas extranjeras para operar en la Bolsa Mexicana de Valores (Lichtesztejn, 2012).

En 1989, el régimen del encaje legal fue sustituido por un coeficiente de liquidez, que obligaba a las instituciones de crédito a mantener una reserva de liquidez de por lo menos 30% de su captación, el cual podría integrarse por valores gubernamentales y/o efectivo en caja y/o depósitos a la vista en el Banco de México. De igual manera, surgen nuevos títulos de valores gubernamentales indexados a la inflación y al dólar⁸ (Tello, 2004).

En suma, la década de los ochenta, caracterizada por la reducción del papel del Estado y las privatizaciones masivas, significó un gran salto en cuanto al proceso de desregulación financiera y de apertura comercial. Como consecuencia de la crisis de la deuda, gran parte de las economías en América Latina terminaron de abandonar sus modelos de industrialización por sustitución de importaciones y adoptaron una estrategia de crecimiento orientada hacia las exportaciones. En el caso de México, fue hasta finales de los ochentas, y ya durante el gobierno de Carlos Salinas de Gortari, cuando la economía se logró estabilizar. En el plano financiero, se pasó de una estructura en donde el Estado dirigía y garantizaba el financiamiento al sector productivo a uno de eficiencia económica basado en privatizaciones que respondían al proceso de globalización experimentado más profundamente en la década siguiente.

2.1.3. Década de los noventa: globalización, Tratado de Libre Comercio de América del Norte, crisis financiera y la evolución del mercado de capitales mexicano.

La década de los noventa, representó el momento de auge de la globalización a escala mundial. Este fenómeno colocó a todo el mundo en una nueva dinámica orientada al mercado, en la cual, la integración de la banca, los seguros y los mercados de derivados conllevan una profunda transformación en la estructura de

⁸ Fueron llamados Tesobonos y estuvieron vigentes de julio de 1989 a febrero de 1996. Su valor nominal era de 1,000 dólares.

las instituciones y los mercados financieros internacionales. Acorde con la tendencia global de reemplazar la represión financiera o intervención en los mercados por la liberalización de los sistemas financieros, la desregulación y liberalización financiera se convirtió en el reto de las economías en desarrollo, las cuales buscaron alcanzar mayores tasas de crecimiento mediante una mayor integración con los mercados financieros internacionales (Cuadra, 2015).

En ese contexto, la economía mexicana inició la década de los noventa con un sistema bancario desregulado, así como con un aumento en la participación de las instituciones financieras no bancarias en el país. En mayo de 1990, mediante reformas constitucionales a los artículos 18 y 123, el servicio de banca y crédito dejó de ser actividad exclusiva del Estado, y se concedió el acceso a los particulares a la actividad bancaria. A partir de estas reformas constitucionales, se aprobó una nueva Ley de Instituciones de Crédito el 18 de julio del mismo año que, entre otras cosas, resolvía que la actividad bancaria dejaba de ser un servicio público sujeto a concesión. Del mismo modo, se llevó a cabo la fusión y el cierre de bancos de desarrollo, y posteriormente, en septiembre del año en cuestión, y con apoyo de un acuerdo presidencial, se regirían las bases del proceso de privatización que se llevó a cabo entre 1991 y 1992, mismos años en los que los bancos comerciales adoptaron formalmente los criterios de Basilea (Tello, 2004).

De la misma manera, entre 1991 y 1992, se agudizó la globalización del mercado de valores, iniciada en 1990 con la apertura del mercado de deuda, lo cual incrementó drásticamente el ahorro externo y a su vez generó una fuerte inflación en el mercado de valores. Este cambio estructural, inició la integración de la economía mexicana al mercado financiero externo.

Asimismo, con la firma del Tratado de Libre Comercio de América del Norte⁹ (TLCAN) en 1992, se acordó incrementar la participación de capitales externos en

⁹ El TLCAN estableció un plazo de 15 años para la eliminación total de las barreras comerciales entre los socios, incluyendo: computadoras, textiles, productos agrícolas, vehículos de motor y

las instituciones financieras nacionales, incluida la banca, así como abrir el sector financiero a la competencia internacional (Girón y Levy, 2005).

En el año de 1993, se sustituyó la Ley de Inversiones Extranjeras creada en 1973. Entre sus principales cambios se estipuló que la inversión extranjera podrá participar mayoritariamente en todas las actividades económicas con la excepción de las reservadas al Estado¹⁰ o a las permitidas sólo a ciudadanos mexicanos y sociedades mexicanas que cuenten en sus estatutos con cláusula de exclusión de personas extranjeras (Dussel, 2000).

Para 1994 se abre parcialmente el sistema bancario a los inversionistas nacionales y extranjeros en el marco de la entrada en vigor del TLCAN, y se incorporó un calendario de apertura gradual que iba desde 1995 hasta 2004, con el cual ciertas actividades que sólo podían recibir hasta ese momento un 49% de participación extranjera, podrían recibir hasta el 100%. Las actividades que sufrieron cambios durante este periodo fueron: transporte terrestre internacional de pasajeros, turismo y de carga, servicio de administración de centrales, fabricación y ensamble de partes, equipo y accesorios para la industria automotriz, prestación de servicios de videotexto y comunicación en paquete, edificación, construcción e instalación de obras, entre otras.

Los avances en materia de apertura comercial por parte de México se empalmaron con una tendencia creciente de empresas transnacionales, que de acuerdo a Vidal (2007) registraron el mayor crecimiento en la historia durante la década de los noventa como resultado de reformas legales en los países que buscaron crear mejores condiciones para atraer IED. Durante este periodo se volvió común escuchar a algún presidente, ministro de Hacienda, secretario de Economía o

autopartes. El tratado también contiene cláusulas de protección a los derechos de propiedad intelectual, protección a los trabajadores y medio ambiente.

¹⁰ Petroquímica básica, electricidad, generación de energía nuclear, minerales radioactivos, telégrafos, radiotelegrafía, correos, emisión de billetes, acuñación de moneda, control supervisión y vigilancia de puertos, aeropuertos y helipuertos y demás actividades que expresamente señalen las disposiciones legales aplicables.

presidente de Banco Central justificar cierta medida de política económica o un cambio en la legislación con el recurso de que se buscaba dar confianza a los inversionistas extranjeros.

En cuanto a la política monetaria, en 1991 el sistema de control monetario por regulación directa dejó de existir para dar paso a una política de regulación monetaria indirecta por medio de operaciones de mercado abierto y el anuncio explícito de límites al crédito interno del Banco de México. Asimismo, se eliminó el coeficiente de liquidez, el cual había reemplazado previamente al encaje legal, y se estableció que el financiamiento del déficit del gobierno debería cubrirse de forma parcial mediante una mayor colocación directa de instrumentos de deuda pública en los mercados. También se dismanteló el sistema de canalización obligatoria de fondos por medio de la banca comercial y de los fideicomisos del gobierno federal en el banco central y en otras instituciones nacionales de crédito. De igual modo, se eliminaron los subsidios a las tasas de interés, lo que significó la liberalización total de las tasas de interés (tanto de la activa, como de la pasiva) (Tello, 2004).

Por otra parte, en mayo de 1993 comienza el proceso legislativo de la reforma constitucional para dotar de independencia al Banco de México. Para ello fue necesario reformar los artículos 28, 73 y 123, siendo la más importante la reforma al art. 23 que hoy en día establece que:

El Estado tendrá un banco central que será autónomo en el ejercicio de sus funciones y en su administración. Su objetivo prioritario será procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional, fortaleciendo con ello la rectoría del desarrollo nacional que corresponde al Estado. Ninguna autoridad podrá ordenar al banco conceder financiamiento.

En este marco, el proceso de liberalización financiera que se había iniciado en 1988 acompañado de un entorno internacional propicio en que los países desarrollados mantenían tasas de interés bajas, dieron un impulso adicional a la entrada de

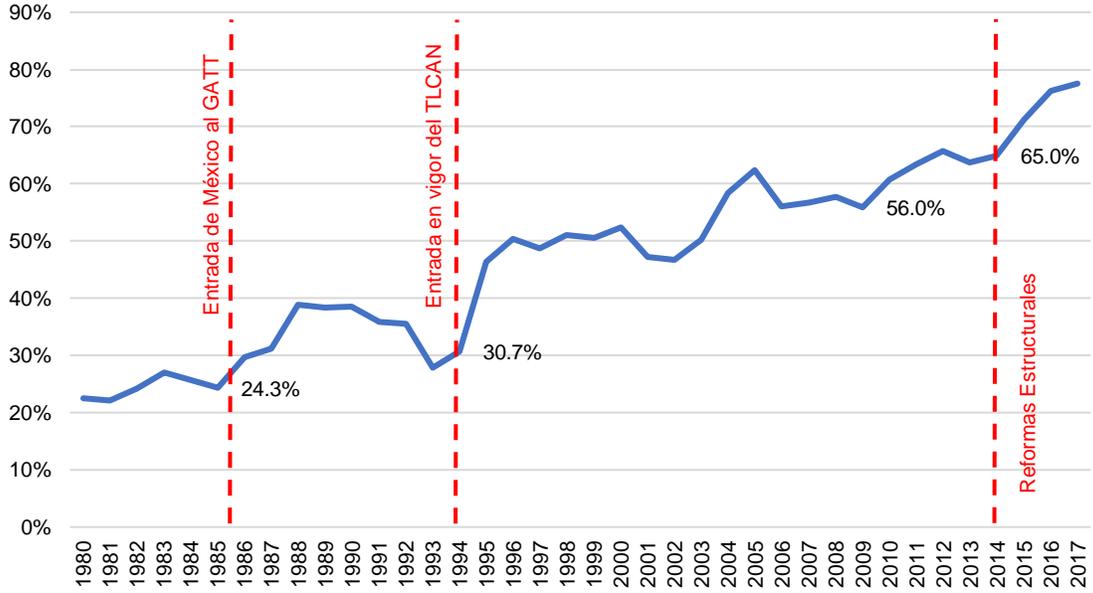
capitales. Así, de 1991 a 1993 esas entradas de capital a México alcanzaron un promedio anual de casi 8% del PIB. Las entradas de capital coincidieron con un fortalecimiento de las finanzas públicas y una fuerte demanda de crédito. De esta manera, se produjo un muy rápido crecimiento del crédito bancario al sector privado. Al mismo tiempo, la expansión de la demanda impulsada por una amplia disponibilidad de financiamiento condujo a un fuerte aumento del déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos. En consecuencia, para 1994 ese déficit representaba ya el 7% con respecto al PIB. El déficit con el exterior era financiado principalmente con capitales de corto plazo bajo un régimen de tipo de cambio administrado¹¹. Los problemas ya mencionados se acentuaron por la falta de transparencia en las estadísticas oficiales y las prácticas contables de los bancos comerciales, lo cual dificultó una evaluación objetiva de la situación. En ese entorno de vulnerabilidad, el comienzo de un ciclo alcista de las tasas de interés internacionales a partir de febrero de 1994, junto con una situación de incertidumbre política creciente, detonaron la crisis. Los inversionistas cambiaron abruptamente su percepción acerca de las perspectivas de la economía mexicana, lo que dio lugar a salidas masivas de capital. Así, la reversión repentina de los flujos de capital y una fuerte depreciación del peso frente al dólar ocasionó una crisis profunda en el sector financiero mexicano (Ortiz, 2009)

La crisis de finales de 1994 adelantó la apertura del sector financiero, permitiendo que el 15 de febrero de 1995 se concediera el acceso de inversionistas institucionales extranjeros con la idea de fortalecer el capital social de las

¹¹ En el caso de México, entre 1991 y 1994, se implementó un tipo de cambio administrado mediante el establecimiento de bandas de flotación, con el objetivo de utilizar al tipo de cambio como ancla antiinflacionaria. Las bandas de flotación suponen de manera implícita que el diferencial de inflación entre un país y sus principales socios comerciales se estrecha de modo progresivo para que los movimientos del tipo de cambio no sean tan grandes; con ellas se pretende que el país tenga elementos de flexibilidad y de predictibilidad en el tipo de cambio. Su aplicación se dificulta cuando la economía tiene que depender de capital externo (no estable) para financiar sus desequilibrios macroeconómicos, ya que se requiere que el tipo de cambio fluctúe dentro de bandas estrechas a fin de proporcionar estabilidad y seguridad a los agentes privados internacionales en sus transacciones de capital. Cuando no se logra acercar la inflación interna a la externa, el sostenimiento del tipo de cambio dentro de la banda se vuelve más difícil; bien se podría ampliar el techo de la banda, pero esto generaría expectativas inflacionarias que provocarían un ataque especulativo contra la moneda nacional. (Romero, 2005)

instituciones financieras nacionales, lo cual provocó una reducción del número de bancos y una extranjerización paulatina de la banca mexicana. En cuanto al proceso de apertura, la firma del TLCAN fue el punto de partida para el establecimiento de más acuerdos comerciales con distintos países y bloques económicos como: Japón, Israel, la Unión Europea y el Mercado Común del Sur (MERCOSUR), todos con la intención de lograr una mayor apertura. Desde la entrada de México al GATT, el Coeficiente de Apertura Comercial evolucionó de manera significativa como se muestra en la Gráfica 1.1.

Gráfica 1.1
Evolución del Coeficiente de Apertura Comercial
1980-2016



Fuente: elaboración propia con datos obtenidos del Banco Mundial

Entre 1996 y 2000 se registró una gran afluencia de recursos del exterior, en su mayor parte en la forma de Inversión Extranjera Directa. En 1996 se registró una entrada de 9,185 millones de dólares, mientras que en el año 2000 se recibieron 18,382 millones de dólares, lo cual representa un cambio porcentual de poco más del 100% de acuerdo a datos de la UNCTAD.

La apertura de la cuenta de capitales también aceleró el desarrollo del mercado accionario mexicano. Desde 1993, un importante número de empresas mexicanas comenzaron a listarse en mercados extranjeros a través de ADR's¹², lo cual hizo posible que inversionistas extranjeros adquirieran acciones de compañías mexicanas, un año después se permitió la incursión de casas de bolsas extranjeras en el mercado mexicano. En 1995 se aprueba la IED mayoritaria en instituciones financieras y se realiza la fusión de la institución supervisora de los bancos, casas de bolsa y la bolsa de valores, y es en el mismo año en el que la BMV comienza a utilizar un sistema electrónico.

Del mismo modo, se establece un nuevo sistema de pensiones, pasando de un mecanismo de reparto definido por los trabajadores del Instituto Mexicano del Seguro Social (IMSS), a otro que opera por contribuciones en cuentas individuales administrado por empresas de giro exclusivo denominadas Administradoras de Fondos para el Retiro (AFORES), lo cual significó la creación de los inversionistas institucionales en México. En 1997 se adoptan los estándares internacionales de contabilidad bancaria de Basilea, con lo cual México homogeniza su información bancaria con el resto de los países de la OCDE.

En 1998 se eliminan totalmente las restricciones de la IED en el sistema bancario y nace el Mercado de Derivados de México (MexDer), lo cual constituyó uno de los avances más significativos en el proceso de globalización del sistema financiero mexicano. Finalmente, en 1999 la totalidad de las negociaciones del Mercado de Capitales se incorporaron al sistema electrónico.

¹² ADR (sigla en inglés de American Depositary Receipt) es un título físico que respalda el depósito en un banco estadounidense de acciones de compañías cuyas sociedades fueron constituidas fuera de aquel país, de manera de poder transar las acciones de la compañía como si fueran cualquiera otra de ese mercado.

2.1.4. Nuevo milenio: internacionalización productiva, profundización financiera y reformas estructurales.

La globalización que caracterizó a la década de los noventa, trajo consigo nuevas formas de organización de las empresas y de las instituciones dentro de un contexto de mercado ampliado a nivel mundial. De esta forma es que se acuña el término de “internacionalización” para designar a la capacidad que alcanzan las empresas para diseminar sus procesos productivos. A través de la relocalización las grandes empresas trasladan su producción a diferentes países para abaratar costes, ganar mercado, tener mejor aprovisionamiento o incentivos fiscales (Gereffi, 2011).

La internacionalización modificó paulatinamente el papel de las economías de América Latina en el plano internacional. En algunos casos les permitió transitar de la industria extractiva a las manufacturas gracias a la fragmentación de las cadenas productivas llevada a cabo por las grandes empresas como se expondrá en el siguiente apartado.

Por otra parte, México continuó con su proceso de integración a los mercados financieros internacionales. En el año 2001, Banxico adoptó oficialmente el *inflation targeting* buscando dar una mayor credibilidad a la política monetaria a manera de garantizar las inversiones en el país. Dentro de este escenario, Citigroup se convirtió en la primera empresa extranjera en inscribirse en la BMV, lo que daría pie a que otras empresas consideraran enlistarse en el mercado de valores mexicano. De igual modo, se incorporaron los Certificados Bursátiles al mercado de valores como instrumento de deuda y en este mismo año, se realiza una nueva reforma a la Ley del Mercado de Valores en la cual se considera la desmutualización de la BMV, convirtiéndose en una empresa pública cuyas acciones eran susceptibles de negociarse en el mercado de valores (Gutiérrez, 2016).

En 2003 se abrió el Mercado Global, también conocido como Sistema Internacional de Cotizaciones (SIC), a través de la BMV, dando acceso a los inversionistas

mexicanos a acciones de empresas internacionales. En 2004 se crea el mercado de opciones mediante una alianza estratégica con el mercado español de futuros financieros, lo que paulatinamente hizo posible las operaciones por parte de extranjeros en el MexDer. En 2008 la Bolsa Mexicana de Valores obtiene la certificación en calidad ISO 9000 de los procesos de Control Operativo y Vigilancia de Mercados. En el año 2009 se enlistó el primer ETF¹³ sobre un índice creado y calculado por la BMV y que a su vez monitoreaba el mercado brasileño, facilitando a los inversionistas el acceso a dicho mercado a través de la plataforma de negociación de la propia Bolsa. Para 2010, la BMV firmó una alianza con la Bolsa de derivados más grande del mundo, el Chicago Mercantile Exchange (CME) llevando así los derivados mexicanos a los grandes inversionistas internacionales.

En 2011 la BMV da otro gran salto en su integración al mercado mundial accionario firmando un acuerdo de intención con las bolsas de valores que conforman el mercado integrado latinoamericano (MILA). En el marco de la II Cumbre de la Alianza del Pacífico, la Bolsa Mexicana firmó un Acuerdo de Intención con las bolsas de valores de Colombia, Perú y Chile (BMV, 2019). Por último, en julio de 2018 empieza a operar la Bolsa Institucional de Valores (BIVA), con el objetivo de atraer a nuevas emisoras, inversionistas y casas de bolsa. BIVA se promocionó como una bolsa con una plataforma tecnológica más avanzada que su competencia. De esta forma buscaría enlistar a más de 50 nuevas emisoras. De ser así, el número total de empresas en bolsa en México crecería un 33%, considerando que la BMV cuenta con 144 empresas listadas a la fecha.

En materia de inversión, la tendencia de los flujos mundiales de IED interrumpió su dinamismo entre los años 2007 y 2009, como resultado de la crisis financiera mundial, y se recuperó discretamente a partir del 2010. En el 2011, por primera vez, se superaron los niveles precrisis, y en 2012, por primera vez, más de la mitad de los flujos de IED se destinaron a las economías en desarrollo y en transición, las

¹³ Un exchange-traded fund (ETF por sus siglas en inglés), o fondo de inversión cotizado, es un fondo de inversión cuya principal característica es que se negocia en mercados secundarios de valores.

cuales alcanzaron el 52%, mientras las economías desarrolladas accedieron al 48 % de los totales mundiales (Salas, 2014).

Por otro lado, los flujos de cartera hacia los países emergentes se incrementaron alentados por los diferenciales en los tipos de interés que aseguraban mayores rentabilidades y por tasas de crecimiento atractivas que daban certidumbre a las inversiones. De acuerdo al informe del Institute of International Finance (2011) las entradas netas de capital a economías emergentes en 2010 ascendieron a 908,000 millones de dólares, un 50% más que en 2009. La región más beneficiada fue el Sudeste asiático captando cerca del 40%, seguido por América Latina y Europa Oriental con 21% y 19% respectivamente.

No obstante, el cambio más significativo se presentó en el año 2014. En dicho año, se llevó a cabo una reforma a la Ley de Inversión Extranjera Directa como parte de una serie de Reformas Estructurales, lo cual finalmente hizo posible la IED en el sector energético, el cual se encontraba restringido únicamente para la participación de capitales nacionales. Con los cambios realizados en este año, los inversionistas extranjeros podrían participar en la distribución de gas licuado de petróleo y gasolina, así como en la explotación, exploración y extracción de hidrocarburos. De igual forma, se hacía posible la inversión extranjera en la construcción de ductos para la transportación de petróleo y sus derivados, actividades que se encontraban reservadas únicamente para PEMEX.

El cambio en la arquitectura financiera internacional cuyo génesis se sitúa a principios de la década de los setenta, la posterior desregulación característica de los años ochenta impulsada por amplios procesos de privatizaciones, la globalización de los años noventa que transformó los sistemas financieros nacionales en sistemas globales, acompañada de grandes flujos de IED que dieron paso a la internacionalización en el nuevo milenio, son los grandes cambios institucionales en América Latina que desencadenaría el fenómeno de la financiarización en los últimos años, el cual será abordado en el siguiente capítulo.

2.2. Inversión Extranjera Directa en América Latina

De acuerdo con la OCDE (2018), la Inversión Extranjera Directa, es aquella inversión que tiene como propósito crear un interés duradero con fines económicos o empresariales de largo plazo por parte de un inversionista extranjero en el país receptor. Las estrategias de la IED varían ampliamente, pero pueden ser agrupadas en tres categorías amplias: fusiones y adquisiciones (M&A por sus siglas en inglés), empresas conjuntas (*joint ventures*) e inversiones nuevas (*greenfield investments*).

Las fusiones y adquisiciones constituyen la compra de operaciones existentes (ya sea en parte o en su totalidad) en el país receptor. Este tipo de operaciones se realizan cuando existe una empresa de tamaño considerable que opera localmente y se encuentra arraigada a los patrones de consumo del país al que pertenece, es altamente rentable, o bien porque representa una fuerte competencia en el sector al cual se desea ingresar. No obstante, una empresa puede ser adquirida debido a su potencial de crecimiento, independientemente del tamaño que posea (Moran, 2010). Las fusiones y adquisiciones implican un aumento en la participación o la adquisición total del control por parte de la empresa compradora. De ello es que nacen dos figuras: la matriz y la filial. La matriz es aquella empresa que representa el grupo de control de las filiales, y puede ejercer control directo o indirecto sobre ellas. Mientras que las filiales son las empresas controladas por la matriz y que no solamente tienen obligaciones financieras hacia la misma, sino que forman parte de la misma estructura organizativa (Krugman, P., Obstfeld, M., 2006).

La estrategia de empresas conjuntas funciona mediante una asociación estratégica temporal entre una o más empresas con sede en el extranjero y empresas locales. Todas las empresas involucradas mantienen su individualidad e independencia jurídica pero actúan unidas bajo una misma dirección y normas. Las inversiones realizadas, el control, las responsabilidades, el personal, los riesgos, así como los gastos y los beneficios se establecen previamente mediante contratos.

Por último, la inversión *greenfield* es una forma de inversión extranjera directa en la cual la matriz de una empresa comienza un nuevo proyecto en un país extranjero, para lo cual construye nuevas instalaciones operacionales y también crea puestos de trabajo mediante la contratación de nuevos empleados. De acuerdo a Huang y Zhu (2016) la inversión de tipo *greenfield* es la que implica el mayor riesgo e incertidumbre.

Por lo anterior, es que la IED representa para las empresas multinacionales una forma para aumentar su presencia en otros mercados, permitiéndoles incrementar las ganancias de las mismas. De igual forma, funciona como una herramienta para fraccionar y hacer más eficientes sus cadenas productivas. De modo que, la IED, cómo ya se mencionó en el apartado anterior, es un instrumento comúnmente utilizado por los formuladores de políticas para equilibrar la balanza de pagos, pero también ha sido una manifestación de la tendencia global a la segmentación de la producción.

Durante la década de los noventa, América Latina se convirtió en una de las principales regiones receptoras de IED. Argentina, Brasil, Chile y México fueron los países que concentraron mayores flujos, los cuales eran atraídos debido al creciente papel protagónico de la empresa privada, por la disminución del papel del Estado en la economía, así como por una regulación poco estricta tanto comercial como financiera. No obstante, la regulación poco estricta que hizo atractiva la llegada de estos flujos, fue tan deficiente que los capitales resultaron ser volátiles con el paso del tiempo.

Durante la misma década se firmaron y fortalecieron acuerdos comerciales preferenciales que buscaban la inserción de los países latinoamericanos en el mercado mundial como: los ya mencionados TLCAN y el MERCOSUR, el Mercado Común Centroamericano (MCCA), la Comunidad Andina (CAN), y la Comunidad del Caribe (CARICOM).

Las ventajas comparativas de la región latinoamericana favorecieron principalmente a los sectores primarios, por lo que la IED se concentró en los países ricos en recursos mineros y de hidrocarburos, sin embargo, en el caso particular de México, a pesar de ser un país rico en hidrocarburos, las regulaciones existentes impidieron la explotación de los mismos, por lo que fue la industria manufacturera, principalmente automotriz, la que detonó e hizo posible la introducción de las manufacturas mexicanas al mercado mundial. Como ejemplo, entre 1989 y 1994 ingresaron a México inversiones que sumaron 5,473 millones de dólares por cuenta de Chrysler, Ford, General Motors, Nissan y Volkswagen. En 1995 y 1996 los recursos provenientes del exterior con destino a las filiales en la industria automotriz alcanzaron 2,927 millones de dólares, asimismo, se estima que en el periodo de 1989 a 1996, las inversiones realizadas por estas firmas representaron el 17.6% de toda la IED efectuada en la época (Vidal, 2001).

La profundización de la IED en otros sectores como el de las telecomunicaciones o el bancario, fue posible debido a la oleada de privatizaciones de mediados de los noventa por toda América Latina. Durante el periodo comprendido entre 1996 y el año 2000, los flujos de IED se incrementaron nuevamente, aunque de una forma menos drástica que en el periodo 1990-1995, lo cual responde a una serie de crisis económicas alrededor del planeta, entre las que destacan la ya mencionada crisis de México a finales de 1994, la crisis financiera asiática en 1997, la brasileña en 1998-1999 y la argentina en 2000-2001, que no sólo provocaron disminuciones en los flujos de capitales, sino que en algunos casos, también causarían salidas de los mismos.

Las crisis económicas durante el periodo de 1996-2000 provocaron cambios significativos en la estructura económica de los países en cuestión, y como resultado, los flujos de IED comenzaron a abarcar diferentes sectores. Durante los primeros años del siguiente periodo (2001, 2005) los flujos de IED hacia la región tuvieron una notable reducción, no obstante, a partir de 2004 América Latina comenzó a experimentar un rápido crecimiento impulsado en algunos casos por la

fuerte entrada de IED, la cual alcanzó su punto más alto en 2007 de acuerdo con datos de la CEPAL (2008).

Brasil, México y Chile fueron los países que más se beneficiaron con la entrada de IED, misma que se concentró en sectores como el financiero, el de servicios, o el de las manufacturas. Con el paso del tiempo, la distribución sectorial de la IED en las principales economías de América Latina se transformó, el sector primario dejó de ser el de mayor peso en algunos casos, y en otros perdió terreno ante otros sectores. Brasil, Colombia y posteriormente Argentina se convirtieron en países manufactureros y prestadores de servicios, mientras que, en Chile el sector financiero ganó una especial importancia en la captación de IED. En el Cuadro 2.1 se muestra la distribución sectorial promedio de la IED para las principales economías de la región en el periodo 2006-2016.

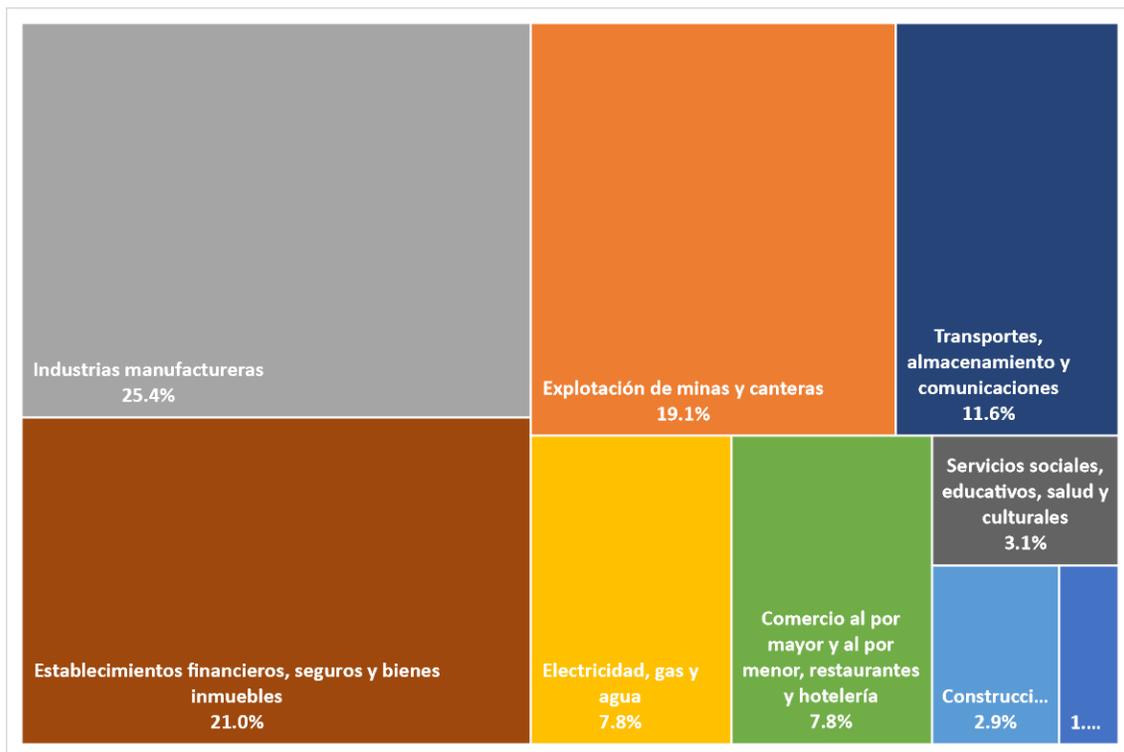
Cuadro 2.1.
Distribución sectorial promedio de la IED
2006-2016

Sector	Argentina	Brasil	Chile	Colombia	México	Perú
Agricultura, caza, silvicultura y pesca	2.6%	2.0%	0.8%	1.4%	0.3%	1.0%
Explotación de minas y canteras	23.8%	2.9%	38.2%	22.1%	5.2%	22.1%
Industrias manufactureras	32.7%	24.5%	4.5%	24.8%	50.9%	14.9%
Electricidad, gas y agua	1.3%	15.4%	11.1%	4.6%	2.0%	12.4%
Construcción	1.0%	4.1%	1.7%	4.7%	4.3%	1.4%
Comercio al por mayor y al por menor, restaurantes y hotelería	10.2%	5.4%	3.0%	12.2%	11.7%	4.2%
Transportes, almacenamiento y comunicaciones	6.8%	13.2%	5.5%	12.5%	9.3%	22.4%
Establecimientos financieros, seguros y bienes inmuebles	17.6%	25.5%	34.2%	16.0%	14.1%	18.8%
Servicios sociales, educativos, personales, salud y culturales	4.0%	7.0%	0.9%	1.6%	2.0%	2.8%

Fuente: elaboración propia con datos obtenidos del Banco Central de la República Argentina (BCRA), Banco Central do Brasil (BCB), Banco Central de Chile, Banco de la Republica de Colombia (Banrep), Banco de México (BANXICO) y PROINVERSIÓN Perú. Se realizó una homologación de la base de datos a criterio del autor con el fin de hacer equiparables los sectores. Se uso como referencia la clasificación llevada a cabo por el Banco de la Republica de Colombia el cual cuenta con una clasificación de nueve sectores.

De manera conjunta, la IED en América Latina ha transitado hacia las manufacturas y los servicios financieros, lo cual se observa en la distribución sectorial promedio de los últimos diez años que se muestra en el Cuadro 2.2.

Cuadro 2.2
Distribución sectorial promedio de IED para el conjunto de las principales economías de América Latina 2006-2016



Fuente: elaboración propia con datos obtenidos del Banco Central de la República Argentina (BCRA), Banco Central do Brasil (BCB), Banco Central de Chile, Banco de la Republica de Colombia (Banrep), Banco de México (BANXICO) y PROINVERSIÓN Perú. Se realizó una homologación de la base de datos a criterio del autor con el fin de hacer equiparables los sectores. Se uso como referencia la clasificación llevada a cabo por el Banco de la Republica de Colombia el cual cuenta con una clasificación de nueve sectores.

La relevancia de la IED como pieza clave del crecimiento dentro del modelo de apertura comercial adoptado por las economías de América Latina se puede analizar cotejando la IED con respecto al Producto Interno Bruto (PIB) como se muestra en el Cuadro 2.3.

Cuadro 2.3.
Flujos de IED como porcentaje del PIB en las principales economías de América Latina 1990-2016

País /Año	Promedio del periodo				
	1990-1995	1996-2000	2001-2005	2006-2010	2011-2016
Argentina	1.6%	3.7%	2.2%	2.3%	1.9%
Brasil	0.4%	2.9%	3.1%	2.3%	3.2%
Chile	2.8%	6.7%	5.8%	7.0%	7.5%
Colombia	1.3%	2.8%	3.1%	4.3%	4.0%
México	1.6%	2.5%	3.1%	2.6%	2.5%
Perú	2.4%	3.9%	2.6%	4.9%	4.5%

Fuente: elaboración propia con datos obtenidos de la UNCTAD.

A partir del Cuadro 2.3, se puede observar que Chile es la economía en la que la IED tiene un mayor peso, y esto es para todos los periodos de estudio. La segunda posición es ocupada en términos generales por Perú, con la excepción del periodo 2001-2005 en el que fue superada por Brasil, Colombia y México. De igual manera es importante destacar el comportamiento de la IED en Colombia, ya que esta ha presentado un crecimiento sostenido en todos los periodos, al punto en el que en el último periodo de análisis (2011-2016) ocupa la tercera posición.

Por otro lado, la IED como porcentaje de la formación bruta de capital fijo (FBCF), misma que mide el valor de las adiciones a los activos fijos adquiridos por las empresas, el gobierno y los hogares menos las cesiones de activos fijos vendidos, ha presentado un comportamiento diverso en los países de la muestra cómo se observa en el Cuadro 2.4. La importancia de la relación entre IED y FBCF parte del hecho de que la IED representa solo un flujo de financiamiento, y no necesariamente una inversión, por lo que la IED, no necesariamente refleja la adquisición de nuevos activos fijos. En ese sentido al comparar la IED respecto a la FBCF

Cuadro 2.4.
Flujos de IED a las principales economías de América Latina como porcentaje de la
Formación Bruta de Capital Fijo
1990-2006
(Millones de USD)

País /Año	Promedio del periodo				
	1990-1995	1996-2000	2001-2005	2006-2010	2011-2016
Argentina	10.5%	23.0%	15.3%	12.9%	11.3%
Brasil	1.8%	15.7%	17.3%	12.3%	16.5%
Chile	11.3%	27.7%	27.3%	31.6%	31.7%
Colombia	5.3%	12.4%	17.8%	19.7%	16.3%
México	12.2%	18.5%	15.5%	22.9%	17.8%
Perú	9.1%	14.1%	15.4%	11.8%	11.7%

Fuente: elaboración propia con datos obtenidos de la UNCTAD.

A partir de la información del Cuadro 2.4, se puede identificar que Chile es el país con el mayor ratio de IED respecto a la Formación Bruta de Capital Fijo prácticamente en todos los periodos, y de igual forma es el país en el que mayor peso tiene en la relación IED con respecto al PIB conforme al Cuadro 2.2. El segundo lugar, al menos en los dos últimos periodos, es ocupado por México, mientras que el tercero se disputa en términos generales entre Brasil y Colombia en los últimos tres periodos.

Por otra parte, el análisis del peso de la IED por estrategia de inversión o por tipo es parte de la información necesaria para analizar el impacto de la IED, especialmente en la economía receptora. El efecto arrastre de la inversión variará dependiendo del tipo de inversión, (fusiones y adquisiciones, empresas conjuntas o *greenfield*) así como por su peso relativo en el total de las inversiones de una economía. Ahora bien, si se analiza la ratio por país y por sector se puede obtener información valiosa. No obstante, la confidencialidad podría impedir la disponibilidad con carácter general de la información a ese nivel de detalle (OCDE, 2008).

Tomando en consideración estas limitantes, es que se prefiere utilizar la clasificación por componentes mediante el principio direccional, establecido en el Marco de Inversión Extranjera Directa publicado por la OCDE en 2008. Esta clasificación ofrece información detallada sobre el peso relativo de las categorías de transacciones y posiciones de IED tanto para la inversión en la economía declarante como para la inversión en el exterior. La información se basa en datos agregados por componentes de la IED, que son: aportes de capital, préstamos entre compañías (también conocida como cuentas con la matriz), y reinversión de utilidades. Con base en lo anterior, en el Cuadro 2.5, se muestran los flujos de IED por componentes en las principales economías de América Latina de 2006 a 2016. Importante aclarar que el uso de tres puntos (...) significa que la clasificación no se realizó utilizando este criterio en el año en cuestión.

En tanto a los componentes de la IED, los aportes de capital son considerados la fuente más representativa del interés de las empresas por instalarse en los países de la región. Los aportes de capital refieren a todas aquellas inversiones iniciales realizadas por personas físicas o morales extranjeras al establecerse en el país receptor; dentro de estas inversiones se incluyen aquellas en activo fijo y capital de trabajo para la realización de actos de comercio en la economía anfitriona. Las aportaciones de capital también reflejan las transmisiones de acciones por parte de inversionistas nacionales a inversionistas extranjeros, a través de las cuales la IED adquiere al menos el 10% de acciones con poder de voto de sociedades nacionales ya establecidas. Estos movimientos se consideran IED debido a que tienen la finalidad de obtener un interés de largo plazo en empresas locales, lo cual es congruente con la definición de IED de la OCDE. La reinversión de utilidades refleja la parte de las utilidades que no se distribuye como dividendos y que se considera IED por representar un aumento de los recursos de capital propiedad del inversionista extranjero. Y, por último, los préstamos entre compañías se refieren a las transacciones originadas por deudas entre empresas asociadas, incluye tanto préstamos de las matrices residentes en el exterior a sus filiales en el país receptor, como préstamos o adelantos de pagos de las filiales a sus matrices; estas

transacciones son consideradas como IED debido a que significan un ingreso proveniente del exterior financiado directamente por el inversionista extranjero a su filial (Secretaría de Economía, 2010)

Cuadro 2.5.
Flujos de IED por componentes en las principales economías de América Latina 2006-2016

Año/País	Argentina			Brasil			Chile		
	Aportes de capital	Préstamos entre compañías	Reinversión de utilidades	Aportes de capital	Préstamos entre compañías	Reinversión de utilidades	Aportes de capital	Préstamos entre compañías	Reinversión de utilidades
2006	39.2%	28.5%	32.3%	58.5%	41.5%	...	19.5%	4.9%	75.6%
2007	50.8%	49.1%	0.0%	59.3%	40.7%	...	42.1%	10.1%	47.8%
2008	68.2%	-25.1%	56.9%	63.2%	36.8%	...	13.7%	5.5%	80.7%
2009	27.0%	30.9%	42.1%	45.4%	15.2%	39.4%	29.1%	20.7%	50.2%
2010	47.2%	24.0%	28.8%	54.2%	16.3%	29.6%	45.2%	13.1%	41.7%
2011	41.5%	20.4%	38.1%	61.0%	26.0%	13.0%	28.2%	36.1%	35.7%
2012	38.5%	-8.0%	69.4%	60.5%	55.0%	-15.5%	23.1%	41.3%	35.6%
2013	20.8%	-18.7%	97.8%	48.9%	40.1%	11.0%	44.3%	37.1%	18.6%
2014	25.5%	20.3%	54.2%	66.3%	24.2%	9.6%	30.8%	50.5%	18.6%
2015	134.6%	-145.2%	110.5%	57.5%	30.9%	11.7%	49.7%	21.8%	28.5%
2016	24.1%	21.0%	54.8%	76.3%	16.3%	7.3%	30.1%	-22.3%	92.2%
Total	40.1%	13.3%	46.6%	58.2%	29.5%	12.3%	33.1%	24.9%	42.0%
Año/País	Colombia			México			Perú		
	Aportes de capital	Préstamos entre compañías	Reinversión de utilidades	Aportes de capital	Préstamos entre compañías	Reinversión de utilidades	Aportes de capital	Préstamos entre compañías	Reinversión de utilidades
2006	79.0%	-1.4%	22.3%	54.7%	19.5%	25.7%	13.3%	16.8%	69.8%
2007	74.4%	0.4%	25.1%	40.4%	30.7%	28.9%	43.1%	9.5%	47.5%
2008	61.1%	9.1%	29.8%	58.3%	14.3%	27.4%	28.4%	-12.2%	83.7%
2009	58.2%	-9.9%	51.7%	75.7%	-0.6%	24.9%	28.9%	8.2%	62.9%
2010	56.5%	12.8%	30.7%	39.4%	17.0%	43.7%	12.2%	28.8%	59.0%
2011	60.4%	8.2%	31.3%	26.7%	14.6%	58.7%	45.7%	-4.3%	58.6%
2012	60.2%	14.6%	25.2%	47.5%	15.3%	37.1%	25.4%	32.7%	41.9%
2013	56.8%	15.4%	27.8%	19.8%	26.1%	54.0%	-40.2%	60.9%	79.3%
2014	62.8%	17.1%	20.1%	37.4%	30.6%	32.0%	50.4%	13.4%	36.2%
2015	46.7%	33.8%	19.6%	31.8%	41.2%	27.0%	32.3%	7.0%	60.8%
2016	56.8%	14.2%	29.0%	36.5%	33.2%	30.3%	29.3%	-10.7%	81.4%
Total	60.2%	12.3%	27.5%	41.9%	23.4%	34.7%	28.3%	11.9%	59.8%

Fuente: elaboración propia con datos obtenidos del Informe sobre la Inversión Extranjera Directa en América Latina y el Caribe del año 2018 elaborado por la CEPAL.

En el cuadro 2.5, se observa que, Brasil, Colombia y México, son los países en los que los aportes de capital son los que concentran el mayor volumen de IED, con 58.2%, 60.2% y 41.9% respectivamente, mientras que, en Argentina, Chile y Perú, la reinversión de utilidades es la que se lleva el mayor peso, con 46.6% 42.0% y 59.8% respectivamente. Si se considera al conjunto de los países de la muestra, los aportes de capital son los que concentran el mayor peso respecto a la IED, seguido por la reinversión de utilidades y por último los préstamos entre compañías como se muestra en la Gráfica 2.1

Gráfica 2.1
Flujos de IED por componentes para el conjunto de las principales economías de América Latina 2006-2016



Fuente: elaboración propia con datos obtenidos del Informe sobre la Inversión Extranjera Directa en América Latina y el Caribe del año 2018 elaborado por la CEPAL.

En resumen, con los datos presentados en este apartado es posible concluir que existen tres sectores en los que la IED predomina. El sector manufacturero con 25.4%, el de servicios financieros, seguros y bienes inmuebles con 21.0%, y el de explotación de minas y canteras con 19.1%. El sector manufacturero es encabezado por México, quien concentra el 50.9% de la IED en este sector, seguido por Argentina con 32.7%, Colombia con 24.8% y Brasil con 24.5%, mientras que, en

Perú y Chile, este sector prácticamente no tiene un peso considerable (14.9% y 4.5% respectivamente). El sector de servicios financieros, seguros y bienes inmuebles lo encabeza Chile con 34.2%, seguido por Brasil con 25.5% y Perú con 18.8%, Argentina, Colombia y México concentran 17.6%, 16.0% y 14.1% respectivamente. Por último, el sector de explotación y minas y canteras es una vez más encabezado por Chile con 38.2%, Argentina con 23.8%, Colombia y Perú con 22.1%, y muy atrás le sigue México con 5.2% y Brasil con 2.9%. De la misma manera se identificó que Chile es el país en el que la IED tiene la mayor importancia, lo cual se concluye a partir de su comparación respecto al PIB y la FBCF, con 7.5% y 31% durante el último periodo de estudio (2011-2016). En cuanto al tipo de inversión de forma conjunta, los aportes de capital son los que concentran el mayor peso respecto a la IED con 49.4%, seguido por la reinversión de utilidades con 26.1%, y por último los préstamos entre compañías con 24.4%. De forma específica Brasil, Colombia y México, son los países en los que los aportes de capital son los que concentran el mayor volumen de IED, con 58.2%, 60.2% y 41.9% respectivamente, mientras que, en Argentina, Chile y Perú, la reinversión de utilidades es la que se lleva el mayor peso, con 46.6% 42.0% y 59.8% respectivamente.

2.3. La gran empresa y su relación con el mercado de capitales en América Latina.

En sentido estricto, el mercado de capitales es un espacio en el que interactúan prestamistas y prestatarios mediante la compra-venta de valores, principalmente acciones y títulos de deuda con el fin, por un lado, de proteger o acrecentar el ahorro, y por el otro, de obtener financiamiento a mediano y largo plazo.

Como ya se discutió en el primer capítulo, el mercado de capitales se caracteriza principalmente por la existencia del riesgo, el cual se extiende a un gran número de agentes, sean o no participantes del mismo, y por la variabilidad en la liquidez de los instrumentos que en él se negocian. De forma general, el mercado de capitales se clasifica en: mercado de renta fija, en el cual se negocian títulos como bonos y letras, que representan una obligación por parte de la empresa emisora con el acreedor del título; mercado de renta variable en el que se negocian las acciones de las empresas enlistadas en una bolsa de valores; y el mercado de derivados en el que se negocian precios a futuro de un bien subyacente o de referencia, esto con el objetivo de prevenir las posibles variaciones al alza o a la baja del precio que se genere sobre éste producto.

De tal forma que, retomando la importancia del financiamiento como una de las bases para la inversión, es que las bolsas de valores pueden ser consideradas como instituciones que fomentan el desarrollo de los países, ya que suponen canalizar el ahorro hacia la inversión productiva, lo que se traduce en crecimiento y empleo. En ese sentido, la capitalización de mercado, que refleja el precio de cada acción en un momento dado multiplicado por el número de acciones en circulación, sirve como un buen indicador del desarrollo del sistema financiero en una economía. De igual forma, el número de empresas enlistadas en la bolsa, brinda una idea muy general de la estructura del mercado de capitales. En los Cuadros 2.6 y 2.7 se muestra tanto la capitalización de mercado con respecto al PIB, como el número total de empresas

que se encuentran enlistadas en las bolsas locales de las principales economías de América Latina.

Cuadro 2.6.
Capitalización de mercado como porcentaje del PIB en las principales economías de América Latina 2000-2016

Año/País	Argentina	Brasil	Chile	Colombia	México	Perú
2000	16.1%	34.5%	77.6%	-	18.3%	4.2%
2001	12.4%	33.3%	79.3%	-	17.4%	1.4%
2002	17.0%	25.0%	71.5%	-	14.0%	1.8%
2003	27.4%	42.0%	114.4%	-	17.2%	1.7%
2004	24.7%	49.4%	117.9%	-	22.3%	1.6%
2005	23.9%	53.2%	111.0%	34.5%	27.6%	2.3%
2006	22.0%	64.1%	112.7%	34.6%	36.1%	4.7%
2007	19.8%	98.0%	122.6%	49.2%	38.1%	7.9%
2008	11.0%	34.9%	73.4%	36.0%	21.3%	3.1%
2009	13.7%	80.2%	133.8%	60.1%	39.3%	2.4%
2010	15.1%	70.0%	156.4%	72.6%	43.2%	2.7%
2011	8.2%	47.0%	107.2%	60.0%	34.9%	3.0%
2012	6.3%	49.8%	117.3%	70.9%	44.2%	2.7%
2013	9.6%	41.3%	95.2%	53.3%	41.7%	1.6%
2014	11.4%	34.4%	89.4%	38.8%	37.0%	1.6%
2015	9.6%	27.2%	78.5%	29.5%	34.9%	0.8%
2016	11.7%	42.2%	86.0%	36.8%	33.5%	1.4%

Fuente: elaboración propia con datos del Banco Mundial

A partir del Cuadro 2.6 se observa que Chile es la economía con la mayor ratio capitalización de mercado/PIB, de hecho, es mayor al 100% en la mitad de los años de estudio. Brasil ocupa el segundo lugar en términos generales, lo cual es razonable considerando que la bolsa de Sao Paulo es la más grande en términos de capitalización de mercado, así como en el total de empresas enlistadas como se muestra en el Cuadro 2.7. De igual forma, se destaca la importancia del mercado de capitales en Colombia desde que comenzó a modernizarse, inclusive superior al caso de México quien comenzó su proceso de modernización y profundización desde los años noventa, es decir, antes que la economía colombiana. Por último, se aprecia lo rezagado que está el mercado de capitales en Perú, lo que es

paradójico debido a que en términos generales es la tercera bolsa con más empresas enlistadas en América Latina. El número total de empresas enlistadas en los países de la muestra se expone en el Cuadro 2.7.

Cuadro 2.7.
Número de empresas enlistadas en las principales bolsas de América Latina
2000-2016

Año/País	Argentina	Brasil	Chile	Colombia	México	Perú
2000	122	457	260	73	175	209
2001	116	426	249	120	167	204
2002	110	396	245	110	163	198
2003	106	367	239	110	158	195
2004	103	357	239	106	151	192
2005	100	342	245	98	150	193
2006	101	347	244	94	132	189
2007	106	395	238	90	125	188
2008	107	383	235	89	125	201
2009	101	377	232	87	125	195
2010	101	373	227	84	130	199
2011	99	366	229	79	128	202
2012	101	353	225	76	131	214
2013	97	352	227	72	138	212
2014	95	351	230	70	141	211
2015	93	345	223	69	136	212
2016	93	338	214	68	137	217

Fuente: elaboración propia con datos del Banco Mundial

Considerando el caso de Perú, quien a pesar de contar con un gran número de empresas enlistadas en la bolsa de valores local no refleja un peso considerable respecto al PIB, se puede deducir que en su mayoría son empresas pequeñas, o en su caso, grandes empresas con baja bursatilidad. El tamaño de las empresas se clasifica de acuerdo a una serie de criterios. El primero de ellos es desde el punto de vista económico, que clasifica a las empresas en función de su volumen de ventas. El criterio técnico, que evalúa el nivel tecnológico. El criterio patrimonial que se basa en la cantidad de bienes, derechos y obligaciones con los que cuenta la empresa. Y por último el criterio organizativo, que se refiere en general al número de trabajadores con los que cuenta la empresa.

En ese sentido, a manera de ampliar el análisis, se utilizan los datos del ranking 2017 de la revista América Economía, que enlista a las 500 empresas más grandes de América Latina conforme a su volumen de ventas, para identificar a las grandes empresas, y de igual manera determinar en qué sectores se encuentran y distinguir qué tipo de empresa son las que dinamizan el mercado local.

En ese orden de ideas, se identifican seis tipos de empresas, las nacionales estatales, las nacionales privadas, las filiales multinacionales, las filiales multilaterales, las multilaterales estatales y las multilaterales privadas. Aquí es importante definir que una multilateral es una empresa que tiene su origen en algún país de América Latina y que tiene presencia en más de un país de la región. En el Cuadro 2.8, se presenta el resumen de los datos obtenidos de la revista, en él se incluye la cantidad de firmas por país de acuerdo a la clasificación previamente mencionada, así como su participación o no participación en la bolsa de valores local.

Cuadro 2.8.
Grandes Empresas de América Latina conforme a su clasificación y su presencia en bolsa 2016

Tipo de Empresa	Argentina	Brasil	Chile	Colombia	México	Perú
Sin Presencia en Bolsa						
Filial multilateral	2	1	3	5	2	3
Filial multinacional	19	48	10	7	53	4
Multilateral estatal	0	2	0	3	0	0
Multilateral privada	3	6	2	4	12	2
Nacional estatal	1	3	7	0	3	1
Nacional privada	6	40	16	7	15	5
Total	31	100	38	26	85	15
Con Presencia en Bolsa						
Filial multilateral	0	1	0	0	0	1
Filial multinacional	2	20	6	1	3	5
Multilateral estatal	0	1	0	0	0	0
Multilateral privada	3	20	11	2	28	3
Nacional estatal	0	9	0	1	1	1
Nacional privada	5	37	13	1	12	3
Total	10	88	30	5	44	13

Total	41	188	68	31	129	28
	485					

Fuente: elaboración propia con datos obtenidos de la revista América Economía en su edición "Ranking 500 Empresas 2017"

A partir del Cuadro 2.8, es posible identificar que Brasil es el País con el mayor número de grandes empresas dentro del ranking, sumando un total de 188, es seguido por México con 129 y posteriormente por Chile con 68. No obstante, es importante destacar que las empresas sin presencia en bolsa son más que las enlistadas en todos los casos de estudio. En el Cuadro 2.9 se observa la distribución de las empresas en términos porcentuales a manera de hacer más ilustrativo lo antes mencionado.

Cuadro 9.
Distribución de las grandes empresas de América Latina conforme a su clasificación y su presencia en bolsa 2016

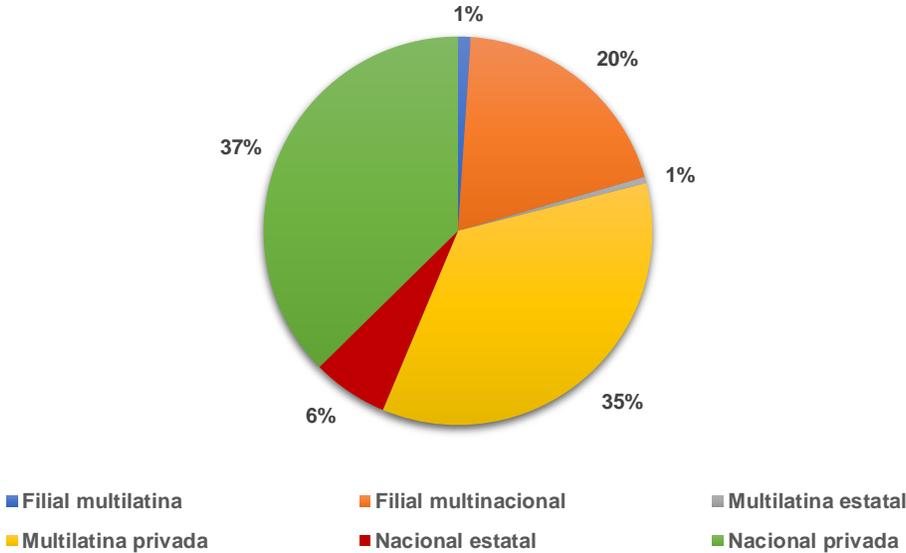
Tipo de Empresa	Argentina	Brasil	Chile	Colombia	México	Perú
Sin Presencia en Bolsa						
Filial multilatina	6.5%	1.0%	7.9%	19.2%	2.4%	20.0%
Filial multinacional	61.3%	48.0%	26.3%	26.9%	62.4%	26.7%
Multilatina estatal	0.0%	2.0%	0.0%	11.5%	0.0%	0.0%
Multilatina privada	9.7%	6.0%	5.3%	15.4%	14.1%	13.3%
Nacional estatal	3.2%	3.0%	18.4%	0.0%	3.5%	6.7%
Nacional privada	19.4%	40.0%	42.1%	26.9%	17.6%	33.3%
Total	75.6%	53.2%	55.9%	83.9%	65.9%	53.6%
Con Presencia en Bolsa						
Filial multilatina	0.0%	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%	7.7%
Filial multinacional	20.0%	22.7%	20.0%	20.0%	6.8%	38.5%
Multilatina estatal	0.0%	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Multilatina privada	30.0%	22.7%	36.7%	40.0%	63.6%	23.1%
Nacional estatal	0.0%	10.2%	0.0%	20.0%	2.3%	7.7%
Nacional privada	50.0%	42.0%	43.3%	20.0%	27.3%	23.1%
Total	24.4%	46.8%	44.1%	16.1%	34.1%	46.4%

Fuente: elaboración propia con datos obtenidos de la revista América Economía en su edición "Ranking 500 Empresas 2017"

En el Cuadro 2.9 se observa que la proporción de empresas enlistadas en la bolsa local es pequeña respecto al total. Brasil se coloca en la primera posición con

48.8%, seguido por Chile con 44.1%, posteriormente Perú con 46.4%, México con 34.1%, Argentina 24.4% y por último Colombia con 16.1%. De igual forma, destaca que la empresa de capital nacional, es decir, Nacional privada y la Multilatina privada, son las que tienen una mayor interacción con el mercado de valores local. En la Gráfica 2.2, se muestra la distribución de empresas enlistadas en la bolsa de manera conjunta.

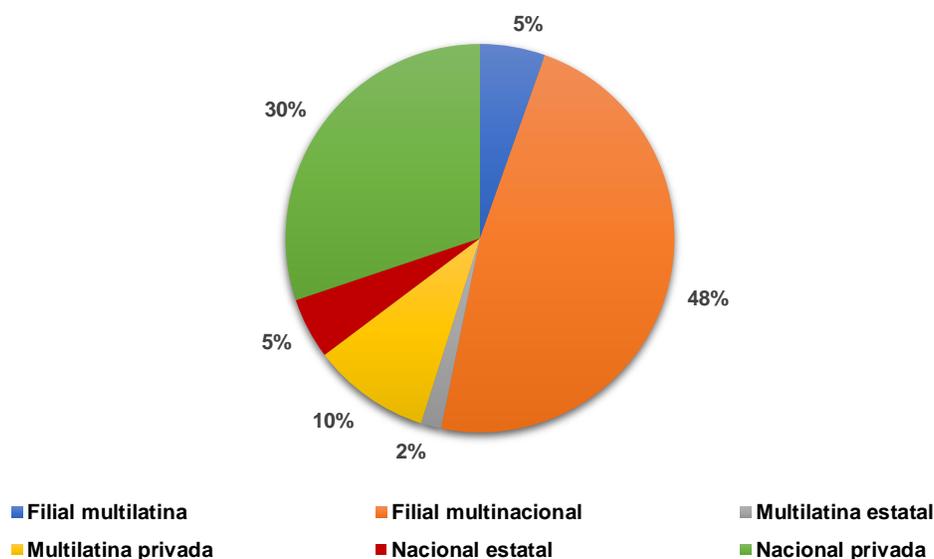
Gráfica 2.2.
Distribución de empresas enlistadas de manera conjunta por tipo
2016



Fuente: elaboración propia con base en los datos obtenidos de la revista América Economía 2017

En contraste, dentro de las empresas no enlistadas en la bolsa, dominan las filiales multinacionales, seguidas por las multilatinas privadas. En el caso de las filiales multinacionales, es fácil suponer que no se interesan en listarse en la bolsa nacional, debido a que se financian de la matriz, la cual puede obtener recursos en mercados de países más desarrollados, ya sea mediante emisión de acciones o con crédito bancario, o bien utilizar sus recursos internos. Aquí, es importante recordar que, las decisiones de financiamiento de las empresas dependen en gran medida del tamaño de la empresa, así como del riesgo, como se planteó en el primer capítulo. La distribución de las empresas no enlistadas de manera conjunta por su tipo se muestra en la Gráfica 2.3.

Gráfica 2.3.
Distribución de empresas no enlistadas de manera conjunta por tipo
2016



Fuente: elaboración propia con base en los datos obtenidos de la revista América Economía 2017

En el caso de las multilatinas privadas ocurre algo similar. La gran cantidad de recursos internos les permite expandirse sin un incremento previo de sus pasivos, por lo que recurrir al mercado de capitales no es necesario ni deseable, debido al miedo existente relacionado a una posible pérdida del control de la empresa. Así mismo, el principio del riesgo creciente y la inestabilidad del mercado de capitales también juega un papel importante en las decisiones de la empresa.

Por otro lado, en el ámbito sectorial, es posible identificar los sectores que dominan en cada uno de los países de la muestra. En el caso de Argentina, el sector Automotriz/Autopartes, el de la Agroindustria y el de *Retail* se encuentran empatados en la primera posición con 14.6%. En Brasil domina el sector de Energía con 16%, seguido del *Retail* con 14.4% y posteriormente la Agroindustria y el Automotriz/Autopartes empatados con 6.9%. En Chile son las empresas de Minería y *Retail* las que ocupan la primera posición con 20.6% cada una, seguidas por las del sector de Energía con 11.8%, y en tercer lugar las Telecomunicaciones con 8.8%. En Colombia el sector Energía y Minería ocupan la primera posición con

17.6%, seguidos por Petróleo/Gas y *Retail* con 14.7% y Bebidas/Licores en tercer lugar con 8.8%. En México las empresas del sector *Retail* ocupan la primera posición con 17.1%, seguidas por las del sector Automotriz/Autopartes con 14.7%, y en tercer lugar el sector Alimentos con 7.8%. En Perú el sector Minería ocupa la primera posición con 28.6%, seguido del *Retail* con 17.9%, y en tercer lugar el Petróleo/Gas con 14.3%. De forma conjunta, el sector *Retail* es el que concentra el mayor número de empresas del ranking (79 empresas), alcanzando el 16.2% respecto al total, seguido por el sector Energético y el Automotriz/Autopartes con 10% y 7.8% respectivamente. El número total de empresas de los 15 principales sectores, así como su peso relativo respecto al total se muestra en el Cuadro 2.10, mientras que el resto de los sectores y su peso relativo desagregado por país se muestra en los Cuadros 2.11 y 2.12.

Cuadro 2.10.
Numero total de empresas en los 15 principales sectores
2016

Sector	Número de empresas	Peso respecto al total
Retail	79	16.2%
Energía	49	10.0%
Automotriz/Autopartes	38	7.8%
Minería	37	7.6%
Petróleo/Gas	29	5.9%
Alimentos	28	5.7%
Telecomunicaciones	24	4.9%
Agroindustria	22	4.5%
Siderurgia/Metalurgia	22	4.5%
Bebidas/Licores	20	4.1%
Multisectorial	18	3.7%
Manufactura	16	3.3%
Serv. de salud	13	2.7%
Bienes de consumo	12	2.5%
Química/Farmacía	11	2.3%

Fuente: elaboración propia con datos obtenidos de la revista América Economía en su edición "Ranking 500 Empresas 2017"

Cuadro 2.11.
Clasificación sectorial de empresas de América Latina
2016

Sector	Argentina	Brasil	Chile	Colombia	México	Perú
Aerotransporte	0	1	0	1	2	0
Agroindustria	6	13	1	0	2	0
Alimentos	2	10	3	1	10	2
Automotriz/Autopartes	6	13	0	0	19	0
Bebidas/Licores	1	4	2	3	8	2
Bienes de consumo	2	6	0	0	4	0
Bioenergía	0	6	0	0	0	0
Celulosa/Papel	0	3	4	0	2	0
Cemento	0	2	0	2	2	0
Construcción	0	4	3	0	1	1
Educación	0	1	0	0	0	0
Energía	2	30	8	6	3	0
Entretenimiento	1	1	0	0	3	0
Ind. Aeroespacial	0	1	0	0	0	0
Logística	0	3	0	0	0	0
Manufactura	0	10	0	0	6	0
Medios	0	1	0	0	3	0
Minería	0	4	14	6	5	8
Multisectorial	0	3	4	1	8	2
Naviero	0	1	0	0	0	0
Petróleo/Gas	4	8	5	5	3	4
Petroquímica	1	2	0	0	3	0
Puertos/Aeropuertos	0	0	0	0	1	0
Química/Farmacia	0	8	0	0	2	1
<i>Retail</i>	6	27	14	5	22	5
Sanitarias	0	2	0	0	0	0
Serv. de salud	1	5	2	1	3	1
Siderurgia/Metalurgia	4	9	1	0	8	0
Software/TI	0	4	1	0	2	0
Telecomunicaciones	5	4	6	3	4	2
Transporte vial	0	2	0	0	3	0
Total	41	188	68	34	129	28

Fuente: elaboración propia con datos obtenidos de la revista América Economía en su edición "Ranking 500 Empresas 2017"

Cuadro 2.12.
Clasificación sectorial de empresas de América Latina (porcentajes)
2016

Sector	Argentina	Brasil	Chile	Colombia	México	Perú
Aerotransporte	0.00%	0.50%	0.00%	2.90%	1.60%	0.00%
Agroindustria	14.60%	6.90%	1.50%	0.00%	1.60%	0.00%
Alimentos	4.90%	5.30%	4.40%	2.90%	7.80%	7.10%
Automotriz/Autopartes	14.60%	6.90%	0.00%	0.00%	14.70%	0.00%
Bebidas/Licores	2.40%	2.10%	2.90%	8.80%	6.20%	7.10%
Bienes de consumo	4.90%	3.20%	0.00%	0.00%	3.10%	0.00%
Bioenergía	0.00%	3.20%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Celulosa/Papel	0.00%	1.60%	5.90%	0.00%	1.60%	0.00%
Cemento	0.00%	1.10%	0.00%	5.90%	1.60%	0.00%
Construcción	0.00%	2.10%	4.40%	0.00%	0.80%	3.60%
Educación	0.00%	0.50%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Energía	4.90%	16.00%	11.80%	17.60%	2.30%	0.00%
Entretenimiento	2.40%	0.50%	0.00%	0.00%	2.30%	0.00%
Ind. Aeroespacial	0.00%	0.50%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Logística	0.00%	1.60%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Manufactura	0.00%	5.30%	0.00%	0.00%	4.70%	0.00%
Medios	0.00%	0.50%	0.00%	0.00%	2.30%	0.00%
Minería	0.00%	2.10%	20.60%	17.60%	3.90%	28.60%
Multisectorial	0.00%	1.60%	5.90%	2.90%	6.20%	7.10%
Naviero	0.00%	0.50%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Petróleo/Gas	9.80%	4.30%	7.40%	14.70%	2.30%	14.30%
Petroquímica	2.40%	1.10%	0.00%	0.00%	2.30%	0.00%
Puertos/Aeropuertos	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.80%	0.00%
Química/Farmacia	0.00%	4.30%	0.00%	0.00%	1.60%	3.60%
<i>Retail</i>	14.60%	14.40%	20.60%	14.70%	17.10%	17.90%
Sanitarias	0.00%	1.10%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Serv. de salud	2.40%	2.70%	2.90%	2.90%	2.30%	3.60%
Siderurgia/Metalurgia	9.80%	4.80%	1.50%	0.00%	6.20%	0.00%
Software/TI	0.00%	2.10%	1.50%	0.00%	1.60%	0.00%
Telecomunicaciones	12.20%	2.10%	8.80%	8.80%	3.10%	7.10%
Transporte vial	0.00%	1.10%	0.00%	0.00%	2.30%	0.00%
Total	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: elaboración propia con datos obtenidos de la revista América Economía en su edición "Ranking 500 Empresas 2017"

Capítulo III

**EL FENÓMENO DE LA FINANCIARIZACIÓN Y SU IMPACTO EN EL
COMPORTAMIENTO DE LAS GRANDES EMPRESAS MEXICANAS.**

3.1. La aparición del fenómeno de la financiarización.

La profunda transformación de la estructura económica mundial derivada de la aparición de los fenómenos económicos descritos en el capítulo anterior, se ha asentado durante los últimos lustros gracias a la aparición del fenómeno al cual se le ha denominado como financiarización.

Alrededor de este concepto, existe un amplio debate, por lo que no se ha establecido una definición precisa. Lapavitsas (2016), plantea que la financiarización es la expansión sin precedentes de la actividad financiera acompañada de un aumento de los beneficios financieros por parte de las empresas no financieras. Durand (2017), agrega que la financiarización se caracteriza por la acumulación y comercio de capital ficticio en forma de acciones, derivados y otros instrumentos financieros, mismos que de acuerdo a Guttman (2016) son un elemento característico de este fenómeno.

El fenómeno de la financiarización modificó el funcionamiento y la relación entre los distintos agentes económicos, desde las familias, bancos centrales y comerciales, gobiernos, mercados de capitales y empresas. No obstante, uno de los cambios más significativos ha tenido lugar en el comportamiento de la gran empresa no financiera, quien desde la irrupción de este fenómeno incrementó su participación en actividades financieras con el fin de hacerse de nuevas formas de ganancia.

Las grandes empresas no financieras incurren en actividades financieras, independientemente de sus necesidades de endeudamiento. Dichas actividades se encuentran representadas por el departamento de tesorería, quien es el encargado de la creación de las estrategias de inversión financiera, aprovechando la diversidad de instrumentos financieros en el mercado de capitales. El génesis de las actividades de tesorería es el exceso de liquidez acompañado de la inexistencia de escasez de capital, por lo que las grandes empresas financiarizadas además de adquirir títulos financieros de otras compañías, suelen realizar recompras de sus

propios títulos financieros para impedir adquisiciones de títulos que deriven en la pérdida del control de la empresa. Estas recompras pueden resultar en un incremento en el precio de los títulos financieros lo que a su vez incrementa las ganancias financieras de la empresa. El comercio con títulos financieros puede convertir a la firma en acreedora, lo cual le brinda la posibilidad de financiar a otros agentes.

En ese orden de ideas, Huerta y Kala (2013) mencionan que la inflación de activos sobre la cual se llevan a cabo las actividades de tesorería, se debe a la sobrecapitalización de las empresas, cuyo origen es el creciente endeudamiento bancario de éstas, propiciado en gran medida por la expansión del crédito bancario para adquirir acciones de otras empresas u otros activos financieros. En ese contexto, un incremento proporcional entre los pasivos, principalmente crédito bancario, y la tenencia de instrumentos financieros es una señal de que una empresa está llevando a cabo operaciones financieras con el fin de obtener ganancias.

Este régimen de predominancia financiera por parte de las grandes empresas ha sido identificado esencialmente en los países desarrollados con un sistema financiero robusto. Retomando a Levy (2013), la maximización del valor de los accionistas emergió en Estados Unidos a partir del proceso de fusiones y adquisiciones forzadas en la década de los sesenta, con profundos efectos sobre la organización, ampliación y profundización de los mercados financieros en la década de los setenta, que a su vez desregularon, liberalizaron y globalizaron los mercados financieros en las décadas de los ochentas y noventas.

En contraste, en el caso específico de las economías emergentes como la mexicana, la liberalización financiera y la apertura comercial afectaron la competitividad de las empresas no financieras domésticas, y a la par crearon vulnerabilidades para aquellas empresas que se financiaron en el exterior. No obstante, las grandes empresas nacionales que lograron sobrevivir a los cambios

de las últimas décadas, adquirieron el tamaño suficiente para establecerse dentro de las empresas más grandes del mundo. Estas empresas en esencia operan bajo el esquema de una empresa multinacional, como si fuesen de un país desarrollado, es decir, tienen operaciones en más de dos países, deslocalizan su producción y se insertan principalmente a través de fusiones o adquisiciones. Pese a esto, existen pocos estudios que demuestren un aumento significativo en las actividades de tesorería por parte de las grandes empresas mexicanas.

Entre los trabajos que demuestran un cambio en la estructura de la empresa en un entorno financierizado, López y Bustamante (2013) mostraron que entre 1988 y 2009, las ganancias de las grandes empresas mexicanas provenientes de inversiones en activos financieros se incrementaron, aunque resaltaron que llevan de forma implícita un riesgo cambiario potencial debido al alto grado de endeudamiento en moneda extranjera. De la misma manera, Huerta y Kala (2013) encontraron que bajo el actual contexto internacional desregulado y liberalizado, las actividades de las empresas adquieren un carácter dual, entre productivo y especulativo, y que este último marca la pauta de sus planes de negocio. Sin embargo, estrategias erróneas acompañadas de reducciones en el flujo de liquidez pueden ocasionar pérdidas difíciles de afrontar.

A partir de lo anterior, se busca analizar el comportamiento de las empresas mexicanas bajo un entorno de financierización mediante el estudio de sus hojas de balance para identificar si es que las grandes empresas no financieras mexicanas han modificado su estructura financiera con el fin de obtener ganancias. Para ello, en el siguiente apartado, se construyó una serie de 68 empresas no financieras con participación en la Bolsa Mexicana de Valores, a las cuales se tuvo acceso a sus estados financieros a través de la plataforma de información financiera *Económica*, y comprende el periodo 2000-2016. Durante este periodo es importante desatacar algunos rasgos institucionales que afectan de manera directa o indirecta las decisiones de financiamiento e inversión por parte de las empresas. El primero de ellos es el exceso de liquidez derivado de una mejora en los términos

de intercambio en América Latina acompañado de un gran influjo de capitales durante el periodo 2000-2006. El segundo es el periodo de la crisis financiera mundial caracterizado por un exceso de liquidez internacional resultante de políticas monetarias laxas, principalmente en los países desarrollados, y una caída en las exportaciones de los países emergentes durante 2007-2013. Y, por último, el intento de normalización de la política monetaria en Estados Unidos, lo cual provocó un proceso de desapalancamiento en los mercados de capitales, y fuertes depreciaciones cambiarias en los países en desarrollo a partir de 2014.

Posteriormente, en el tercer apartado, se realiza un estudio específico para las empresas Grupo Bimbo y Cemex, las cuales se encuentran en el lugar 74 y 22 de acuerdo al ranking creado por UNCTAD sobre de las 100 empresas no financieras más grandes provenientes de países en desarrollo o en transición, medida por el total de activos en el exterior, con el objetivo de identificar ciertos rasgos que permitan concluir si ambas empresas se encuentran financierizadas.

3.2. Evolución de la estructura de la gran empresa no financiera en un entorno financierizado: una revisión al caso mexicano.

En este apartado, a partir de la definición de financierización del apartado anterior, se pretende comprender las relaciones financieras de las grandes empresas no financieras a partir de un análisis de razones. Las primeras razones consideradas son las de liquidez, mediante las cuales se busca identificar si las grandes empresas en conjunto tienen la capacidad de hacer frente a sus compromisos u obligaciones de corto plazo. De forma específica, las razones que contempla el análisis son las siguientes: la razón corriente, que mide la capacidad de la empresa para pagar sus deudas en el corto plazo, y se calcula al dividir el activo circulante o corriente entre el pasivo circulante o corriente, su valor debe ser mayor a 1.00 para ser considerada cubierta, entre más se aleje de este valor, la empresa se considera en mejor posición. La segunda es la razón de capital de trabajo neto calculada mediante la

resta entre el activo circulante y el pasivo circulante, ésta representa la cantidad efectiva que resulta después del pago de obligaciones. Y, por último, la razón ácida ó prueba del ácido, considerada la más rigurosa de las tres puesto que resta los inventarios de los activos corrientes, es decir, mide la capacidad de la empresa para hacer frente a sus obligaciones sin tener que recurrir a la venta del inventario, este índice se supone razonable si se encuentra entre 0.80 y 1.00, entre mayor sea la empresa se encontrará mejor cubierta. En el Cuadro 3.1, se presentan las razones de liquidez para el total de las empresas consideradas en la muestra.

Cuadro 3.1.
Razones de liquidez para el total de las empresas mexicanas consideradas en la muestra 2000-2016

Año	Razón Corriente	Capital de Trabajo Neto	Prueba del Ácido
	(Activo corriente/Pasivo Corriente)	Millones de pesos (Activo corriente – Pasivo corriente)	(Activo corriente – Inventario) / Pasivo corriente
2000	1.30	7,824.91	0.89
2001	1.26	6,625.42	0.87
2002	1.25	6,407.28	0.88
2003	1.28	7,506.00	0.92
2004	1.48	14,287.30	1.08
2005	1.45	16,256.94	1.06
2006	1.53	22,118.78	1.14
2007	1.51	24,022.95	1.09
2008	1.2	10,948.31	0.85
2009	1.43	23,418.50	1.07
2010	1.43	26,350.51	1.06
2011	1.36	23,220.38	0.99
2012	1.39	27,525.59	1.05
2013	1.26	19,782.19	0.95
2014	1.18	14,361.54	0.91
2015	1.26	19,008.24	0.99
2016	1.24	16,606.56	0.96

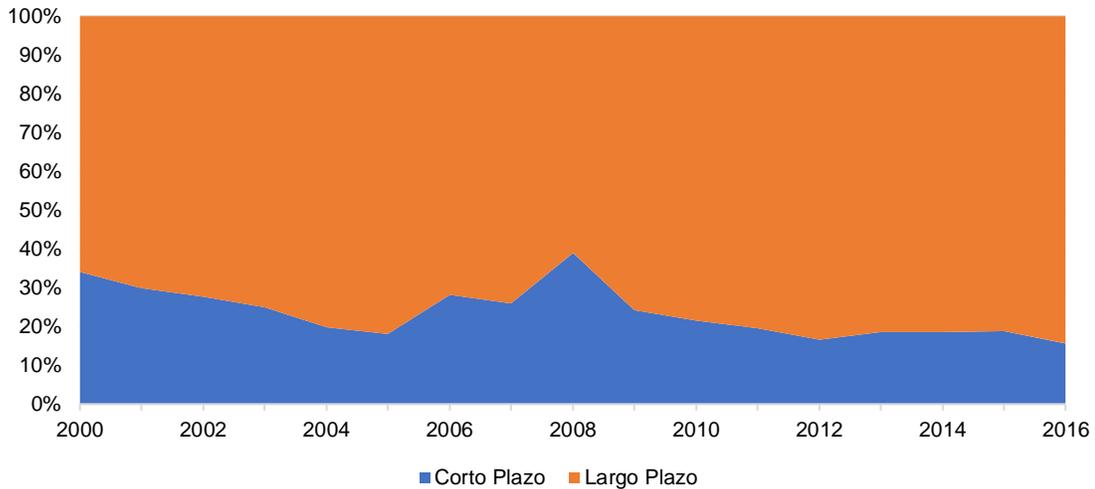
Fuente: elaboración propia con datos obtenidos de *Economática*

A partir de los datos expuestos en el Cuadro 3.1, se puede observar un deterioro en la liquidez de las empresas el cual se acentúa desde el año 2006. A partir de la razón corriente se observa que en el año 2006 las empresas contaban con \$1.53 por cada \$1.00 debido, mientras que en 2016 se reduce a \$1.24 por \$1.00, lo cual significa una reducción de 18.42% en su capacidad de pago a corto plazo. En la razón de capital de trabajo neto la reducción representa una caída de 24.92% respecto al mismo año. Y, por último, la prueba de ácido también muestra un deterioro del 15.5%, siendo menor a 1.00 a partir del 2011, con una leve y momentánea recuperación en 2012, lo cual explica que, si no existe venta de inventarios, las empresas no serían capaces de solventar sus deudas.

A partir de lo anterior, y retomando una de las características fundamentales de las empresas financierizadas que hace alusión al exceso de liquidez, se observa que las empresas mexicanas no cumplen con esta característica, y que, de hecho, se comportan de forma contraria a la que se esperaría, por lo que únicamente es posible identificar un deterioro en la posición de las empresas ante problemas relacionados con la liquidez

El deterioro en la posición de las empresas ante problemas relacionados con liquidez ha sido acompañado con estrategias de restructuración de los pasivos, los cuales han pasado de corto a largo plazo como se observa en la Gráfica 3.1.

Gráfica 3.1.
Composición de los Pasivos para el total de las empresas mexicanas consideradas en la muestra.
2000-2016



Fuente: elaboración propia con datos obtenidos de *Económica*.

Las estrategias de restructuración de los pasivos permiten a las empresas seguir endeudándose, no obstante, esto mismo puede precipitar la caída cuando la posición de la empresa se deteriora, por lo que es necesario saber hasta que punto pueden sacar provecho de las mismas.

Las siguientes razones dentro del análisis, son las de endeudamiento, mismas que indican el porcentaje de activos de una empresa con proporción a la deuda total, tanto de corto como de largo plazo. Las razones de endeudamiento empleadas para el análisis son las siguientes: razón de endeudamiento total, que indica la proporción de deuda con terceros respaldada por los activos, su valor oscila entre 0 y 1, y mientras más se acerque a este valor significa un mayor grado de endeudamiento. La razón de endeudamiento financiero, que muestra el porcentaje de deuda financiera respaldado por las ventas del periodo. Y, por último, el indicador de carga financiera, que representa el porcentaje del ingreso operacional que cubrirá el gasto del endeudamiento financiero. En el Cuadro 3.2, se muestran las razones de endeudamiento total, así como su desagregación.

Cuadro 3.2.
Razones de endeudamiento para el total de las empresas mexicanas consideradas en la muestra 2000-2016

Año	Endeudamiento Total (Total Pasivos / Total activos)			
		(Pasivo financiero / Pasivo total)		
			Corto Plazo	Largo Plazo
2000	51.9%	52.7%	34.2%	65.8%
2001	50.8%	54.3%	29.9%	70.1%
2002	53.5%	53.6%	27.8%	72.2%
2003	54.3%	52.4%	25.0%	75.0%
2004	52.8%	49.6%	19.9%	80.1%
2005	51.3%	47.5%	18.0%	82.0%
2006	50.6%	50.1%	28.1%	71.9%
2007	52.3%	52.4%	25.8%	74.2%
2008	55.4%	56.3%	39.0%	61.0%
2009	54.8%	55.7%	24.3%	75.7%
2010	55.0%	57.8%	21.5%	78.5%
2011	57.1%	56.8%	19.6%	80.4%
2012	59.2%	57.3%	16.7%	83.3%
2013	61.1%	58.6%	18.5%	81.5%
2014	63.4%	58.3%	18.5%	81.5%
2015	64.1%	61.7%	18.9%	81.1%
2016	63.3%	60.7%	15.7%	84.3%

Fuente: elaboración propia con datos obtenidos de *Económica*.

Con los datos expuestos en el Cuadro 3.2, se observa un incremento en el endeudamiento total de las empresas equivalente a un 22% de 2000 a 2016, de igual forma, existe un incremento en el cociente resultante del pasivo financiero y el pasivo total del 15.18%, asimismo se observa que la composición del mismo se ha trasladado del corto al largo plazo. En el año 2000 el pasivo de corto plazo representa un 34.2% respecto al total del pasivo financiero, mientras que el de largo plazo asciende al 65.8%, para el año 2016, el pasivo de corto plazo representa un

15.7%, mientras que el de largo plazo alcanza un 84.3%, lo que equivale a un cambio de 28.1%. Estos datos confirman una restructuración de la deuda, y de igual forma anuncian una mayor interacción de las firmas con las instituciones financieras, lo cual se deduce a partir del incremento del pasivo financiero respecto al total del pasivo.

Por otro lado, la razón de endeudamiento financiero y la razón de carga financiera netas también arrojan un deterioro en la situación financiera de la empresa. Durante el periodo de 2000 a 2016, la razón de endeudamiento financiero que explica el porcentaje de las ventas equivalentes a las deudas con las entidades financieras creció en 45.6%, es decir, las empresas deben una mayor proporción de las ganancias obtenidas a través de las ventas a las entidades financieras.

Por otra parte, la razón de carga financiera que identifica el porcentaje de las ventas que son destinadas al cubrimiento de los gastos financieros se contrajo en 26.1%, lo que se traduce en que las empresas destinan una menor proporción de sus ingresos por ventas a sus gastos financieros durante cierto periodo. Esta reducción puede deberse a las estrategias de restructuración previamente mencionadas, las cuales intercambian los plazos y en ocasiones reducen los costos de la deuda figurados en el balance como gastos financieros, no obstante, la deuda prevalece, por ello mismo no existe una reducción en los pasivos si no una restructuración. Ambas razones se muestran en el Cuadro 3.3.

Cuadro 3.3.
Razones de endeudamiento financiero y de carga financiera para el total de las empresas mexicanas consideradas en la muestra 2000-2016

Año	Endeudamiento Financiero Total	Carga Financiera
	(Pasivos financieros/Ventas netas)	(Gastos financieros/Ventas netas)
2000	41.2%	4.2%
2001	44.5%	4.6%
2002	47.6%	4.0%
2003	46.4%	3.7%
2004	39.1%	3.4%
2005	32.9%	3.2%
2006	33.8%	2.8%
2007	38.1%	2.6%
2008	45.5%	2.8%
2009	47.0%	3.1%
2010	46.0%	3.0%
2011	45.8%	2.7%
2012	44.7%	2.6%
2013	50.5%	2.9%
2014	56.2%	3.1%
2015	59.4%	3.1%
2016	60.0%	3.1%

Fuente: elaboración propia con datos obtenidos de *Económica*.

Las últimas razones financieras que contempla el análisis son las de apalancamiento, las cuales representan la proporción de endeudamiento con terceros respecto a la deuda con accionistas. Estas razones en un sentido estricto, se refiere a la relación existente entre crédito y capital propio invertido en una operación financiera. El incremento del apalancamiento se traduce en un aumento del riesgo, dado que provoca una mayor exposición a la insolvencia. En el cuadro 3.4, se muestran las razones de apalancamiento.

Cuadro 3.4.
Razones de apalancamiento para el total de las empresas mexicanas consideradas en la muestra 2000-2016

Año	Apalancamiento	Apalancamiento CP	Apalancamiento Financiero
	Pasivo total/Patrimonio	Pasivo corriente/Patrimonio	Pasivo financiero/Patrimonio
2000	130.2%	48.2%	57.5%
2001	136.2%	46.5%	62.6%
2002	148.5%	50.0%	68.4%
2003	151.9%	50.9%	69.0%
2004	140.6%	48.2%	61.2%
2005	129.4%	47.9%	55.3%
2006	123.3%	50.2%	55.3%
2007	133.1%	50.3%	61.8%
2008	151.8%	65.5%	75.3%
2009	146.2%	49.5%	69.1%
2010	137.4%	49.3%	71.4%
2011	147.1%	53.7%	75.4%
2012	161.3%	54.9%	83.2%
2013	177.2%	60.2%	92.0%
2014	200.1%	66.4%	101.0%
2015	206.3%	65.8%	109.9%
2016	200.2%	61.9%	104.6%

Fuente: elaboración propia con datos obtenidos de *Económica*

Con la información expuesta en el Cuadro 3.4, una vez más se puede observar el deterioro en la estructura financiera de las grandes empresas mexicanas durante el periodo de estudio. La razón de apalancamiento, que en esencia indica cuánta deuda usa una empresa para financiar sus activos con relación al patrimonio, se incrementó en 53.7%. Otra forma de interpretarlo es que por cada \$1.00 que posee la empresa en activos con relación al patrimonio, \$2.00 son deuda, por lo que se puede corroborar un endeudamiento excesivo. Asimismo, se aprecia la misma tendencia creciente en el apalancamiento a corto plazo y el apalancamiento financiero, mismos que se incrementaron en 28.4% y 80.9% respectivamente.

Con el análisis previo se puede comprobar que las grandes empresas mexicanas han aumentado su nivel de endeudamiento en el periodo de estudio, sin embargo, en este punto no es posible entender el porqué de su endeudamiento. Para ello, se recurre al cálculo de algunos ratios que relacionen dicho endeudamiento con su expansión en activos físicos considerados inversión en capital fijo, asimismo, se calculan ratios respecto al activo financiero y el activo intangible para conocer cómo han evolucionado. En el Cuadro 3.5 se muestran los ratios mencionados.

Cuadro 3.5.
Ratios respecto al total del pasivo financiero para el total de las empresas mexicanas
consideradas en la muestra
2000-2016

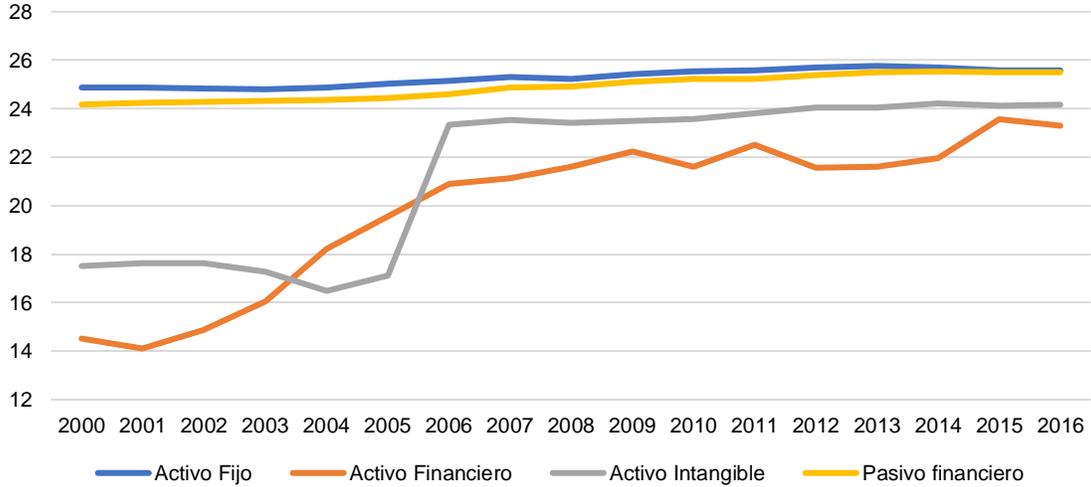
Año	Activo Fijo/Pasivo Financiero	Activo Financiero/Pasivo Financiero	Activo Intangible/Pasivo Financiero
2000	198.0%	0.0%	0.1%
2001	189.3%	0.0%	0.1%
2002	175.2%	0.0%	0.1%
2003	162.1%	0.0%	0.1%
2004	164.3%	0.2%	0.0%
2005	182.3%	0.8%	0.1%
2006	172.1%	2.4%	28.2%
2007	155.6%	2.4%	25.7%
2008	134.8%	3.7%	21.9%
2009	138.7%	5.7%	19.8%
2010	137.5%	2.7%	19.3%
2011	137.2%	6.6%	24.2%
2012	132.4%	2.2%	25.5%
2013	128.5%	2.0%	23.8%
2014	117.9%	2.8%	26.8%
2015	104.9%	14.3%	24.5%
2016	109.3%	11.4%	27.1%

Fuente: elaboración propia con datos obtenidos de *Económica*

En el Cuadro 17 se aprecia como se ha modificado la relación del pasivo financiero con los diferentes tipos de activos. Respecto al activo fijo para el año 2000 la relación era prácticamente de 2 a 1, es decir, la empresa contaba con el doble de

activos fijos respecto al total de pasivos financieros, mientras que, en 2016, la relación es casi de 1 a 1. Por su parte, la tenencia de activos financieros e intangibles, han venido incrementando rápidamente, pasaron de ser prácticamente nulos en 2000 a 11.4% y 27.1% para 2016. A partir de esto, se deduce lo siguiente: 1) las empresas han reducido notablemente la inversión en activos fijos mediante endeudamiento financiero, 2) la inversión en activos financieros con relación al pasivo financiero se ha incrementado, pero es a partir de 2015 donde tienen un gran despegue, 3) la relación entre el activo intangible y el pasivo financiero es la que más se ha incrementado, lo cual indica una fuerte inversión en marcas, software, patentes, licencias, franquicias y concesiones (rubros contenidos en el ramo). En la Grafica 3.2 se muestra el comportamiento de los distintos activos, así como del pasivo financiero durante el periodo.

Gráfica 3.2.
Comportamiento de los Activos fijos, financieros, e intangibles respecto al Pasivo financiero para el total de las empresas mexicanas consideradas en la muestra 2000-2016



Fuente: elaboración propia con datos obtenidos de *Economática*. Los datos están expresados en logaritmo natural. El Activo Fijo representa la propiedad en planta y equipo por parte de las empresas, así como las propiedades de inversión que incluye las propiedades en construcción o en desarrollo. El Activo Financiero, así como el pasivo financiero contempla tanto de corto como de largo plazo. El Activo Diferido incluye marcas, software, patentes, licencias, franquicias y concesiones.

Después del análisis presentado es este apartado, se puede identificar lo siguiente:
 1) La estructura financiera de las empresas se ha modificado durante el periodo de estudio, volviéndolas más vulnerables a problemas de liquidez, lo cual va en contra

de uno de los principales rasgos de las empresas sobrecapitalizadas que son propias del fenómeno de la financiarización. 2) Las empresas se encuentran más endeudadas, y dicho endeudamiento parece relacionarse con la compra de activos intangibles y financieros, desplazando en cierta medida a la adquisición de activos físicos. El incremento en activos financieros es un rasgo de la financiarización dentro de las grandes empresas no financieras, sin embargo, no es posible concluir que se haya incrementado de tal forma para generar ganancias financieras. 3) Las empresas se encuentran más apalancadas, lo cual se traduce en una pérdida del valor de los accionistas, mismo que va en contra del fenómeno estudiado. Y, 4) Se identificó que las firmas han implementado estrategias de reestructuración de su deuda mediante cambios en los plazos de los pasivos, lo cual puede ser benéfico ante problemas de iliquidez, pero también representa un riesgo retomando las hipótesis de inestabilidad financiera planteada por Minsky en el primer capítulo.

Cabe resaltar que en este análisis la muestra contempla 68 empresas, mismas que pueden no tener el tamaño suficiente para poder incurrir en actividades de tesorería, por ello, en el siguiente apartado, se presenta un análisis específico de Grupo Bimbo y CEMEX, dos empresas no financieras mexicanas ubicadas dentro del ranking de las 100 empresas más grandes del mundo provenientes de países en desarrollo publicado por UNCTAD. A partir de ello, se busca determinar si estas grandes empresas multinacionales de talla mundial comparten rasgos similares a los identificados en algunas empresas no financieras de países desarrollados.

3.3. El impacto de la financiarización en la estructura de la gran empresa no financiera mexicana: un análisis de Grupo Bimbo y Cemex.

Los cambios institucionales planeados en el capítulo II, en casos muy específicos ayudaron a grandes grupos económicos y sus empresas industriales a ocupar un lugar central en el proyecto de apertura y liberalización económica adoptado por el gobierno mexicano a fines de los ochenta. Favorecidos por la política económica, estos grupos empresariales lograron consolidar empresas de talla mundial que en la actualidad ocupan un lugar privilegiado dentro de los principales rankings. Entre ellas destacan dos, Grupo Bimbo y Cemex, empresas consideradas multinacionales con presencia en diversos países y que han basado su crecimiento en estrategias de fusiones y adquisiciones.

En ese contexto, al igual que en el apartado anterior, se realiza un análisis para identificar rasgos propios de una empresa sobrecapitalizada propia del fenómeno de la financiarización, con el objetivo de validar los resultados del análisis previo, o ver si existen diferencias entre estas empresas y la muestra representativa al mercado mexicano.

3.3.1. Grupo Bimbo

Grupo Bimbo S.A.B. de C.V. es una empresa de origen mexicano, que se ha convertido en la panificadora más grande del mundo. Hasta el año 2016, esta compañía cuenta con presencia en 32 países de América, Europa, Asia y África, con un volumen anual de ventas que asciende a los 15 mil millones de dólares. Bimbo cotiza sus acciones en la Bolsa Mexicana de Valores bajo la clave BIMBO A, y es una de las 35 empresas que componen el principal índice bursátil del mercado accionario mexicano.

La estrategia de expansión de Grupo Bimbo ha sido principalmente mediante fusiones y adquisiciones que a la fecha le han permitido hacerse de más de 100 marcas al rededor del mundo. De acuerdo a UNCTAD, Grupo Bimbo ocupa el número 74 dentro de las 100 empresas no financieras más grandes provenientes de países en desarrollo o en transición medida por el total de activos en el exterior. Y ocupa el numero 35 si se mide de acuerdo al índice trasnacional, calculado por el mismo organismo, que contempla tres ratios: los activos en el extranjero respecto al total de activos, las ventas en el extranjero respecto al total de las ventas y el número de empleados en el extranjero respecto al total de empleados.

La expansión de Grupo Bimbo durante los últimos años ha sido notoria, por lo que a través de las hojas de balance obtenidas en sus reportes anuales consolidados se busca identificar si la estrategia de esta compañía ha cambiado con la profundización del fenómeno de la financiarización. El primer análisis se realiza a través de razones financieras, al igual que en el apartado anterior, para corroborar que Grupo Bimbo se encuentra en una situación financiera semejante a la del conjunto de las 68 grandes empresas mexicanas. Las razones financieras de liquidez, endeudamiento y apalancamiento de esta compañía se muestran en el Cuadro 3.6.

Cuadro 3.6.
Grupo Bimbo: razones financieras de liquidez, endeudamiento y apalancamiento.
2000-2016

Año	Razón Corriente (Activo corriente/ Pasivo Corriente)	Capital de Trabajo Neto (Activo corriente- Pasivo corriente) Millones de MXN	Prueba del Acido (Activo corriente- inventarios) / Pasivo corriente	Endeudamiento o Total (Pasivo Total/ Activo total)	Endeudamiento o Financiero Total (Pasivos Financieros/ Ventas netas)	Carga Financiera (Gastos financieros/ Ventas)	Apalancamiento o (Pasivo total/ Patrimonio)	Apalancamiento o CP (Pasivo Corriente/ Patrimonio)	Apalancamiento o Financiero (Pasivo Financiero/ Patrimonio)
2000	1.56	2.63	1.41	36.3%	13.0%	1.4%	56.9%	30.6%	26.0%
2001	1.26	0.80	1.02	43.7%	15.0%	1.2%	77.6%	30.1%	39.2%
2002	1.25	2.09	1.23	56.3%	28.2%	2.1%	128.8%	35.5%	83.5%
2003	1.28	1.79	1.15	50.5%	19.2%	2.0%	102.2%	34.3%	56.8%
2004	1.48	2.96	1.30	49.0%	16.7%	1.6%	96.2%	33.7%	49.7%
2005	1.45	2.81	1.23	46.4%	14.8%	1.7%	86.6%	32.5%	41.9%
2006	1.49	1.15	0.95	43.2%	13.2%	1.4%	76.0%	44.0%	35.3%
2007	1.40	0.27	0.86	37.0%	8.3%	1.1%	58.8%	38.3%	21.1%
2008	1.16	5.56	1.25	40.2%	13.6%	0.9%	67.3%	33.9%	32.0%
2009	1.42	0.58	0.88	58.9%	31.6%	2.4%	143.3%	49.9%	89.9%
2010	1.43	4.20	1.07	55.0%	28.3%	2.7%	122.4%	36.0%	74.6%
2011	1.36	2.24	0.90	66.0%	36.0%	1.9%	194.1%	53.9%	98.9%
2012	1.39	1.58	0.88	65.7%	24.9%	1.9%	191.4%	54.3%	91.7%
2013	1.26	-8.02	0.62	64.5%	23.8%	1.8%	182.0%	69.6%	87.1%
2014	1.18	-4.38	0.71	69.8%	34.4%	2.0%	231.6%	60.1%	120.2%
2015	1.26	-10.91	0.62	69.0%	33.2%	2.1%	222.7%	69.6%	117.5%
2016	1.24	-3.81	0.75	69.4%	34.2%	2.2%	226.6%	59.3%	114.9%

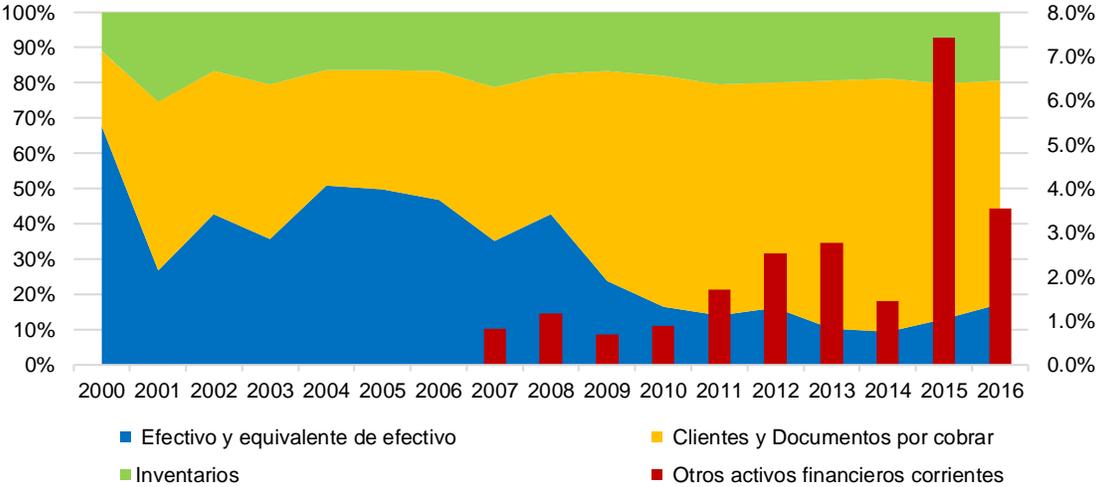
Con base en la información del Cuadro 3.6, se verifica que, los indicadores financieros de Grupo Bimbo se han deteriorado durante el periodo de estudio. Resalta la prueba del ácido que de 2013 al 2016 arroja valores menores a 0.8, que se traduce en una situación de alta fragilidad ante problemas de liquidez, y las razones de apalancamiento y apalancamiento financiero, mismas que muestran un detrimento de alrededor del 400%. Por otra parte, al analizar los activos de la compañía, se identifica un cambio en la composición de los mismos. En primer lugar, se aprecia un desplazamiento de los activos corrientes por los activos no corrientes. En segundo lugar, se observa una reducción en la tenencia de activos fijos respecto al total, acompañada de un incremento de los activos financieros e intangibles al igual que en el análisis del apartado anterior. La composición del activo se muestra en el Cuadro 3.7.

Cuadro 3.7.
Grupo Bimbo: ratios de los diferentes tipos de activo respecto al total de activo.
2000-2016

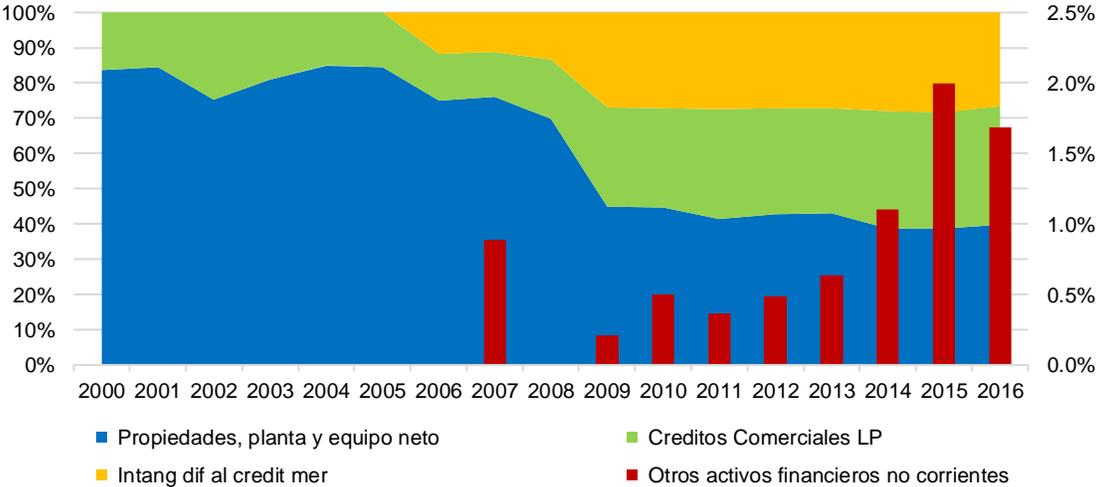
Año	Activo Circulante/Activo Total	Activo No Circulante/Activo Total	Activo Financiero/Activo Total	Activo Intangible/Activo Total	Activo Fijo/Activo Total
2000	30.5%	65.3%	0.0%	0.0%	54.5%
2001	20.5%	73.3%	0.0%	0.0%	61.7%
2002	21.9%	64.2%	0.0%	0.0%	48.4%
2003	22.6%	66.0%	0.0%	0.0%	49.9%
2004	26.0%	63.6%	0.0%	0.0%	49.7%
2005	24.9%	62.9%	0.0%	0.0%	49.9%
2006	27.7%	70.9%	0.0%	7.7%	51.2%
2007	24.7%	74.1%	0.9%	7.7%	54.5%
2008	29.8%	68.9%	0.3%	8.5%	46.9%
2009	21.1%	77.6%	0.3%	19.7%	34.4%
2010	20.4%	79.4%	0.6%	19.6%	33.9%
2011	19.9%	80.1%	0.6%	19.7%	30.9%
2012	19.8%	80.2%	0.9%	19.5%	32.2%
2013	18.7%	81.3%	1.0%	20.0%	33.3%
2014	15.7%	84.3%	1.2%	21.4%	30.7%
2015	16.1%	83.9%	2.9%	21.3%	30.1%
2016	16.6%	83.4%	2.0%	20.4%	31.3%

Al realizar un análisis más detallado del activo circulante y no circulante, se aprecia una notoria reducción en la tenencia de efectivo y equivalentes de efectivo acompañada de un incremento en las cuentas por cobrar por el lado del activo circulante. Mientras que, del lado del no circulante, resalta una gran reducción de los activos físicos (propiedades, planta y equipo), así como un aumento de los activos intangibles. La composición de los activos se muestra en las gráficas 3.3 y 3.4.

Gráfica 3.3.
Grupo Bimbo: composición del Activo Circulante
2000-2016



Gráfica 3.4.
Grupo Bimbo: composición del Activo no Circulante
2000-2016



Tanto en el activo circulante, como en el no circulante, se observa que la proporción de activos financieros es mínima, sin embargo, pasó de ser inexistente a tener una participación marginal en el total de los activos.

En el caso de los pasivos, la proporción del pasivo financiero respecto al total del pasivo se ha mantenido sin grandes cambios durante todo el periodo de estudio, oscilando en 50% más-menos 10%. No obstante, la composición de los pasivos financieros arroja algunos puntos importantes. En los pasivos de corto plazo, las deudas bancarias son las que tienen el mayor peso durante prácticamente todos los años de estudio, a excepción de 2006-2008 (años de la crisis) 2013 y 2015 (inicio del proceso de normalización monetaria en Estados Unidos) en los que se emitieron bonos como parte de las estrategias de inversión de la compañía. Por su parte, el pasivo a largo plazo se comporta de forma contraria, ya que los bonos y los papeles comerciales son los que tienen la mayor proporción salvo en algunos periodos como 2008 en el que la emisión de bonos solo alcanzó el 8.3% respecto al total del pasivo financiero de largo plazo. La composición de los pasivos financieros tanto de corto como de largo plazo se muestra en el Cuadro 3.8.

Cuadro 3.8.
Grupo Bimbo: composición del pasivo financiero de corto y largo plazo.
2000-2016

Año	Pasivo Financiero									
	Corto Plazo					Largo Plazo				
	Deudas Financieras	Bonos y papeles comerciales	Otros créditos con costo	Otros pasivos financieros	Otros cred sin costo	Deudas Financieras	Bonos y papeles comerciales	Otros créditos con costo	Otros pasivos financieros	Otros cred sin costo
2000	100.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2001	100.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2002	100.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	42.4%	57.6%	0.0%	0.0%	0.0%
2003	100.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	21.4%	78.6%	0.0%	0.0%	0.0%
2004	100.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	21.7%	78.3%	0.0%	0.0%	0.0%
2005	100.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	19.7%	80.3%	0.0%	0.0%	0.0%
2006	12.1%	87.0%	0.0%	0.9%	0.0%	28.6%	70.4%	1.0%	0.0%	0.0%
2007	29.0%	71.0%	0.0%	0.0%	0.0%	44.4%	55.6%	0.0%	0.0%	0.0%
2008	43.0%	54.7%	0.0%	2.2%	0.0%	91.7%	8.3%	0.0%	0.0%	0.0%
2009	98.4%	0.0%	0.0%	1.6%	0.0%	66.3%	33.7%	0.0%	0.0%	0.0%
2010	100.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	33.5%	66.5%	0.0%	0.0%	0.0%
2011	77.2%	17.6%	0.0%	5.2%	0.0%	46.8%	48.7%	0.0%	4.5%	0.0%
2012	86.9%	0.0%	0.0%	13.1%	0.0%	10.7%	87.0%	0.0%	2.3%	0.0%
2013	33.2%	55.4%	0.0%	11.4%	0.0%	3.4%	95.9%	0.0%	0.7%	0.0%
2014	72.7%	0.0%	0.0%	27.3%	0.0%	12.0%	85.5%	0.0%	2.5%	0.0%
2015	21.6%	50.5%	0.0%	0.0%	27.9%	8.1%	89.1%	0.0%	0.0%	2.8%
2016	85.3%	0.0%	0.0%	0.0%	14.7%	9.3%	86.7%	0.0%	0.0%	4.0%

Con lo anteriormente expuesto se resalta lo siguiente: el comportamiento de Grupo Bimbo es muy similar al de la muestra anterior, y las conclusiones a las que se llegan son muy similares a las del análisis previo. En primer lugar, no hay exceso de liquidez lo cual es un rasgo de una empresa sobrecapitalizada, el endeudamiento y el apalancamiento son mayores, y dicho endeudamiento no se traduce en inversiones físicas, la relación entre el activo fijo y el pasivo financiero se ha reducido, mientras que la relación entre el activo intangible y el financiero respecto al pasivo financiero se ha incrementado, siendo el intangible el que presenta un mayor incremento. El activo financiero representa una parte marginal del total del activo de no más del 2.9%, lo cual desecha la idea de obtención de ganancias financieras. Por otra parte, del lado de los pasivos, la proporción del pasivo financiero respecto al total del pasivo se ha mantenido sin grandes cambios durante prácticamente todo el periodo de estudio, se desataca que en el corto plazo la empresa recurre al crédito bancario, mientras que en el largo prefiere el financiamiento por medio de bonos. De igual forma, se observa la misma estrategia de reestructuración de pasivos que en el análisis previo.

Con base en lo anterior, no es posible concluir que Grupo Bimbo es una empresa sobrecapitalizada, sin embargo, si ha cambiado su estructura financiera durante el periodo de estudio, ha reestructurado sus pasivos y ha incrementado de forma considerable su inversión en activos intangibles, no obstante, no es suficiente para concluir que se ha hecho de nuevas formas de ganancia.

3.3.2. Cemex

CEMEX, S.A.B. de C.V, es una empresa multinacional de origen mexicano con presencia en más de 50 países de América, Europa, Asia y África. CEMEX cuenta actualmente con 66 plantas de cemento, 2,000 instalaciones de concreto premezclado, 400 canteras, 260 centros de distribución y 80 terminales marinas. La empresa ocupa el tercer lugar mundial en ventas de cemento y es la principal empresa productora de concreto premezclado con una capacidad de producción de aproximadamente 77 millones de toneladas anuales. Cotiza tanto en la BMV como en la New York Stock Exchange (NYSE).

CEMEX adoptó una estrategia de expansión internacional a través de fusiones y adquisiciones con la intención de incrementar su capacidad productiva mientras penetraba en nuevos mercados. Vargas y Luna (2013) mencionan que esta estrategia dependió de la capacidad de la empresa para aumentar el flujo de efectivo de las empresas adquiridas, ya que de ello dependía su capacidad de pago de las deudas contraídas para llevar adelante la adquisición. Como resultado de esta estrategia, el valor de los activos se multiplicó durante la última década, al igual que el valor de sus acciones.

El modelo de expansión de CEMEX fue exitoso y le permitió posicionarse en el lugar 22 dentro del ranking de las 100 mayores empresas transnacionales provenientes de países emergentes de acuerdo a UNCTAD, y en el lugar 15 si se considera el índice transnacional. En ese sentido, al igual que lo realizado con Grupo Bimbo, se analizan las hojas de balance obtenidas a partir de sus reportes anuales para evaluar la situación financiera de la empresa bajo un entorno financierizado. Las razones financieras de liquidez, endeudamiento y apalancamiento de esta compañía se muestran en el Cuadro 3.9.

Cuadro 3.9.
CEMEX: razones financieras de liquidez, endeudamiento y apalancamiento.
2000-2016

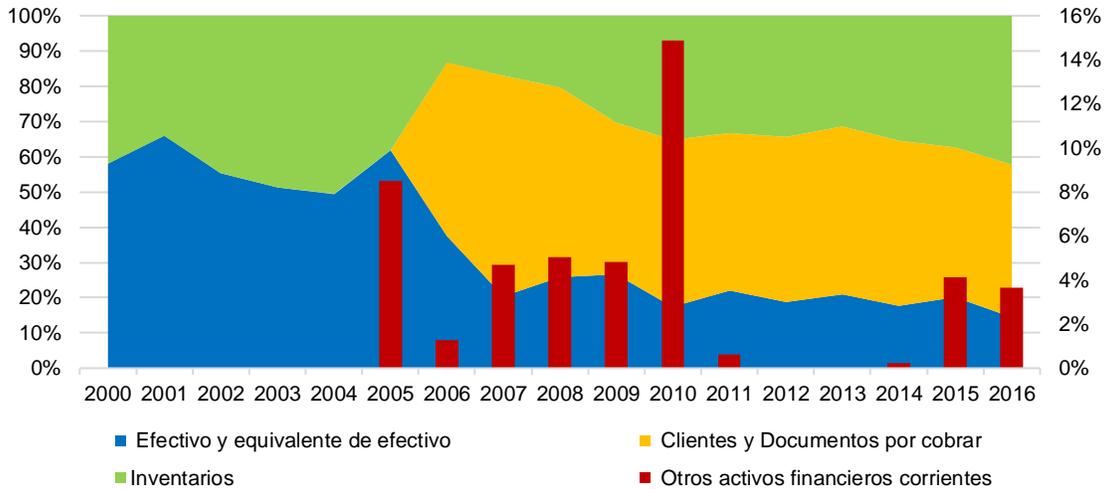
Año	Razón Corriente (Activo corriente/ Pasivo Corriente)	Capital de Trabajo Neto (Activo corriente- Pasivo corriente) Millones de MXN	Prueba del Acido (Activo corriente- inventarios) / Pasivo corriente	Endeudamiento o Total (Pasivo Total/ Activo total)	Endeudamiento o Financiero Total (Pasivos Financieros/ Ventas netas)	Carga Financiera (Gastos financieros/ Ventas netas)	Apalancamiento o (Pasivo total/ Patrimonio)	Apalancamiento o CP (Pasivo Corriente/ Patrimonio)	Apalancamiento o Financiero (Pasivo Financiero/ Patrimonio)
2000	0.51	-1825.35	0.33	51.5%	87.4%	8.3%	154.5%	74.7%	93.6%
2001	0.99	-28.28	0.70	49.8%	70.4%	5.9%	130.8%	38.0%	78.9%
2002	0.66	-1071.08	0.42	56.4%	76.3%	4.9%	156.4%	51.4%	86.9%
2003	0.65	-1013.31	0.44	57.8%	77.2%	5.2%	148.4%	45.4%	88.8%
2004	0.81	-427.23	0.55	52.7%	70.5%	4.4%	117.0%	30.8%	73.4%
2005	1.01	55.44	0.76	61.3%	59.0%	3.0%	167.0%	41.9%	92.1%
2006	1.16	756.29	0.89	50.7%	41.6%	2.4%	118.2%	34.5%	59.0%
2007	0.73	-2028.63	0.50	62.4%	92.3%	3.3%	207.2%	51.1%	133.8%
2008	0.45	-6111.80	0.31	62.0%	115.4%	4.1%	202.6%	80.1%	136.6%
2009	1.15	578.44	0.80	55.8%	107.6%	5.8%	151.8%	23.0%	99.5%
2010	0.99	-44.70	0.72	58.5%	119.2%	7.5%	155.2%	28.4%	109.4%
2011	1.07	334.38	0.80	68.3%	129.1%	8.0%	238.5%	41.6%	157.3%
2012	1.18	732.91	0.87	67.5%	109.8%	8.3%	229.0%	38.1%	153.2%
2013	1.16	725.00	0.87	70.1%	115.1%	8.3%	260.8%	44.7%	168.9%
2014	0.88	-628.64	0.66	71.2%	115.8%	7.8%	279.8%	61.2%	180.6%
2015	1.02	63.21	0.77	69.8%	132.2%	7.4%	263.8%	50.6%	203.0%
2016	1.08	312.18	0.86	67.2%	119.9%	6.5%	240.2%	48.9%	178.7%

A partir de la información del Cuadro 3.9 se observa una situación vulnerable en la estructura financiera de la empresa, en primer lugar, las razones de apalancamiento se encuentran muy cercanas a la unidad a pesar de una notable mejoría durante el periodo de estudio. En segundo lugar, las razones de endeudamiento muestran un deterioro considerable, especialmente en el endeudamiento financiero, lo cual se traduce en que CEMEX destina gran parte de sus ganancias al pago de las deudas financieras. Y, por último, las razones de apalancamiento confirman la fragilidad de la compañía, mostrando un detrimento de cerca del 55%. En cuando a los activos, a partir de los datos del Cuadro 3.10 y las Gráficas 3.5 y 3.6, se identifica que los activos físicos son los que representan la mayor proporción respecto al activo total, y que, a diferencia de Bimbo, los activos intangibles no superan el 7%. Asimismo, los activos financieros representan una pequeña proporción que no supera el 2% respecto al total del activo.

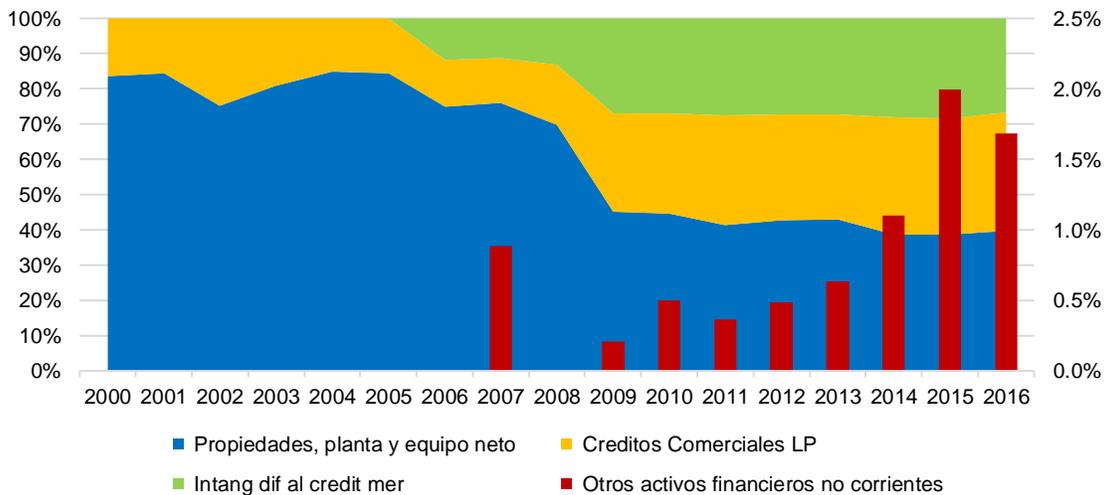
Cuadro 3.10.
CEMEX: ratios de los diferentes tipos de activo respecto al total de activo.
2000-2016

Año	Activo Circulante/Activo Total	Activo No Circulante/Activo Total	Activo Financiero/Activo Total	Activo Intangible/Activo Total	Activo Fijo/Activo Total
2000	12.7%	80.1%	0.0%	1.2%	57.3%
2001	14.3%	79.7%	0.0%	0.9%	55.1%
2002	12.3%	81.6%	0.0%	1.4%	56.2%
2003	11.4%	80.7%	0.0%	1.2%	57.9%
2004	11.2%	75.7%	0.0%	1.0%	55.3%
2005	15.6%	76.2%	0.3%	0.0%	58.1%
2006	17.2%	80.0%	1.8%	0.0%	57.4%
2007	11.3%	80.4%	1.5%	0.0%	48.3%
2008	10.9%	81.7%	1.7%	0.0%	43.3%
2009	9.7%	82.2%	1.6%	0.0%	44.5%
2010	10.6%	81.8%	1.9%	0.0%	44.9%
2011	12.8%	87.2%	0.5%	6.7%	43.1%
2012	13.2%	86.8%	0.9%	6.4%	44.5%
2013	13.9%	86.1%	1.3%	6.1%	41.5%
2014	13.8%	86.2%	1.0%	6.4%	39.4%
2015	13.6%	86.4%	1.0%	6.7%	39.5%
2016	14.7%	85.3%	1.0%	6.9%	38.4%

Gráfica 3.5.
CEMEX: composición del Activo Circulante
2000-2016



Gráfica 3.6.
Cemex: composición del Activo no Circulante
2000-2016



Por el lado de los pasivos, se observa una tendencia muy similar a la de Bimbo, es decir, endeudamiento principalmente bancario en el corto plazo, y emisión de bonos en el largo plazo a excepción de los años previos a la crisis financiera de 2008 y de 2013 a 2015. La composición del pasivo se muestra en el Cuadro 3.11.

**Cuadro 3.11.
CEMEX: composición del pasivo financiero de corto y largo plazo.
2000-2016**

Año	Corto Plazo					Largo Plazo				
	Deudas Financieras	Bonos y papeles comerciales	Otros créditos con costo	Otros pasivos financieros	Otros cred sin costo	Deudas Financieras	Bonos y papeles comerciales	Otros créditos con costo	Otros pasivos financieros	Otros cred sin costo
2000	100.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2001	100.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2002	100.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	42.4%	57.6%	0.0%	0.0%	0.0%
2003	100.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	21.4%	78.6%	0.0%	0.0%	0.0%
2004	100.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	21.7%	78.3%	0.0%	0.0%	0.0%
2005	100.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	19.7%	80.3%	0.0%	0.0%	0.0%
2006	12.1%	87.0%	0.0%	0.9%	0.0%	28.6%	70.4%	1.0%	0.0%	0.0%
2007	29.0%	71.0%	0.0%	0.0%	0.0%	44.4%	55.6%	0.0%	0.0%	0.0%
2008	43.0%	54.7%	0.0%	2.2%	0.0%	91.7%	8.3%	0.0%	0.0%	0.0%
2009	98.4%	0.0%	0.0%	1.6%	0.0%	66.3%	33.7%	0.0%	0.0%	0.0%
2010	100.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	33.5%	66.5%	0.0%	0.0%	0.0%
2011	77.2%	17.6%	0.0%	5.2%	0.0%	46.8%	48.7%	0.0%	4.5%	0.0%
2012	86.9%	0.0%	0.0%	13.1%	0.0%	10.7%	87.0%	0.0%	2.3%	0.0%
2013	33.2%	55.4%	0.0%	11.4%	0.0%	3.4%	95.9%	0.0%	0.7%	0.0%
2014	72.7%	0.0%	0.0%	27.3%	0.0%	12.0%	85.5%	0.0%	2.5%	0.0%
2015	21.6%	50.5%	0.0%	0.0%	27.9%	8.1%	89.1%	0.0%	0.0%	2.8%
2016	85.3%	0.0%	0.0%	0.0%	14.7%	9.3%	86.7%	0.0%	0.0%	4.0%

A partir de lo anterior se concluye lo siguiente: CEMEX se comporta de forma similar a la muestra de 68 empresas. No existe un exceso de liquidez, el endeudamiento y el apalancamiento se incrementan durante el periodo de estudio. El endeudamiento no se refleja en inversiones físicas, no obstante, la relación entre el activo fijo y el pasivo financiero se reduce en una menor proporción que en los casos previos, la relación entre el activo intangible y el financiero respecto al pasivo financiero se incrementa, sin embargo, el activo intangible no tiene el mismo peso relativo que en los casos previos. El activo financiero también representa una parte marginal del total del activo de no más del 1.9%, lo cual también desecha la idea de obtención de ganancias financieras. Respecto a los pasivos, de igual forma que Bimbo, salvo a algunos casos excepcionales, en el corto plazo la empresa recurre al crédito bancario, mientras que en el largo prefiere el financiamiento por medio de bonos. Y, por último, también se observa la misma estrategia de restructuración de pasivos. Con base en lo anterior, al igual que en los análisis previos, no es posible concluir que CEMEX es una empresa sobrecapitalizada que ha obtenido ganancias financieras a partir del fenómeno de la financiarización.

CONCLUSIONES

A lo largo del presente trabajo se propuso identificar los principales fenómenos económicos que transformaron el funcionamiento de la economía en América Latina a partir de los años setenta, para de esta forma entender de una mejor manera el impacto del fenómeno de la financiarización en la estructura financiera de las grandes empresas mexicanas. Para ello, en el primer capítulo se sentaron las bases del comportamiento de las grandes empresas utilizando como base los trabajos de Kalecki (1937), Steindl (1945) y Minsky (1982), y de igual forma se realizó una revisión del mercado de capitales a través de las distintas escuelas del pensamiento económico, en la que se concluyó que éste es inestable y un espacio propicio para la especulación, misma que se acentuó a partir de la era de predominancia financiera.

En el segundo capítulo se revisaron los cambios institucionales en México y América Latina, los flujos de Inversión Extranjera Directa y el mercado de capitales en las principales economías de la región. En el primer apartado se identificó que a partir del rompimiento de los acuerdos de Bretton Woods tuvieron lugar una serie de fenómenos característicos en cada una de las décadas siguientes. La década de los ochenta se caracterizó por un proceso de desregulación impulsado por amplios procesos de privatizaciones, la década de los noventa trajo consigo la profundización del fenómeno de la globalización que transformó los sistemas financieros nacionales en sistemas globales, y a su vez vino acompañada de grandes flujos de IED. La primera década del nuevo milenio se caracterizó por un proceso de internacionalización que aceleró la deslocalización de la producción e impulsó las cadenas globales de valor. Y por último se identificó al fenómeno de la financiarización, el cual fue uno de los principales objetos de estudio en este trabajo.

En el segundo apartado, mediante un análisis comparativo de los flujos de Inversión Extranjera Directa en América Latina en las principales economías de la región (Brasil, Argentina, Chile, Colombia, Perú y México) se encontró que los sectores

que predominan son, en primer lugar, el manufacturero, seguido por el de servicios financieros, seguros e inmuebles, y posteriormente el de explotación de minas y canteras. En cuanto a los componentes de la Inversión Extranjera Directa, se observó que la IED se inserta en la región principalmente como aportes de capital, seguido por la reinversión de utilidades, y posteriormente los préstamos entre compañías. Por otro lado, Chile es el país en el que la IED tiene un mayor peso respecto al PIB, seguido por Perú y Colombia.

En el tercer apartado, se identificó que Chile es el país en el que el mercado de capitales tiene el mayor peso respecto al PIB, seguido por Brasil y México, no obstante, el mayor índice de capitalización bursátil lo tiene Brasil, seguido por México y posteriormente Chile. El mayor número de empresas enlistadas de igual manera lo tiene Brasil, seguido por Perú y posteriormente Colombia. En cuanto a las grandes empresas de cada país, el mayor número de empresas enlistadas en las bolsas regionales son privadas de capital nacional y las no enlistadas son multinacionales privadas. El sector dominante es el *Retail*, seguido por el de Energía y posteriormente el de Automotriz/Autopartes. Esto mismo explica en cierta medida porque la entrada de empresas multinacionales no ha sido un detonante para los mercados de capitales regionales y por ende no contribuyen al desarrollo económico de la región.

En el tercer capítulo finalmente se analizó al fenómeno de la financiarización partiendo del hecho de que el mismo modificó el funcionamiento y la relación entre los distintos agentes económicos. No obstante, el análisis se centró en el comportamiento de la gran empresa no financiera mexicana. A partir de lo anterior, se encontró que, la estructura financiera de las empresas se modificó durante el periodo de estudio, se volvieron más vulnerables a problemas de liquidez, de igual forma se identificó que las empresas se encuentran más endeudadas y que dicho endeudamiento se debe a la constante restructuración de los pasivos, así como por la compra de activos intangibles y financieros. La compra de estos activos desplazó en cierta forma la adquisición de activos físicos que se relaciona directamente con

la inversión productiva, sin embargo, no fue posible identificar que las empresas hayan incrementado sus ganancias mediante la adquisición de estos activos. Por otro lado, mediante el análisis de las hojas de balance de las grandes empresas mexicanas, se determinó que las mismas se encuentran más apalancadas, lo cual se traduce en una pérdida del valor de los accionistas, lo que a su vez contradice uno de los rasgos característicos de la sobrecapitalización.

En ese sentido, la hipótesis de esta investigación se acepta, ya que no es posible concluir que las grandes empresas no financieras mexicanas se encuentran sobrecapitalizadas y que estén obteniendo ganancias financieras. Si bien la tenencia de activos financieros se ha incrementado significativamente, sigue representando una pequeña parte del total de los activos. En cambio, fue posible identificar que, si bien las empresas no despliegan estrategias de sobrecapitalización relevantes, si adoptan estrategias alternativas de expansión, las cuales se observan con el incremento en los activos intangibles que se relacionan con el crecimiento hacia afuera mediante fusiones y adquisiciones, así como con la consagración de marcas y patentes a escala mundial.

BIBLIOGRAFÍA

- Alonso, M. Philipp, B. Romero, A., (2013). Una ilustración empírica de la teoría austriaca del ciclo económico: el caso de Estados Unidos, 1988-2010. Investigación económica, vol. LXXII, núm. 285, julio-septiembre de 2013, pp. 41-74.
- Bertola, L., Ocampo, J. (2012) Latin America's debt crisis and "lost decade". Learning from Latin America: Debt crises, debt rescues and when and why they work
- Bhagwati, J. (1998) 'The Capital Myth. The Difference between Trade in Widgets and Dollars,' Foreign Affairs, Vol. 7, No. 3, pp. 7-12.
- Cuadra, H. (2015). Reflexiones sobre las crisis en los 90: México y el sudeste asiático. Revista de El Colegio de San Luis.
- Cuervo-Cazurra, Álvaro (2010). "Multilatinas". Universia Business Review, 14-33
- Dussel, E. (2000). La inversión extranjera en México. Chile: Comisión Económica para América Latina y el Caribe
- Fama, E., (1965a). "The Behavior of Stock-Market Prices", The Journal of Business, vol. XXXVIII (1), The University of Chicago Press, Chicago.
- Fama, E., (1965b). "Random Walks in Stock-Market Prices", Selected Papers, núm. 16, Graduate School of Business-Universidad de Chicago, Chicago.
- Fama, E., (1970). "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work", The Journal of Finance, vol. XXV (2).
- Fama, E., (1991). "Efficient Capital Markets: II", The Journal of Finance, vol. XLVI.

- Fama, E., (1997). "Market Efficiency, Long-Term Returns, and Behavioral Finance", Center for Research in Security Prices Working Paper, number 0, University of Chicago
- Fischer, S. (1998) "Capital Account Liberalization and the Role of the IMF," in "Should the IMF Pursue Capital-Account Convertibility?" Essays in International Finance, Department of Economics, Princeton University, Vol. 207, pp. 1–10.
- Garrison, R., (2001). Time and Money. The Macroeconomics of Capital Structure. Londres: Routledge.
- Garrison, R., (2005) Sobreconsumo y ahorro forzoso en la teoría del ciclo económico de Mises-Hayek, Revista Libertas XII: 43 (octubre 2005): Instituto Universitario ESAEDE
- Girón, A. Levy, N. (2005). México: ¡Los bancos que perdimos! De la desregulación a la extranjerización del sistema financiero. IIEC, Instituto de Investigaciones Económicas. Facultad de Economía, UNAM, Universidad Nacional Autónoma de México, México.
- Hayek, F., ([1928] 1975a). Monetary Theory and the Trade Cycle, New York: Augustus M. Kelley.
- Hayek, F., ([1935] 1967). Prices and Production, 2a edn, New York: Augustus M. Kelley.
- Hicks, J., (1937) Mr. Keynes and the "Classics"; A Suggested Interpretation. Econometrica, Vol. 5, No. 2 (Apr., 1937), pp. 147-159
- Huang X. y Z. Ying (2016) Managing Chinese Outward Foreign Direct Investment: From Entry Strategy to Sustainable Development in Australia (New York: Springer).
- Hume, D (1752) Of Interest
- Hume, D. (1752) Of Money

- Kalecki, M. (1937) "The principle of increasing risk", *Economica*, Vol. 4, No. 16, pp. 440-447.
- Keynes, J., ([1936] 2003). *Teoría General de la Ocupacion, el Interes y el Dinero*, México: FCE.
- Kose, M. Prasad, E. Rogoff, K. Wei, S. (2009) *Financial globalization: a reappraisal*
- Krugman, P., Obstfield, M. (2006). *Economía Internacional, Teoría y Política*. España: Pearson.
- Levy, N., (2013). *Dinero, estructuras financieras y financiarización: un debate teórico intitucional*, México: Itaca
- Lopez, T. Bustamante, J. (2013) *Alta rentabilidad y financiariacion de las ganancias de las empresas en México: estructura de la deuda y origen de las ganancias*. México: UNAM
- Mill, J., (1848) *Principios de Economia Política*
- Minsky, H. (1982) *The Financial-Instability Hypothesis: Capitalist Processes and the Behavior of the Economy*.
- Mises, L. ([1949] 1966) *Human Action*, Chicago: Henry Regnery Company.
- Moran, T. (2010) *China's Strategy to Secure Natural Resources: Risks, Dangers, and Opportunities*, *Policy Analysis in International Economic*, 92 (Washington D.C.: Peterson Institute for International Economics).
- Ortiz, G. (2009). *La crisis: testimonios y perspectivas*. México: Tendencias y opiniones febrero 2009
- Quiroz, S. *Competitividad e inversión extranjera directa en México*
- Ramírez, E. (2007). *El proceso de privatización: Antecedentes, implicaciones y resultados*. *Contaduría y administración*.
- Robertson, D.,(1934). *Industrial Fluctuation and the Natural Rate of Interest*. *The Economic Journal*, vol. 44, pp. 650-656

- Rodrik, D. (1998) “Who Needs Capital-Account Convertibility?” Essays in International Finance, No. 207 (Princeton: Princeton University).
- Romero, I. (2005). El tipo de cambio en la economía mexicana 1949-2002. Centro de Capital Intelectual y Competitividad (Cecic). COMERCIO EXTERIOR. VOL. SS, NÚM. 3, MARZO DE 2005
- Sanchez, A., (1994). Teorías de la tasa de interes, México: Universidad Autonoma Metropolitana.
- SECOFI (1993). Ley de Inversión Extranjera, México
- Steindl, J. (1990) “Estructura financiera de la empresa y los problemas de riesgo” en Economic papers, Palgrave Macmillan, pp. 65-75.
- Stiglitz, J. (2000). “Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability,” World Development, Vol. 28, No. 6, pp. 1075–86.
- Summers, L. (2000) “International Financial Crises: Causes, Prevention, and Cures,” American Economic Review, Vol. 90, No. 2, pp.1–16.
- Toporowski, J. (2008) Excess Capital and Liquidity Management
- Toporowski, J., (1993). The Economics of Financial Markets and the 1987 Crash. Aldershot: Edward Elgar.
- Vidal, G. (coordinador) (2001), México y La Economía Mundial: Análisis y Perspectivas, Miguel Ángel Porrúa Editor y Departamento de Economía, Universidad Autónoma Metropolitana, Unidad Iztapalapa, México.
- Wicksell. K. ([1898] 1936). Interest and Prices. A Study of the Causes Regulating the Value of Money. Londres: Macmillan

FUENTES DE INFORMACIÓN ELECTRÓNICA.

- <https://www.realestatemarket.com.mx/capital-markets/18354-50-anos-de-historia-en-la-bolsa-mexicana-de-valores>
- <https://mx.advfn.com/bolsa-de-valores/BMV>
- https://www.google.com.mx/amp/s/expansion.mx/empresas/2019/01/22/en-20-anos-la-bolsa-mexicana-ha-perdido-50-empresas%3f_amp=true
- <https://www.google.com.mx/amp/s/www.eleconomista.com.mx/amp/mercados/En-Mexico-la-BMV-tiene- apenas-146-empresas-publicas-20170716-0074.html>
- <https://upaep.mx/ciie/index.php/economia-y-politica-empresarial/125-listarse-en-la-bolsa-mexicana-de-valores-paso-firme-en-la-institucionalizacion-de-la-empresa-familiar>
- http://biblioteca.itson.mx/oa/ciencias_administrativa/oa11/caracteristicas_empresa/z6.htm
- <https://m.bbva.es/general/finanzas-vistazo/empresas/clasificacion-de-empresas-por-tamano/index.jsp#>
- <https://www.google.com.mx/amp/s/amp.milenio.com/negocios/los-dias-negros-en-la-historia-de-las-bolsas>
- <https://journals.openedition.org/poldev/2514?lang=es>
- <https://amp.larepublica.co/analisis/german-bolivar-blanco-500076/inversion-greenfield-y-mercado-de-capitales-2040894>