



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO

PROGRAMA DE POSGRADO EN ECONOMÍA

FACULTAD DE ECONOMÍA ♦ DIVISIÓN DE ESTUDIOS DE POSGRADO

Liberalización e Innovación financiera en México y su impacto en las grandes empresas no financieras a partir de la década de los noventa

TESIS

QUE PARA OPTAR POR EL GRADO DE:
Maestro en Economía

PRESENTA:
Eduardo Torres Luna

TUTORA:
Dra. María Teresa Aguirre Covarrubias
Facultad de Economía, UNAM

MIEMBROS DEL JURADO:
Dra. Tayra Belinda González Orea Rodríguez
Facultad de Economía, UNAM

Dra. Marcia Luz Solorza Luna
Facultad de Economía, UNAM

Dr. José Antonio Ibarra Romero
Facultad de Economía, UNAM

Dr. Alejandro César López Bolaños
Instituto de Investigaciones Económicas, UNAM

Ciudad Universitaria, Cd. Mx.

Diciembre de 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.

Índice

SIGLAS USADAS	4
Liberalización e Innovación financiera: Impacto en las grandes empresas mexicanas no financieras a partir de la década de los noventa.....	6
INTRODUCCIÓN	6
PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA	8
OBJETIVOS DE INVESTIGACIÓN	11
HIPOTESIS	13
Capítulo 1. Perspectivas teóricas sobre la evolución de la tasa de ganancia: Relación entre capital productivo y capital financiero.....	15
Introducción	15
Capital que devenga intereses y capital ficticio	18
Monopolios y capital financiero	21
La lucha de clases, capital productivo y capital financiero.	23
Flujos de efectivo de empresas y bancos.....	25
Innovación tecnológica y capital financiero	27
La Financiarización.	29
La Financiarización subordinada o desde los países en desarrollo.....	37
A manera de conclusiones	40
Capítulo 2. Contexto Histórico de la financiarización. La evolución de la tasa de ganancia.....	43
Caída de la tasa de ganancia, crisis del modelo fordista y transición al modelo neoliberal en el centro.	44
Recuperación de la tasa de ganancia.	46
Compensación de la rentabilidad para las empresas no financieras	47
Las décadas de transición del modelo económico en la periferia.	50
Crisis de los años ochenta y noventa: centro y periferia.	51
Principales factores que explicaron las crisis monetarias y financieras.....	54
1.- La Financiarización.	54
2.- Otros Factores de riesgo	55
Principales métodos para incrementar ganancias	56
Nueva división del trabajo y Aumento del Capital Ficticio.....	56
Gobierno Corporativo y financiarización.....	58
Incremento de Fusiones y adquisiciones	59

Recompra de acciones.....	61
Nueva distribución de ganancias: “Downsize and Distribute”	62
A manera de conclusiones.	64
Capítulo 3. Las Grandes empresas en México 1970-2018: los casos de América Móvil (AMX), Fomento Económico Mexicano (FEMSA) y Grupo ALFA.....	69
Antecedentes de las EMEs mexicanas.....	71
Análisis Macro de la economía mexicana: 1993-2018	75
Productividad y Remuneraciones.....	75
Ganancias y Remuneraciones.....	77
Tasa de Ganancia, Tasa de Acumulación y Tasa de Desocupación	78
Estrategia empresarial de internacionalización y fortalecimiento de las EME.	81
EMEs mexicanas: Expansión, endeudamiento y control de mercados	83
Asociaciones y centralización de capitales.....	86
Reorientación de la producción: IED y Exportaciones de las EMEs mexicanas.....	87
AMX, FEMSA y ALFA: 1990-2018.....	89
Financiamiento por deuda	90
Mercado de acciones y tasas de interés.	93
Emisión y Recompra de Acciones.....	95
Comportamiento de los dividendos, recompra y precio de las acciones.....	100
Inversión en Activos Financieros y Capital Fijo.	109
Productividad y Remuneraciones.....	113
Tasa de Ganancia.....	115
A manera de conclusiones.	117
Tendencias de las EMEs mexicanas.....	118
Conclusiones.....	138
Anexo 1. Información estadística	149
Bibliografía citada.....	161

Agradecimientos

A la **Dra. María Teresa Aguirre Covarrubias**. Me quedo sin palabras para expresar mi gratitud por su enorme apoyo y dedicación a mi trabajo. Gracias por ayudarme con mis tremendas deficiencias, pero que ayudaron a superarme. Sigo impactado por su enorme conocimiento y dominio de vastos temas financieros, razón por la cual decidí que me guiara en esta investigación.

A los **Miembros del Jurado**, muchas gracias por el conocimiento que me compartieron en sus clases, y en el trabajo que dejaban como lecturas, ensayos, exposiciones, discusiones, charlas, seminarios, etc. lo cual fue vital para darle forma a esta investigación. Ha sido un gran honor tomar clase con ustedes.

A **CONACyT**, gracias la gran oportunidad que me brindó en estudiar con beca durante dos años y por confiar en mí para llevar a cabo un minúsculo aporte a la investigación en México.

A mi Dios, **JEHOVÁ** de los ejércitos, Alfa y Omega, principio y fin, muchas gracias por todo lo que hiciste para que sugiera estudiando y superándome, por la paz y tranquilidad que me regalaste, por todos los recursos que me proveíste, en delicados pastos me hiciste reposar, fuiste mi sustento en la tormenta y me diste fuerza para continuar, poderoso tu nombre es, te reconozco como como mi Pastor y razón de ser, gracias por transformarme y convertirme en tu siervo, para ti es toda la Gloria y la Honra.

A **Jessica, a quien dedico esta investigación**, a quien amo con todo mi corazón, gracias por motivarme y apoyarme en todo momento, por estar conmigo, y aunque fueron tiempos muy difíciles en el segundo año por la prueba que Dios puso en nuestro camino, superaste la adversidad de su mano. Él obro en ti y lo seguirá haciendo. Eres la flor más hermosa de su jardín con quien quiero estar siempre.

A mis hijos **Juan Pablo, María Salomé y José María**, gracias por ser mi motivación y el motor de mi vida, gracias por enseñarme a ser mejor Papá, gracias por sus risas, consejos, ayuda, comprensión, paciencia, gracias por esperarme y despedirme en los aeropuertos, gracias por estar conmigo, aunque a la distancia, nuestro corazón está más cerca que nunca.

A la **UNAM y al Posgrado de Economía**, gracias por la inigualable experiencia y satisfacción de estudiar en tan prestigiada Universidad y Facultad. Gracias por todas las herramientas que me brindaron para concluir mis estudios, sobre todo por los docentes de excelente calidad y altamente capacitados. Mis expectativas fueron superadas cabalmente.

A mis **Papás y familia**, gracias por su comprensión y apoyo, en especial a mi **Mamá** por su amor y cariño, entusiasmo y fiel apoyo, y a mi **Papá** por impulsarme para seguir comprendiendo el mundo.

A mis **compañer@s y amig@s** del Posgrado, gracias por ser parte de mi vida, disfrute mucho conocerlos, sobre todo a **Dulce y Marissa**, mis queridas y bellas amigas que me dieron su confianza y apoyo en todo lo que necesitaba.

A mis queridos **hermanos de Horeb**, muchas gracias por sus oraciones y gran apoyo.

SIGLAS USADAS

AF	Activos Financieros
ALFA	Precio de cierre de la emisora ALFA
AMX	Precio de cierre de la emisora América Móvil
D	Flujo de efectivo de Dividendos
EBO	Excedente Bruto de Operación
EME	Empresas multinacionales de países emergentes
EMC	Empresas multinacionales de países centro
FEMSA	Precio de cierre de la emisora Fomento Económico Mexicano
FMI	Fondo Monetario Internacional
GN	Ganancias Netas
IF	Instrumentos Financieros
MN	Monto Negociado
nd	No disponible
OTS	Acciones en Circulación (Outstanding)
PIBr	Producto Interno Bruto Real
PB	Préstamos Bancarios
PMT	Productividad media del trabajo
R	Flujo de efectivo usado en recompras
RA	Remuneración de Asalariados
RMT	Remuneración media del trabajo
SCF	Stock de Capital Fijo
TA	Tasa de Acumulación
TD	Tasa de Desocupación
TG	Tasa de Ganancia
TIIE	Tasa de Interés Interbancaria de Equilibrio a 28 días
TS	Acciones en Tesorería
u	unidades expresadas en miles
VAF	Variación Relativa de AF
VM	Valor de mercado
VSCF	Variación Relativa de SCF

Liberalización e Innovación financiera: Impacto en las grandes empresas mexicanas no financieras a partir de la década de los noventa

INTRODUCCIÓN

La liberalización y la innovación financiera son dos aspectos centrales del proceso de financiarización, que ha caracterizado al capitalismo mundial a partir de los años noventa y que se distingue por el creciente dominio de “los mercados financieros, los motivos financieros, mayor peso de los actores financieros y las instituciones financieras en el funcionamiento de las economías nacionales e internacionales” (Epstein, 2005, pág. 3). Para muchos autores, la crisis financiera de 2007-08 (crisis del capitalismo financiarizado) ha dejado varias dudas respecto de la sostenibilidad del funcionamiento de la economía mundial, ya que ha hecho evidente a quien ha estado beneficiando esta forma de acumulación y en quién han recaído los costos.

El debate actual invita a reflexionar sobre las implicaciones que tiene el dominio de las finanzas y si su sostenibilidad está cuestionada por el “carácter parasitario” de las ganancias especulativas, o por la manera que inciden en la inversión, es decir, desde la perspectiva de la economía real, del funcionamiento de las empresas, cabe preguntarse cómo se están financiando, cómo ha sido su involucramiento en el mercado financiero y cómo han gestionado su rentabilidad. Desde la perspectiva financiera, también se ha modificado el sistema bancario y la política monetaria predominante que aplican los Bancos Centrales, en este sentido es necesario evaluar si la desregulación ha sido el mejor camino y aún más si es sostenible su predominante alianza de las élites financiero- industriales con los intereses políticos, sobre todo en una economía globalizada donde los nexos internacionales entre las economías son significativos.

Al respecto, es interesante conocer de qué forma han estado interactuando las empresas con y en el sistema financiero y bancario a partir del último tercio del siglo XX, cuando cambió significativamente su comportamiento con la crisis de Bretton Woods, y cómo la liberalización de los flujos financieros a escala mundial, tras el proceso de desregulación, ha influido en el comportamiento de las economías centrales y periféricas. Quizás podríamos pensar en primera instancia que han sido efecto de decisiones que se han tomado recientemente, pero son

resultado de procesos que llevan décadas de gestación y cuyos resultados han ocasionado una gran inestabilidad en las economías.

El involucramiento de las empresas en el mercado financiero principalmente en economías centrales ha cambiado desde la década de los años setenta –ante la crisis estructural que vivieron– y desde entonces la liberalización–desregulación de los mercados financieros se ha ido adaptando a diferentes escenarios macroeconómicos, al mismo tiempo que la liberalización comercial y financiera se extendía a nivel planetario, procesos que han hecho más vulnerables a las economías periféricas y centrales. La liberalización e innovación financiera se intensifica en la década de los años ochenta en los países centrales y posteriormente, en los años noventa, el uso del internet (que permitió la compra-venta de activos en tiempo real las 24 horas) permeó a las economías periféricas como México, dando paso a la sustitución del modelo keynesiano por el dominio del modelo neoliberal en todo el mundo.

El libre comercio y libre flujo de capitales generaron un escenario mundial apto para que las empresas transnacionales dominaran en las economías en desarrollo y subordinaran a los países para aplicar políticas económicas favorables para estos conglomerados. “Al mismo tiempo la liberalización comercial y financiera implicaron la desregulación y el abandono de la rectoría del estado en la economía, para dejar al mercado como mecanismo asignador de recursos y con ello la rentabilidad de corto plazo orientó las actividades de los agentes económicos y financieros” (Aguirre, 2014, págs. 423-424).

Ya en una etapa de auge de la financiarización y los mercados financieros en la década de los años noventa las economías centrales, principalmente EEUU, tomaron prácticamente el control de las decisiones de política monetaria controlando mecanismos como la tasa de interés y el tipo de cambio, a partir de la orientación de sus inversiones hacia donde la tasa de interés ofreciera a los flujos de capital mayor rentabilidad, otorgando la facilidad de que los flujos de inversión se muevan a donde exista mejor rendimiento. Por su parte las economías periféricas, “calificadas” por los mercados y compitiendo entre sí por flujos de inversión externos, adecuaron sus política económica para la captación de éstos flujos, volviéndose más dependientes del capital extranjero. Este proceso de liberalización ha generado efectos crecientes de vulnerabilidad en sus cuentas

de capitales. Con la autonomía de los bancos centrales, la política monetaria, dejó de ser un complemento de política fiscal, y su principal objetivo explícito fue reducir los altos niveles de inflación y mantener el “equilibrio” de las variables macro.

Ante estos significativos cambios, que han impactado de manera diferenciada a los países y los escenarios de funcionamiento de las empresas, es preciso conocer como han ido evolucionando las grandes empresas y como han mantenido su tasa de ganancia, es decir cómo han aumentado su rentabilidad, cómo han desarrollado diferentes estrategias de inversión y reestructuración de su cartera (que involucran sus activos y pasivos), para obtener mayores tasas de rentabilidad, en un contexto mundial de múltiples cambios, y qué tan exitosas han sido sus estrategias, es decir en qué medida les han reportado beneficios.

PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA

En este trabajo nos proponemos analizar ¿cómo y en qué medida las empresas transnacionales mexicanas se han involucrado en la dinámica capitalista de acumulación caracterizada por la financiarización y centralización de capital? En un marco de liberalización-desregulación financiera ¿De qué modo la financiarización ha incidido en sus estrategias y las diferentes maneras en que han logrado la expansión de sus ganancias?, ¿Hacia dónde se han canalizado sus inversiones y cómo se relacionan con su tasa de ganancia? En especial nos interesa analizar en qué medida han recurrido a la recompra de sus propias acciones para mantener alto el valor de las mismas y para generar “mayor beneficio para los accionistas”.

Para dar respuesta a estas interrogantes, hemos realizado una selección de empresas transnacionales que cotizan en bolsa y que realizan estrategias diferentes. Se trata analizar y dar seguimiento al comportamiento de: AMX, FEMSA y ALFA, que han cotizado en la Bolsa Mexicana de Valores durante el período 1990–2018. Analizaremos el comportamiento de algunas variables financieras, como la configuración de sus activos (capital fijo, activos financieros) y pasivos (emisión de acciones, instrumentos de deuda y crédito bancario) en las tres empresas transnacionales. Este objetivo de investigación surgió a partir del análisis de los cambios en el capitalismo mundial desde la década de los años setenta del siglo XX, cuando se inicia la crisis

estructural que daría lugar a cambios estructurales en su funcionamiento, dando lugar a una nueva etapa que muchos autores caracterizan por el predominio de la financiarización.

Uno de los cambios más significativo de la economía mundial, ha sido el mayor grado de concentración de las empresas, por ello estudiaremos y analizaremos el papel de los monopolios que además de ser muy relevante, se modifica en este periodo no sólo en su forma de organización sino también en su roles y funciones en la economía mundial, particularmente se fortalece a través de fusiones y adquisiciones, elevando significativamente el grado de concentración en la economía mundial. Además de la fusión de grandes empresas y bancos, ahora las empresas constituidas en sociedades por acciones participan directamente en el mercado de valores, y con ello las formas de obtención de ganancias financieras se han diversificado, además de las fusiones y absorciones, los activos intangibles cobran fuerza como la marca, la confianza, la capacidad de innovación y control de mercado, se contabilizan como activos financieros y forman parte de lo que se conoce como *goodwill*¹. De tal manera que una acción no sólo adquiere valor por el bien o servicio que representa, sino también por la “confianza” que el “mercado” –es decir los agentes y corredores de bolsa y banqueros— depositan en esas acciones lo que incide en su calificación. Estas formas de incrementar las ganancias financieras de las empresas han jugado un papel creciente y han contribuido a la consolidación de los conglomerados y/o holdings² a través de fusiones y adquisiciones como una forma de incremento de las ganancias financieras de las empresas no financieras.

En la economía real la transformación de los roles y funciones de las grandes empresas transnacionales se expresa en el proceso de deslocalización de la producción, para lograr no solo el control de sectores estratégicos nacionales e internacionales, sino también para reducir los costos de producción, trasladando la misma a los lugares donde es más barato y eficiente producir, ya sea por costos de mano de obra, por cercanía de mercados o por la localización y

¹ El *goodwill* es tan diverso y adquiere tantas formas tangibles e intangibles, y de acuerdo a Claude Serfati se puede definir como el diferencial entre el valor en libros de los activos y su valor de mercado producto de la “confianza” o buen funcionamiento de la empresa.

² Entendido como la unión de varias entidades económicas y financieras bajo un controlador común. En los holdings la persona jurídica o vehículo de inversión, ejerce control efectivo sobre las entidades asociadas y con ellas constituye el conglomerado económico-financiero.

control de insumos y materias primas estratégicas. De esta manera, también los montos y lugares de producción quedan definidos por los grandes conglomerados económico-financieros y con ello adquieren un dominio creciente en la economía mundial, pero sus decisiones de inversión pueden generar la vulnerabilidad y/o crisis de países y regiones completas cuando deciden abandonar la producción en esos lugares.

De esta forma será preciso analizar cómo estas nuevas formas de funcionamiento de las grandes empresas incide en algunas posturas de la teoría de los ciclos de la economía y el comportamiento en la tasa de ganancia, en la inversión, generando nuevas relaciones entre el capital productivo y capital financiero, modificando su relación con la innovación tecnológica y el comportamiento de algunos agentes económicos (lucha sociales y de clases).

Con la predominancia de los actores financieros y su objetivo de incrementar ganancias, en especial para los accionistas a partir de innovación financiera, que será el objetivo clave en nuestro estudio, podremos identificar una nueva etapa del capitalismo denominada por la *Financiarización*, donde reconoceremos la transformación de un capitalismo que financiaba al capital productivo-industrial para expandir y acumular su capital y así generar ganancias productivas que beneficiaban a la economía real, hacia un capitalismo que financia a la industria a partir de generar predominantemente ganancias financieras, con una gran dependencia de apalancamiento, lo que ha subordinado el desempeño de la actividad económica al dominio del capital financiero sobre el capital productivo, con peso creciente de la ganancias financieras en la ganancia total de las empresas no financieras.

Se trata de un “nuevo” mecanismo que proporciona liquidez a las empresas no financieras y al mismo tiempo les permite aumentar su capital (de mercado) y ganancia financiera, además de la colocación de acciones que era una forma “clásica” de autofinanciamiento de las grandes empresas, hoy también podemos observar que se lleva a cabo un proceso de aumento del valor de las acciones en el mercado –goodwill– y con ello de las ganancias financieras a partir de la *recompra de acciones*, es decir, se registra un auto impulso de compra y venta de acciones para aumentar o disminuir el valor de las acciones de las empresas asociadas en un conglomerado o holding y con ello se manipula el valor y la confianza sobre determinadas empresas, particularmente entre empresas no financieras, lo que ha dado lugar según Jan Toporowsky a la

inflación de activos financieros (valor de mercado muy encima de su valor real) como característica de la etapa de financiarización.

De esta forma, la relevancia de mantener un precio alto de las acciones será fundamental, ya que dentro de la lógica capitalista las ganancias dependerán del precio de las acciones, lo que modifica la conducta de los inversionistas, para mantener los precios altos y su confianza. Una de las formas preponderantes en la etapa de financiarización será a partir de la recompra de acciones, que será parte central de nuestro objeto de estudio para empresas multinacionales mexicanas. Como podremos observar, por un lado esta dinámica obedecerá a un nuevo modelo de gestión de las empresas que a partir de la desregulación financiera, aumentará su integración a los mercados financieros internacionales y con ello podrá incrementar sus ganancias, fenómeno no será exclusivo de las firmas sino también de los bancos comerciales. Por otra parte, la evolución de las multinacionales mexicanas y su integración a la lógica de acumulación mundial, a partir del viraje de la industrialización al nuevo modelo neoliberal, se realiza en los años noventa cuando fueron estimuladas a invertir en su modernización para competir en las nuevas condiciones económicas y así poder realizar su expansión.

“La mayor competencia entre las empresas produjo una mayor concentración y centralización a través de fusiones y absorciones, facilitada en América Latina por la privatización de las empresas estatales y por el acceso a nuevas fuentes de financiamiento en el mercado de capitales. Un segmento importante del capital de las empresas se transformó en activos financieros –con rendimientos crecientes al mismo tiempo que les otorgaba liquidez– vinculando la ganancia financiera con la productiva” (Aguirre, 2019, págs. 423-424).

OBJETIVOS DE INVESTIGACIÓN

De esta manera, nos parece importante analizar en qué medida se ha modificado el funcionamiento y objetivos de las empresas no financieras; sus decisiones para financiar proyectos de inversión en el mercado financiero y la manera en que financian sus inversiones y obtienen sus ganancias. En especial nuestro objetivo se dirige al análisis de algunas empresas mexicanas, y nos parece que es importante y útil analizar algunas de las empresas más importantes que cotizan en la Bolsa de Valores de México en las últimas tres décadas y comparar su evolución a partir de la década de los años noventa, con los estudios realizados para otros periodos.

Es importante hacer mención de que existen estudios relevantes sobre el comportamiento de grandes empresas en México en las últimas décadas, como han sido las aportaciones de Jorge Basave, entre otros. Pero aún no existen investigaciones sobre los mecanismos y formas que adquiere la financiarización en empresas mexicanas transnacionales, por ello en esta investigación además de hacer el seguimiento de tres grandes empresas de 1990 hasta 2018, nos interesa analizar su comportamiento en relación a la recompra de acciones como medio de expansión de las ganancias financieras, que permite mantener o elevar el precio de las acciones y con ello incrementar los beneficios de los accionistas. En el análisis de la economía mexicana en las últimas décadas se ha estudiado el proceso de financiarización, pero aún no se han desarrollado trabajos sobre cómo esta toma cuerpo en las grandes empresas multinacionales mexicanas, lo que nos parece puede ser un aporte original de este trabajo de Tesis. Como se desarrollará en este trabajo el proceso de recompra de acciones es considerado como una de las formas que adquiere el proceso de financiarización, por ello este trabajo se enmarca en el análisis más general del proceso de financiarización, pero en particular se enfatiza en la relación entre capital productivo y capital financiero, por ello elegimos empresas no financieras que están recurriendo a la financiarización para la expansión de sus ganancias.

De esta forma elegimos tres empresas que asumen de manera diferenciada el proceso de financiarización y que incorporan la *recompra de acciones* con diferente peso en sus estrategias de inversión-financiamiento y expansión de sus ganancias financieras, lo que nos permitirá analizar en qué medida este mecanismo, de recompra de acciones tiene un efecto diferenciado en la estabilidad, consolidación y expansión de estas empresas. Por lo anterior, nos proponemos analizar:

La Liberalización e Innovación financiera en México y su impacto en las grandes empresas no financieras a partir de la década de los noventa. Al respecto se pretende:

- Analizar la lógica de transformación en la inversión en el capital productivo y en el capital financiero de acuerdo a los contextos macroeconómicos, en la etapa de la financiarización.
- Identificar las fusiones y adquisiciones y recompra de acciones como forma de incremento de las ganancias financieras.

- Determinar las posibles consecuencias que han tenido estos comportamientos en la economía mexicana (empleo y distribución del ingreso) y en las propias empresas (niveles de ganancia y estabilidad).

HIPOTESIS

- La financiarización fortaleció a algunas de las grandes empresas transnacionales mexicanas y ha modificado su funcionamiento, reduciendo la inversión en capital productivo y orientando una parte creciente de los excedentes a inversiones financieras y la distribución de dividendos para los accionistas.
- Las empresas transnacionales mexicanas, desde la década de los años noventa, en un contexto de creciente financiarización, han logrado incrementar la cotización de sus acciones a través de fusiones y adquisiciones y recompra de acciones logrando así el aumento de sus ganancias financieras.
- Algunas de las consecuencias del comportamiento de las empresas transnacionales mexicanas han sido el incremento en la concentración del ingreso y la precarización del empleo, aumentando los niveles de desempleo y el empleo informal.

El **primer capítulo** tiene como objetivo estudiar las principales perspectivas teóricas sobre la interacción de capital productivo y capital financiero y su impacto en la economía mundial, así como la evolución de la tasa de ganancia durante el siglo XX. De esta forma se identificará la relación de financiamiento y rentabilidad y el papel que han jugado los monopolios en el sistema financiero. Así mismo, se analizará la teoría del ciclo económico desde la perspectiva de innovación científico- técnica, así como del crédito. En base a esto se identificará por un lado el proceso de financiarización analizado desde diferentes ópticas, y por otro lado el proceso de deslocalización de la producción, ambos orientados al estudio de las empresas multinacionales mundiales, principalmente al comportamiento de obtención de ganancias. Finalmente se analizará introductoriamente la evolución que han tenido las empresas multinacionales mexicanas y su incorporación a la dinámica de acumulación de capital mundial.

El **segundo capítulo** tiene como objetivo exponer una somera reseña histórica de las grandes tendencias que modifican la dinámica capitalista principalmente en el último cuarto del siglo XX y los efectos diferenciados que tuvieron en países del centro y periferia, principalmente en la

liquidez y rentabilidad de las empresas. Al respecto se analizará las reacciones que tuvieron las empresas para compensar la pérdida de ganancias ante un escenario de caída de tasa de ganancia industrial. Así identificaremos el posicionamiento gradual y predominante de las empresas transnacionales en actividades financieras, principalmente impulso al capital ficticio, aumento de fusiones y adquisiciones y recompra de acciones, que favorecidos por procesos de desregulación financiera y globalización, tuvieron repercusiones importantes en la reinversión de capital productivo. Finalmente se identificará un nuevo funcionamiento de las grandes empresas en Latinoamérica y sus consecuencias a partir de la integración de tendencias mundiales como la nueva división del trabajo, privatizaciones y IED.

El **tercer capítulo** tiene como objetivo analizar desde una perspectiva histórica la evolución de las empresas transnacionales mexicanas desde la década de los años setenta hasta 2018, considerando el comportamiento de la economía nacional e internacional para este período. Particularmente nos enfocaremos al estudio de las Empresas Multinacionales de Economías Emergentes (EMEs), que para el caso de México se identifican en una “segunda ola” de IED en la década de los años noventa, donde analizaremos las estrategias que utilizaron para llevar a cabo su internacionalización y fortalecimiento de su oligopolio, considerando algunas tendencias de financiarización que adoptaron de Empresas Multinacionales de los países centrales (EMC). De esta forma identificaremos las modalidades bajo las cuales han incrementado su rentabilidad en actividades financieras. Desde una perspectiva macro estudiaremos el comportamiento de las empresas no financieras en México para el período 1993-2018 a partir de las variables económicas como productividad, remuneración, ganancias y desempleo. Desde una perspectiva micro, estudiaremos los casos de las EME: América Móvil, Fomento Económico Mexicano y Grupo ALFA desde la óptica de financiamiento y rentabilidad, considerando el comportamiento de variables económico-financieras como valor de mercado, recompra de acciones, distribución de dividendos, inversión en capital productivo y capital financiero, crédito bancario y financiamiento en el mercado, productividad, remuneración y tasa de ganancia.

El trabajo culmina con **conclusiones** y algunas reflexiones poniendo en juego instrumentos y categorías de análisis teórico de los primeros dos capítulos y el análisis empírico del tercer capítulo, para exponer si se cumplen o no las hipótesis planteadas.

Capítulo 1. Perspectivas teóricas sobre la evolución de la tasa de ganancia: Relación entre capital productivo y capital financiero

Introducción

En este capítulo realizaremos principalmente un breve recuento de perspectivas teóricas que han marcado hitos sobre el estudio de las relaciones entre capital productivo, capital financiero y la evolución de la tasa de ganancia en el sistema capitalista como un todo; nos interesa destacar cómo se ha realizado la interacción del capital productivo y el capital financiero y las características que han asumido ambos, y su efecto en el desempeño económico, se trata de un somero análisis de la manera en que se ha realizado su estudio en el siglo XX, destacando los momentos en que se modifica la perspectiva del análisis. También se analizará la génesis de los cambios que ha provocado esta interacción y los factores que han incidido en su comportamiento.

Iniciaremos el análisis con Karl Marx y su identificación de las formas de financiamiento y la fuente de ganancias de la industria en la segunda mitad del siglo XIX. Desde la perspectiva marxista, se retoman los planteamientos del monopolio y su relación con el sistema financiero a principios del siglo XX, en especial el aporte de Rudolf Hilferding sobre los monopolios y su efecto en la acumulación real del capital productivo con el surgimiento del capital financiero, así como de Vladimir Lenin que caracterizan la etapa del dominio de los monopolios y el capital financiero, como una nueva etapa del capitalismo: el imperialismo. Ambos autores detectan el origen del capital financiero como nueva característica de ésta etapa, proceso que asegura el repunte de una alta tasa de ganancia.

La perspectiva de análisis en que se integran el comportamiento del capital productivo y el capital financiero en el desempeño económico tiene un nuevo impulso, con los estudios del ciclo (sobre todo de las ondas largas) con Schumpeter, quien elabora una teoría del ciclo y la innovación científico –técnica, retomado en la década de los años setenta por Ernest Mandel quien asocia el ciclo de innovación tecnológica a la tasa de ganancia y más recientemente Carlota Pérez³ quien recupera las interacciones del capital productivo y capital financiero y su comportamiento en las

³ En su obra “Revoluciones tecnológicas y capital financiero: La dinámica de las burbujas financieras y las épocas de bonanza”, publicada en inglés en 2002 y en español en 2004.

ondas o ciclos largos. De esta forma identificaremos que desde la perspectiva de Ernest Mandel y Carlota Pérez, existe un comportamiento inverso entre el capital productivo y el capital financiero, lo que nos permitirá explicar el comportamiento de la tasa de ganancia en diferentes etapas del ciclo de la revolución tecnológica. Mientras que para Mandel cada fase del ciclo es impulsado por luchas sociales y políticas, para Carlota Pérez aparece como un proceso más automático.

Una posición que emerge desde el pensamiento keynesiano es la aportación de Hyman Minsky y su hipótesis de inestabilidad financiera, donde identificaremos el papel fundamental que tiene el intercambio de flujos de ingresos de las empresas y flujos de créditos de los bancos dentro de una economía capitalista. De esta forma analizaremos la propuesta de este autor respecto a la categorización de las empresas en base a su capacidad de pago de obligaciones contractuales con los bancos respecto al flujo de ingresos proveniente de su operación, y como pueden impactar conjuntamente bajo condiciones específicas el comportamiento de la economía capitalista, particularmente la inversión productiva y financiera.

En los años noventa, se reabre el debate sobre las relaciones entre capital productivo y financiero pues a pesar de la difusión de un nuevo paradigma tecnológico (Tecnología en la Informática y Comunicaciones, "TICs") no se realiza el desplazamiento del capital financiero a la esfera productiva, sino que se profundiza el proceso de financiarización, lo que otorga nuevas particularidades al modelo de acumulación (Aguirre, 2019). Algunos de los autores que han caracterizado esta modalidad de acumulación ha sido Gerard Duménil y Dominique Levy, quienes ponen el acento en la caída y recomposición de la tasa de ganancia a partir del aumento de actividad financiera; Costas Lapavitzas, destaca el rol dominante del capital financiero y las consecuencias que tuvo en los sectores económicos ante un ambiente de desregulación financiera, identificando el concepto de *Financiarización* a partir del involucramiento de todos agentes económicos en las ganancias del capital financiero, en especial el nuevo rol que cumplen los hogares y Claude Serfati ha puesto especial énfasis en la manera en que se ha modificado la obtención de ganancias en las grandes empresas y el papel del goodwill.

De acuerdo a Gerard Duménil y Dominique Levy abordaremos el proceso de financiamiento interno de las empresas no financieras en el mercado financiero, que si bien, cumple la función de facilitador de los proyectos de inversión productiva, se ha convertido en fuente de ganancias financieras. La competencia de las grandes empresas y sus efectos, lo abordaremos a partir del contexto del proceso de deslocalización de la producción de empresas transnacionales, que de acuerdo a Teresa Aguirre facilita que los conglomerados se conviertan en multinacionales, así como su impacto en México en el proceso histórico y características de la expansión de las empresas multinacionales (Inversión Extranjera Directa) en México de acuerdo a Jorge Basave.

Respecto al aumento de las ganancias de las grandes empresas, desde el enfoque de William Lazonick, analizaremos brevemente que en diferentes etapas, han sido impulsadas por el mercado accionario, y cómo han sido administradas con los respectivos impactos que han generado en la producción e innovación tecnológica, algo que complementaremos con el estudio de Claude Serfati a partir del cual entenderemos la doble naturaleza de la industria a finales del siglo XX, con la separación de capital en su función productiva (capital-función) y capital propiedad, y cómo influye en la formas de generar ganancias y la confianza del inversionista. Ambos autores serán estudiados con mayor detalle en el siguiente capítulo.

Finalmente, para entender la evolución que han tenido en México las empresas transnacionales y su incorporación a la dinámica de acumulación de capital mundial y de acuerdo a nuestro objetivo de estudio, será preciso ahondar en el concepto de financiarización, particularmente desde los países en desarrollo, como lo explica Jeff Powell, tema que será de particular interés para nuestra investigación por el contexto de desregulación e innovación financiera que propició un alto grado de involucramiento de capitales extranjeros en las economías en desarrollo, particularmente en las empresas. Al respecto, abordaremos el fenómeno de desregulación y liberalización financiera para el caso México, algunos de los autores que han realizado este tipo de estudio para otros periodos han sido Teresa López, Jorge Bustamante y Jorge Basave, ello nos permitirá delinear una perspectiva histórica y las características de la etapa en que se desarrollan las tres empresas que analizamos.

Capital que devenga intereses y capital ficticio

Para Karl Marx el capital que devenga intereses es un nuevo tipo de Capital Monetario que surge del potencial capital que acumulan los capitalistas prestamistas –ahorro social– para satisfacer las necesidades de financiamiento de los capitalistas prestatarios de la industria. El beneficio de los capitalistas prestamistas son los intereses, que emergen como una fracción de la ganancia generada de la industria prestataria, y se acumulan por la posesión del capital de esta industria, originando así la acumulación financiera⁴. El beneficio de los capitalistas prestatarios es incrementar su producción, generar acumulación real y crear valor fuera de la esfera productiva, formando así el capital ficticio.

“En el capital a interés se condensa y abrevia el movimiento del capital... el capital, del capitalista industrial no es “ahorrado” por el mismo, el capitalista dispone siempre de los ahorros de otros... Este carácter social del capital sólo se lleva a cabo y se realiza en su integridad mediante el desarrollo pleno del sistema de crédito y del sistema bancario... que pone a disposición de los capitalistas industriales y comerciales todo el capital disponible de la sociedad e incluso el capital potencial...” (El Capital, Tomo III, pp. 374, 476, 477, 567).

Otra forma que identifica Marx como capital ficticio, es el que emerge de las sociedades por acciones, que equivale a la emisión de dinero privado (acción) y que genera dividendos, pero en algunas ocasiones, cuando se emite mayor cantidad de acciones por encima o no respaldadas por el aumento del capital usado en la producción, la emisión de esas acciones se considera capital ficticio, en la medida que es dinero-fiduciario (privado), que puede usarse para expandir el crédito y obtener rentas con la especulación financiera. También considera las letras de cambio como dinero-crédito fiduciario, y el papel moneda, billetes-dinero-crédito, emitido por los bancos privados, todo ello amplía el dinero-crédito, puesto en circulación por el sistema financiero. (Aguirre, 2015 pp. 126-127).

El capital bancario se obtiene de tres modos: 1º mediante la constitución de depósitos; 2º mediante la emisión de billetes de banco propios; 3º mediante la emisión de letras de cambio... *los adelantos de los banqueros a sus clientes se hacen con el dinero de otros.* Los banqueros que no emiten billetes de banco *se crean un capital bancario* mediante el descuento de letras. *Aumentan sus depósitos por medio de sus operaciones de descuento...* Los créditos al contado no se garantizan solamente mediante garantía personal, sino también *mediante el depósito de títulos y valores...* Cabe la posibilidad de que *las nueve décimas partes de todos los depósitos de Inglaterra*

⁴ El dinero se vuelve capaz de iniciar un circuito de capital o ampliar el existente para producir ganancias.

no tengan más realidad que la de las partidas inscritas en los libros de los banqueros” (El Capital, Tomo III, p.383-387)... [Las] letras de cambio constituyen la verdadera base del crédito, su instrumento de circulación, la letra de cambio forma la base del verdadero dinero crediticio, de los billetes de banco, etc. Este no descansa ni en la circulación monetaria ni en el dinero metálico ni en el papel moneda del Estado, sino en la circulación” (El Capital, Tomo III, p. 381).

Para Karl Marx, la generación de dinero-crédito sirve de incentivo a la rotación de capital y como base para el sistema de crédito capitalista, otorgando ganancias-rentas a sus poseedores, lo que dará lugar a la separación del propietario industrial-capitalista cuya función es expandir su capital mediante el proceso productivo y al poseedor de acciones, y el ahorrista que es poseedor de dinero que pone en manos del capitalista pero no está involucrado en el proceso de producción, aunque ambos reciben una parte alícuota de las ganancias.

“Aun cuando los dividendos que perciben incluyen el interés y el beneficio empresarial... esta ganancia total sólo se percibe ahora en forma de interés [más semejante a la renta] separada por entero del proceso real de reproducción... *Produce una nueva aristocracia financiera*, una nueva clase de parásitos... todo un sistema de especulación y de fraude con respecto a las fundaciones de sociedades y a la emisión y al tráfico de acciones...” (El Capital, Tomo III, pp. 415).

Podemos observar que desde su origen existe un nexo entre la esfera productiva o industrial y la esfera financiera que no puede ser omitido, donde en principio el capital financiero tiene una participación indirecta, otorgando el financiamiento en la actividad económica y sirve como apoyo del capital productivo, quien tendría una participación directa en la actividad económica y su principal fuente de ganancia es la producción donde el capital se valoriza. Por su parte el capital bancario, concentra el dinero-crédito que puede valorizarse o no, a través de la actividad productiva, pues también puede valorizarse con la especulación, lo que otorga relativa autonomía a las ganancias bancario-financieras.

“Los banqueros ponen a disposición de la crema de estos negociantes grandes masas de capital-dinero y ‘en la bolsa de valores se consigue el dinero, generalmente más barato que en ningún otro sitio’... En esta fase se opera considerablemente con simple capital-crédito (capital ajeno); y la alta cuota de ganancia puede, en ciertos casos, ser una cuota especulativa. La cuota alta de interés puede abonarse —y esto ocurre en épocas de especulación— *no a costa de la ganancia, sino a costa del mismo capital ajeno tomado a préstamo*, situación que puede mantenerse durante algún tiempo. En épocas de crisis llega a su máximo la demanda de capital de préstamo y, por tanto, el tipo de interés; en tanto que la cuota de ganancia y con ello la demanda de capital industrial punto menos que desaparecen...” (El Capital, Tomo III, pp. 480-481)

Retomando a Marx, Claude Serfati ha destacado como la gran diferencia con la etapa reciente es que hoy la gran corporación productiva (gran empresa transnacional) tiene una “doble naturaleza” financiera e industrial producto de la separación del capital en capital-propiedad y capital-productivo (función). Para Serfati, igual que para Marx, el capital es, en efecto, una relación social de dominación que se encarna dentro de formas productivas (capital fijo, infraestructuras, etc.) y ahora ha incorporado dentro de los balances (capital social) las formas financieras (derechos de propiedad sobre el capital, emisión de acciones y recompra de acciones, valor de la marca; fusiones y adquisiciones etc., es decir todo lo que se contabiliza como goodwill). “La finalidad del capitalismo es la de acumular más dinero al fin del ciclo de reproducción respecto del inicio” (Serfati, 2016, pág. p. 2) pero ahora la gran empresa funciona como una unidad en la que se integran el capital productivo y el capital financiero y la fuente de sus ganancias proviene de ambas esferas. En este sentido el capitalismo se ha transformado y ha evolucionado, con rapidez y da lugar a un crecimiento desigual, con el fin de encontrar mecanismos para aumentar su rentabilidad o eliminar la tendencia decreciente de la tasa de ganancia, lo que ha generado un involucramiento mayor del capital financiero en las empresas no financieras a costa del capital productivo. Este tema será desarrollado en mayor profundidad en el siguiente capítulo.

Si bien ésta tendencia a la fusión del capital bancario con el capital productivo ya había sido destacada, en los estudios que realizaron autores como John A. Hobson en su estudio sobre el imperialismo (1902), se profundizó en la obra de Rudolf Hilferding sobre El Capital Financiero (1910), retomada por Vladimir Lenin en su libro “El imperialismo fase superior del capitalismo” (1916). Pero como lo observaron Ernest Mandel en la década de los años setenta y Carlota Pérez no sólo existe una relación entre capital productivo y financiero sino que ésta marca la tendencia de los ciclos largos. A principios del siglo XXI, en la etapa más reciente la relación entre capital productivo y capital-crédito no sólo se ha modificado, sus interacciones están afectando la dinámica capitalista en su conjunto, como lo constatan Costas Lapavitzas, William Lazonick y Claude Serfati entre otros.

Monopolios y capital financiero

Rudolf Hilferding, en su libro de “El Capital Financiero” publicado en 1910, fue el primero en argumentar que la concentración creciente de capital hace más resistente a empresas industriales contra los efectos extremos de una crisis. Pero principalmente dicha concentración implicará el aumento de dependencia e influencia de los bancos en la industria a través de sociedades por acciones, o por la participación de los bancos en el capital social de las empresas, ya que facilita la rotación de capital y circulación de mercancías a través del crédito⁵ (Colleti, 1978, pág. 325). Aunque dicha concentración genera empresas monopólicas quienes adquirirían diferentes formas como “Cárteles” (asociación o fusión entre empresas industriales) o “Trusts” (uniones entre cárteles y bancos), que desplazarían o eliminarían a otras fuerzas productivas⁶, podemos observar para este caso cómo se van entrelazando paralelamente y cada vez con mayor fuerza el capital bancario y el capital productivo, lo que desde la perspectiva de Hilferding da lugar al surgimiento del capital financiero. Sin embargo, por un lado, se corre el riesgo de que la participación del capital financiero en la actividad económica, sea mayor que la del capital productivo. Por otro lado, se puede presentar una relación de subordinación del capital financiero sobre el capital productivo o viceversa.

Para Lenin el imperialismo es una nueva fase del capitalismo porque se ha pasado de la libre competencia al predominio monopólico (Lenin, 1916, pág. 14). La fase imperialista se caracteriza por la presencia de cinco procesos que han modificado la naturaleza del capitalismo de libre competencia hacia otro tipo de capitalismo que llega a la fase de desarrollo donde en primer lugar predominan los monopolios, con ganancias elevadas por innovación (fuente de la ganancia extra o extraordinaria) y su peso en la fijación de precios lo que le permite aumentar la tasa de ganancia. Sin embargo, en la medida, en que se fijan los precios, aunque sea temporalmente, desaparecen hasta cierto punto las causas estimulantes del progreso técnico o innovación.

“En la medida en que fijan, aunque sea momentáneamente, precios monopolistas, desaparecen en cierta medida los factores que estimulan el avance técnico y, en consecuencia, cualquier otro

⁵ aún con rendimiento escaso o pérdidas en el mercado financiero.

⁶ Lo que da lugar a la fase monopólica del capitalismo, disminuyendo o no permitiéndoles la libre competencia y cuyo objetivo es el control de la producción y la distribución de mercancías.

avance, surgiendo así, además, la posibilidad económica de retardar deliberadamente el progreso técnico” (Lenin, 1916, pág. p. 61).

La segunda característica es la fusión del capital productivo y el capital bancario dando lugar al surgimiento del capital financiero; en tercer lugar, las grandes empresas realizan la exportación de capitales a regiones donde pueden obtener tasas de ganancia más altas (Inversiones Extranjeras Directas). Las otras dos características que distingue Lenin son: la disputa por los mercados mundiales y el reparto del mundo entre las potencias y por último las guerras mundiales como forma que adopta el reparto del mundo. Estas grandes transformaciones cambiaron la naturaleza de la competencia, de libre a competencia monopólica, con el agrupamiento, fusión y asociación de distintas empresas e incluso ramas de una industria en una sola empresa, lo que constituye uno de los fenómenos más importantes del capitalismo moderno, y que implica una socialización de la producción, y su extensión a diferentes áreas geográficas y países.

Por último, para Lenin a medida que las operaciones bancarias se van concentrando en un número reducido de entidades, los bancos dejan de ser los modestos intermediarios y se convierten en monopolios poderosos del Capital financiero (Lenin, 1916), como ya lo visualizaba Rudolf Hilferding. De esta manera:

“los bancos...tienen a su disposición casi todo el capital monetario de todos los capitalistas... así como la mayor parte de los medios de producción y de las fuentes de materias primas de uno o de muchos países. Esta transformación... es uno de los procesos fundamentales en la evolución del capitalismo al imperialismo capitalista” (Lenin, 1916 p. 20).

Otra transformación importante en la evolución del capitalismo del siglo XX y en el estudio de su transformación, ha sido el énfasis puesto en la innovación tecnológica, ya presente en Marx, quien atribuía a la innovación el carácter revolucionario del capitalismo. Aunque para Lenin los monopolios al patentar sus innovaciones aumentan su rentabilidad, obteniendo una “renta o ganancia extra por innovación”, es una tesis que recuperan otros autores como Ernest Mandel y Carlota Pérez, ya que para ellos el ciclo del capital financiero es inverso al ciclo productivo, y si bien el crédito es un componente imprescindible para generar innovaciones tecnológicas y aumentar la tasa de ganancia, cuando se propaga la innovación y tiende a decrecer la tasa de ganancia, el excedente se traslada a la esfera financiera en lugar de reinvertirse.

La lucha de clases, capital productivo y capital financiero

Para Mandel siguiendo a Marx, la crisis tiene su origen en la tendencia decreciente de la tasa de ganancia, ya desde 1975, en su libro *La crisis*, advierte que las crisis generalizadas están asociadas al agotamiento del paradigma tecnológico dominante e involucran o se traducen en crisis sociales, que modifican la correlación de fuerzas a nivel mundial. En otro libro asocia el comportamiento de la tasa de ganancia con los procesos de innovación dando lugar a los ciclos largos u ondas largas (Mandel, 1986). Para él las revoluciones tecnológicas⁷ son imposibles sin el avance de la ciencia y la tendencia del capital a proletarizar el trabajo científico “está directamente relacionada con la sed insaciable por conseguir más plusvalor, más plusvalor y más ganancia, sed continuamente espoleada tanto por la competencia como por la lucha entre capital y trabajo” (Mandel, 1986, pág. 35).

Adicionalmente para Mandel, las ondas largas tienen, como planteaba Kondratieff, dos fases: una con tasas de ganancia crecientes, que da lugar al auge económico, pues se incrementan las inversiones, el empleo y los salarios (fase A). La acumulación de capital se encuentra en una fase de auge, “existen condiciones más propicias para enormes desembolsos de capital” que necesitan las revoluciones tecnológicas radicales. A este período lo denomina “onda larga expansiva”⁸. Por el contrario, la fase descendente (fase B) que tiene lugar una vez que las innovaciones se han generalizado y se agota su capacidad de generar nuevas inversiones (agotamiento del paradigma tecnológico) lo que generalmente da lugar a tasas decrecientes de beneficios. Es entonces cuando se “tiende a fomentar una investigación orientada a conseguir innovaciones básicas”, sin fomentar innovaciones tecnológicas “radicales” a gran escala. A este período lo denomina “onda larga depresiva”. Es importante considerar que para Mandel:

“...el capital tiene una necesidad constante de incrementar la tasa de plusvalor y de fomentar el deterioro de las condiciones generales de trabajo de la clase obrera, y esta necesidad es particularmente evidenciada cuando el capital se enfrenta a una caída brusca y sostenida de la

⁷ Donde cada tecnología específica es radicalmente diferente de la precedente.

⁸ Durante la mayor parte de la duración de una onda larga expansiva, cuando la tasa media de ganancia se encuentra en alza o permanece estabilizada, el incentivo para cambiar radicalmente la organización del trabajo es menos apremiante para la burguesía.

tasa de ganancia; pero su capacidad para llevar a cabo estos fines no depende sólo de las condiciones objetivas, también depende de factores subjetivos, es decir, de la capacidad de la clase obrera de ofrecer resistencia y contraatacar” (Mandel, 1986, pág. 42).

Por ello considera que la salida de la crisis, y el desenvolvimiento posterior depende quien salga triunfante y logre restablecer nuevas condiciones de funcionamiento del capitalismo. Es decir la salida de la crisis no es un proceso automático, sino que implica una lucha de poder, donde el segmento de clase o segmento de la clase social que triunfe, logrará imponer las condiciones que le beneficien, así como al resto de la sociedad. En ese sentido, y en relación con la crisis de los años setenta, es clara la derrota del movimiento obrero y el triunfo del capital, en especial del capital financiero.

Por último, para Mandel el capital financiero es una “forma ficticia” de fomentar las ganancias. Para este autor, el capital financiero extrae ganancias de capital productivo, pero al recaudar el ahorro social también pone a disposición de los empresarios el capital social, para nuevas inversiones y para el desarrollo de las innovaciones. De esta forma cubre las necesidades que tienen los capitalistas, por lo que se podría decir que la ciencia está ligada a productos de poder, en ese sentido la tecnología podría ser considerada una forma de dominio y control. Por otro lado, al igual que Schumpeter, señala que al inicio de una onda de auge económico se fomentan las innovaciones tecnológicas que requieren créditos, con ello se traslada ese dinero-crédito de la esfera financiera a la esfera productiva. Pero conforme se generaliza la innovación poco a poco hasta que llega a un punto donde el nivel tecnológico se estandariza, y con ello como también lo comenta Kondratieff, la tasa de ganancia tiende a decrecer (desaparece la ganancia extra o extraordinaria por derechos de patente) y el capital se traslada a la esfera financiera.

Cuando comienza la caída en la tasa de ganancia, para Mandel, la lucha de clases es visible, dando lugar a la intensificación de la confrontación entre capital y trabajo, una de las razones principales que subraya también Karl Marx como origen de las crisis. En el proceso histórico del capitalismo, se mantiene como principal objetivo el aumento de su tasa de ganancia, lo que lleva a los capitalistas a que cuando ésta tiende a decrecer en el sector productivo el capital se traslada a los mercados financieros, pero a diferencia de Carlota Pérez no considera que la salida de la crisis se realice de manera automática, con el traslado del capital financiero al productivo, para Mandel,

la lucha puede darse entre las fracciones del capital y de éstas con el trabajo. Su peso e influencia en la política estatal será definida por la correlación de fuerzas triunfante, como relaciones de poder, y definirá la orientación de las políticas públicas y las regulaciones, en favor o en contra del capital-productivo o financiero y del capital de conjunto frente al trabajo.

Flujos de efectivo de empresas y bancos

La hipótesis de inestabilidad financiera propuesta por Hyman Minsky considera a la economía como una economía capitalista caracterizada principalmente por el intercambio de flujos de efectivo, que por un lado fluyen de intermediarios financieros (principalmente bancos⁹) hacia las empresas para adquirir bienes de capital, como inversión apalancada basada en expectativas de ganancias futuras, y por otro lado fluyen de las empresas hacia los bancos, garantizados por las ganancias realizadas de las empresas. En este sentido, las expectativas de las ganancias determinan el flujo de contratos de financiamiento y su precio de mercado, así como las ganancias realizadas determinan si los compromisos de los contratos son cumplidos.

Además, esta hipótesis incorpora la perspectiva de ganancias de Michal Kalecki así como de Jay y David Levy (Minsky, 1992), donde la estructura de la demanda agregada determina las ganancias, que expresado de una forma muy simplificada, las ganancias agregadas son iguales a la inversión agregada. De esta forma, se identifica que las expectativas de las ganancias dependen directamente de la inversión futura, y las ganancias realizadas se determinan directamente por la inversión vigente, por lo que los pasivos involucrados dependen indirectamente de la inversión. A final de cuentas, la hipótesis de inestabilidad financiera “es una teoría sobre el impacto de la deuda en el comportamiento de las empresas y del sistema financiero” (Minsky, 1992, pág. 7).

Uno de los principales aportes de Hyman Minsky fue la distinción de tres relaciones de ingreso-deuda de las empresas: en primer lugar, las empresas cubiertas cuyos flujos de efectivo cubren todas sus obligaciones contractuales; en segundo lugar las empresas de especulación que

⁹ Comerciantes de deuda que se esfuerzan por innovar en los activos que adquieren y los pasivos que comercializan para asegurar ganancias.

solamente logran cubrir sus compromisos de pago de intereses sin considerar el valor principal de la deuda; en tercer lugar, las empresas Ponzi, donde el flujo de efectivo de sus ingresos no es suficiente para cubrir el pago de intereses y el valor principal del crédito. De esta forma, el comportamiento de este tipo de empresas sería determinante en el comportamiento estable o inestable de la economía, o aún más en períodos de transición de estos estados de comportamiento.

En este sentido, una economía capitalista tiene la tendencia de transitar de una estructura financiera donde dominan las empresas con deudas cubiertas (después de un largo período de bonanza) a una estructura financiera donde dominan empresas con deuda especulativa y Ponzi. En esta transición, el comportamiento de la tasa de interés y los flujos de pagos en relación a los flujos de ingresos juegan un papel muy significativo y a tomar en consideración ya que pueden impactar negativamente sobre la capacidad de las empresas para cumplir sus obligaciones financieras. Durante la etapa de bonanza, el crédito y la inversión aumentan, y por consiguiente las ganancias, la expansión del crédito se debe principalmente al aumento del crédito de las empresas pero esas deudas están cubiertas (capital e intereses) por el aumento de la producción y la rentabilidad. Pero conforme crece el monto de crédito y los intereses, las siguientes deudas se usan para pagar endeudamientos anteriores y no para expandir la producción lo que da lugar primero a un endeudamiento especulativo por el refinanciamiento de las empresas para especulación y en etapas sucesivas puede dar lugar a un endeudamiento Ponzi, donde las deudas se canalizan al pago de deudas anteriores, pero sin poderlas cubrir en su totalidad.

Ya que el crédito y las tasas de interés aumentan más que las ganancias, y que al mismo tiempo provocan un efecto de disminución de la inversión y de manera indirecta de los precios de los instrumentos de deuda que cotizan en el mercado financiero. De esta forma, de acuerdo a lo explicado anteriormente, la inversión productiva se contrae y por consiguiente la demanda agregada también, impactando en la reducción de las ganancias. Así se identifica un punto vital donde se incrementa la inversión financiera en títulos de deuda por el mayor apetito de rentabilidad que buscan los inversionistas, en este caso en la esfera financiera. Finalmente, el crédito se contrae por que se reducen las garantías de los préstamos que reclaman los bancos a las empresas, por la disminución de expectativas de ganancias futuras, conduciendo a una escasez

de crédito y liquidez y haciendo más difícil el cumplimiento de las obligaciones contractuales de las empresas, generando su insolvencia que desemboca en una crisis y contracción de la economía.

Innovación tecnológica y capital financiero

De acuerdo con Carlota (Pérez, 2004), en el último cuarto del siglo XX, se desarrollaron dos fuerzas, que en su conjunto parecían ilimitadas: la revolución tecnológica y los mercados financieros. Estos dos elementos otorgaron las “virtudes” de incrementar la productividad y desencadenar la riqueza que impulsa la economía, considerando que durante el proceso de la revolución tecnológica el capital financiero es partícipe de todos los elementos del proceso¹⁰. Para Carlota Pérez, cada revolución tecnológica ha llevado a una reestructura productiva, es decir:

“...al remplazo masivo de un conjunto de tecnologías por otro, por sustitución o por modernización del equipamiento, los procesos y las formas de operar existentes... cada una condujo a un período de explosión de los mercados financieros” (Pérez, 2004, pág. 21).

De acuerdo a Carlota Pérez, dentro del ciclo de revolución tecnológica, en una primera etapa el capital productivo absorbe los excedentes y se traslada el capital de la esfera financiera a la esfera productiva. Cuando se desarrollan nuevas innovaciones se puede crear posteriormente un auge o burbuja financiera (por la demanda de créditos que exige la propagación de las innovaciones), conduciendo a un colapso en el capital financiero, y que servirá de reacomodo para una etapa de crecimiento coherente e inicio de bonanza económica. En una etapa de agotamiento del paradigma tecnológico al reducir la tasa de beneficios, impulsa al traslado del capital de la esfera productiva a la esfera financiera.

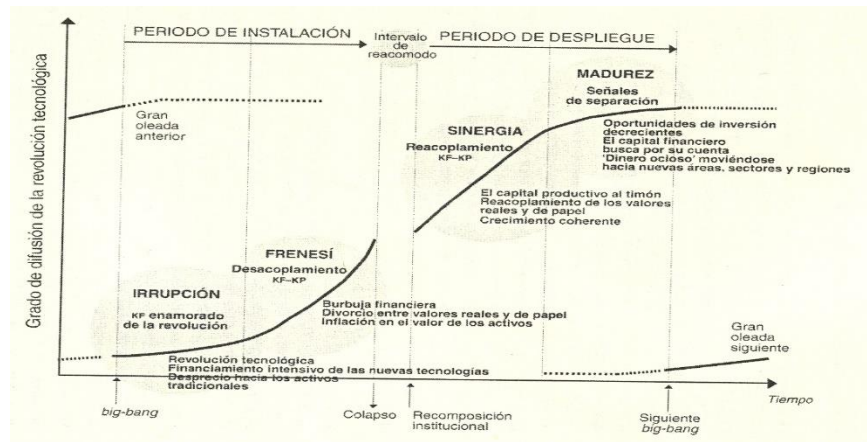
“Al comienzo [el capital financiero] apoya el desarrollo de la revolución tecnológica, después contribuye a ahondar el desacoplamiento que conduce al colapso de las bolsas, más tarde contribuye como agente en el proceso de despliegue una vez logrado el acoplamiento y, cuando se agota esa revolución, ayuda al nacimiento de la próxima” (Pérez, 2004, pág. 17).

En esta secuencia, para Carlota Pérez existe un rasgo característico: la separación del capital financiero respecto al capital productivo, estos capitales de hecho para Carlota Pérez tiene ciclos

¹⁰ Siguiendo a los schumpeterianos que consideran a la revolución tecnológica como impulsora del crecimiento y la riqueza, considerando al capital financiero subordinado al ciclo productivo.

inversos, cuando crece el capital productivo decrece el capital financiero y cuando crece el capital financiero decrece el capital productivo, pero considera que el capital financiero es “funcional” al capital productivo, ya que cuando existe la revolución tecnológica, los inversionistas se desplazan donde existe mayor rendimiento, que en este caso es en el capital productivo. Por el contrario, cuando existe menor rendimiento en el capital productivo o industrial, los inversionistas se desplazan al capital financiero produciendo su auge. En este caso se podría afirmar que el capital financiero estaría subordinado al capital productivo, ya que, de acuerdo al planteamiento de Carlota Pérez, el capital financiero responde y se adecúa a las innovaciones tecnológicas.

Gráfica 1.1 Etapas y secuencia de una revolución tecnológica.



Fuente: Pérez, Carlota. *Revoluciones tecnológicas y Capital financiero: La dinámica de las grandes burbujas*. Siglo XXI, Argentina, 2004. Figura 5.1

Gráfica 1.2 El Ciclo de vida de una revolución tecnológica.



Fuente: Pérez, Carlota. *Revoluciones tecnológicas y Capital financiero: La dinámica de las grandes burbujas*. Siglo XXI, Argentina, 2004. Figura 3.1

En la Gráfica 1.1 se puede visualizar el vínculo entre capital productivo y financiero, la línea interrumpida (punteada) marca el declive del capital productivo ubicado en la oleada tecnológica anterior y la emergencia de una nueva oleada de innovaciones, tras una nueva sinergia entre capital productivo con el financiero. En la Gráfica 1.2 se muestra la dinámica de la innovación y su vínculo con el capital productivo, que en su fase de auge atrae al capital financiero, siendo éste último el que se adecua a la dinámica del capital productivo impulsado por nuevas innovaciones. Pero en las crisis recientes este proceso no se ha realizado, el supuesto intervalo de reacomodo se ha extendido, sin que de ello surja una nueva sinergia, proceso que algunos autores consideran que es producto de la financiarización.

La Financiarización.

A partir de la década de los noventa se fue extendiendo el concepto de financiarización, que es utilizado por diferentes autores como Costas Lapavitzas, Greta Krippner, Gerald Epstein, Kari Polanyi entre muchos otros; y aunque Gerard Dumenil y Dominique Levy prefieren caracterizarlo como un fenómeno asociado al neoliberalismo, cada uno de estos autores le asignó naturaleza distinta al proceso de acuerdo a la significancia de una o varias características que tiene este, pero recientemente se empieza a caracterizar como una nueva etapa del capitalismo. Para Özgür Orhangazi:

“Para la mayoría de los economistas heterodoxos, [la financiarización] se define como una nueva etapa en el desarrollo del capitalismo donde el sector financiero y la valorización de activos guían las actividades económicas y las formas de funcionamiento empresarial, lo que incluye la organización de la producción”. (Orhangazi, Özgür, 2008, y 2014)

Al respecto Lapavitsas (2016) describe la financiarización como un proceso de dominio del capital financiero que genera tensiones de clase entre la oligarquía financiera y demás sectores de la economía. Además, para este autor se registra el involucramiento mayor de instituciones financieras y agentes económicos (empresas, Estado y hogares) en los mercados financieros para obtener mayores ganancias. Para él, el proceso se inició a comienzos de los años setenta con la transformación del aparato productivo mundial como resultado de la revolución tecnológica y

medios de comunicación (TICs), así como también con el ascenso de las empresas transnacionales como líderes del capitalismo financiarizado, ante un contexto de desregulación financiera. De esta forma la tasa de ganancia del sector productivo es acompañada de aumento del plusvalor relacionado con la actividad financiera. (Lapavitsas, 2016, pág. 24).

Lapavitsas considera que el proceso de desregulación financiera comenzó a finales de los años sesenta, y aumentó en los años setenta, cuando los monopolios empezaron a captar recursos directos de los mercados financieros, emitiendo papel comercial, y dependiendo menos de los tradicionales créditos bancarios. De este modo ocasionaron un gran auge de los mercados financieros abiertos. Así los bancos comerciales perdieron o redujeron la captación de depósitos que sustentaban sus actividades, por lo que los ingresos de los trabajadores empezaron a ser nueva fuente de ganancias y los bancos empezaron a tomar funciones de banca de inversión – antes prohibida por la Ley Glass-Steagall¹¹. El financiamiento dirigido hacia el ingreso de los trabajadores y sus necesidades difiere mucho del financiamiento dirigido hacia la producción o circulación capitalista. Los individuos se enfocan en obtener valores de uso, las empresas en la expansión del valor (Lapavitsas, 2009 b, pág. 17).

En este contexto, el Capital Financiero puede participar en la actividad económica directamente a través de los mercados financieros con el propósito de incrementar su tasa de ganancia. A diferencia del mercado de bienes y servicios donde el aumento de los precios disminuye su demanda, en los mercados financieros donde se negocian productos financieros, el aumento de los precios incrementa la demanda, ya que no se está negociando un valor de uso¹² sino una mayor ganancia –dividendos–, generando así una tendencia de innovar o crear nuevos productos financieros (Villavicencio & Meireles, 2019, pág. 73).

Al respecto, de acuerdo a Thomas Palley la innovación financiera es creadora de un nuevo modelo de negocios surgido en los años ochenta porque permite mayor apalancamiento (endeudamiento) a través de la oferta de nuevos productos financieros (Palley, 2007, pág. 24).

¹¹ Las primeras modificaciones de las actas bancarias de 1933 –Ley Glass-Steagall– en Estados Unidos se realiza en los años setenta.

¹² Para Monika Meireles, si el dinero es considerado como una mercancía, su valor de uso se puede definir como la capacidad generadora de ganancias promedio.

Este nuevo modelo de negocios tiene como principales estímulo la sobrevaluación del dólar americano (USD), creciente déficit comercial, baja de tasas de inflación, quiebra de la relación salario-productividad, aumento del endeudamiento empresarial y aumento del precio de las acciones. Respecto al endeudamiento empresarial, se refiere al “aumento de los activos financieros porque dan seguridad y respaldo a las empresas y consumidores que han adquirido contratos de deuda” (Villavicencio & Meireles, 2019, pág. 79).

Hasta ahora hemos podido observar la dependencia o influencia del capital financiero sobre la evolución de la tasa de ganancia, y cómo su comportamiento comparte y en casos subordina el desempeño de la actividad económica. Costas Lapavitsas retoma el análisis de la evolución de la tasa de ganancia a finales de los años sesenta y principios de los setenta, otros autores han identificado mecanismos particulares del mercado financiero posterior a éstas décadas a partir de la predominancia del capital financiero en las empresas no financieras. La aportación de Gerard Duménil y Dominique Levy destacan al respecto el mayor autofinanciamiento de las empresas no financieras en el mercado financiero, complementado con los estudios de William Lazonik y Claude Serfati respecto al alza del precio de activos financieros y la confianza del inversionista para invertir en dichas empresas cuyas acciones cotizan en el mercado de valores.

Para Duménil y Levy “vivimos en una economía financiarizada, ya que está orientada hacia las operaciones e instituciones financieras” (Duménil & Levy, 2007, pág. 161). ¿Cuáles son este tipo de operaciones? Para los autores, en una economía capitalista los fondos de una empresa no financiera pueden tener dos tipos de utilización: la inversión en capital fijo o productivo y la inversión en capital financiero. Así mismo señalan que a partir de esta tipología, se pueden distinguir tres fuentes de financiamiento: por un lado las amortizaciones de capital fijo que permanecen en las empresas, al igual que las ganancias obtenidas no distribuidas¹³; por otro lado la emisión de acciones y por último los préstamos. Al respecto,

“Las actividades de financiación representan las entradas y salidas de efectivo que producen cambios en el tamaño y composición de los capitales propios y de los préstamos tomados por las empresas” (Kato & Huerta, 2015, pág. 268).

¹³ Donde la suma es el cashflow.

Cuando las empresas no financieras emiten acciones y simultáneamente compran otras acciones, o piden préstamos y los prestan, no financian su actividad real y quizás solamente algún saldo remanente podría ser utilizado para invertir. Se emiten cada vez más acciones de empresas no financieras, pero las empresas compran cada vez más acciones de otras empresas no financieras. Estas emisiones y adquisiciones tienden a anularse mutuamente de tal modo que el mercado bursátil no financia significativamente las actividades reales. “En otros términos, en la lógica de la financiarización, las empresas emiten acciones para comprar acciones” (Duménil & Levy, 2007, pág. 180). Es decir, se lleva a cabo un autofinanciamiento o financiamiento interno entre las empresas no financieras. De esta forma, se arma una red de interdependencia entre empresas nacionales e internacionales. Lo anterior se traduce en un aumento de los ingresos de las empresas no financieras en actividades financieras en comparación con los ingresos propios de su producción. Para aumentar estas ganancias, se recurrió al endeudamiento en las empresas no financieras¹⁴, lo cual reflejaría tres fenómenos clave de la era neoliberal: fusiones y adquisiciones, recompra de acciones y aumento del precio de las acciones. Al respecto, Gerard Duménil y Dominique Levy denominan este fenómeno como “Financiarización de la Economía” (Duménil & Levy, 2007, pág. 171).

Cabe mencionar que de acuerdo a Kato & Huerta, en la etapa anterior del desarrollo capitalista, los sistemas financieros eran centro articulador en el sector bancario o mercado de capitales y tenían la función de sustentar con crédito y financiamiento a la inversión, producción y circulación. En la etapa de globalización, la transformación de acumulación capitalista, hizo que el crédito pasara de ser un adelanto de capital para apoyar la producción a ser un intermediario del mercado de capitales y las innovaciones financieras dirigiéndose a la adquisición de acciones y valores de otras empresas usadas como activos líquidos para negociarse y respaldar obligaciones vinculadas a inversiones en activos fijos o para obtener ganancias adicionales para su venta en el mercado de capitales, llevando a la sobrecapitalización de las empresas¹⁵. El

¹⁴ Que aunque en Francia llegó a un nivel del 49% en 1979 y 16% en 2005, en EEUU a principios de los ochenta fue de alrededor del 15% y en 2005 se incremento al doble.

¹⁵ Este proceso se tradujo en inflación de activos, endeudamiento y alta desestabilización ya que se comprometían recursos en inversiones y posiciones de activos financieros altamente vulnerables a la volatilidad de los mercados financieros.

endeudamiento de las empresas refleja su articulación a las nuevas formas de inversión apalancada del capitalismo financiarizado.

Financiarización y gran corporación en la globalización

Uno de los primeros estudiosos de las grandes empresas en México fue José Luis Ceceña quien planteaba que, dentro de las características de los monopolios se encuentra principalmente generar altas ganancias, que pocas empresas están vinculadas con los bancos (como ya veíamos de acuerdo a Rudolf Hilferding forman “Trusts”), así como también dominar actividades económicas clave y por último rebasar fronteras para controlar mercados y fuentes de materias primas a través de Inversión Extranjera Directa. Estas características llevan a los monopolios a tener una gran influencia sobre la economía. Al respecto, y retomando la definición de Özgür Orhangazi y la descripción de Costas Lapavitzas sobre la financiarización, como parte de un nuevo sistema de organización y gestión, las empresas transnacionales, han llevado a cabo un proceso de deslocalización de la producción.

“Se trata de una reubicación y fragmentación de las unidades de producción, que diseminan en el planeta la producción del bien final, separando el proceso productivo según sus diversos componentes, a través de filiales en el extranjero, creando cadenas de valor global (CVG)” (Aguirre, 2019, pág. 420).

Para Teresa Aguirre, la competencia entre estos conglomerados ha generado mega fusiones y absorciones (con empresas nacionales privadas y estatales y con otras empresas extranjeras, casi todas ellas apalancadas, es decir adquiridas con créditos) y ha implicado una concentración creciente de los capitales, la producción y ventas. Como constató José Luis Ceceña, ya a lo largo del siglo XX, en pocas firmas se concentran enormes capitales mundiales. En las últimas décadas éste proceso se intensificó con la desregulación y liberalización comercial y financiera, lo que les ha otorgado gran capacidad para imponer sus condiciones a los gobiernos nacionales sobre política comercial, financiera, salarial y fiscal. La deslocalización y la subcontratación del personal (outsourcing), les han permitido competir entre sí mediante la reducción de costes salariales, al mismo tiempo que la movilidad les permite garantizar el acceso a materias primas estratégicas y/o grandes mercados.

“La movilidad de estas plantas acorde a la estrategia de la casa matriz puede significar el auge o depresión de un país o región, y ello obliga a los gobiernos nacionales a crear condiciones para mantener estas inversiones” (Aguirre, 2019, pág. 422).

El funcionamiento mismo de las grandes empresas también se ha modificado y en particular su forma obtención de ganancias, así como la composición de sus activos y de sus pasivos, como analizaremos más adelante.

“Ahora la ganancia total de las empresas se compone de ganancias productivas y ganancias financieras, si se analiza su excedente de operación y su composición se verá que juegan un papel creciente las ganancias por compra y recompra de activos financieros y los activos intangibles que se valorizan en el mercado financiero (ganancias financieras), mientras la inversión en activos productivos (planta y equipo) tiende a decrecer con consiguientes implicaciones en la reducción del empleo y la masa salarial” (Aguirre, 2019, págs. 48-49).

Por otra parte, estas empresas se financian de manera creciente con deuda y acciones a través de los mercados financieros, incluso su expansión hacia otras áreas geográficas con fusiones y adquisiciones de otras empresas es financiada con deuda, es decir las compras o adquisiciones se hacen de manera apalancada y ello también es una fuente de crecimiento de ganancias financieras, ya que el valor de las acciones se incrementa por la sola fusión o adquisición, de esta manera la financiarización juega un papel creciente en las empresas no financieras o corporaciones productivas.

Empresas Multinacionales de Economías Emergentes

Las Empresas Multinacionales de Economías Emergentes (EME) son unidades económicas líderes en mercados nacionales que compiten en mercados extranjeros cuyo principal objetivo es satisfacer las necesidades de sus clientes a bajos costos, adaptando tecnología (proveniente del extranjero cuando hay carencias tecnológicas) y obteniendo ganancias económicas (a partir de alianzas estratégicas principalmente). Jorge Basave distingue una interpretación “clásica” de la empresa multinacional, que tiene auge después de la Segunda Guerra Mundial hasta la década de los sesenta y que fue caracterizada porque las firmas consolidadas o “maduras” de países desarrollados se ubicaban principalmente en otros países desarrollados, aunque también se ubicaban en países en desarrollo con mercados en expansión y/o materias primas estratégicas, en ambos casos se convertían en multinacionales. Así mismo señala que, desde una

interpretación “neoclásica”, el capital surgía de países desarrollados hacia aquellos países donde el capital fue escaso. Desde esta perspectiva, la Inversión Extranjera Directa (IED) circulaba entre países europeos y EEUU, consolidando las multinacionales de EEUU y Europa. Ambas interpretaciones se sustentaban en las experiencias de las Empresas Multinacionales de Países Desarrollados (EMD).

Sin embargo, a partir de la década de los setenta, en los países en desarrollo de Asia y Latinoamérica, la IED presenta un comportamiento diferente a las corrientes teóricas “clásica” y “neoclásica”. Al respecto Jorge Basave destaca –dentro de este fenómeno– dos oleadas mundiales en éstas economías. La primera tuvo lugar en la década de los setenta donde la IED fluía entre economías emergentes, así como también de economías emergentes a países desarrollados, donde México tuvo poca participación, misma que fue truncada por la crisis de deuda de 1982. La segunda oleada de IED que circulaba entre países desarrollados y economías emergentes, principalmente de EEUU a Latinoamérica, y de Latinoamérica a Centroamérica, se realiza en los años noventa en un contexto en que la economía se globaliza.

Cabe señalar que a finales de la década de los setenta y ochenta, las EME mexicanas surgieron con severas limitaciones en su crecimiento y su aparición se llevó a cabo en el transcurso de una profunda transformación económica (agotamiento del modelo económico de sustitución de importaciones, caída del precio del petróleo y un severo endeudamiento externo), y arrastraban atrasos tecnológicos que limitaban su competitividad, que para Jorge Basave fue el principal factor de rezago productivo mexicano. Con la entrada del nuevo modelo económico de libre mercado y Estado mínimo, que se consolida en el primer lustro de la década de los años noventa, en particular con la firma y entrada en vigor del Tratado de Libre Comercio en 1994, las EME se vieron favorecidas para invertir en su modernización y competir en las nuevas condiciones económicas.

Para Kato & Huerta, (2015) la estructura industrial mexicana es resultado de un patrón dual de crecimiento industrial, donde predomina una estructura de mercado oligopólica integrada al mercado externo, propiciando un crecimiento diferenciado de su expansión contrastado con la contracción interna de micro pequeñas y medianas empresas. De acuerdo a estos autores, para

el período 1982-2002 en México, la tasa de ganancia de la gran empresa mostró una tendencia creciente y superior a la tasa agregada, ya que las empresas ligadas al mercado exterior desarrollaron procesos de cambio tecnológico incrementales, integrándose a circuitos financieros internacionales y desarrollando estrategias de gestión (transferencia de riesgos de inversión) orientadas a concentrar y centralizar capitales.

Jorge Basave hace una distinción sobre los procesos productivos que contribuyeron a la internacionalización de las empresas mexicanas en el contexto de la globalización: primero el *outsourcing* y segundo las empresas de países en desarrollo que reúnen capacidades intrínsecas para internacionalizarse, como por ejemplo la transferencia de conocimiento y las actividades de investigación y desarrollo o la posesión de materias primas estratégicas para la producción del bien final. Así mismo, a juicio de Basave, la expansión de las EME mexicanas en la década de los años noventa tiene su fundamentación en tres estrategias llevadas a cabo durante la década de los años ochenta: priorizar la inversión financiera a la productiva, prepago de la deuda externa y búsqueda de nuevos instrumentos bursátiles y bancarios para expandirse al exterior, lo cual abordaremos con más detalle en el Capítulo 3. Por lo que podemos plantear que a partir de los años noventa las Empresas Multinacionales en Economías Emergentes (EME), en especial en México ,adquieren mayor relevancia en los años noventa, periodo de arranque de nuestra investigación.

El aumento del precio de las acciones y la confianza del inversionista

Respecto al aumento del precio de las acciones, podemos mencionar que pocos años después de la gran depresión de 1929 las ganancias de las empresas empezaron a ser significativas y el mercado accionario impulsó la rentabilidad de las empresas, pero hoy en día ese aumento de las ganancias no necesariamente se ha traducido en una prosperidad compartida (Lazonick, 2014). De acuerdo a Duménil y Levy, el aumento de esta rentabilidad se ha realizado a partir de la compra-venta de acciones, pasando por la distribución de los dividendos hasta llegar a la recompra de acciones. Esta última modalidad ha otorgado al mercado accionario un impulso en la manipulación de los precios de las acciones de las empresas.

Aunque después de la Segunda Guerra Mundial gran parte de las ganancias productivas de las empresas eran destinadas a la reinversión en la producción, impulsando la productividad y competencia a partir de la innovación tecnológica, después de los años 70's ante un escenario de baja producción, las grandes empresas cambiaron su estrategia para crear acciones y distribuir su rentabilidad entre los ejecutivos corporativos. Hoy los ejecutivos corporativos incrementan sus ganancias a partir del aumento de los precios de las acciones (a las que se encuentra vinculado su pago). Esta nueva estrategia representó un nuevo régimen de asignación de recursos que fortalecía la extracción de valor a nivel de un negocio que enriquecerá los intereses financieros a expensas de los trabajadores que contribuían al proceso de creación de valor que generaban esas ganancias (Lazonick, 2014).

Respecto al objetivo del aumento del precio de las acciones para dar seguridad y respaldo de las empresas y consumidores.

“...la evaluación del valor de las empresas adquiridas por los inversores financieros... va a dar lugar a un “goodwill” [entendido como] confianza del inversionista para invertir en una firma... que está hecho por la ‘comunidad financiera’ definida como un grupo social compuesto de analistas bursátiles, de consejeros (auditores) y de juristas que están en contacto permanente con los dirigentes de las empresas (Serfati, 2016, pág. 14).

El precio de las acciones afecta el balance de las empresas y con ello sus ganancias, en este sentido, se contabiliza no solamente en el pasivo del balance el capital-acciones lo que constituye el capital ficticio, sino que también participan en los activos “no identificados” en los que este capital está invertido.

El “goodwill”, en esa medida, es creado en las operaciones de adquisiciones, donde los grandes grupos están implicados en los incesantes procesos de fusiones y adquisiciones...motivado por el aumento del poder de mercado gracias a la compra de partes de la competencia en el mercado lo que producirá valor para los accionistas pero que irá en contra de las capacidades innovadoras de las empresas (Serfati, 2016, pág. 15).

La Financiarización subordinada o desde los países en desarrollo.

Para Jeff Powell, (2013) un fenómeno asociado a la financiarización de las economías de mayores ingresos, es el mayor peso de los mercados de capitales en el financiamiento de las empresas,

desplazando a los bancos, que como pudimos ver también fue identificado por Costas Lapavitzas a partir de la década de los setenta. De esta manera, las empresas presentaron incrementos significativos en la composición de sus activos –inversión en instrumentos financieros– y sus pasivos, financiado en el mercado; de tal forma que los bancos se volvieron dependientes de las comisiones y de los intereses devengados sobre préstamos a los hogares. En este sentido,

“La competencia por las ganancias monetarias conduce a los capitalistas a buscar nuevos caminos de expansión, aceleración y, lo más relevante, acortar el circuito del capital, lo cual es facilitado por la innovación financiera” (Powell, 2013, pág. 3).

Aunque la implementación de reformas neoliberales fue diferente entre los países que adoptaron el modelo, existieron elementos comunes como la liberalización financiera, desarrollando así procesos de centralización y concentración de capital. Considerando la definición de financiarización de Costas Lapavitzas y el contexto de imperialismo y la dependencia que genera a las economías, para Powell:

“La dinámica capitalista desarrolla jerarquías diferenciadas en las relaciones de clase y lucha social, en los países de ingreso medio marcadas por un alto grado de involucramiento de las clases capitalistas extranjeras” (Powell, 2013, pág. 5).

De esta forma, con una incursión global de los procesos de producción, un nivel menor de productividad laboral y con sistemas financieros subdesarrollados por la debilidad de sus monedas locales, “la financiarización de países medianos exhibe características distintivas denominadas como financiarización subordinada” (Powell, 2013, pág. 5).

En los países de ingreso medio, los sistemas financieros domésticos son débiles, sobre todo el basado en el mercado (Bolsa de Valores), y dado el giro de las grandes empresas hacia el financiamiento de mercado, Jeff Powell señala que los países de ingreso medio se insertaron en los mercados internacionales. “Esta inserción introduce elementos adicionales de incertidumbre relacionado con la volatilidad macroeconómica y la posibilidad de apropiación de plusvalía por parte del capital financiero internacional” (Powell, 2013, pág. 5), proceso que se realiza mediante el aumento de la dependencia de préstamos externos, necesidad de obtener coberturas ante variaciones en precios y tasas de interés o del tipo de cambio, lo que genera una continua

transferencia de recursos del sector financiero de los países periféricos hacia el sector financiero de los países centrales.

Cuando estas empresas son parte de las cadenas de producción internacional, aumenta la dependencia de financiamiento externo, lo cual propicia pequeños incentivos para el desarrollo de los mercados financieros internos, así como también aumenta la demanda de instrumentos derivados, particularmente con operaciones especulativas vinculadas a fluctuaciones de divisas y tasas de interés, siendo así una manifestación del proceso de financiarización subordinada de las empresas que se desarrolló en México.

Desregulación y Liberalización Financiera en México

Para Teresa López y Jorge Bustamante:

“El resurgimiento y profundización del proceso de financiarización de la economía se ubica en la crisis que registró la economía mundial en los primeros años de la década de los setenta hasta principios de la década de los ochenta”. (López & Bustamante, 2013, pág. 328).

En un marco de bajo crecimiento y alta volatilidad monetario-financiera mundial, los países industrializados iniciaron el proceso de desregulación y liberalización de sus sistemas financieros. Este proceso fue seguido por economías emergentes en general, latinoamericanas en particular, entre ellas México. Además, en estas economías se aceleraron las reformas estructurales para la apertura del libre comercio y privatización de importantes empresas públicas, atrayendo flujos de capitales de corto plazo y entrada de inversión extranjera directa a través de las bolsas de valores de estos países.

La desregulación financiera y liberalización de los sistemas financieros locales introdujo nuevos factores y agentes financieros que apresuraron el predominio de las operaciones financieras, lo que dio de manera aparejada al deterioro de las actividades productivas, a partir de la oferta de instrumentos y activos financieros con alto rendimiento en el corto plazo. Las privatizaciones estimularon el surgimiento de nuevos productos financieros, presionando a los gobiernos a profundizar y acelerar la desregulación y liberalización financiera. Los nuevos inversionistas institucionales como fondos de inversión, seguros y fondos de cobertura participaron de manera creciente en el mercado de capitales e influyeron en la estructura organizativa de las grandes

empresas no financieras y en la toma de decisiones de sus administradores, generando un ascenso de un nuevo modelo de gestión empresarial, como una nueva forma de generación de ganancias.

Después de la crisis financiera de 1994-1995 en México, el sistema financiero mexicano registró cambios importantes en su estructura y en su funcionamiento. Bajo la nueva estructura, la banca comercial que financiaba el proceso de industrialización, fue desplazada por operaciones financieras altamente rentables, como servicios financieros y compra-venta de títulos. Para Teresa López y Jorge Bustamante, de 1995 a 2003 el financiamiento a las empresas registró una constante reducción del financiamiento bancario y probablemente los bancos la compensaron mediante la expansión de crédito de las familias. En un ambiente de alta liquidez, a partir de 2000 se elevaron las inversiones de los bancos en instrumentos financieros sintéticos. Con la liberalización financiera y la emisión de deuda interna con fines de estabilización monetaria, se inyectaron recursos que dieron fuerte dinamismo a la Bolsa Mexicana de Valores, lo que generó la expansión del sector bursátil. Con la reducción del financiamiento bancario a las actividades productivas, la oferta de recursos bancarios se hizo más dependiente de la preferencia de liquidez de los inversionistas financieros, así como también sus utilidades que dependían cada vez más de sus inversiones en activos financieros (López & Bustamante, 2013).

A manera de conclusiones

En los últimos años del siglo XIX y primeras décadas del siglo XX la gran industria de los países más desarrollados se financiaba por crédito bancario y emisión de acciones, ayudando a incrementar y reinvertir en su producción y generando acumulación real, pero propiciaba mayor dependencia del crédito, crédito al que tenían mayor facilidad los monopolios, lo que aumentó su tasa de ganancia por innovación y exportación de capitales. Las ganancias totales provenían predominantemente de actividad productiva (donde parte de estas ganancias pagaban el financiamiento en forma de intereses y dividendos). Aunque el capital productivo tenía mayor participación en la actividad económica, los monopolios tenían influencia creciente en la economía por dominar actividades económicas clave y controlar mercados extranjeros. En un

ciclo de revolución tecnológica, el financiamiento a la gran industria era necesario para fomentar las innovaciones, donde la tasa de ganancia se asociaba a los procesos de innovación, ya que el capital se trasladaba a la esfera productiva, pero considerando que el capital financiero era funcional al capital productivo por que respondía y se adecuaba a las innovaciones tecnológicas. Desde otra perspectiva, el financiamiento a las empresas por parte de los bancos es necesario para adquirir bienes de capital para incrementar su producción, sostenido en las expectativas de ganancias futuras y ganancias realizadas de las empresas. Sin embargo, el papel del crédito es diferenciado en un período de auge y un período de contracción ya que impacta las tasas de interés, el desempeño de la economía y la rentabilidad de los inversionistas, resultando en parte en una eventual transición de inversión productiva a inversión financiera.

En contraste, a partir del último cuarto del siglo XX, en una etapa de capitalismo financiarizado en la que el capital financiero ha tenido mayor participación en la actividad económica, existe una doble naturaleza industrial y financiera de la gran industria o empresa transnacional de los países más desarrollados, ante un ambiente de desregulación financiera y caída de la tasa de ganancia, se ha financiado cada vez más de los mercados financieros para aumentar su rentabilidad, y ha provocado una tendencia creciente en la innovación de productos financieros. De esta forma la fuente de ganancias que proviene en su mayoría de la esfera financiera no se reinvierte en la producción, pero con la inversión en activos (productos) financieros se han generado mayores ganancias y se ha redistribuido mayor valor entre los accionistas, de tal manera que la valorización financiera ha desplazado a la valorización productiva.

Es importante destacar que otro aspecto del proceso de financiarización es que el incremento del endeudamiento de estas empresas no está dirigido a la actividad real, sino principalmente a las fusiones y adquisiciones en el mercado accionario a través de la compra de acciones de otras empresas, y a la recompra de sus propias acciones, lo que ha llevado al aumento o inflación del precio de las acciones por estas operaciones financieras, y por consiguiente al aumento de sus ganancias. Este comportamiento de las empresas, ha sido acompañado por la segmentación de la producción en el todo el orbe para reducir costos y competir en otros mercados. Las entradas y salidas de estas IED pueden propiciar el auge o depresión de economías nacionales dependientes de estas inversiones. Finalmente, otra forma de incrementar la tasa de ganancia fue

a través del aumento del precio de las acciones de estas empresas vía la recompra de acciones para mantener o incrementar el precio de mercado de sus acciones, dar confianza al mercado financiero y atraer capitales que invirtieran en la firma.

En este sentido, las economías en desarrollo no han sido ajenas a la dinámica internacional de acumulación de capital y el aumento de tasa de ganancia durante las últimas décadas también ha compartido algunas características de la financiarización de las economías centrales, particularmente las grandes empresas multinacionales de estas economías emergentes (EME), favorecidas por la desregulación financiera han competido en mercados extranjeros para bajar sus costos a partir de alianzas y la inversión en su modernización tecnológica. Es importante señalar que su integración a mercados financieros y cadenas de producción internacional les ha permitido expandirse en alianza con el capital extranjero, pero ha provocado que las empresas aumenten su dependencia de apalancamiento, generando una subordinación de las empresas al mercado financiero. Por otra parte, este proceso ha implicado la introducción de nuevos actores financieros ofreciendo activos de alto rendimiento en el mercado financiero permitiendo el ascenso de nuevo modelo empresarial para generar mayores ganancias, y al mismo tiempo implica la transferencia de recursos de países en desarrollo a países desarrollados.

Capítulo 2. Contexto Histórico de la financiarización. La evolución de la tasa de ganancia

En este capítulo se expondrá una breve reseña histórica de las grandes tendencias que modifican la dinámica capitalista desde finales de los años sesenta hasta la década de los noventa y que impactaran de manera diferenciada a los países del centro y periferia. Se tomarán algunos indicadores económicos como referentes en especial: tasa de ganancia principalmente, tasa de interés y tasa de inflación, como indicadores del desempeño económico. De esta forma se identificarán los efectos que tuvieron estas variables en el funcionamiento de la economía mundial, particularmente en el desencadenamiento de crisis financieras. Para esta investigación, será de particular interés por un lado, cómo se afectaron la liquidez y rentabilidad de las empresas en la transición del modelo económico industrial, fordista, keynesiano, de mercado interno dominante hasta los años setenta hacia el modelo neoliberal impulsado por la globalización. Por otro lado, trataremos de establecer cuáles fueron las reacciones de las empresas en la búsqueda de recomposición y reimpulso a la generación de ganancias para compensar su tendencia a descender.

Así identificaremos el posicionamiento gradual y predominante de las empresas transnacionales en actividades financieras, también analizaremos las diferentes estrategias que impulsaron para generar mayores ganancias y sus consecuencias en la reinversión de capital productivo. Entre las principales “innovaciones” que incorporaron las empresas se destaca el mayor peso del capital y actividades financieras: impulso del capital ficticio; aumento de fusiones y adquisiciones (centralización); recomposición del gobierno corporativo dando mayor peso a la gestión financiera y haciendo partícipes a los directivos en el aumento del precio de las acciones (pago en participaciones-acciones de la empresa); recompra de acciones; fortalecimiento de la firma por alianzas, fusiones y adquisiciones de otras empresas, para aumentar sus derechos de propiedad (patentes) sobre innovaciones técnicas y financieras. Al respecto, será clave reconocer algunos factores que influyeron en gran medida para llevar a cabo estos mecanismos de generación de ganancias como la desregulación financiera, libre movilidad de capitales y la globalización. Bajo

este contexto de predominio de capital financiero con la incorporación de nuevos actores financieros, también será de gran importancia analizar la articulación que se lleva a cabo entre los participantes del mercado financiero y sus fuentes de financiamiento, el auge que provocaron en las bolsas de valores y el aumento de confianza de inversionistas para invertir en las firmas.

Desde nuestra perspectiva en la década de los años noventa del siglo XX se consolida en América latina un nuevo funcionamiento de las grandes empresas. Varios factores se conjuntan para que se incremente la escala de flujos de capital, que adquirió mayor relevancia con las privatizaciones, lo que contribuyó a consolidar la nueva división del trabajo, donde las grandes corporaciones jugaran un papel estelar, reforzando el papel que tuvo en la inversión extranjera directa en Latinoamérica. Identificaremos las consecuencias que genera este proceso especialmente en economías periféricas como inestabilidad del empleo, desigualdad en la distribución de la riqueza y estancamiento en la producción, entre otros.

Caída de la tasa de ganancia, crisis del modelo fordista y transición al modelo neoliberal en el centro

En las décadas de los años setenta y ochenta se presentó una crisis estructural de los países del centro, que se extendió hacia América Latina produciendo en los años ochenta, la denominada crisis de deuda. La crisis iniciada en los años setenta marcó fin del ciclo de auge del fordismo y su reproducción, su manifestación estuvo caracterizada principalmente por problemas de desempleo e inflación, al punto que los años setenta fueron caracterizados como de “estanflación”, provocada por bajo crecimiento y lento progreso técnico, lo que se tradujo en una disminución de las tasas de crecimiento y de la tasa de ganancia, con altas fluctuaciones de la producción, así como también una alta inflación. Para Duménil y Levy el origen de esta crisis surge a partir de la degradación de la economía hegemónica por la disminución pronunciada de la

rentabilidad¹⁶ que comienza a fines de los años sesenta, cuando aparece la primera recesión acompañada de inflación¹⁷ y se prolonga hasta los años ochenta.

El inicio de la crisis de la hegemonía de Estados Unidos fue eclipsado por la recuperación en su productividad después de la recesión de 1960, pero la guerra de Vietnam consumió ingentes recursos que agravaron el déficit fiscal de Estados Unidos. En 1971 se suspendió la convertibilidad dólar-oro (35 dólares por onza de oro), ya que EEUU no contaba con el suficiente oro para respaldar el papel moneda, provocando que todas las monedas entraran en libre flotación, el sistema monetario internacional se volvió inestable. Este hecho marca la ruptura de los acuerdos de Bretton Woods, la inflación se aceleró a partir de 1973 con la crisis de los precios del petróleo¹⁸. Para este momento ya era importante el comportamiento descendente de la tasa de ganancia. El mínimo de tasa de ganancia en EEUU se registró a comienzos de los años ochenta cuando la insuficiente acumulación de capital¹⁹ redujo la inversión y generó desempleo, es en ese momento cuando se registra el punto más débil y vulnerable de la baja acumulación de capital. Bajo este contexto de crisis, los dos efectos importantes de la caída de la tasa de ganancia fueron la desaceleración de la acumulación de capital y el desempleo, ya que cuando cae la tasa de ganancia, perturba el funcionamiento general de la economía²⁰ (Duménil & Levy, 2007).

En la década de los años setenta el modelo keynesiano entró en declive y la política monetarista aplicada para revertir la crisis daría lugar al modelo neoliberal que se fue posicionando como proyecto alternativo, cuyo punto de partida era una profunda crítica de políticas keynesianas y para el que ofrecía un programa económico completo y una crítica en contra la intervención del

¹⁶ Para Karl Marx la crisis es el resultado de la caída de la tasa de ganancia de los capitalistas y el subconsumo de las mercancías que se producen.

¹⁷ Fenómeno económico conocido como estanflación: bajo crecimiento con inflación, aunque se registró por primera vez en los años sesenta, será la característica de los años setenta. Los niveles de rentabilidad sólo se lograron recuperar, a los niveles de los años sesentas, hasta los años noventas.

¹⁸ Para los países europeos, el choque petrolero coincidió con la recesión de 1974-1975. Los países productores de petróleo depositaron sus excedentes en los bancos, como “petrodólares”, los cuales serían redirigidos a los países latinoamericanos como préstamos, generando un creciente endeudamiento por los límites que experimentaba su modelo desarrollista.

¹⁹ Principalmente entre 1975 y 1985.

²⁰ En condiciones de crisis, las empresas deben aprender a: diversificar sus actividades de producción e inversión (administrar mejor el capital líquido y refinanciarse), modificar el funcionamiento del sistema financiero e impulsar políticas que contrarresten la lentitud de la acumulación de capital y los niveles de rentabilidad (tasa de ganancia).

Estado sobre todo en el terreno económico y sus políticas macroeconómicas. El programa neoliberal se destaca por la defensa del mercado como ordenador de la vida económica y las decisiones de los agentes económicos (Escalante Gonzalbo, 2015). Para Gérard Duménil y Dominique Levy la entrada del modelo neoliberal en la economía mundial se realiza a fines de los años setenta. El estudio realizado para EEUU y Francia por estos autores, demuestra que cuando existió una baja en la tasa de ganancia, implicó una reducción en la acumulación de capital (inversión) que a su vez generó bajo crecimiento económico y por consiguiente un aumento en el desempleo. Cabe señalar que esto aunque es regla se pueden presentar excepciones como, el comportamiento al alza de la tasa de ganancia en los noventa, que no se vio reflejado en un aumento de la acumulación de capital, lo que los autores explican por el nuevo tipo de acumulación globalizada que se realiza bajo el neoliberalismo. No obstante, se constata la gran relevancia que tiene el comportamiento de la tasa de ganancia en las economías para los inversionistas ya que su objetivo es principalmente aumentarla.

Recuperación de la tasa de ganancia

El problema de la inflación se venía arrastrando desde la década de los años sesenta y se había vuelto un problema importante porque por un lado erosionaba los ingresos y patrimonios de los capitalistas y por otro lado, en términos de inversión, contribuía a la debilidad o comportamiento a la baja de las tasas de ganancia. Recuérdese que el propósito tanto de Ronald Reagan como de Margaret Thatcher era restablecer la tasa de ganancia para favorecer el crecimiento en sus economías, con esa argumentación, disminuyeron los impuestos a las empresas y acentuaron la liberalización del sector comercial y financiero, así como la contención salarial, factores que influyeron en la continuidad de las empresas. Todo el discurso económico destacó la necesidad imprescindible de erradicar la inflación a cualquier costo, lo cual fue realizado a través de la política monetaria con el aumento de las tasas de interés, con ello se pretendía controlar la liquidez y disminuir los niveles de crédito²¹.

²¹ De acuerdo a Duménil y Levy, el comportamiento de las tasas de interés reales de los créditos en la década de los ochenta fue de ascenso, en la década de los noventa de estabilización y en los 2000s se registra una disminución gradual. Este comportamiento estuvo ligado al movimiento de las tasas nominales que profundizaron y prolongaron los efectos de las crisis

Como veremos a continuación, el aumento de tasas de interés ocasionó por un lado las crisis financieras de los años ochenta en los países de la periferia, en especial en América Latina, pero que por otro lado beneficiaba a los inversionistas para recuperar la tasa de ganancia, sobre todo transformando los activos fijos en activos financieros²².

Compensación de la rentabilidad para las empresas no financieras

El aumento de las tasas de interés tuvo un efecto importante, ya que en la década de los ochenta y noventa las empresas no financieras eran acreedoras y deudoras simultáneamente, por lo que su comportamiento estaba vinculado a pagar y recibir intereses²³. Mientras las tasas de interés reales fueran de valor casi nulo, el impacto de los intereses recibidos sobre la rentabilidad de las empresas era despreciable, ya que la inflación complicaba la apreciación del endeudamiento y por consiguiente no aumentaban las ganancias (Duménil & Levy, 2007).

Sin embargo, de alguna forma había que compensar la disminución de rentabilidad provocada por la inflación y el agotamiento del paradigma tecnológico, una vez recuperada la estabilidad de precios podría tener un doble efecto para la extracción de ganancias. La inversión de ganancias en activos financieros permitió un aumento de la liquidez de las empresas e incrementó las ganancias lo que posibilitó una mayor distribución de los dividendos para los accionistas, pero exigía la transferencia de ganancias fuera del sector productivo hacia el sector financiero proceso que aumentó a partir de los años ochenta.

“Antes de la crisis estructural, y del dominio del modelo neoliberal en la economía mundial, la tendencia de las empresas era disminuir gradualmente la distribución de los dividendos, e iban aumentando la conservación de las ganancias.” (Duménil & Levy, 2007, págs. 112-113).

Después de los años setenta esta tendencia se invirtió, parte de las ganancias fueron canalizadas al sector financiero. El aumento de distribución de dividendos producía mayor confianza y

²² Fernando Escalante, en su libro “Historia Mínima del Neoliberalismo” menciona que la década de los noventa fue de relativa estabilidad macroeconómica de precios, producción y empleo en EEUU. Fue una época llamada por Ben Bernanke como “La Gran Moderación”, quien dio poca importancia a las crisis financieras de la época porque en un ambiente de liberalización financiera y libre movilidad de capitales permitiría que ante cualquier crisis en el mercado financiero, “los individuos y las empresas reaccionan rápidamente con menos restricciones” regresando de esta forma al equilibrio, y donde la suma de los equilibrios y desequilibrios de la economía mundial daría como resultado una estabilidad global.

²³ Para Duménil y Levy, globalmente son más deudoras que acreedoras y pagan más intereses de los que reciben.

elevación del precio de las acciones y con ello el aumento de las ganancias. De esta forma aumentar el valor de las acciones se convirtió en máxima prioridad para los gerentes de las grandes empresas. Por lo tanto, en las décadas de predominio del modelo neoliberal, se muestran como un período en el que se eleva la remuneración del capital, en especial para acreedores y accionistas teniendo un doble efecto ya que las empresas remuneraban al capital con altos intereses y dividendos respectivamente²⁴.

En el análisis hecho por Duménil y Levy, para EEUU y Francia, por un lado, mostraron una participación creciente de empresas no financieras en actividades financieras, principalmente en la emisión y compra de acciones y la distribución de sus dividendos²⁵. Pero lo más interesante es que una gran parte de las acciones compradas por empresas no financieras fueron emitidas por otras empresas no financieras, que como ya vimos en capítulo anterior, por un lado “se formó una red de interdependencia entre empresas nacionales e internacionales, característico de la era neoliberal” (Duménil & Levy, 2007, pág. 169).

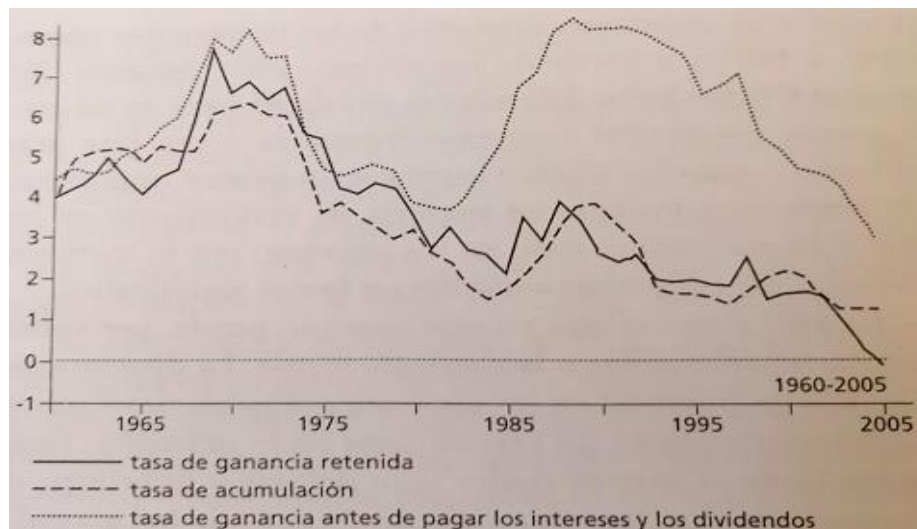
Así las bolsas de valores adquirieron protagonismo para guiar a las economías, ya que los inversionistas toman decisiones en base la información pública de una empresa, para cuantificar la mejor estimación posible del precio real de su acción y generar ganancias en un mundo globalizado que contendrá toda la información relevante (Escalante Gonzalbo, 2015). Por otro lado, lo anterior se traduce en un aumento de los ingresos de las empresas no financieras provenientes de actividades financieras en comparación con los ingresos propios de su producción.

Por último, en Francia la tasa de ganancia retenida convergió al comportamiento de la tasa de acumulación de capital durante el período de 1965 a 2005, considerando que la tasa de ganancia retenida era estimada sobre capitales propios, después de intereses reales e impuestos, y restando dividendos distribuidos, como lo podemos observar en la Gráfica 2.1:

²⁴ La reducción fiscal fue notable para empresas, al menos en EEUU y Francia.

²⁵ En Francia a principios de los años ochenta, la compra de acciones en comparación con la inversión neta era despreciable, pero en el año 2000, esta correspondía a tres veces la inversión en capital fijo. De este modo, el flujo de dividendos a finales de la década de los setenta era del 3% sobre las ganancias, pero en 2001 el flujo se incrementó a 51% (Duménil & Levy, 2007). pp. 168-169.

Gráfica 2.1 Comportamiento de la tasa de ganancia y tasa de acumulación en Francia para empresas no financieras durante el período 1965-2005.



Fuente: Duménil, Gerard; Levy, Dominique. *Crisis y Salida de la Crisis: Orden y Desorden Neoliberales*. Fondo de Cultura Económica, México, 2009. Gráfica IX.5.

Sin embargo, si a la tasa de ganancia se le incorporan los intereses reales pagados y dividendos distribuidos, de 1965 a 1980 se mantiene la convergencia, lo que sugería que las ganancias se reinvertían en la producción, pero a partir de 1980 se generaba una divergencia, lo que sugería que las ganancias no se reinvertían en la producción, ya que los intereses y dividendos eran retenidos. Para Duménil y Levy, lo anterior condujo a “privilegiar” la tasa de ganancia retenida, lo que implicó cambios en la acumulación de capital que a su vez generaba cambios, aumentando el desempleo. Entonces las divergencias entre la tasa de ganancia retenida y la tasa de acumulación sugieren que una porción de ganancias retenidas no se dedica a la acumulación, sino a la compra de acciones y pago de dividendos, exportación de capitales, nuevos préstamos y pagos de deudas.

Además de la libre movilidad de bienes y capitales, facilitadas por la globalización y la desregulación, todos los agentes económicos (el Estado, las empresas y los hogares) se ven inmersos en el proceso de financiarización. Las empresas buscan también el aumento del valor de sus acciones para incrementar sus ganancias financieras lo que se traduce en un nuevo modelo de Gobierno Corporativo donde las empresas participan en mayor medida en el mercado de capitales, al mismo tiempo que aumentan su rentabilidad y su grado de liquidez. Los ingresos de

los hogares (de los trabajadores) que se utilizan para “cubrir sus necesidades”, también participan de manera creciente en el sector financiero a través las transacciones de su vida cotidiana (financiamiento con crédito de vivienda, salud, educación, compra de bienes durables y en algunos casos de alimentos y manejo bancario de salarios y fondo de pensiones) de esta manera una parte de la masa salarial queda en manos de instrucciones bancarias y financieras como lo destacan Costas Lapavitzas y Duménil y Levy.

De esta manera, podemos identificar el surgimiento y crecimiento de los inversionistas institucionales, quienes administran e invierten, entre otros, en los fondos de pensiones de los trabajadores, lo que generó mayor liquidez unida a la expansión de los mercados financieros. La valorización de esos fondos se realiza a través del mercado financiero mediante la inversión en activos financieros altamente calificados (en acciones triple A). Ello se convirtió en una nueva de financiamiento para las firmas con esa calificación, y les permitió aumentar su liquidez y el incremento de la rentabilidad exigida por los accionistas de las firmas. Los dos factores anteriores crearon a su vez una nueva estructura de propiedad del capital, caracterizada por una alta diversificación de las inversiones y baja participación de cada uno de los inversionistas en el capital total de las firmas. En resumidas cuentas, ante la expansión o predominio de la financiarización, con la mayor participación de los inversionistas institucionales, las empresas priorizan como objetivo el aumento del valor accionario de la firma, lo que a su vez crea la subordinación del capital productivo al capital financiero, al ubicar como objetivo central el incremento del valor para los accionistas.

[Las décadas de transición del modelo económico en la periferia](#)

Cabe destacar que la transición al modelo neoliberal se impulsó primero en América Latina, desde 1973 en Chile, cuando Augusto Pinochet fue asesorado por los “Chicago Boys” quienes impulsaron la liberalización comercial y financiera y aplicaron las políticas de ajuste para reducir el déficit fiscal. Igualmente sucedió en 1976 en Argentina, donde tras el golpe de Estado y la llegada de la junta militar se aplicaron las denominadas “políticas de shock”, que a partir de ese momento se usarían para hacer frente a las crisis.²⁶ Las políticas de ajuste acentuaron las bajas

²⁶ Klein, Naomi. La doctrina del Shock.

tasas de crecimiento, desempleo y endeudamiento de las economías, ante el crecimiento de la liquidez mundial, (por el aumento de petrodólares, con el control por parte de la OPEP de los precios mundiales del petróleo) e inicio de la liberalización financiera.

A inicios de los años ochenta existe un aumento de las tasas de interés (Shock Volcker-1982) en los países del centro, junto con desregulación financiera y monetaria. Adicionalmente en este período se registra el inicio del modelo neoliberal para el centro y la periferia. Este modelo se impuso en la periferia en general, con el impulso del Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial (BM) condicionando el otorgamiento de créditos “rescate” a las economías en crisis, con la firma de cartas de intención lo que les obliga a adoptar planes de ajuste estructural. En los años ochenta²⁷ se impuso la idea de que la libertad de comercio era la única vía para el desarrollo, sin embargo hasta la fecha no existe ningún país que se haya desarrollado mediante un sistema de libre comercio (Escalante Gonzalbo, 2015).

Los años noventa se caracterizan por el impulso a la globalización y la redefinición de áreas de influencia con tratados de libre comercio (TLC); Uniones como la europea (UME) y mercados comunes (MERCOSUR), así como por la movilidad internacional de capitales. Y en este período se presenta “un liberalismo constituido en el centro e impuesto en la periferia” (Duménil & Levy, 2007, pág. 128), que se conocería como Consenso de Washington cuya aplicación se siguió, incorporado en las cartas de intención del FMI como recetario. De este modo, Duménil y Levy, así como Gonzalbo, reconocen que el aumento de las tasas de interés enlazaron las crisis financieras de la época con la crisis de deuda de las economías periféricas en la década de los ochenta e integrada con la crisis de los sistemas financieros de los países del centro.

Crisis de los años ochenta y noventa: centro y periferia.

La crisis de deuda de los países periféricos, para Duménil y Levy, tuvo como epicentro a México, anunciando el incumplimiento de pagos en agosto de 1982, que posteriormente generaría una cadena de estados “default”, ya en 1983 se habían declarado insolventes países como Brasil, Venezuela y Argentina que eran los más endeudados, estos países con México representaban el

²⁷ La década de los ochenta se cierra con el colapso de la Unión Soviética, la caída del muro de Berlín y el descrédito del socialismo, lo que fortalece la idea del libre mercado como principal mecanismo asignador de recursos.

74% de la deuda total de América Latina. El origen de la crisis fue “la política de endeudamiento a tasas flotantes” que inició ante el aumento de la liquidez mundial de los años setenta, y la necesidad de recurrir al endeudamiento en América Latina para cubrir el déficit de la balanza comercial que era generado por las importaciones de bienes de capital, necesarias para mantener el modelo económico de sustitución de importaciones²⁸ acentuándose al inicio de la década de los años ochenta por el aumento de tasas de interés.

El impago de la deuda por parte de varios países de América Latina, condujo a la crisis de los sistemas financieros del centro que fue originada por quiebras bancarias de países como EEUU, Japón, Francia y Reino Unido, entre 1984 y 1994 varios bancos requirieron con urgencia la intervención del seguro federal de depósitos ante la insolvencia de los préstamos internacionales, en los que tenían comprometido grandes cantidades, que en muchos casos rebasaban el capital social de los bancos, y muy por encima de los depósitos. En este caso, la crisis del sistema bancario también fue provocada por el alza de tasas de interés.

“El alza en las tasas de interés producida por política monetaria de la Fed, que había elevado en casi 10 puntos porcentuales la tasa de interés de fondos federales, duplicándola en menos de 24 meses, produjo en US [EEUU] una recesión de doble inmersión al inicio de los años ochenta y la década perdida para AL [América Latina].” (Correa & Girón, 2013). pp. 5.

Al respecto surge la siguiente duda, ¿Cómo se relacionaron las crisis? De acuerdo Duménil y Levy, un cuarto de la deuda de los países más endeudados era con los 8 mayores bancos de EEUU y representaban el 147% de su capital. Podemos identificar entonces que el origen de ambas crisis fue el alza de tasas de interés, como lo podemos ver a continuación el capital comprometido de los bancos estadounidenses en deuda latinoamericana comprometía su sobrevivencia:

²⁸ De acuerdo a Fernando Escalante, para el FMI y BM la idea era que el estancamiento era consecuencia de la intervención del Estado en la economía lo que había generado la crisis, cuando en décadas anteriores, estos mismos organismos promovían los programas desarrollistas, a los que ahora señalaban como factores de crisis.

Tabla 2.1 La exposición como porcentaje del capital, los grandes bancos al final de 1982.

	Argentina	Brasil	México	Venezuela	Chile	Total	Capital millones de dólares
1. Citibank	18.2	73.5	54.6	18.2	10.0	174.5	5,989
2. Bank of America	10.2	47.9	52.1	41.7	6.3	158.2	4,799
3. Chase Manhattan	21.3	56.9	40.0	24.0	11.8	154.0	4,221
4. Morgan Guaranty	24.4	54.3	34.8	17.5	9.7	140.7	3,107
5. Manufacturers Hanover	47.5	77.7	66.7	42.4	28.4	262.8	2,592
6. Chemical	14.9	52.0	60.0	28.0	14.8	169.7	2,499
7. Continental Illinois	17.8	22.9	32.4	21.6	12.8	107.5	2,143
8. Bankers Trust	13.2	46.2	46.2	25.1	10.6	141.2	1,895
9. First National Chicago	14.5	40.6	50.1	17.4	11.6	134.2	1,725
10. Security Pacific	10.4	29.1	31.2	4.5	7.4	82.5	1,684
11. Wells Fargo	8.3	40.7	51.0	20.4	6.2	126.6	1,201
12. Crocker National	38.1	57.3	51.2	22.8	26.5	196.0	1,151
13. First Interstate	6.9	43.9	63.0	18.5	3.7	136.0	1,080
14. Marine Midland	n.d.	47.8	28.3	29.2	n.d.	n.d.	1,074
15. Mellon	n.d.	35.3	41.1	17.6	n.d.	n.d.	1,024
16. Irving Trust	21.6	38.7	34.1	50.2	n.d.	n.d.	996
17. First National Boston	n.d.	23.1	28.1	n.d.	n.d.	n.d.	800
18. Interfirst Dallas	5.1	10.2	30.1	1.3	2.5	49.2	787

n.d. no disponible. *Source:* Annual report for individual banks; *American Banker*. 17 March 1983 and 6 April 1983; Prudential Bache Securities, "Banking Industry Outlook," May 6, 1983; *Veja* (Brazil), 1 June 1983. Capital figures are from reports of condition (Federal Reserve). Bank capital includes share holders equity, subordinated notes, and reserves against possible loan losses. Tomado de: Cline, William. *International debt reexamined*, Washington, DC Institute for International Economics, 1995, Tabla 2.2

Posteriormente, en la década de los años noventa, México fue una vez más el detonador de crisis, cuando en 1994 la paridad cambiaria del dólar americano y el peso mexicano entró en libre flotación, generando en un año la devaluación de la moneda en un 50%. Considerando que la tendencia alcista de las tasas de interés, provocó una economía en recesión.

“En 1994-1995 la Fed volvió a duplicar la tasa de fondos federales, pero esta vez no produjo una recesión en US [EEUU], apenas se sintió entre los países de la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico (OCDE), pero fue arrasadora para países como México, Argentina, Colombia, y en menor medida para Brasil” (Correa & Girón, 2013, pág. 5).

Para Duménil y Levy la crisis mexicana puso fin a la fase de euforia de la llegada masiva de capitales y la estabilidad del tipo de cambio. Análogo a la crisis de los años ochenta, en el segundo lustro de la década de los años noventa se generó una cadena de devaluaciones de monedas en el sudeste asiático, así como también del rublo, real brasileño y peso argentino, entre otras monedas de economías emergentes, eventos acompañados por la caída de sus Bolsas de Valores, a lo que Duménil y Levy llaman “inestabilidad neoliberal”. Adicionalmente, los avances

tecnológicos desde la década de los años setenta, se consolidaron en los años noventa, ya que las operaciones empezaban a realizarse con gran rapidez, pero principalmente el uso de Internet hizo posible una coordinación instantánea y simultánea en todo el mundo (Escalante Gonzalbo, 2015), lo que facilitó la libre e instantánea movilidad de capitales en todo el mundo.

Principales factores que explicaron las crisis monetarias y financieras

De acuerdo al contexto expuesto en la sección anterior, podemos identificar *ex post* 5 principales factores de riesgo que de acuerdo a Duménil y Levy, podrían explicar las crisis monetarias y financieras de estas décadas. Aunque para estos autores, el principal factor fue “el crecimiento demencial del sector financiero durante los años ochenta y noventa” (Duménil & Levy, 2007, pág. 139), ligado a la Financiarización²⁹. También expondremos que estos factores son a su vez elementos para la expansión de ganancias de los inversionistas.

1.- La Financiarización

En los años noventa, la desregulación permitió o estimulo el incremento de los flujos netos de interés (que succionaron excedentes del resto de la economía), el incremento de los flujos de capitales, el surgimiento y propagación de nuevos productos financieros, y la liberalización financiera (movimientos de capital por todo el planeta en tiempo real) y fueron estimulados por la rentabilidad y aumento del precio de los activos financieros (inflación de activos) lo que puso en riesgo al sector financiero internacional. Esta nueva era del capitalismo, está orientada hacia el gran aumento de operaciones e instituciones financieras: derivados, sociedades financieras y fondos de inversión³⁰, pudiéndose “asociar a la era neoliberal el carácter de una financiarización creciente” (Duménil & Levy, 2007, pág. 162). Respecto a los fondos de inversión, aunque los hogares no fueron los únicos agentes económicos que invirtieron con estos intermediarios, en EEUU fueron los principales involucrados en posesión de activos monetarios y financieros,

²⁹ Es importante destacar que Dumenil y Levy no usan el término “financiarización” para caracterizar esta etapa del capitalismo, sino que analizan la autonomización del sistema financiero, como parte del modelo neoliberal.

³⁰ De acuerdo a Gérard Duménil y Dominique Levy, las sociedades financieras crecieron casi el doble en EEUU durante las décadas de los años ochenta y noventa, y el aumento de los fondos de inversión como porcentaje de los capitales propios de las sociedades no financieras, eran siete veces más chicas que las sociedades no financieras en 1982, cuando a finales de los años noventa eran poco menos de dos veces mayores.

principalmente acciones y otros activos, canalizados al sector financiero por los inversionistas institucionales³¹ tras la privatización de los fondos de pensiones.

La tenencia de acciones, en EEUU fue incrementándose desde 1985 hasta alcanzar su punto más alto a finales de la década de los años noventa, para Duménil y Levy estas tendencias podrían reflejar la variación de los cursos bursátiles y el aumento de su precio –otra característica del neoliberalismo– y se constituyeron en el reflejo de las sociedades por acciones, es decir de las grandes corporaciones transnacionales (Serfati, 2016). Así mismo para finales de ésta década, la tenencia de títulos fue superior que la tenencia de acciones, “lo cual se traduce en el reforzamiento de la posición acreedora de una parte de los hogares, respecto a otros hogares, el Estado o las empresas” (Duménil & Levy, 2007, pág. 168), incrementando entonces el financiamiento hacia las empresas y provocando una polarización, propia también de la era neoliberal.

Para autores como Fernando Escalante existieron tres tendencias básicas del nuevo orden económico neoliberal: predominio del capital financiero, deterioro de los salarios y progresiva concentración del ingreso, donde el Estado fue perdiendo terreno pero al mismo tiempo era pieza clave del nuevo funcionamiento: “el acelerado movimiento de bienes y capitales dependía de explotar las diferencias entre sistemas normativos de un país a otro” (Escalante Gonzalbo, 2015, pág. 149), por lo que era necesario que el Estado mantuviera las fronteras necesarias para la integración global.

2.- Otros Factores de riesgo

Los cuatro factores complementarios que aumentaron el riesgo a las crisis financieras y monetarias son los siguientes: 1. Fragilidad del sistema bancario, 2. Falta de supervisión bancaria, 3. Flexibilidad de los tipos de cambio, 4. Libre movilidad internacional de capitales. Respecto al primero y segundo factor, ambos fueron favorecidos por la desregulación financiera (otra forma de succión de ganancias) necesaria para potenciar la rentabilidad, reduciendo reglas y relajando la vigilancia del mercado. La regulación que llevaban a cabo los Bancos Centrales, se modificó ya

³¹ Institucionalización progresiva de inversiones en EEUU y Francia, sobre todo de los fondos de pensiones por los inversionistas institucionales.

que también en los años noventa se generaliza la autonomía de los bancos centrales, colocando como función central la estabilidad de precios y la reducción de los déficits fiscales. Respecto del tercer factor, la volatilidad creciente de los tipos de cambio, ante la tendencia de los años noventa a “indexar” las monedas domésticas al Dólar Americano (USD), para atraer más inversionistas. La apreciación del USD, conducía a la depreciación-devaluación de la moneda doméstica lo que “empujó a las economías a una recesión” (Duménil & Levy, 2007, pág. 140).

Respecto al cuarto factor, liberalización y movilidad de capitales, limitaron la autonomía de las políticas nacionales que en la periferia fue fuente de una gran inestabilidad representando un punto fundamental de la reorganización del Capitalismo: “el capital se valoriza en las empresas mediante la producción...y los capitalistas desplazan constantemente los capitales entre diferentes empresas” (Duménil & Levy, 2007, pág. 141). Podemos identificar que la libre movilidad de capitales es una modalidad que permitió el aumento de ganancias, ya que las empresas multinacionales en los años noventa “exigían una reorganización de las operaciones monetarias y financieras como complemento de la producción en el plano mundial” (Duménil & Levy, 2007, pág. 142), siendo imperativo para la recuperación de la tasa de ganancia.

Principales métodos para incrementar ganancias

Nueva división del trabajo y Aumento del Capital Ficticio

La empresa por acciones es la base actual de grandes corporaciones transnacionales, ante una nueva división del trabajo, funcionan a partir de una empresa matriz y las filiales alrededor del mundo (Serfati, 2016). La empresa matriz se convierte en un centro de proceso de acumulación que facilita la concentración de capital a través de las filiales. En este sentido, el poder de los grandes grupos y sus sedes corporativas se llevan a cabo en formas multidivisionales. Este objetivo se puede llevar a cabo a partir de diferentes métodos, facilitados por la libre movilidad de capitales y la desregulación financiera, en los años noventa se desarrollaron nuevos productos y mecanismos para el incremento de las ganancias financieras, para nuestros objetivos de estudio resultan fundamentales los cambios en el gobierno corporativo de las empresas, lo que incluyó la participación de los cuerpos directivos (alta gerencia de la empresa) con parte de su pago en acciones y/o participaciones, vinculando así su ingreso con el valor de las acciones de la empresa;

la monopolización de las innovaciones tecnológicas (derechos de propiedad, patentes); el impulso a las fusiones y adquisiciones; la recompra de acciones; reputación o valor de la marca de la empresa (“Goodwill”-confianza); como parte de la diversificación e innovación financiera, entre otros. Es importante aclarar que estos métodos no son independientes, sino que están interrelacionados porque son parte del mismo objetivo (aumentar las ganancias) y están integrados a los proyectos de cada empresa en su estrategia de expansión y todos forman parte del proceso de financiarización

La matriz o “headquarter” diseña esa estrategia de expansión y articula el destino de la empresa con sus cuerpos directivos al vincular el incremento de los salarios de la alta esfera de ejecutivos y accionistas de las firmas, donde las direcciones de las firmas presionarán vía los mercados financieros a las direcciones de las divisiones para alcanzar la meta de incremento de las ganancias. También necesitan el control de su liquidez y con ello obtienen mayor control de global la liquidez, por su papel y peso en la acumulación mundial³², lo que también propicia la desigual distribución del ingreso, pues mientras que garantizan las altas remuneraciones para los directivos, presionan para la baja de los salarios de los trabajadores –sobre todo en las filiales– como mecanismo de competitividad.

Un fenómeno que contribuyó para que se llevara a cabo esta división de trabajo, fue la globalización que estimuló la diseminación de los procesos productivos dirigidos por las grandes firmas a nivel planetario, tendencia que se sumó a la combinación de ganancias de empresas con las ganancias financiero-rentistas, a partir de su doble naturaleza industrial y financiera. De esta forma, para aumentar sus ganancias necesita “incrementar” el valor de su producción y nuevas formas de generar ganancias, siendo una nueva forma la valoración de sus activos, en especial juegan un papel creciente la valorización de activos intangibles, lo que igualmente les ha permitido una gran acumulación de liquidez (Serfati, 2016). Las nuevas formas de incrementar ganancias provocan un estancamiento en el desarrollo empresarial y su capacidad de innovación

³² Para el economista francés Alain Parguez, dentro de su “Teoría del Doble Circuito Monetario” que coloca en el centro la integración de empresas transnacionales extranjeras en economías domésticas, es necesario diseñar una estrategia y combatir sus impactos negativos, identificando como el más significativo las altas tasas de desempleo e inflación de activos, donde el flujo esperado de ganancias de las transnacionales, relacionado con el alza de su tasa de ganancia, depende principalmente de la imposición de niveles de sueldos más bajos en la masa de trabajadores.

se vuelve más lenta, ya que ha dejado de ser prioridad la obtención de ganancias en la economía real, cuando una empresa genera innovación es más fácil absorberla, fusionarse o aliarse con ella que impulsar internamente procesos de I&D.

Gobierno Corporativo y financiarización

Otra forma de obtención de ganancias financieras por parte de las empresas, como plantean Serfati y Lazonick, ha sido la valorización de los activos intangibles (como derechos de propiedad, patentes, confianza en la marca, fusiones y adquisiciones, entre otros) estaría ocupando una proporción creciente en el rendimiento de las acciones de las empresas, que no está soportada por el nivel y calidad de producción, (como en el caso de recompras de acciones), pero sobre todo se han convertido en una fuente valorización de las acciones. En este sentido los directivos de las empresas que tienen como objetivo “mayor valor para los accionistas” vinculado al precio de las acciones, se fijarán como nuevo objetivo el impulso del capital ficticio, una de cuyas formas es el “Goodwill”, que expresa la confianza del inversionista para invertir en dicha firma (Serfati, 2016), medido por el porcentaje de capitalización bursátil obtenido del “spread” entre el valor de mercado y el valor en libros de las firmas).

Este “Goodwill” también puede ser alcanzado por medio de las fusiones y adquisiciones de las empresas más poderosas (con frecuencia monopolios) sobre otras empresas del mismo ramo o por la vía del mercado financiero, para eliminar a la competencia, o para obtener derechos de propiedad sobre una innovación que monopolizan (patentes), pero como comentamos anteriormente, generan una reacción contraria en la capacidad innovadora de las firmas, porque se desplaza el departamento de ingeniería e innovación en las firmas por el departamento de finanzas, aquellas que los mantienen, lo hacen sectores específicos, altamente rentables, como las farmacéuticas y cuando generan alguna innovación rápidamente son absorbidas o fusionadas a otras grandes firmas, con lo que se aumenta su goodwill.

También a partir de los años ochenta, se detecta que el crecimiento de la liquidez de las empresas multinacionales ha ido en aumento, más aún después de la crisis de 2007. Aunque los fines de esta acumulación pueden ser varios, como por ejemplo recompra de acciones –y así elevar los beneficios de los accionistas–, el punto es que la acumulación de liquidez no se está utilizando

para reinvertir en la producción, y se ha utilizado en parte para aumentar su endeudamiento y el crecimiento de obligaciones. En el balance de una empresa, el flujo de caja está representado por el dinero-medio de pago y los activos financieros de corto plazo considerados como “equivalente a efectivo³³”, lo cual implica una conversión “rápida” en dinero en las tesorerías de las empresas multinacionales; así la distinción entre activos financieros y dinero era en gran medida por su grado de liquidez, para llevarla a cabo es necesario que estos activos financieros cuenten con un ranking o calificación de muy alta calidad atribuida por las calificadoras de valores.

No obstante, los criterios de conversión “corto plazo” y “grado de calificación” fueron simplificados en gran parte al “grado de calificación”, el grado triple A hacía de un activo un equivalente a efectivo, “...el ‘equivalente a efectivo’ condujo a las tesorerías de los grandes grupos [industriales] a invertir en activos que van mucho más allá de la ‘equivalencia’ entre activos financieros y dinero” (Serfati, 2016, pág. 20), es decir, la tenencia de acciones altamente líquidas se usan como puente para adquirir otras con plazos más largos de vencimiento, más riesgosos y por consiguiente menos líquidos. De esta forma, las empresas transnacionales habrían encontrado una nueva forma de generar ganancias: “Los grupos industriales participan en esta creación de capital ficticio, creando un circuito de flujos financieros que conjugan la acumulación de efectivo con endeudamiento en obligaciones” (Serfati, 2016, pág. 22).

De esta manera una parte creciente de las ganancias fue dirigida a la compra de activos financieros: acciones de otras empresas y recompra de acciones, y así generar ganancias a partir de los beneficios o rentas otorgadas por estos instrumentos, como dividendos e intereses³⁴. Por último, esta explosión de la inversión financiera a partir del endeudamiento ha ocasionado el lento crecimiento o estancamiento en la producción y la lenta inversión productiva en innovación científico-técnica, lo que contribuye a explicar las bajas tasas de crecimiento y empleo.

Incremento de Fusiones y adquisiciones

El aumento de la Inversión extranjera directa (IED) en América Latina, principalmente en la década de los noventas, tuvo su origen en la privatización de empresas públicas y en la fusión de

³³ Bonos del tesoro de corto plazo y papel comercial de una duración inferior a 90 días.

³⁴ El circuito de flujos financieros de los grupos industriales podría ser parte de la dinámica de financiamiento no bancario conocida como ‘Shadow Banking’ o ‘Bancos Sombra’.

empresas privadas nacionales con empresas extranjeras, y fue justificada con la idea de que generaría transferencia tecnológica en una etapa de acelerados cambios en la innovación tecnológica. Este aumento de la IED condujo al movimiento de grandes flujos de capitales hacia economías emergentes de Asia y América Latina principalmente (Basave Kunhardt, 2016). En este escenario, las empresas domésticas pretendían conseguir la apropiación, aprendizaje y asimilación de conocimientos para aumentar su competitividad, y ante el acelerado proceso de globalización que emergía de manera paralela, tuvieron la “visión” de invertir en el extranjero, comprando empresas públicas a precio de remate y diversificando la localización de sus filiales, lo que les permitirá ganar el control sobre mercados más amplios, y al mismo tiempo impulsar una nueva división internacional del trabajo, con la segmentación de los procesos productivos creando cadenas de valor global (CVG).

Como expusimos en el capítulo anterior, este proceso ocasionó que se crearan subsidiarias como proyección del proceso de internacionalización, principalmente a través del *outsourcing*. Dentro del plan de expansión geográfica, las empresas tenían una competencia directa con otras empresas del mismo ramo, proceso que intensificó la competencia y desencadenó una oleada de asociaciones estratégicas, guiadas por estrategias productivas-financieras dentro de un proceso de restauración de las bases de acumulación, dando como resultado grandes fusiones y adquisiciones. Cabe señalar que este proceso representaba una ventaja aparente sobre las firmas adquiridas, pero generaba una mayor concentración de los capitales y el dominio de oligopolios y monopolios con la acumulación-centralización de capacidades tecnológicas y por consiguiente se incrementa su capacidad de fijación del precio de mercado para sus mercancías y para las semejantes con las que compite. Así mismo retomando el análisis de William Lazonick, estas grandes asociaciones provocan también el aumento del precio de las acciones de las empresas.

Como revisamos en el primer capítulo y la primera parte de éste segundo capítulo, el dominio del modelo económico neoliberal, a finales de los años ochenta fue posible porque a nivel mundial y en particular en México y América Latina, se realizó una ola de desregulación y liberalización financiera, propiciando la formación de nuevos actores económicos y financieros, que buscaban el incremento de sus ganancias, proveniente de la inversión en activos financieros de corto plazo, lo que ha conducido a la disminución proporcional de la inversión productiva. En general se estaba

generando una reestructuración del sistema productivo y financiero, por varios motivos: entrada de la inversión extranjera a las bolsas de valores, privatización de las empresas, expansión de mercado de divisas (creando burbujas bursátiles y crediticias) y el reforzamiento de las firmas oligopólicas (López & Bustamante, 2013). Este último punto provocaba un menor incremento de la inversión y producción de las economías, pero una mayor expansión del crédito a empresas, familias y al Estado.

Como hemos visto, las empresas buscaban también el aumento del valor de sus acciones para incrementar sus ganancias financieras, lo que se traduce en un nuevo modelo de Gobierno Corporativo: las empresas participan en mayor medida en el mercado de capitales, aumentan su rentabilidad y al mismo tiempo aumentan su grado de liquidez, como vimos en el capítulo anterior de acuerdo a Minsky resultado de una transición de inversión productiva a inversión financiera por las altas tasas de interés y la baja rentabilidad de la tasa de ganancia industrial. El incremento del valor de sus acciones motiva a los nuevos actores financieros a invertir en estos activos ya que también buscan incrementar su rentabilidad participando de manera creciente en el sector financiero, aunque parte de estos fondos invertidos son los ingresos de los hogares de los trabajadores (los fondos de pensiones, son invertidos por inversionistas institucionales) quienes se convierten en usuarios cotidianos de crédito por el uso de tarjetas de crédito con que cubren los consumos que requieren para sus necesidades, como también lo destacan Costas Lapavitzas y Duménil y Levy.

Recompra de acciones

Un autor que ha realizado estudios recientes respecto a esta modalidad de incremento de las ganancias financieras, particularmente en EEUU es William Lazonick, quien ha señalado que desde mediados de los años ochenta existió un cambio en la forma que los inversionistas realizan sus inversiones, antes se guiaban por la compensación que las empresas de EEUU hacían a sus accionistas, y que tradicionalmente era en forma de dividendos, pero este comportamiento se modificó en los años noventa, cuando los inversionistas se guían por el precio de las acciones y su tendencia de subirlo, indicando que las ganancias de la empresa tienden a subir. Pero este “nuevo” mecanismo de elevación de los precios se ha conseguido principalmente en las recompra de acciones, complementadas en menor medida por el pago de dividendos. De acuerdo a

Lazonick, este comportamiento ha tenido su mayor auge en EEUU entre 2003 y 2012. Una consecuencia de este comportamiento es que las empresas no reinvierten la mayor parte de sus ganancias en la producción, como comentamos, ya que el objetivo de los ejecutivos corporativos es distribuir el mayor monto posible de ganancias entre los accionistas, y al mismo tiempo elevar sus beneficios por compensación.

El motivo subyacente de esta nueva distribución de ganancias es subir el precio de la acción de las empresas. En ese sentido, el cambio en la manera de distribución de ganancias paso de ser de “retain and reinvest” “retener y reinvertir” a “downsize and distribute” “disminuir y distribuir” (Lazonick, 2014). Para el primer caso, es claro el modo en cómo se utilizaban las ganancias de la empresa: se retenían para reinvertir en su expansión, en su recapitalización. Sin embargo, bajo la nueva modalidad, se reduce la distribución de las ganancias para reinvertir en la empresa pero se aumenta la distribución de las ganancias para los accionistas, al aumentar el precio de las acciones. Otra consecuencia de esta nueva modalidad es la flexibilización del empleo lo que indujo a la baja de los salarios y aumentó el empleo informal o temporal.

Nueva distribución de ganancias: “Downsize and Distribute”

Ciertamente esta modalidad tiene un efecto macroeconómico, el cual se expresa en la inestabilidad del empleo y desigualdad en la distribución de la riqueza. William Lazonick la divide históricamente en tres fases: racionalización, marketización y globalización. La primera, corresponde a la década de los años ochenta, básicamente se trata de un cierre de plantas industriales y la respectiva eliminación de sindicatos como respuesta ante la superioridad productiva de los competidores japoneses.

“Cuando la FED aumentó las tasas de interés en las recesiones de 1974-1975 y 1980-1982, atrajo flujos de capital de corto plazo, apreciando el dólar, deteriorando las principales industrias que eran las del acero y automotriz. El mercado interno se llenó de importaciones generando despidos masivos y debilitamiento del empleo, reduciéndose el trabajo y disminuyendo el poder de los sindicatos” (Dickens, 2013, pág. 61).

La segunda fase, inicia en la década de los años noventa, corresponde al fin de largas trayectorias de empleados profesionales sindicalizados, como respuesta al dramático cambio tecnológico, al

ser sustituida la mano de obra humana para la producción por las máquinas de alta sofisticación, y la tercera fase la ubica en la primera década del siglo XXI, como consecuencia de las dos primeras, corresponde al movimiento masivo de recursos humanos a otras geografías, como ya veíamos, siendo la producción de alta especialización pero con menores ingresos, como es el caso de China, y por el proceso creciente de financiarización de los activos.

Como se puede observar, ante el recorrido por estas fases y los beneficios que otorgaban, el objetivo de aumentar el valor para los accionistas de las empresas, era claro, que ello permitía incrementar su ganancia financiera (obtención de dividendos y aumento en el precio de las acciones) y el principal medio para conseguirlos ha estado dominado por la recompra de acciones para mantener alto su valor. Es preciso añadir que de acuerdo a Lazonick, la legislación del mercado de valores de EEUU ha contribuido al incremento de recompra de las acciones, como por ejemplo la Regla 10b318 del mercado de valores en EEUU, la cual a través de los años ha sido muy permisiva, porque permite una discrecionalidad en el tiempo previo para llevar a cabo la recompra de acciones en el mercado financiero, es decir, los altos ejecutivos corporativos a discreción pueden manipular el precio de la acción de las firmas; cuando resulta necesario incrementar el precio de las acciones para mantener las ganancias, o inclusive para lograr una posible baja en su precio, sobre todo cuando se ha adquirido un derivado (que protege el precio). Lo permisivo de esta “legislación” es que las recompras son repetitivas y día tras día se están llevando a cabo sin enfrentar cargos por parte de las empresas ante la manipulación del precio de sus acciones, dando lugar a una inflación de los activos, como destaca Jan Toporowski.

Ahora bien, pareciera que es obvio plantearse la pregunta de ¿por qué la empresas llevan a cabo las recompras?, de acuerdo al contexto. Sin embargo, aunque en algunos casos pareciera justificarse este comportamiento, no es soportado por la innovación tecnológica como impulso al alza de la productividad de la firma, por lo que al final el único efecto que se espera es la ganancia monetaria de los altos ejecutivos corporativos y accionistas mediante la manipulación del precio de sus acciones.

Lazonick (2014) propone que en primera instancia, esta actividad se lleva a cabo para mantener un rating de crédito de las empresas, es decir, para que se mantenga la confianza en sus acciones y de potenciales inversionistas. En segunda instancia, se asume como una forma de recompensa

en efectivo para los accionistas (pago de dividendos y opciones de acciones), donde en el caso del derivado se puede ejercer y vender la acción inmediatamente. Esta modalidad, motiva a los empleados a trabajar “más y mejor” para que la productividad se vea reflejada en el alza del precio de la acción, entonces el ejecutivo *per se* participa en el objetivo de aumentar el valor para los accionistas. Este proceso ha reducido la capacidad de inversión en la producción y ha permitido elevar el precio de las acciones. En tercera instancia, lo que llaman las empresas como “Earnings per share” o ganancias por acción, correspondería cumplir con los objetivos de ganancia trimestrales para incrementar los pagos de dividendos o ganancias para los inversionistas.

A manera de conclusiones

El aumento de la tasa de inflación y el agotamiento del patrón tecnológico provocó la caída de la tasa de ganancia de EEUU desde fines de los años 60s hasta principios de los 80s, generando bajas tasas de crecimiento, baja acumulación de capital y aumento del desempleo, desencadenando una crisis económica prolongada de los países del centro. Para disminuir la inflación, y por consiguiente recuperar la tasa de ganancia, a inicios de los 80s la FED subió las tasas de interés (Shock Volcker). Las empresas no financieras de EEUU y Francia por su parte, para compensar la disminución de rentabilidad, aumentaron su participación en actividades financieras como emisión de acciones, e invirtieron sus ganancias en la compra de acciones de otras empresas no financieras.

Este comportamiento generó mayor liquidez y posibilitó mayor distribución de dividendos, por otro lado formó una red de interdependencia con compañías nacionales e internacionales y por último buscó elevar la confianza del inversionista para aumentar el valor de las acciones. Tanto el alza de tasas de interés como el aumento de distribución de dividendos, elevaron la remuneración de capital, considerando que: aumentaban los ingresos y ganancias en actividades financieras respecto a las actividades productivas, y al no ser reinvertidas las ganancias en la producción, se transferían parte creciente de los excedentes del sector productivo al sector financiero.

La década de los setenta se caracterizó principalmente por la entrada de la libre flotación cambiaria internacional (a partir de la ruptura de los acuerdos Bretton Woods), alta inflación, el declive del modelo keynesiano y el posicionamiento del modelo neoliberal como proyecto alternativo para conducir las economías. La década de los ochenta fue caracterizada

principalmente por: el Shock Volcker que en 1982 generó una recesión en EEUU y detonó una crisis de deuda en México seguida de la periferia, lo que provocó crisis bancarias en los países del centro; el inicio de la desregulación financiera y monetaria en países centrales; y el inicio del modelo neoliberal en centro y periferia, con excepción de Chile en 1973 y Argentina en 1976, donde el modelo neoliberal se impuso en los años setenta.

El nuevo modelo fue impuesto en la periferia por el FMI y BM con créditos rescate para economías en crisis, obligadas a adoptar planes de ajuste, y luego reformas estructurales. La década de los noventa se caracterizó principalmente por la constante subida de tasas de interés de la FED, provocando la fuga masiva de capitales y devaluación del peso mexicano en 1994-1995, que detono crisis financieras en la periferia por la devaluación de sus monedas y caída de bolsas de valores. Sin embargo fue una década de alta rentabilidad y de impulso a la globalización, lo que estimuló flujos netos de interés, creación de nuevos productos financieros y libre movilidad de capitales en tiempo real. La era neoliberal está asociada al predominio del capital financiero y al gran aumento de operaciones e instituciones financieras en las economías mundiales, lo que generó una progresiva concentración del ingreso y deterioro de los salarios.

En la economía mundial actual, las grandes empresas trasnacionales se han convertido en la base del mercado mundial (cerca del 70% del comercio mundial según la UNCTAD es intrafirma), constituyendo verdaderos conglomerados que agrupan a las empresas trasnacionales, mismas que han logrado impulsar la nueva división del trabajo. La “nueva” naturaleza de estas empresas se distingue porque logran combinar y articular en sus balances ganancias productivas y financieras por la doble naturaleza industrial y financiera de las empresas. La casa matriz o sede corporativa concentra la innovación y diseña los planes de expansión a través de filiales o divisiones en todo el mundo, proceso facilitado por la globalización, que con la liberalización comercial y financiera ha contribuido a esta nueva división del trabajo, articulada en torno a CVG. La doble naturaleza de los conglomerados no financieros en los que se articula su función industrial y financiera ha dado lugar a “nuevas” formas de aumentar las ganancias como la valoración de activos intangibles (como derechos de propiedad, patentes y confianza de marca), que provoca un lento desarrollo empresarial en inversión-innovación. La valoración de estos activos es una nueva forma de aumentar el precio de la acciones y generar ganancias, pero que

fomenta el capital ficticio al no ser soportado por el aumento de producción. El resultado se expresa a través del aumento del goodwill o confianza del inversionista para invertir en las empresas no financieras.

A partir de la década de los ochenta el crecimiento de liquidez de las empresas no financieras no se ha traducido en reinversión en la producción pero sí en endeudamiento como nueva forma de generar ganancias, ya que invierten sus ganancias en la compra de activos financieros 'equivalentes a efectivo' de corto plazo y de alto grado crediticio, como acciones de otras empresas no financieras y recompra de sus propias acciones, obteniendo rentas como intereses y dividendos, pero generando estancamiento en la producción o bajas tasas de crecimiento y empleo, ello significa el fortalecimiento del capital ficticio ya que la 'equivalencia de efectivo' otorgada por el grado de calificación, no está soportada necesariamente por aumento de la producción o del valor material (bienes o servicios) de las acciones.

Ante los acelerados procesos de globalización y privatizaciones que vivían las economías de Latinoamérica en los años noventa, y con la justificación de que se generaría transferencia tecnológica, el aumento de la IED dio un salto cuando empresas extranjeras compraron empresas públicas y se fusionaron con empresas privadas nacionales, lo que consolidó los grandes conglomerados, proceso acompañado de una nueva división del trabajo, con segmentación de procesos productivos, creando CVG. De esta forma se crearon subsidiarias y filiales que han aumentado su competitividad en mayor medida a través de outsourcing, que por un incremento de su productividad (vía innovación), además se intensificó la competencia, lo que desencadenó una oleada de asociaciones estratégicas, que resultara en fusiones y adquisiciones.

Estos procesos han provocado el movimiento de grandes flujos de capital, concentración de capitales, dominio y fortalecimiento de oligopolios y monopolios y aumento del precio de las acciones, y reducción en el nivel de empleo y en su calidad creciendo el empleo flexible y temporal lo ha presionado a la baja el nivel de salarios, con la consiguiente polarización en la distribución del ingreso en todo el mundo. La reestructuración del sistema productivo y financiero generó el reforzamiento de firmas oligopólicas. Estas han incursionado de manera creciente en la esfera financiera impulsando el precio de sus acciones, acompañado de un nuevo modelo de Gobierno Corporativo que privilegia el aumento de la rentabilidad para los accionistas y la liquidez.

Nuevos actores financieros como sociedades financieras e inversionistas institucionales han invertido de forma creciente en estas acciones con los fondos de ingresos de los trabajadores, (pensiones y crédito al consumo) generando mayor liquidez y expansión del mercado financiero. De esta forma, la nueva estructura de propiedad de capital se basa en la alta diversificación de inversiones y baja participación de inversionistas en el capital total de las firmas. Esta forma de generar ganancias reforzaba el financiamiento hacia las grandes empresas transnacionales pero desincentivó el incremento de inversión, producción y empleo en las economías.

Por último, la principal forma de compensación de los accionistas de empresas de EEUU pasó de ser del tradicional pago de dividendos en los años ochenta al aumento en el precio de las acciones, que se ha conseguido en buena medida por el uso de las ganancias en la recompra de acciones. En la década de los noventa, ante una permisiva legislación del mercado de valores se transformó la forma de distribución de ganancias tradicional, las ganancias se retenían para reinvertir en la producción, con la nueva forma se “reducen” las ganancias para reinvertir en la producción, pero aumenta la distribución de beneficios para los accionistas de la empresa al aumentar el precio de las acciones y por consiguiente los dividendos.

El nuevo objetivo de los ejecutivos corporativos era retribuir mayor monto posible de ganancias entre los accionistas lo que han conseguido a través del aumento del precio de las acciones a partir de la recompra de sus propias acciones para aumentar el precio, pero este aumento del precio de las acciones, en general no está soportado por un incremento de la productividad y competitividad de la empresa vía innovación tecnológica que conduzca a un incremento de la producción. La recompra de acciones también se lleva a cabo para mantener la confianza de los accionistas y así seguir recompensándolos. Las consecuencias del aumento del precio vía recompra de acciones son flexibilización e inestabilidad del empleo, baja de salarios y desigualdad de distribución de la riqueza.

La revisión bibliográfica realizada y la investigación que se ha hecho hasta ahora nos permite constatar que en los grandes conglomerados se ha realizado un creciente traslado de excedentes de la esfera productiva-financiera a financiera-productiva, por ello se caracteriza a esta etapa como capitalismo financiarizado o financiarización. En este capítulo examinamos como la diversificación financiera y la mayor participación del capital ficticio y dominio del capital

financiero en las empresas no financieras, garantizan las ganancias de los accionistas a partir de la manipulación del precio de sus acciones en el mercado de valores.

Esta valorización financiera de las acciones se realiza con diferentes mecanismos como las fusiones y adquisiciones; recompra de sus propias acciones, y en general con el incremento del Goodwill, y si bien William Lazonick lo teoriza, y analiza para varias ramas industriales y hace evidente su dominio para el caso de empresas de EEUU, quedaría un espacio abierto de investigación para conocer, en contraste, su evolución y los efectos en economías emergentes de Latinoamérica, particularmente México. Considerando la tendencia histórica de “reducir y distribuir”, una de cuyas manifestaciones es la de compra y recompra de acciones y pago de dividendos. Retomando los estudios realizados por Lazonick, el objetivo de nuestra investigación será conocer las similitudes y diferencias de estos comportamientos en empresas mexicanas que cotizan en el mercado de valores mexicano, lo que será el tema del siguiente capítulo.

Capítulo 3. Las Grandes empresas en México 1970-2018: los casos de América Móvil (AMX), Fomento Económico Mexicano (FEMSA) y Grupo ALFA

A partir de las categorías analizadas en el marco teórico expuesto en los capítulos anteriores, se retoman las tesis de Jorge Basave Kunhardt, quien durante varias décadas ha analizado el funcionamiento de las EME en México. En este trabajo se analiza el comportamiento de estas grandes empresas a partir de los años noventa y su papel en mediano plazo en relación con el crecimiento del país y la economía mundial. De las propuestas de Basave se retoma particularmente la perspectiva expuesta en su libro “Multinacionales Mexicanas: Surgimiento y Evolución”, donde se revisa brevemente el contexto histórico en que se desarrolla la Inversión Extranjera Directa (IED) mexicana fuera del país. En nuestro caso analizaremos, en particular la evolución de estas inversiones a través de tres empresas transnacionales mexicanas desde la década de los años noventa hasta 2018, ubicando el contexto histórico de su evolución, se trata de AMX, FEMSA y ALFA.

Para entender la evolución de las grandes empresas en México a partir de la década de los años noventa, es imprescindible identificar las raíces de su comportamiento y sus principales características en décadas previas, así que retomamos su evolución desde los años setenta particularmente su carácter oligopólico, en un escenario de la economía dirigida por el Estado. De esta forma, podemos identificar una “primera ola” de IED mexicana, que inicia en la década de los años sesenta y que se extiende a la década de los años setenta, en un contexto donde se va creando la crisis mundial. En este sentido, abordaremos los efectos que tuvo la crisis de 1982 en México, particularmente para las grandes empresas mexicanas, y cómo la enfrentaron y tomaron ventaja para posicionarse en los años noventa como Empresas Multinacionales de Economías Emergentes (EMEs), cuando teniendo como marco el nuevo modelo económico neoliberal tuvieron un papel destacado.

El modelo neoliberal proporcionó un marco institución favorable para las EMEs con la liberalización-desregulación comercial, laboral y financiera; de esta manera, en los años ochenta y noventa detectamos una “segunda ola” de IED mexicanas en el exterior. En especial estudiaremos las estrategias que siguieron las grandes empresas mexicanas para

internacionalizarse, que como veremos, tuvieron un importante desarrollo con la expansión apalancada que tomó un papel primordial, en un entorno de auge de la globalización; estudiaremos cómo se llevó a cabo el fortalecimiento de los grandes grupos empresariales y en qué medida las EMEs mexicanas siguen las tendencias de las Empresas Multinacionales de los países centrales (EMC), esto es, en qué medida hacen suyo el proceso de financiarización y bajo qué modalidades logran elevar su rentabilidad en especial nos interesa destacar cómo logran el aumento del precio de sus acciones.

Analizaremos el comportamiento de las empresas no financieras, condiciones y escenario macroeconómicos en los que se desarrollaron en México de 1993 a 2018 a partir del seguimiento de algunas variables económicas y su interrelación, como son la productividad media y remuneración media donde además identificaremos la tendencia y efectos de la distribución de las ganancias. Será de particular interés para nuestro estudio la actuación que ha tenido la tasa de ganancia y su relación con la tasa de acumulación en México, sobre todo para identificar los efectos que se han generado en el desempeño económico nacional y su expresión en la tasa de desocupación. Para esta primera sección, la fuente principal es la información oficial proporcionada por INEGI, que es la base para nuestro análisis.

De esta forma, partiendo de una visión macro, tomamos una muestra de las grandes empresas mexicanas para el período 1990 a 2018, estudiaremos los casos particulares de América Móvil (AMX), Fomento Económico Mexicano (FEMSA) y Grupo ALFA cuyo estudio se centrará en el desempeño de variables económicas, y desde una perspectiva bursátil, *en primer lugar* serán analizados los montos negociados, el precio de las acciones y su valor de mercado. Al respecto será preciso identificar el rol fundamental que tiene el mercado de valores para llevar a cabo una parte del financiamiento de las empresas a partir de la emisión de acciones, pero también la obtención de rentabilidad de las empresas y accionistas a través de la compra de acciones, recompra de acciones y distribución de dividendos. Estudiaremos sus tendencias y a través de qué vías se logra el sostenimiento e incremento del precio de sus acciones y ganancias. Nos interesa mostrar en qué medida las EMEs mexicanas han seguido la ruta marcada por las EMC y bajo qué particularidades, o si su comportamiento es distinto.

En segundo lugar, identificaremos el ritmo de crecimiento y tendencias de variables económicas como la inversión en activos financieros (capital financiero) e inversión en capital fijo (capital productivo), así como también el comportamiento de otra parte del financiamiento de las empresas que es el crédito bancario y en el caso del financiamiento de mercado, analizaremos sobre todo la emisión de activos financieros en el mercado de deuda. Nos interesa detectar en qué medida se ha realizado la acumulación creciente en sus pasivos en los últimos años, como lo han hecho las EMC. Finalmente para terminar nuestro análisis abordaremos la relación y tendencias de la productividad media, remuneración media y la tasa de ganancia de AMX, FEMSA y ALFA, para detectar si éstas se han orientado a los ciclos que han presentado las empresas de acuerdo al análisis agregado previamente realizado. Para esta segunda sección desarrollamos el análisis tomando como principal fuente de información la base de datos ECONOMATICA³⁵. El detalle de los datos se encuentra en el Anexo 1 de este trabajo.

Antecedentes de las EMEs mexicanas

Durante el período de 1940 a 1970 se creó un conjunto de empresas privadas en los sectores más dinámicos de México que terminaron constituyéndose como oligopolios o monopolios, en un entorno de la mayor expansión de la infraestructura industrial mexicana, cuando el crecimiento económico a lo largo de varias décadas, impulsó de manera sostenida la ampliación del mercado interno y de la participación directa del Estado en el crecimiento, bajo el modelo económico proteccionista.

“Si bien este modelo alentó una expansión económica importante y sostenida por decenios, para fines de los años cincuenta mostraba problemas ya serios de competitividad. Primero reforzó la estructura de mercado oligopólica, característica de la economía mexicana desde inicios de la industrialización moderna a fines del siglo XIX, donde la legislación establecía indirectamente barreras a la entrada al cerrar la frontera a la competencia extranjera.” (Cárdenas, 2015, pág. 586).

³⁵ Es una herramienta para el análisis de inversiones en acciones utilizada por los Departamentos de investigación de los principales Bancos de Inversión y Sociedades de Bolsa del mundo, ya que permite examinar los mercados accionarios de las principales economías latinoamericanas. Permite conocer los balances históricos de las empresas cotizantes ya sea en pesos, dólares, ajustados por inflación y en sus distintas modalidades: trimestrales, anuales, acumulados; las cotizaciones, series de precios ajustadas por pago de dividendos o bien a valores históricos.; los dividendos pagados y las noticias históricas de las empresas cotizantes. Descripción obtenida de <https://www.bidi.unam.mx/index.php/cobertura-tematica/ver-todos-los-recursos/358-economica-full>.

Podemos ver que un comportamiento histórico incrustado en el desempeño de la economía mexicana era la formación de oligopolios, uno de los mecanismos que fortaleció su desarrollo fue que las grandes empresas mexicanas propiciaran el cierre de la competencia extranjera. Por otro lado, en este período la inversión privada tendió a superar a la pública desde 1940 y la concentración de capital fue muy intensa desde entonces. En 1965 algunas empresas impulsan la exportación de manufacturas lo que incentivó a iniciar su inversión en el extranjero en la siguiente década. Sin embargo,

“entre 1963 y 1970 el auge exportador fue más aparente que real y estaba basado en consideraciones de una coyuntura internacional favorable, más que una estructura económica sólida” (Cárdenas, 2015, pág. 593).

La concentración y centralización industrial y de capital en México, caracterizaron el período 1974-1979 dentro de un escenario de crisis mundial. A partir de entonces, se distinguen seis grandes etapas en el desarrollo de las grandes empresas mexicanas que inicia en la década de los años setenta con: 1) Surgimiento de la IED mexicana para el período 1970-1980; 2) Inicio de su internacionalización a partir de alianzas en la década de los años ochenta; 3) Tendencia creciente de importación de bienes de capital y fomento de las exportaciones de 1985 a 1995; 4) Creación de 26 EMEs mexicanas, con atracción de IED extranjera y un importante proceso de privatizaciones entre 1988 y 1997 que consolidó el poder de mercado de la mayoría de las grandes empresas mexicanas³⁶; 5) Reactivación de la inversión extranjera de las EMEs a partir de IED y exportaciones de 1990 al 2000; y por último 6) Incremento de pasivos, con una agresiva estrategia de adquisiciones de 1989 a 2013 e incremento sustantivo de la IED mexicana de 1994 a 2013.

Como se comentó en el primer capítulo, durante la década de los años setenta, un conjunto pequeño de los mayores grupos empresariales mexicanos formó parte de la “primera ola” de IED mexicana en países en desarrollo cuando culminaba un largo período de crecimiento económico, con tasas promedio anual de 6.5% entre 1940 y 1970 y de expansión de la planta e infraestructura industrial en México. Adicionalmente, la abundancia de recursos internacionales para financiar

³⁶ Desde 1995, algunas de las empresas listadas en Bolsa, conformaban los mayores grupos empresariales de carácter oligopólico del país, dentro de las cuales, Grupo ALFA se encontraba en la base industrial, Cementos Mexicanos (CEMEX) que correspondía a bienes integrados de baja diversificación y Grupo BIMBO, que tenía un carácter mixto bancario-bursátil-industrial; también destacan Fomento Económico Mexicano (FEMSA) y Grupo VITRO, entre otras.

las operaciones de grandes empresas y el mayor impulso a la exportación de manufacturas desde la segunda mitad de los años sesenta alentaron a algunas grandes empresas invertir en el exterior. La IED mexicana se expandió hacia Latinoamérica, principalmente en Centroamérica y EEUU y con ello se consolida un pequeño mercado de valores en México, aun cuando el modelo proteccionista desalentó modernización productiva restándoles competitividad internacional. Este fenómeno fue compensado por asociaciones estratégicas con capital extranjero, facilitando la entrada en mercados extranjeros. Hasta ese momento el número de empresas mexicanas con presencia importante en el exterior a partir de inversiones directas fue de aproximadamente entre 20 y 22 empresas, entre las cuales estaban Grupo ALFA, Grupo Vitro, Mexichem, KUO y Gruma.

La “primera ola” fue interrumpida con la crisis de deuda externa de 1981-82 ya comentada, provocando que prácticamente todas las empresas se desprendieran de inversiones externas de carácter productivo. La deuda externa privada en México en los sectores industrial, comercial y de servicios no bancarios estaba concentrada en los mayores grupos empresariales del país, su reactivación sólo se daría una década después.

Posterior a la crisis de 1982 la economía mexicana realiza un proceso de transformación que consistió en el cambio del modelo de sustitución de importaciones por el modelo económico neoliberal:

“producto del agotamiento de un modelo de acumulación protegido del cual participaron y fueron beneficiarias los mayores grupos empresariales mexicanos por más de cuarenta años y que se modificó drásticamente en un lustro” (Basave Kunhardt, 2016, pág. 56).

Es preciso señalar que en México el modelo industrial de mercado interno estaba guiado por la rectoría del Estado donde la legislación otorgaba beneficios fiscales a las nuevas empresas y cerraba la frontera a la competencia externa, también “el gobierno compensaba la correspondiente restricción de flujos de inversión extranjera directa con un endeudamiento externo creciente” (Cárdenas, 2015, pág. 592).

Ante el deterioro de indicadores macroeconómicos que la economía mexicana venía acumulando desde la década de los años ochenta, cuando se registran altas tasas de interés y de inflación,

incremento significativo de deuda pública y aumento del déficit fiscal, entre las principales, el gobierno mexicano impulsó las reformas de primera generación que desembocarían en un nuevo modelo de crecimiento, esas reformas se orientaron a: la liberación del comercio que culminaría con la firma del TLCAN en 1993 y su entrada en vigor en 1994; la liberación financiera, que inicia en el segundo lustro de los años setenta y culmina con la apertura de la cuenta de capitales, desregulación de la IED, apertura de mercados financieros y privatización de empresas públicas en los años noventa³⁷; La reforma tributaria, y la reforma regulatoria (Clavijo & Valdivieso, 2000).

Los mayores grupos empresariales mexicanos aprovecharon el proceso de privatización de empresas públicas y la reforma y apertura de cuenta de capitales, para diversificarse o para lograr una mayor integración y consolidar su posicionamiento oligopólico. En el proceso de transformación su participación en el exterior dio lugar a una “segunda ola” a partir de flujos sostenidos de IED mexicana, en condiciones de un nuevo modelo económico con nuevas estrategias empresariales orientadas a internacionalizarse, aprovechando la oportunidad de inversión que ofrecía la apertura simultánea de las economías latinoamericanas. En un período corto y con gran velocidad entre 1988 y 1997 surgieron 26 grandes EME mexicanas.

“los dos pilares sobre los que se buscó retomar el crecimiento y la competitividad fueron la IED y el dinamismo de las grandes empresas mexicanas y extranjeras dominantes en diferentes sectores de la economía mexicana” (Basave Kunhardt, 2016, pág. 54)

Las empresas de mayor tamaño que contaban con los recursos para crecer y competir en el extranjero, se modernizaron para expandirse en otros países de acuerdo a su sector económico. El supuesto con que se adoptó la apertura comercial era que induciría a los empresarios a invertir y modernizarse para competir en las nuevas condiciones económicas³⁸. De esta forma la apertura económica se convirtió en impulsora de la IED mexicana, dando lugar a esa “segunda ola”. De acuerdo a (Dunning, 2000), fueron cruciales los derechos de propiedad porque revelaron como salir de la crisis a un puñado de grandes empresas, para competir de forma directa en el extranjero. Él identifica que tres aspectos fueron los más importantes para la expansión de las

³⁷ Entre 1983 y 1994 el número de paraestatales se redujo de 1155 a 200.

³⁸ El objetivo era integrarse a la globalización y crear nuevas condiciones que les permitieran competir y crecer. Algunas empresas reaccionaron y se integraron a la economía internacional obligadas por una serie de acontecimientos exógenos a la empresa, generando consecuencias diferenciadas para las economías de cada país.

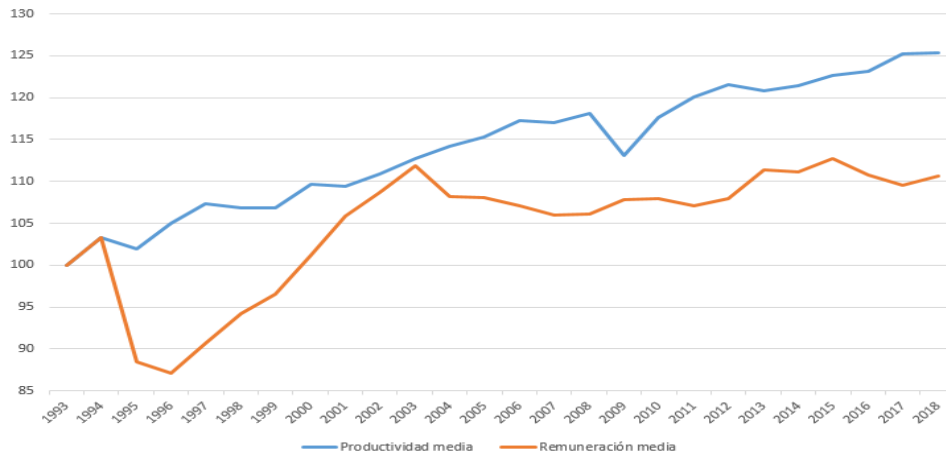
EME: a) poder monopólico, b) posesión de recursos y capacidades escasas, y c) competencias en administración. Recordemos que las EME son líderes en mercados sumamente concentrados, la mayoría de ellas son de carácter oligopólico o monopólico y en general son empresas que crecieron, se consolidaron y formaron como parte del proceso de expansión de la plataforma industrial mexicana.

Análisis Macro de la economía mexicana: 1993-2018

Productividad y Remuneraciones

En un análisis macro de la economía mexicana desde 1993 a 2018, se puede constatar que una de las fuentes de competitividad de las grandes empresas mexicanas es su bajo nivel salarial. A partir del análisis comparado de la productividad y la remuneración media del trabajo de actividades y servicios no financieros, podemos observar que el comportamiento de la productividad ha sido en casi todo el período superior a la remuneración recibida por los trabajadores como lo muestra la Gráfica 3.1, observándose así un amplio diferencial entre el crecimiento de la productividad y la remuneración, que se amplía en los periodos de crisis. Lo que estaría indicando que lo que se produce no se está compensando en la misma proporción en lo que recibe de remuneración el trabajador, lo que traduce en una distribución más desigual del excedente, es decir una parte significativa de las ganancias se realiza y obtiene a costa de las remuneraciones, lo que tiende a disminuir el poder de compra del mercado interno, con ello se vuelve más atractivo invertir en el exterior para captura de segmentos de mercados externos.

Gráfica 3.1 Cambio porcentual acumulado de la productividad y remuneración media de actividades, bienes y servicios no financieros en México para el período 1993-2018.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de INEGI³⁹.

Como podemos observar, la remuneración tiene una profunda caída de 1994 a 1995 producto de la crisis económica con una recuperación paulatina a lo largo de casi 10 años cuando casi alcanza los niveles de la productividad en 2003. A partir de esa fecha las remuneraciones se estancan por una década desde 2003 a 2013 mientras que la productividad muestra una tendencia a incrementarse en el mismo período. Desde la crisis de 2009 la brecha entre remuneraciones y productividad se acentúa, mostrando una tendencia a incrementarse, no obstante la leve recuperación de las remuneraciones entre 2013 y 2015, lo que un indica un deterioro en la distribución del ingreso y con ello de la capacidad adquisitiva de la mayoría de la población mexicana.

Es importante identificar que una característica de la era neoliberal para diferentes autores era el impacto negativo hacia el empleo: William Lazonick ubica la causa en la flexibilización del empleo, como fuente de competitividad, lo que origina una baja en los salarios. Para el caso de

³⁹Año base 2013 que se encuentran en la liga: <https://www.inegi.org.mx/programas/pibact/2013/default.html#Tabulados> en las cuentas de “Producción por actividad económica de origen”, “Generación del ingreso” e “Insumos de mano de obra” de Sistema de Cuentas Nacionales. La productividad media del trabajo anual se calcula en precios constantes como el cociente del Valor Agregado Bruto y los puestos de trabajo dependientes de razón social. La remuneración media anual se calcula en precios constantes como el cociente de la remuneración de asalariados y los puestos de trabajo de razón social, considerando que la Tasa de Informalidad Laboral de 2005 a 2017 tuvo un rango entre 56% y 60%, de acuerdo al Informe de Evaluación de la política de desarrollo social 2018 que publicó la CONEVAL en https://www.coneval.org.mx/Evaluacion/IEPSM/IEPSM/Documents/IEPDS_2018.pdf El cambio porcentual acumulado de ambas series es expresado en índice donde 1993=100. Para la transformación de las series a precios constantes, se utilizaron los deflatores del PIB que se encuentran en: https://www.transparenciapresupuestaria.gob.mx/work/models/PTP/Presupuesto/Programacion/Deflatores/Deflactores_PIB.xlsx

nuestro país vemos cómo las crisis amplían este deterioro. Como plantea Palley en nuestro país se registra una quiebra de la relación salario–productividad; que se traduce en un deterioro de los salarios y una polarización en la distribución del ingreso (mayor desigualdad).

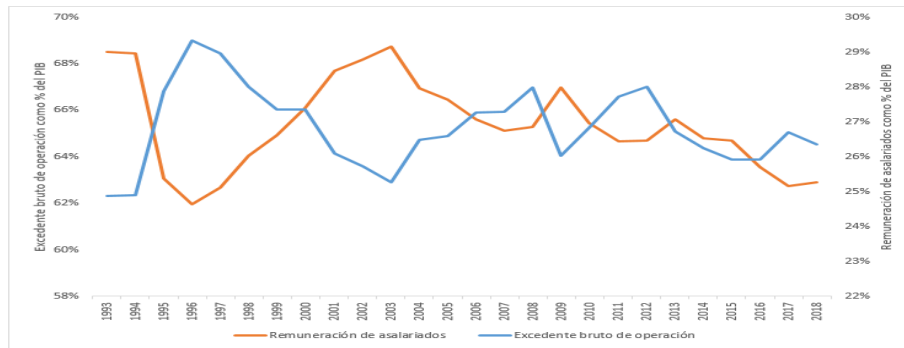
En México para el período 1993-2018, desde nuestra perspectiva se identifican 2 etapas importantes en el desarrollo de productividad y remuneraciones: la primera de 1993 a 2003 que corresponde a un ritmo de crecimiento lento de productividad y recuperación de las remuneraciones con una brecha productividad-remuneración con tendencia a reducirse, tras el significativo deterioro con la crisis 1994-1996. La segunda de 2004 a 2018 con un crecimiento de la productividad y estancamiento de las remuneraciones, es decir, basado en el menor peso de los salarios con una brecha productividad-remuneración con tendencia a ampliarse.

Ganancias y Remuneraciones

Otra perspectiva del desempeño económico en el mismo período, es la relación entre las ganancias corporativas o excedente bruto de operación y remuneración total de asalariados como porcentaje del PIB real en actividades y servicios no financieros, el cual también tiende a polarizarse pudiéndose constatar que los excedentes o ganancias crecen a costa de las remuneraciones. Como podemos observar en la Gráfica 3.2, en los cálculos que hicimos sobre el comportamiento de la ganancia empresarial (con base en datos de INEGI) entre 1993 y 2018 ha fluctuado entre el 68.9% y 62.3% del PIB, mientras que las remuneraciones totales han presentado niveles que van entre el rango de 29.1% y 24.6% del PIB. Para el período 1993-2003 el rango de ganancia empresarial y remuneraciones abarca los valores de todo el período de análisis, es decir, en este período se encuentra el valor máximo y valor mínimo de la proporción de ganancias, así como de remuneraciones del PIB real. Para el período 2004-2018, el rango de ganancia empresarial se encuentra entre 67% y 63% y el de remuneraciones se encuentra entre 27% y 25%. En contraste con el período anterior, las proporciones se contraen ligeramente. De esta forma, asumiendo que la distribución de las ganancias se distribuiría entre “pocos” accionistas y las remuneraciones entre los “muchos” trabajadores, se podría afirmar que en efecto, se ha realizado una polarización en la distribución del ingreso, lo que se expresa en el

aumento de la brecha entre ganancias y remuneraciones, con ello constatamos que en México al igual que en la mayoría de países se ha registrado un aumento de la desigualdad.

Gráfica 3.2 Excedente bruto de operación y remuneración total de asalariados como % del PIB Real, en actividades, bienes y servicios no financieros en México para el período 1993-2018.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de INEGI⁴⁰.

En la Gráfica 3.2, se puede observar y comprobar que la tendencia de las empresas no financieras mexicanas, particularmente a partir del 2003 cuando se registra el incremento de su productividad, y en el caso de las grandes empresas podemos suponer, por consiguiente de sus ganancias para distribuirse entre los accionistas, propicia también inestabilidad y baja remuneración del empleo. Un efecto interesante que se puede observar es que en períodos de incrementos/decrementos de las ganancias, las remuneraciones tienen una tendencia inversa, es decir cuando aumentan las ganancias, se remunera menos a los trabajadores y cuando disminuyen las ganancias, se les remunera mejor. Este comportamiento se acentúa más en el período 1995-2005, lo que podría corresponder a la tercera etapa que William Lazonick denomina “Globalización” y que para Jorge Basave fue un período fuerte de expansión y adquisiciones de las transnacionales mexicanas.

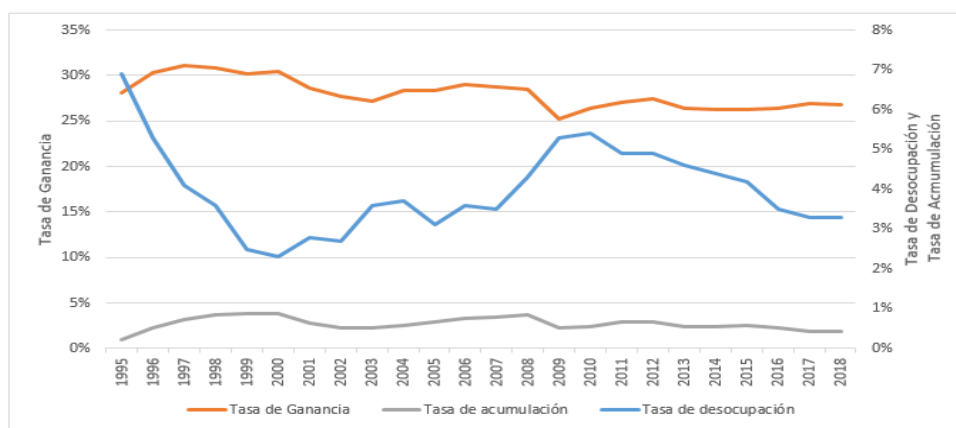
Tasa de Ganancia, Tasa de Acumulación y Tasa de Desocupación

La tasa de ganancia es un indicador importante del desempeño de las empresas, ya que mide el nivel de rentabilidad de capital en el tiempo bajo diferentes escenarios económicos. Por otro lado,

⁴⁰ Base 2013 que se encuentran en las cuentas de “Generación del ingreso” y la de “Insumo de mano de obra” en el Sistema de Cuentas Nacionales: <https://www.inegi.org.mx/programas/pibact/2013/default.html#Tabulados>. Para la transformación de las series a precios constantes, se utilizaron los deflatores del PIB que se encuentran en la liga: https://www.transparenciapresupuestaria.gob.mx/work/models/PTP/Presupuesto/Programacion/Deflatores_PIB.xlsx

sirve para analizar las estrategias llevadas a cabo por las empresas para aumentar sus beneficios, de acuerdo al escenario económico. Al respecto podemos observar en la Gráfica 3.3 de forma agregada el comportamiento de la tasa de ganancia⁴¹ para empresas no financieras, en el período 1995 a 2018, y su impacto en la tasa de acumulación de capital⁴² y tasa de desocupación (desempleo)⁴³. Como ya se planteó en el segundo Capítulo, cuando la tasa de ganancia disminuye, tiene un impacto paralelo en la tasa de acumulación de capital, y la misma repercute en el nivel de empleo/desempleo y en su composición, ya que la flexibilización del trabajo como medida de competitividad ha repercutido de manera creciente en la segmentación del mercado laboral diferenciando entre el empleo formal e informal.

Gráfica 3.3 Comportamiento de la tasa de ganancia, tasa de acumulación y tasa de desocupación para empresas no financieras en México expresadas en % para el período 1995-2018



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de INEGI.

Si analizamos la información por quinquenios (a excepción del último período que es de 4 años) como lo presentamos en la Tabla 3.1, existe evidencia de que el empleo (desempleo) es función de la tasa de acumulación la que a su vez está determinada por el nivel de la tasa ganancia. Por ejemplo, para el primer quinquenio la economía mexicana registra un aumento promedio del PIB

⁴¹ De acuerdo a Gerard Duménil y Dominique Levy es calculada como la proporción de Ganancias Netas respecto al Stock de Capital Fijo Neto.

⁴² De acuerdo a Gerard Duménil y Dominique Levy la tasa de acumulación es la tasa de cambio del concepto “Stock neto de capital Fijo”, reconocido como “Acervo Neto de Capital”, lo calculamos a partir de las series de datos de INEGI, base 2013, de la Cuenta de Capital en el Sistema de Cuentas Nacionales que se encuentran en la liga: <https://www.inegi.org.mx/app/tmp/tabuladoscn/default.html?tema=PTF..>

⁴³ A partir de las series de datos obtenidas de INEGI que se encuentran en las ligas: <https://www.inegi.org.mx/sistemas/Infoenoe/Default.aspx> y https://www.inegi.org.mx/sistemas/Infoenoe/Default_15mas.aspx.

real nacional de 5.38% (sin considerar la caída de -6.29% de 1995 por la crisis financiera), por lo que podríamos decir que existe un auge económico. Además observamos (en la Gráfica 3.1, Tabla 3.1) que el desempleo tiene una tendencia decreciente muy significativa, es decir la tasa de desempleo cae con tasas de cambio aceleradas (22% en promedio). Es una etapa caracterizada por la expansión de la innovación tecnológica con el uso intensivo de información y comunicación instantánea (internet). Esta es la etapa en que se registra el auge mundial de las bolsas de valores y para México no fue la excepción dándose un aumento promedio anual de 30.1% de la bolsa mexicana de valores entre 1995 y 1998 (registrado en el Índice de Precios y Cotizaciones)⁴⁴.

En el segundo quinquenio las tasas de acumulación se reducen un poco pues desde 1997 se observa una tendencia decreciente de la tasa de ganancia, por lo que los inversionistas se trasladaron donde existe mayor rentabilidad, en este caso la esfera financiera. En este segundo quinquenio si bien se registran tasas de desempleo menores con tasas de cambio menos aceleradas (9% en promedio), tienen una tendencia positiva, de esta manera mientras que la tasa de desempleo en quinquenio de 1995-99 fue de 4.5% de la PEA, en el quinquenio 2000-04 se redujo a 3%.

Tabla 3.1 Comparativo de la tasa de ganancia, tasa de acumulación y tasa de desocupación promedio para los quinquenios 1995-1999, 2000-2004, 2005-2009, 2010-2014 y para el período 2015-2018.

%	1995 - 1999	2000 - 2004	2005-2009	2010-2014	2015-2018
Tasa de Ganancia	30.13	28.51	27.97	26.73	26.59
Tasa de Acumulación	2.80	2.76	3.14	2.60	2.15
Tasa de Desocupación	4.48	3.02	3.96	4.84	3.58

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de INEGI.

En general, para el período analizado particularmente desde el año 2000, a diferencia de otras etapas, durante el predominio de la financiarización, característica del neoliberalismo, las relativamente altas tasas de ganancia (mantenidas en niveles promedio entre 26% y 28%), no se han traducido en mayores niveles de acumulación, por el contrario, el ritmo de crecimiento es muy lento y en bajos niveles (niveles promedio entre 2.15% y 3.14%), lo que es un indicador indirecto del nivel de financiarización, pues nos indicaría que las ganancias no provienen sólo del

⁴⁴ Principal indicador bursátil del mercado de valores mexicano.

proceso productivo, ni se reinvierten en el proceso productivo, sino que provienen y se orientan en mayor medida de la esfera financiera, lo que también se expresa en los niveles de empleo/desempleo (principalmente de 2000 a 2014 de 3.02% a 4.84%). En el caso de México una de las particularidades es la tendencia al crecimiento del empleo informal, que muestra una tendencia creciente a lo largo del periodo acercándose al 60% de la PEA, de acuerdo a los datos de INEGI, acorde a los bajos niveles de acumulación y al impulso a la competitividad por la vía de la reducción de salarios. En resumen en esta etapa de financiarización neoliberal se puede constatar que se registran altas tasas de ganancia, con bajos niveles de acumulación y de empleo formal, lo que ha deteriorado la distribución del ingreso y ha incrementado la desigualdad, con ello corroboramos que México sigue las tendencias de la financiarización que han caracterizado a la economía mundial en las últimas décadas, con la particularidad de que en México se ha generalizado el trabajo informal y las bajas remuneraciones como la forma prioritaria o más importante para incrementar la competitividad de las empresas.

Estrategia empresarial de internacionalización y fortalecimiento de las EME

La estrategia empresarial para internacionalizarse o posicionarse en mercados extranjeros a partir de IED, fue facilitada por la transformación que se llevó a cabo en la economía mexicana, principalmente durante la década de los años ochenta y noventa, así como por el nuevo contexto internacional globalizado, con ello el posicionamiento financiero corporativo, se vio fortalecido. Una ventaja con la que contaron las mayores empresas mexicanas y que resultó determinante para su proceso de internacionalización fue su fortaleza financiera, definida como “la capacidad suficiente de recursos financieros propios y externos para emprender la salida a los mercados extranjeros” (Basave Kunhardt, 2016, pág. 65).

Así mismo, Basave argumenta que se llevaron a cabo tres estrategias consecutivas por las grandes corporaciones mexicanas entre 1982 e inicios de los años noventa: la primera y la más importante, que fue de 1982 a 1987 que consistió en priorizar la inversión de carácter financiero a la productiva, aprovechando el rescate crediticio gubernamental, la alta inflación y el boom bursátil de corta duración junto a la recesión económica interna. Al detenerse la inversión productiva

nacional se estancaron los niveles de competitividad. Al respecto, para un reducido grupo empresarial mexicano y extranjero que cotizaban en la Bolsa Mexicana de Valores (52 para 1977-1983 y 65 para 1984-1987), la proporción anual de recursos disponibles que se destinaron a inversiones productivas disminuyeron (principalmente maquinaria y equipo), entre 1982 y 1983 habían alcanzado su punto máximo al llegar a 41.69%; en 1984 cayó a 11.8%; 13.65% en 1985; 8.76% en 1986 y 8.13% en 1987; esta disminución es significativa si se le compara con el periodo anterior 1977 y 1979 cuando habían promediado 30.72% (Basave, 1996, págs. 70-71). Esta es una clara evidencia empírica que demuestra la hipótesis de que para el período 1984-1987, las empresas no financieras sustituyeron gradualmente la inversión productiva por la inversión financiera. En estos años, ante un ambiente de mercado interno deprimido y caída de la ganancia industrial, se colocaron masivamente los recursos empresariales en inversiones financieras, principalmente de mercado de dinero y en menor medida del mercado accionario. En un ambiente inflacionario se obtuvieron altos rendimientos que fueron usados para prepagar la deuda externa privada y posteriormente para adquirir empresas durante las privatizaciones.

La segunda estrategia correspondió a la reestructura de su deuda externa con recursos extraordinarios del Fideicomiso para la Cobertura de Riesgos Cambiarios (FICORCA) que correspondía al pago de su deuda con recursos públicos a un tipo de cambio fijo, ello como parte de la política pública del programa de estabilización macroeconómica. (Clavijo & Valdivieso, 2000). La tercera estrategia a partir de 1989 consistió en recurrir a los instrumentos de deuda externa bursátil y bancaria para obtener recursos suficientes para expandirse internacionalmente por medio de adquisiciones, fusiones y alianzas con empresas en EEUU y Latinoamérica.

Hasta el crack bursátil de 1987, las mayores corporaciones industriales retomarían la inversión productiva-financiera y comenzaron a prepararse para afrontar la apertura económica. Grupo ALFA, Grupo BIMBO, CEMEX y Grupo VITRO entre los más grandes conglomerados del sector privado de aquellos años (que para 2013 estarían entre las mayores 25 EME mexicanas) mostraban razones pasivo-activo excesivas es decir muy cercanas a la unidad. Sin embargo, considerando que en años previos priorizaron la inversión financiera (obteniendo alta rentabilidad) y la reestructura de su deuda externa, en 1988, todas habían bajado considerablemente su endeudamiento superando así la crisis de deuda externa.

Entre 1992 a 1994, las grandes empresas mexicanas en expansión, adquirieron maquinaria y equipo nuevo importado, correspondiente a 57.5% de su inversión⁴⁵. Por el alto contenido importado, 31.8% de las empresas recurrieron a financiamiento externo. De esta forma las importaciones totales de bienes de capital en México se incrementaron 403% entre 1987 y 1994, y como identificamos anteriormente, las empresas mostraban gran necesidad de elevar la productividad y la competitividad en el contexto de apertura económica. La evolución de las importaciones totales de bienes de capital para las economías más grandes de Latinoamérica tuvo una tendencia creciente de 1985 a 1995. En México, según Jorge Basave, el esfuerzo de modernización industrial se expresó de forma muy desigual entre los diferentes sectores pero con logros importantes en ramas manufactureras de alimentos procesados, vidrio, automotriz, química, petroquímica, siderúrgica y productos metálicos, y se mantuvieron en atraso competitivo importante en aparatos eléctricos, varios subsectores de maquinaria y equipo, prendas de vestir, química y materiales no ferrosos.

A partir de la primera década del siglo XXI, al menos para las EME que estudiaremos como son AMX y FEMSA con líneas de negocios específicas y ALFA con líneas de negocio diversificadas, financiaron su expansión principalmente a través del mercado y gradualmente priorizaron la inversión financiera que sustituyó a la inversión productiva, a través del reparto de beneficios para los accionistas, esto es, aumentando los dividendos y a partir de mecanismos como fusiones y adquisiciones y recompra de acciones. Lo anterior lo estudiaremos con detenimiento más adelante.

EMEs mexicanas: Expansión, endeudamiento y control de mercados

Para las multinacionales mexicanas, las compras de otras empresas significaron una forma de dar salida rápida a la crisis y fortalecer su posición en los mercados extranjeros. El acceso a fuentes internacionales de crédito, después de la reestructuración de la deuda mexicana y reformas

⁴⁵ Datos tomados de la encuesta empresarial que realizó NAFINSA en 1993 y a la encuesta de empresas representativas en los sectores industriales, comerciales y de servicios por parte del Centro de Estudios Económicos del Sector Privado (CEESP) en 1994 (Basave Kunhardt, 2016, pág. 71).

emprendidas, les permitió apalancar su expansión y realizar la adquisición de empresas ya establecidas. De esta forma, se incrementaron los pasivos empresariales con los que se financió su expansión. En los mercados internacionales se encontraron instrumentos de deuda variados y suficientes para apalancar su expansión, predominando los *American Depositary Receipts (ADRs)* y *Global Depositary Receipts (GDRs)* que son acciones de empresas de mercados emergentes emitidas por medio de oferta pública en Bolsas de Valores de EEUU y de mercados extranjeros. Esta expansión fue facilitada y apoyada por las privatizaciones de sectores energéticos y de telefonía principalmente, sobresaliendo en la emisión de estos instrumentos empresas como Grupo ALFA, CEMEX, TELEvisa, DESC, GRUMA y Grupo CARSO. De esta forma, iniciaron su IED a partir del endeudamiento como fuente de recursos. Cabe señalar que “las empresas transnacionales y la gran banca tienen utilidades que surgen de sus actividades fuera de las fronteras de las economías maduras” (Ugarteche, 2018, pág. 318). En este caso, aunque México no precisamente representaba una economía madura, ante el auge de su economía de este período, la expansión de las grandes empresas mexicanas fue regional y ello les permitió seguir generando rentabilidad.

La compra de estas acciones se llevó a cabo por parte de inversionistas internacionales, representando un importante flujo de capital reflejado en el crecimiento de carteras de fondos de inversión impulsados por el alto precio de las acciones. En México la colocación de inversiones extranjeras fue impulsado por la *Security Exchange Commission (SEC)*, a través del “*ready market status*”, cambiando los requerimientos de capital en EEUU para instrumentos de deuda extranjera de 100% a 7% (Correa & Girón, 2013, pág. 157). En una perspectiva de largo plazo, se pueden identificar cinco casos relevantes, cuya evolución de su pasivo total se incrementó significativamente entre 1989 y 2013: MEXICHEM (5487%), Grupo BIMBO (747%), Grupo FEMSA (235%), CEMEX (193%) y Grupo ALFA (23%). Así mismo, destacan siete casos por su agresiva estrategia de compras o adquisiciones: América Móvil (AMX), CEMEX, Grupo México, FEMSA, Grupo Bimbo, Mexichem y Grupo ALFA, como observamos en la Tabla 3.2; con ello, estas mismas empresas se colocaron como las siete mayores EME mexicanas en una muestra de las 25 mayores

empresas multinacionales mexicanas en 2013, clasificadas de acuerdo al monto de sus activos externos⁴⁶.

Tabla 3.2. Principales empresas mexicanas con IED por región geográfica para el período 1988-2010.

Empresa	CAyC	S	N	E	A	AA	O
CEMEX	1995c	1995c	1988c	1991c	1997c	1999c	2007c
Grupo Bimbo	1990	1999c	1998c	1998c	2006c		
Mexichem		2007c	2006c	2010c	2010c		
Grupo ALFA	2003	1998a	2000c	2003	2007c		
AMX	2005c	2005c	2006c	2012c			
FEMSA	2011	1994c			2012c		
Grupo México		1999c	1999c				

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Jorge Basave (2016), *Multinacionales Mexicanas: Surgimiento y Evolución*/UNAM, México; CAyC: Centro América y el Caribe, S: Sudamérica, N: Norteamérica, E: Europa, A: Asia, AA: África, O: Oceanía; c: compra.

Tabla 3.3 Las siete mayores multinacionales mexicanas a cierre de 2013.

Lugar	Empresa	Industria	AE (\$)	AT (\$)	VE (\$)	VT (\$)
1	AMX	telecomunicaciones	56,000	79,568	39,240	60,424
2	CEMEX	minerales no metálicos	32,234	38,135	12,009	15,040
3	Grupo México	minería	14,083	20,307	7,311	9,398
4	FEMSA	bebidas y comercio	13,604	27,609	7,312	19,839
5	Grupo Bimbo	alimentos	7,094	10,365	7,907	13,531
6	Mexichem	química y petroquímica	4,229	7,885	3,324	5,194
7	Grupo ALFA	diversificado	3,054	12,713	9,620	15,639

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Jorge Basave (2016), *Multinacionales Mexicanas: Surgimiento y Evolución*/UNAM, México; AE: Activos Externos, AT: Activos Totales, VE: Ventas Externas, VT: Ventas Totales. Cifras expresadas en millones de USD.

Las dos empresas más grandes, AMX y CEMEX, concentraron el 61.7% de los activos en el sector externo a diciembre de 2013, y las cuatro mayores concentran el 81.1% de IED en el exterior, siendo evidente la alta concentración de activos, característica importante de las EME mexicanas y de la centralización que trajo consigo el proceso de globalización y liberalización comercial y

⁴⁶ Para Jorge Basave el criterio aplicado por el *Columbia Center on Sustainable Investment* (CCSI), puede ser por ventas externas o índice de transnacionalidad, el cual se calcula como promedio de las siguientes razones: de activos externos/activos totales, ventas externas/ventas totales, empleados externos/empleados totales.

financiera⁴⁷. Lo que también expresa el control de los mercados por el monto de sus ventas; las dos empresas más grandes representaron el 51.4% de ventas externas (Tabla 3.3).

Asociaciones y centralización de capitales

La globalización abría nuevos espacios para el surgimiento de nuevas EMEs en México y consolidación de otras ya existentes, siendo también un incentivo para la expansión de la IED. En este contexto, las empresas mexicanas requerían compensar sus debilidades competitivas, y algunas lo lograron a través de asociaciones o alianzas con empresas y capital en mercados extranjeros, con lo que se pretendía lograr una transferencia de conocimiento y elevar el nivel organizativo y tecnológico requerido para competir en mercados internacionales. Desde los años ochenta la dinámica expansiva del capital productivo multinacional fue denominada por varios analistas como capitalismo asociativo o de alianzas. Estos acuerdos entre 1980 y 1989 se llevaron a cabo principalmente entre empresas multinacionales de países desarrollados y en desarrollo teniendo como objetivo reducción de costos de transacción y de coordinación de operaciones directas internacionales potenciando las ventajas competitivas de los socios.

La dinámica internacional y las transformaciones o reformas estructurales que consolidaron la apertura económica en el país, fortalecieron el clima propicio para las asociaciones, además a partir de 1991 se acrecentaron los flujos de investigación y desarrollo tecnológico hacia México, también fueron años de continuos flujos de IED hacia el conjunto de países en desarrollo. “La afluencia intensa de capitales provocó crecimiento entre 1991 y 1994 con tasas cercanas al 3% y per cápita alrededor del 1.5%” (Aguirre, 2009, pág. 67). Además, entre 1989 y 1993, fue el período más fuerte de privatizaciones de empresas públicas, se trataba de empresas estratégicas y con mayor poder de mercado. (Clavijo & Valdivieso, 2000). La mayor parte de flujos de IED tuvo como destino la alianza y/o fusión con grupos empresariales nacionales en un escenario intenso de privatizaciones.

⁴⁷ En Brasil al cierre de 2010, de las mayores 29 EMEs, las tres primeras concentraban el 74%; en Chile al cierre de 2011, de las mayores 20 EME, las tres primeras concentraban 50%; En ese mismo año, en Turquía de las mayores 15 EME, las cinco primeras concentraban el 58%; por último en China para cierre de 2008, de las mayores 18 EME, las primeras cuatro controlaban el 65%.

Durante el primer lustro de los años noventa, la IED hacia México tuvo un notable crecimiento, que se frena tras la crisis de 1994-95. A partir de 2000 ha presentado altibajos, pero con una tendencia definitiva a incrementarse.

“...una faceta de la internacionalización financiera mexicana consiste en observar ese gran ingreso de capitales financieros externos o “golondrinos”...y lo más relevante en ese proceso de endeudamiento fue que el 40% de la deuda pública total estaba en poder de extranjeros” (Lichtensztejn, 2015, pág. 66)

El proceso de asociación fue más intenso en las grandes empresas, lo que formó parte de sus estrategias para fortalecerse en el mercado interno y para emprender su expansión internacional.

“El objetivo principal de las empresas mexicanas que realizaron alianzas estratégicas durante la primera mitad de la década de los noventa fue acceder y participar en nuevos mercados, con capital extranjero, subsistir y fortalecerse” (Basave Kunhardt, 2016, pág. 82).

Sin embargo, los flujos de inversiones mundiales se concentraron en los países desarrollados, lo que permitió a las EMEs mexicanas expandirse en Latinoamérica, especialmente en Centroamérica y en menor medida en Estados Unidos y Europa

“Si bien las IED se han concentrado en mayor medida en los países desarrollados, dando lugar megafusiones, buena parte de las privatizaciones en América Latina se realizaron por capital externo, completando una redistribución mundial de activos, con eliminación/destrucción de segmentos importantes de capital y la concentración de firmas oligopólicas” (Aguirre, 2009, pág. 69).

Reorientación de la producción: IED y Exportaciones de las EMEs mexicanas

En plena apertura económica y desregulación de mercados, desde los años noventa las nuevas multinacionales latinoamericanas reorientaron su producción hacia el exterior por medio de dos componentes: IED y exportación. Así, el proceso inicial de internacionalización de las empresas mexicanas se desarrolló simultáneamente también por medio de estos factores. Los programas gubernamentales de fomento a las exportaciones y la reorientación de una buena parte de la producción de las mayores empresas nacionales hacia mercados extranjeros se expresó rápidamente con aumentos en el superávit de su balanza comercial con importantes aumentos

entre 1985 y 1995⁴⁸. “Durante esos años se produjo lo que se conoció como el boom exportador mexicano⁴⁹” (Dussel, 2003, pág. 89), ya que uno de los objetivos de las reformas de primera generación era la liberación comercial, y la apertura económica se impulsó estimulando un ritmo de inversión más intenso en el sector exportador, particularmente del sector no petrolero (Clavijo & Valdivieso, 2000).

Las exportaciones mexicanas y las ventas desde sus subsidiarias en el extranjero se reflejaron en incrementos importantes de las ventas externas. Por ejemplo, grupo ALFA entre 1992 y 1994 tuvo un incremento anual de ventas de 51.9% por exportaciones; Grupo BIMBO⁵⁰ y FEMSA registraron un incremento de 593% en ventas, incluyendo las ventas de sus filiales en el exterior. Los flujos de IED mexicana tuvieron incrementos significativos desde 1994 hasta 2013, con caídas importantes por las crisis financieras en 1994-1995, 2007-2009. “Entre 1997 y 2005, los flujos de IED mexicana fueron superiores en promedio anual al resto de los países latinoamericanos” (Basave Kunhardt, 2016, pág. 93). Por otro lado, para Samuel Lichtensztejn, desde el año 2000 hasta mediados del 2012, la inversión financiera en los países emergentes se había quintuplicado y enfatiza que “se observaron también importantes flujos de ingresos de fondos especulativos invertidos en sus deudas públicas, sobre todo en moneda local” (Lichtensztejn, 2015, pág. 60).

Por último, el proceso mexicano de expansión por IED durante la segunda ola, se puede encontrar en un primer conjunto de empresas, que la realizaron por primera vez entre 1987 y 1995. Fueron empresas que reaccionaron de forma rápida ante las nuevas circunstancias, sobreviviendo a la apertura y dando inicio a la expansión internacional del empresariado mexicano en la era de la globalización. Destaca, Grupo BIMBO (alimentos) realizó su primer IED en 1990, FEMSA (bebidas/comercio) en 1994, entre otras como VITRO, ICA, TELEVISA y GRUMA iniciaron la segunda ola de IED, de carácter netamente regional, es decir hacia mercados más próximos. Entre

⁴⁸ De 1985 a 1987, las exportaciones del sector manufacturero no maquilador crecieron en promedio 41% anual, entre 1993 y 1997 con una tasa promedio anual del 18%. Las sucesivas devaluaciones del peso entre 1994 y 1995 reforzaron las exportaciones totales en 39.7%.

⁴⁹ Durante 1991 y 1992 se registró una disminución de exportaciones, con un crecimiento por debajo del 10% en promedio anual, por la recesión de EEUU y la política de sobrevaluación del peso para controlar la inflación.

⁵⁰ La IED de Bimbo inició en los años noventa en Centro y Sudamérica, incrementando su actividad exportadora. En 1998 se instaló en EEUU y Europa y en 2009 el valor del cociente de ventas extranjeras/ventas nacionales superó el valor de la unidad, año que coincide con una de sus mayores adquisiciones, la de Weston Foods Inc. en EEUU.

la segunda mitad de la década de los noventa e inicios de la primera década del siglo XXI, un segundo conjunto de empresas, que constituía las EMEs más diversificadas como, la industria de autopartes, Grupo ALFA, ELEKTRA, Grupo Carso, ARCA, Grupo México entre otras, impulsan sus IED, primero con un carácter regional como las del primer conjunto. Un tercer conjunto de empresas se convirtieron en EMEs entre 2005 y 2011 como AMX, MEXICHEM, LALA, BACHOCO, y ALSEA entre otras. En resumen, la IED mexicana ha mantenido una expansión fundamentalmente regional⁵¹. Hasta 2013, FEMSA y América Móvil habían consolidado su expansión en Latinoamérica, pero en el caso de ALFA, ya se había consolidado en al menos tres regiones adicionales, siendo una de las más globalizadas junto con Grupo BIMBO, MEXICHEM, GRUMA y KUO, que ya habían incursionado en los mercados estadounidenses y europeos.

AMX, FEMSA y ALFA: 1990-2018

De las EMEs mexicanas, AMX, FEMSA y ALFA tuvieron un papel protagónico durante el período 1989-2013, por el aumento de su pasivo total al situarse entre las cinco primeras a excepción de AMX (pero considerando que pertenece a Grupo Carso que sobresalió por el incremento de pasivos empresariales, decidimos integrarla a nuestro estudio). Además destacan entre las siete primeras por la compra agresiva de empresas en otros países durante el período 1988-2010. Para analizar el proceso de expansión de IED mexicana en la “segunda ola” entre 1990 y 2018, del conjunto de las principales 25 EMEs mexicanas decidimos analizar el comportamiento de una empresa de cada grupo: a) del grupo que realizaron por primera vez entre 1987 y 1995 se tomó FEMSA (que realiza su primer IED en los noventa); b) del segundo grupo: empresas más diversificadas se eligió ALFA⁵² y c) del tercer grupo: empresas se convirtieron en EMEs entre 2005 y 2011 consideramos AMX (que se convierte en EME en la primer década del siglo XXI) con ello tratamos de hacer una muestra que estarían representando a cada conjunto de las EME.

⁵¹ Es importante señalar que no es diferente a la estructura de participación de las empresas multinacionales de países desarrollados en los mercados internacionales, aunque el mercado globalizador abarque cada vez más todas las economías.

⁵² Grupo ALFA tiene una larga e importante trayectoria en la vida empresarial de México en los últimos 50 años, ya que participó en el grupo de EMEs de la “primera ola” y presenta una estructura más diversificada.

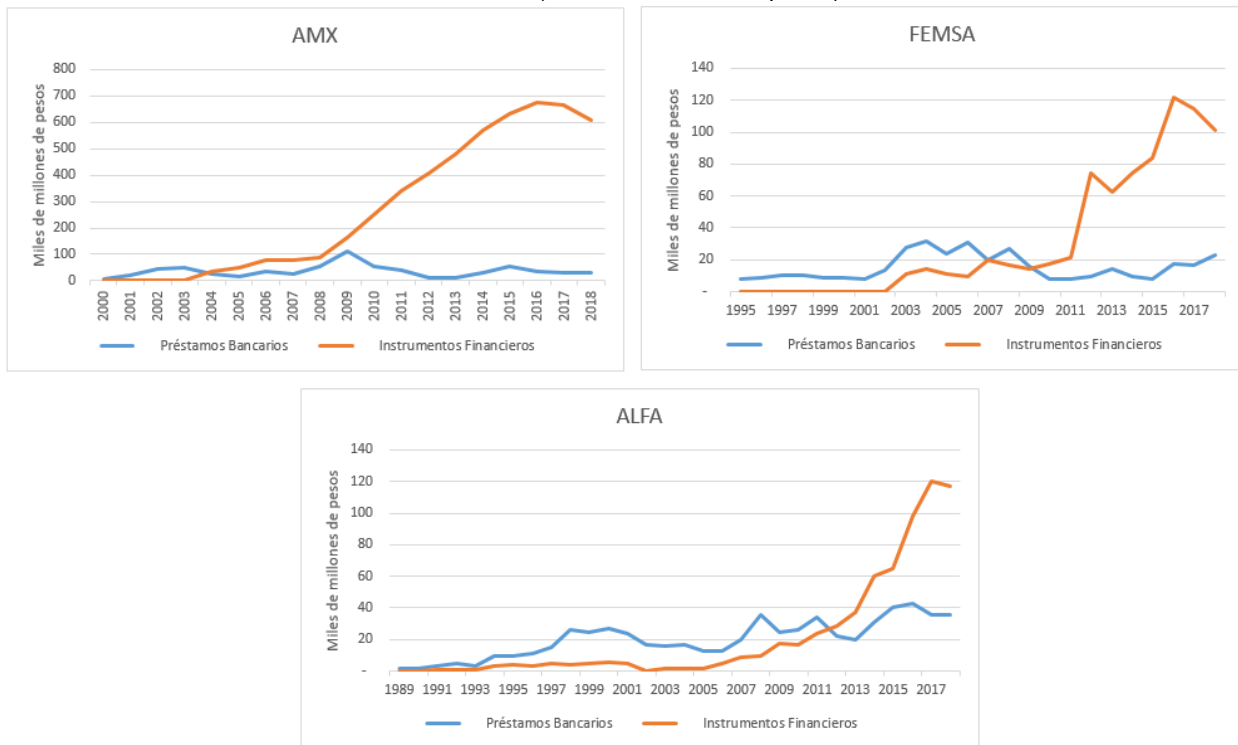
Adicionalmente, para estudiar a AMX, FEMSA y ALFA, consideramos tres criterios importantes para su selección: monto de ventas externas, monto de activos externos y capitalización bursátil. En el primer indicador, de acuerdo a (Expansión, 2019) en su ranking de las 500 empresas más importantes de México, al cierre de 2018 las tres empresas transnacionales privadas con mayores ventas externas correspondieron a AMX, FEMSA y ALFA con 79%, 70% y 50% de sus ventas en el exterior respecto de las ventas totales respectivamente. En relación al segundo criterio, como pudimos ver anteriormente, AMX, FEMSA y ALFA ocupan los lugares 1, 4 y 7 respectivamente de las mayores empresas transnacionales mexicanas en 2013 en base a sus activos externos. El tercer criterio, la participación en el mercado de valores cuyo principal indicador es el Índice de Precios y Cotizaciones (IPC) de la Bolsa Mexicana de Valores con una muestra de 35 emisoras al cierre de 2018, y de acuerdo a ECONOMATICA, AMX ocupa el primer lugar con 13.6%, FEMSA el segundo lugar con el 12.14% y ALFA el lugar 21 con 1.46% de participación en la capitalización bursátil. Entre las tres emisoras acumulan el 27% de participación en el índice. En base a estos tres criterios de clasificación se realizó el análisis de estas tres empresas como una muestra de la evolución de las grandes empresas no financieras en la economía mexicana desde la década de los años noventa hasta 2018.

Financiamiento por deuda

Como podemos observar en la Gráfica 3.4, en los últimos años el financiamiento de las empresas ha sustituido drásticamente los préstamos bancarios tradicionales, por instrumentos de deuda del mercado financiero⁵³, lo que es una clara evidencia de la financiarización de empresas como ha sido analizado en los capítulos anteriores. Al respecto, el cambio ha sido más reciente para FEMSA y ALFA ya que es a partir de 2010 y 2012 respectivamente que el financiamiento por instrumentos financieros supera el financiamiento por crédito bancario.

⁵³ Estos conceptos fueron consultados en los Estados Financieros de las empresas, denominados “Deudas Financieras de Corto y Largo Plazo” y “Bonos y Papel Comercial”, subsección “Otros pasivos financieros corrientes y no corrientes” de la sección “Pasivos”.

Gráfica 3.4. AMX, FEMSA y ALFA. Financiamiento de su deuda. Préstamos Bancarios e Instrumentos Financieros. 1989-2018. (miles de millones de pesos)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de ECONOMÁTICA.

Al respecto, durante el período 2013-2018, FEMSA concentró el 72.6% de su financiamiento en el mercado de deuda, es decir, en tan solo una cuarta parte del período de análisis acumuló tres cuartas partes de su deuda en el mercado de deuda, y mientras que la deuda bancaria muestra tendencia a decrecer desde 2008, la deuda contraída en el mercado tiende a aumentar significativamente, lo que nos indica un muy acelerado ritmo de crecimiento de su deuda en este quinquenio que depende predominantemente del mercado. Además en el mismo período (2013-2018) acumula el 48.4% (prácticamente la mitad) de la deuda total, lo que nos indicaría un período intensivo de apalancamiento (créditos).

Respecto a ALFA, de 2014 a 2018 concentran el 70% del financiamiento en el mercado, es decir en cinco años (una sexta parte del período de análisis) acumularon casi tres cuartas partes de su financiamiento en el mercado. Comportamiento contrario, a la etapa anterior cuando le tomó a la deuda bancaria 25 años acumular el 75% de su deuda total, es decir un financiamiento más

equilibrado o diluido en el tiempo. De esta forma, entre 2014 y 2018 acumula 50.8% (poco más de la mitad) respecto a la deuda total, pero a diferencia de FEMSA ha mantenido el crédito bancario en crecimiento en ese periodo.

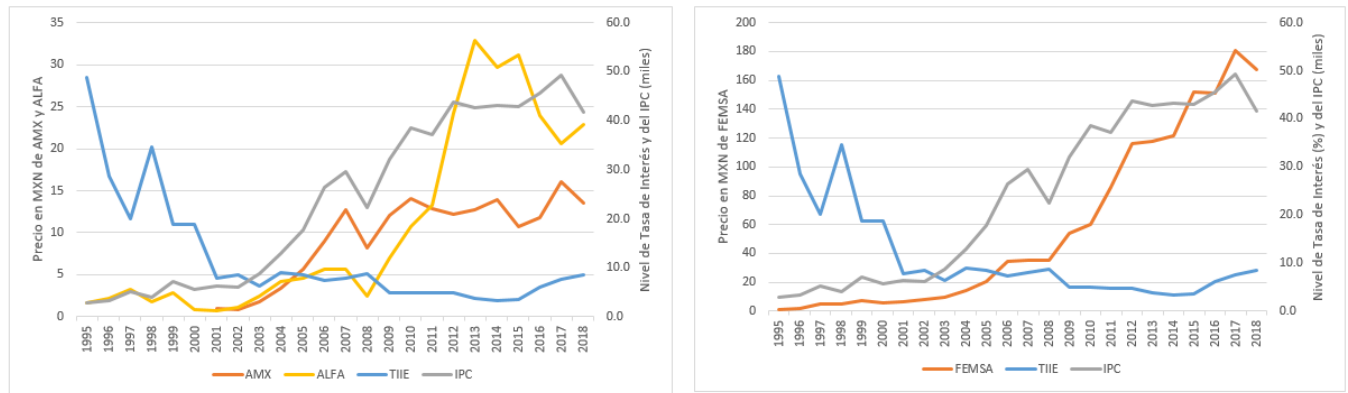
Por último, AMX desde que inició su financiamiento en el mercado en 2004, éste ha superado el financiamiento bancario hasta 2018. Cabe señalar que en los nueve años (2008-2018, correspondiente a prácticamente dos tercios del período de análisis) AMX concentro el 95% de su financiamiento en el mercado, correspondiente al 76% o tres cuartas partes de la deuda total, por lo que una cuarta parte correspondió al crédito bancario, en este mismo período. En comparación con FEMSA y ALFA, para 2018 el apalancamiento de AMX en el mercado financiero ha sido seis veces más que el de las otras emisoras, pero le ha tomado más tiempo conseguirlo.

En las tres emisoras observamos una clara relación entre expansión y endeudamiento, con ello confirmamos cómo las EMEs mexicanas han seguido la trayectoria de las EM mundiales en la etapa de la financiarización-globalización y coincidimos con el estudio hecho por Jorge Basave quien plantea la tesis de que la internacionalización de las EME mexicanas se realiza con un aumento del crédito. Al respecto, podríamos afirmar que la dependencia del apalancamiento en el mercado, ha ido en aumento para las tres emisoras, predominantemente para AMX. Como habíamos mencionado en la parte teórica una de las características de la financiarización es que la expansión de las empresas (incluyendo fusiones y adquisiciones con otras empresas) se realizan de manera apalancada, lo que se puede constatar en el caso de estas empresas transnacionales mexicanas, donde la financiarización facilita la centralización de capitales, y contribuye a una distribución del ingreso más desigual. Finalmente, podemos constatar cómo se había planteado en el segundo Capítulo que la reducción del financiamiento bancario a las actividades productivas, ha incidido en que la oferta de recursos bancarios se haga más dependiente de los préstamos a los hogares y al gobierno y que sus ganancias se obtengan en mayor medida de comisiones y diferenciales de tasas de interés pasivas y activas. Por su parte el mercado de dinero se ha orientado más a las ganancias cortoplacistas de los inversionistas financieros, es decir, que el financiamiento de corto plazo también impacta en la inversión productiva, pues los inversionistas prefieren mayores ganancias-inversión a menor plazo.

Mercado de acciones y tasas de interés

Como podemos observar en la Gráfica 3.6, durante el período 1995-2018 se aprecia un significativo incremento del nivel del IPC y su evidente correlación con el aumento de los montos negociados de las acciones que lo componen. Por otro lado, en la Gráfica 3.5 observamos que en general el comportamiento del precio de las acciones AMX, FEMSA y ALFA sigue la misma tendencia del IPC. Dado que no tuvimos acceso a los montos negociados de estas emisoras, y tomando como referencia el incremento de los montos negociados del IPC, podemos suponer que el aumento del precio de estas acciones también estuvo relacionado con el aumento de sus montos negociados. Ante un escenario de baja rentabilidad del mercado de deuda, en nuestro período de estudio observamos que los inversionistas se orientaron al mercado de valores para compra-venta de acciones, incrementando el monto negociado y aumentando el precio de las firmas, y de esta manera lograban incrementar sus ganancias.

Gráfica 3.5 Comportamiento de la tasa de interés TIIIE a 28 días (%), precio (pesos) de las acciones de AMX, FEMSA y ALFA, nivel del IPC (miles de unidades) para el período 1995-2018.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Banco de México⁵⁴ y ECONOMATICA.

⁵⁴ Para la tasa TIIIE de 28 días:

<https://www.banxico.org.mx/SielInternet/consultarDirectorioInternetAction.do?sector=18&accion=consultarCuadro&idCuadro=CF101&locale=es>; Para el valor del IPC:

<https://www.banxico.org.mx/SielInternet/consultarDirectorioInternetAction.do?accion=consultarCuadro&idCuadro=CF103&locale=es>; Para el valor del tipo de cambio FIX:

<https://www.banxico.org.mx/SielInternet/consultarDirectorioInternetAction.do?sector=6&accion=consultarCuadro&idCuadro=CF102&locale=es>

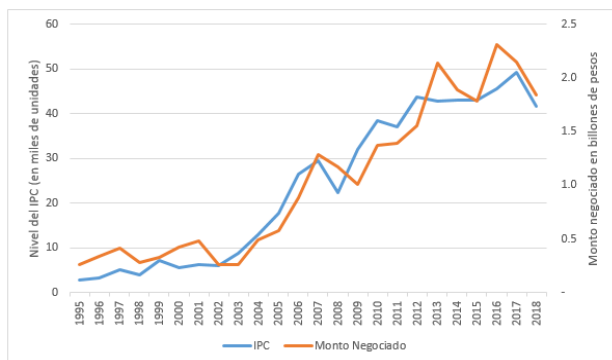
En la Gráfica 3.5 podemos observar que el comportamiento de las tasas de interés se convirtió en un incentivo para los inversionistas y un mecanismo para obtener beneficios, ya a partir del segundo lustro de la década de los años noventa, la disminución y estabilización de las tasas de interés como instrumento de la política monetaria del Banco Central para controlar la inflación, (como parte del Decálogo de Washington para institucionalizar el modelo económico neoliberal en México) incentivó el financiamiento en el mercado accionario de México a través de compra-venta de acciones, y como veremos más adelante también con recompra de acciones y obtención de dividendos.

La política de bajas tasas de interés recomendada por el Fondo Monetario Internacional (FMI) era estímulo para un mayor apalancamiento, en el caso de las empresas para la emisión de acciones, lo cual analizaremos en la siguiente sección. Por último, podemos ver en la Gráfica 3.7 que a partir de 2008 el valor de mercado⁵⁵ (capitalización bursátil) de las empresas analizadas, presenta un notable despunte, principalmente para las emisoras FEMSA que tiene una tendencia creciente hasta 2018, y su valor de mercado aumenta 376%; para AMX hasta 2011 presenta una tendencia de crecimiento y aunque desde 2012 se encuentra cuasi estancado su valor de mercado, el incremento de su valor de mercado ha sido de 214% entre 2008 y 2018; por su parte, aunque ALFA presenta un ligero aumento de 2011 a 2014, y respecto a FEMSA y AMX su comportamiento se estanca en los siguientes años, no obstante, el aumento de su valor de mercado ha sido de 8,493% para el período 2008-2018, pero considerando que a 2018 su valor de mercado es 25 veces menor que el de FEMSA y siete veces menor que el de AMX⁵⁶.

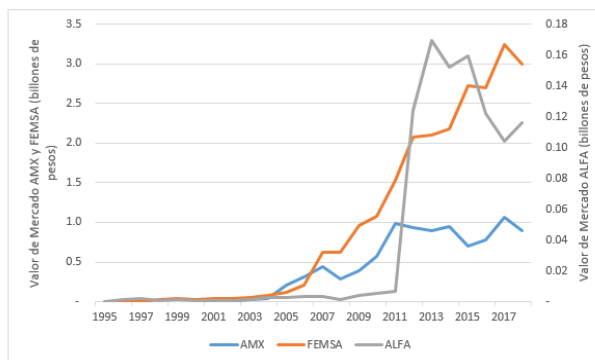
⁵⁵ Calculado como el producto del número de acciones en circulación y el precio de cierre al último día hábil del año.

⁵⁶ De 2008 a 2018, AMX acumula 89%, FEMSA 95% y ALFA 98% de su valor de mercado.

Gráfica 3.6 Comportamiento del IPC (miles de unidades) y su monto negociado.1995-2018. (billones de pesos).



Gráfica 3.7 Comportamiento del valor de mercado de las acciones AMX, FEMSA y ALFA. 1995-2018. (billones de pesos).



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Banco de México, Banco Mundial⁵⁷ y ECONOMATICA.

Aunque el comportamiento del valor del mercado está en función de las acciones en circulación y de la fluctuación del precio cotizado, lo que observamos es que en los tres casos, el comportamiento de su precio es prácticamente el mismo que el de su valor de mercado, lo que podría significar que la variación de su valor de mercado está determinado predominantemente por el precio y no por las acciones en circulación, lo que hace pensar que para incrementar el valor de mercado es necesario aumentar el precio de las acciones. Sin embargo, aunque hasta este punto no parece relevante las acciones en circulación para afectar el valor de mercado, como veremos más adelante, será un factor determinante para incrementar también el precio de las acciones vía la recompra de acciones, y así elevar también la capitalización bursátil de la empresa.

Emisión y Recompra de Acciones

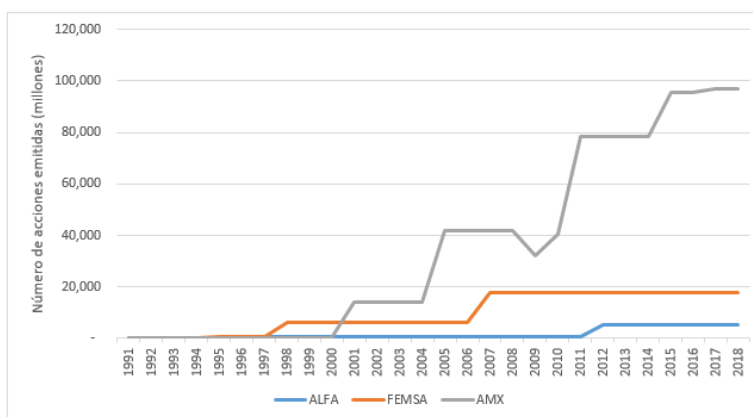
Considerando que para una fecha dada el total de acciones emitidas por una empresa emisora corresponden a la suma de acciones en circulación y acciones en tesorería, a partir de los saldos consultados en ECONOMATICA para las emisoras AMX, FEMSA y ALFA, podemos observar que el número de acciones que entran o salen de circulación, corresponde respectivamente al número de acciones que entran o salen de tesorería. Esto se puede observar para cualquier período, ya sea trimestral o anual. Entonces podríamos decir que el número de acciones que entran a la

⁵⁷ Para el valor de acciones negociadas en Dólares Americanos en precios corrientes: <https://datos.bancomundial.org/indicador/CM.MKT.TRAD.CD?end=2019&locations=MX&start=1978&view=chart> Posteriormente se transformaron a pesos mexicanos con el tipo de cambio FIX de Banco de México.

tesorería son acciones recompradas, ya que salen de circulación del mercado y se reflejan como posición de la empresa⁵⁸.

En primer lugar es preciso analizar los diferentes comportamientos del número emitido de acciones para AMX, FEMSA y ALFA durante el período 1991-2018 como lo podemos observar en la siguiente Gráfica.

Gráfica 3.8. Comparativo del número emitido de acciones de AMX, FEMSA y ALFA. 1991-2018. (millones).



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de ECONOMÁTICA.

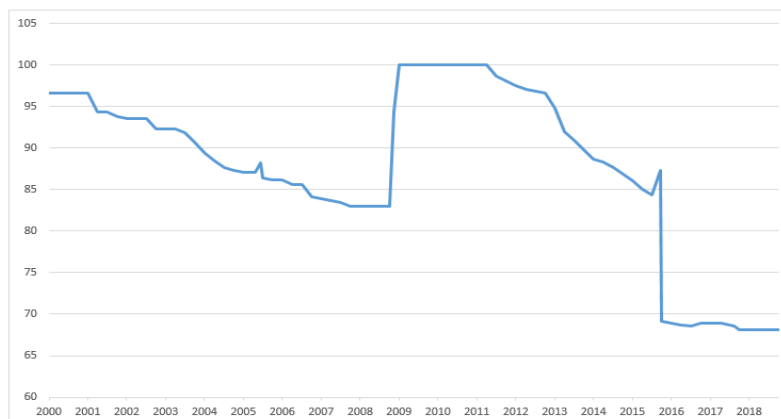
AMX presenta un continuo crecimiento del número de acciones emitidas con pequeños cambios (en promedio 3%), pero con dos grandes aumentos en los períodos 2005-2006 y 2010-2011 de 196% y 91%. Además tiene un incremento acumulado del 593% entre 2001 y 2018. Por su parte FEMSA solo presenta 2 cambios muy significativos en 1997-1998 y 2006-2007 de 1004% y 199%, sin embargo para los períodos 1998-2006 y 2007-2018 mantuvo una emisión estancada de acciones. Adicionalmente ha mantenido un crecimiento acumulado de 3,205% de 1995 a 2018. Por último ALFA prácticamente solo ha tenido dos cambios significativos en los períodos 1995-1996 y 2011-2012 de 246% y 863%, pero con 3 períodos prolongados de emisión estancada: 1991-1994, 1997-2010 y 2013-2018. Además tiene un incremento acumulado de 2,896% de 1991 a 2018. De esta forma, aunque los cambios acumulados de FEMSA y ALFA son muy llamativos, para 2018, la emisión de acciones de AMX es cinco veces mayor a la de FEMSA y veinte veces mayor a

⁵⁸ Considerando el ajuste correspondiente por conversión o split. Las acciones recompradas también pueden ser consultadas en el rubro “Número de acciones recompradas” y las acciones en circulación en el rubro “Total Acciones Outstanding”, ambas en la subsección “Diversos”, sección “Flujo de Caja” del Estado Financiero de la empresa.

la de ALFA, por lo que podríamos decir que desde el año 2000, AMX es una empresa con una tendencia de gran crecimiento en la emisión de sus acciones, es decir, altamente apalancada al mercado de valores. Por otro lado, aun cuando los aumentos anuales de emisión de acciones de FEMSA y ALFA son más vistosos, así como también sus incrementos acumulados, en comparación con AMX, tienen crecimiento cuasi estancado ya que en la mayor parte del período analizado han presentado un comportamiento estancado, por lo que podríamos decir que son empresas que han controlado mejor su financiamiento ya que no dependen en exceso del financiamiento del mercado de valores, como vemos que es el caso de AMX.

En el caso de la empresa AMX podemos observar en la Gráfica 3.9 el comportamiento de las acciones en circulación como proporción del total de acciones emitidas durante el período 2000-2018, tiene un nivel promedio de 88.29%, lo que significa que en promedio el 11.71% de acciones en circulación fueron recompradas. Adicionalmente, se observa una tendencia al crecimiento de las recompras, y por consiguiente mayor posición de la tesorería, que como analizaremos más adelante, dará mayor distribución de beneficios por el incremento del precio de la acción, lo cual como dice la teoría beneficia a los accionistas y a los altos ejecutivos corporativos de la empresa. En el caso de esta empresa es evidente la significativa contracción que hay en el período 2008-2009 a causa de la crisis financiera, cuando la proporción de acciones en circulación pasó de 82.98% a 100% y las acciones en tesorería se redujeron de 17.02% a una proporción nula. Al inicio del primer trimestre de 2009 se cancela el 21.4% de acciones emitidas que representaba prácticamente el total de acciones en tesorería, lo que ocasiona que todas las acciones emitidas se encuentren en circulación, lo que también implicó o se tradujo en la disminución de las pérdidas por la tenencia de acciones en la tesorería (por la baja del precio de la acción), como lo revisaremos posteriormente en la Gráfica 3.13.

Gráfica 3.9. América Móvil. Proporción de acciones en circulación respecto al total de acciones emitidas. 2000-2018 (%).



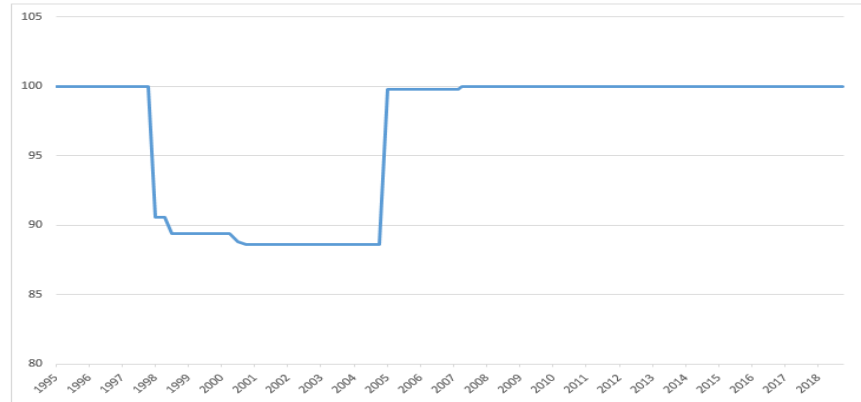
Fuente: Elaboración propia a partir de datos de ECONOMÁTICA⁵⁹.

Posteriormente a finales de 2015 existe una fuerte emisión de 21.6% de nuevas acciones entre el tercero y cuarto trimestre (casi la misma proporción de lo que se canceló en 2008), lo que muestra que existía una “fuerte necesidad de financiamiento de la empresa”, pero lo que llama más la atención es que la entrada del número de acciones en circulación es recomprada pocos días después. Por lo que a inicios de 2016 la proporción de acciones en circulación quedó en 69.12% y 30.88% de acciones en tesorería, lo que expresa que poco más del 30% de acciones fue sujeta a recompra, y que contribuirá a la consolidación de beneficios, porque se mantiene en alza el precio de las acciones.

En el caso de FEMSA, observamos en la Gráfica 3.10, que para el período 1995-2018, mantiene una proporción de 100% de acciones en circulación con excepción del período 1998-2004, cuando la proporción de acciones en circulación en promedio es de 89% y 11% de acciones en tesorería. En general la tendencia de recompra de acciones de esta emisora es creciente durante un corto período de dos años (1998-2000), ya que de 2001 a 2004 solo retiene 11% en tesorería (es decir no hay actividad de recompra). Para los plazos restantes tiene una tendencia nula a la recompra de acciones, manteniendo el 100% de acciones en circulación, por lo que se podría afirmar que en general, esta empresa no ha recurrido a la recompra de acciones.

⁵⁹ El número de acciones totales considera todas las series de la emisora.

Gráfica 3.10. FEMSA. Proporción de acciones en circulación respecto al total de acciones emitidas. 1995-2018 (%)

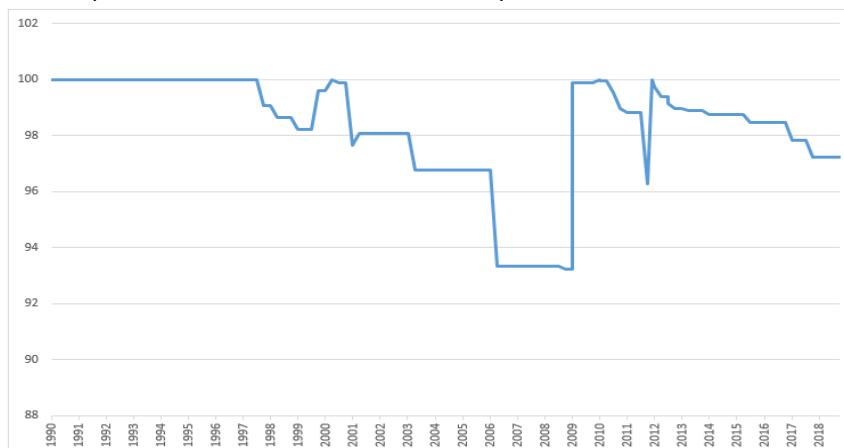


Fuente: Elaboración propia a partir de datos de ECONOMÁTICA⁶⁰

Por último, en la Gráfica 3.11 podemos observar el caso de ALFA para el período 1990-2018. Los primeros 7 años de los años noventa tiene tendencia nula de recompra manteniendo el 100% de acciones en circulación. En 1998 y 1999 se inicia la recompra de acciones pero una proporción muy baja, solo el 1.41% con una proporción promedio en tesorería y 98.59% de acciones en circulación, en el año 2000 coloca el 100% de acciones en el mercado. Sin embargo, de 2001 a 2008, registra un período importante de recompras, aunque sigue siendo una proporción baja del total de acciones emitidas: 4.06% como proporción promedio se mantienen en tesorería, y 96% del total de acciones en circulación. Lo que si bien indica una proporción baja, la tendencia de recompras aumentó en la primera década del siglo XXI. De 2009 a 2011 en plena crisis se registra la cancelación de acciones en tesorería y regresa a una proporción promedio de 99% acciones en circulación y 0.71% en tesorería. Por último de 2012 a 2018 vuelve a tener una tendencia al aumento de recompras con proporción promedio de 1.5% de acciones en tesorería y 98% de acciones en circulación. Lo que indica que si bien se usa en algunos periodos cortos la recompra de acciones (1998-1999; 2001-2008; 2012-2018) la proporción de recompras es pequeña, nunca rebaza el 7% del total de acciones emitidas. No obstante, como estudiaremos más adelante, estas recompras serán necesarias para sostener y/o incrementar el valor de las acciones.

⁶⁰ El número de acciones totales considera todas las series de la emisora.

Gráfica 3.11. ALFA. Proporción de acciones en circulación respecto al total de acciones emitidas. 1990-2018 (%).



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de ECONOMÁTICA⁶¹.

¿Por qué las EMEs mexicanas en estudio recurren relativamente poco a la recompra de acciones para mantener o elevar el precio de sus acciones? Tres posibles respuestas: se trata de un proceso de sofisticación financiera que las empresas mexicanas no están en capacidad de desarrollar (aunque las acciones son administradas por fondos internacionales, lo cual podría descartar esta hipótesis); o bien necesitan más de la liquidez que les otorga la circulación de acciones en el mercado de capitales, o consideran riesgoso mantener parte sus acciones en tesorería ante una posible baja de su precio, lo cual nos parece la opción más plausible en un mercado pequeño y vulnerable como lo es el mexicano.

Comportamiento de los dividendos, recompra y precio de las acciones

Otro aspecto que muestra el grado de financierización de las grandes empresas mexicanas transnacionales es la tendencia de los flujos de dividendos y su relación con el comportamiento del precio de las acciones. De acuerdo a lo reportado en los estados financieros de las emisoras, para el caso de AMX, el pago de dividendos⁶² promedio para el período 2001-2004 es \$2.7 mil millones de pesos, entre 2005-2009. Es sorprendente como el pago de dividendos registra una subida espectacular al multiplicarse por 10, esto es, el reparto de dividendos llega a \$20.1 mil millones de pesos, entre 2010-2014 esa cifra cae a \$16.4 mil millones de pesos y para el período 2015-

⁶¹ El número de acciones totales considera todas las series de la emisora.

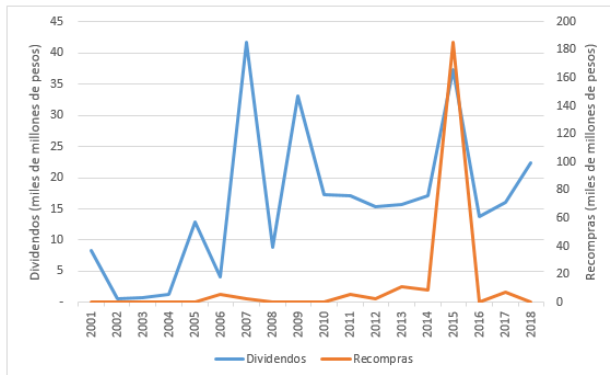
⁶² Las fechas de pago de dividendos de AMX pueden ser consultadas en:

<https://www.americamovil.com/Spanish/relacion-con-inversionistas/informacion-de-acciones/dividendos/default.aspx>.

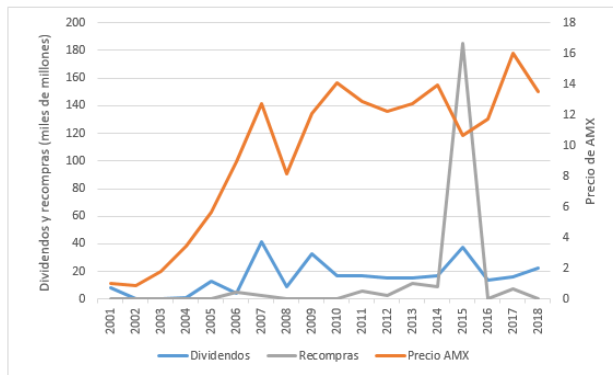
2018 rebasa los niveles anteriores a la crisis llegando su monto total a la cifra de \$22.4 mil millones de pesos.

Para el caso de AMX, de acuerdo a la Gráfica 3.12 podríamos afirmar que la tendencia anual de pago de dividendos ha ido en aumento, aunque con significativas fluctuaciones, sobre todo por la volatilidad presentada en el período 2005-2011 cuando el reparto de beneficios promedio (a partir de 2005) está por encima de los \$15 mil millones de pesos, muy superior al pago de dividendos promedio del período 2001-2004. Ahora bien, esto tiene sentido al revisar la Gráfica 3.12, donde se puede apreciar que este beneficio ha ido incrementándose exclusivamente para los accionistas y los altos ejecutivos corporativos de la empresa, ya que el incremento acumulado de dividendos es de 171%; si sumamos el monto distribuido en dividendos y los montos usados en aumento de recompra de acciones, tenemos que montos crecientes de capital están orientándose al pago de accionistas y no al incremento en las producción de bienes y servicios de la empresa. De hecho entre 2014 y 2016 son las recompras las que hacen repuntar el pago de dividendos.

Gráfica 3.12. AMX. Flujos de efectivo anuales de recompras y dividendos 2001-2018 (miles de millones de pesos).



Gráfica 3.13. AMX. Precio de acciones en relación a flujos de efectivo anuales de recompras y dividendos. 2001-2018 (miles de millones de pesos).



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de ECONOMÁTICA⁶³.

⁶³ El monto de recompras es calculado al último día hábil del año como el número de acciones en recompra o entrada de acciones en tesorería multiplicada por el precio de cierre. El monto de pago de dividendos es consultado en el rubro "Dividendos", subsección "Flujos de efectivo netos procedentes de (utilizados en) actividades de financiación", sección "Flujo de Caja" del Estado Financiero al último día hábil del año.

De acuerdo a la Gráfica 3.13 en general cuando el precio de las acciones tiende a bajar, el aumento de las recompras hace que el precio vuelva a aumentar, lo que hace que este beneficio llegue a los participantes del mercado poseedores de sus acciones en circulación. Esto se puede confirmar en 2015-2016 cuando salió al mercado una significativa emisión de nuevas acciones, como mencionamos estas acciones fueron recompradas a los pocos días, y esto coincide con el extraordinario flujo de dividendos y recompras que muestra la Gráfica 3.12, lo que contribuyó al aumento de su precio a partir de 2016, y ya en 2017 había rebasado el nivel de 2014.

Si en la Gráfica 3.12 incorporamos el comportamiento del precio de AMX, como se muestra en la Gráfica 3.13, podemos observar que en general el flujo de dividendos tiene una tendencia muy similar al movimiento del precio, es decir, cuando el precio sube o baja, el flujo de pago de dividendos aumenta o disminuye de manera paralela, siguiendo al precio de las acciones⁶⁴. Sin embargo, existen algunas excepciones relevantes de este comportamiento que vale la pena analizar. Por ejemplo de 2005 a 2006 o de 2008 a 2009 cuando baja el flujo de dividendos, pero aumenta el precio de la acción. Para el primer período 2005-2006, aumentan las recompras ligeramente y en el segundo período 2008-2009, se cancelan acciones, evidenciando una vez más la consolidación de beneficios para los accionistas y altos ejecutivos corporativos.

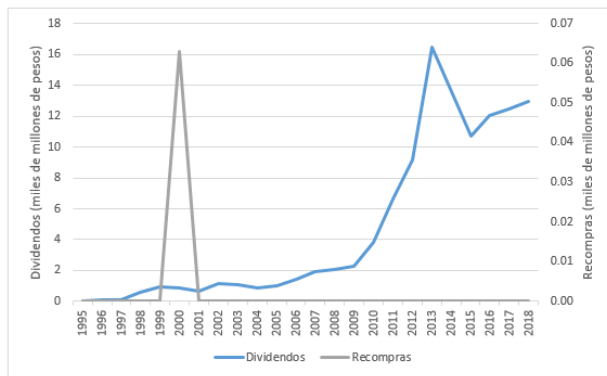
Otra situación es la observada de 2010 a 2014, donde el flujo de dividendos mantiene una tendencia relativamente estable, pero con un comportamiento fluctuante en los precios de las acciones, que podríamos decir que a pesar de la volatilidad del precio, se mantienen los beneficios para los accionistas. Por último en 2015 cuando el precio baja respecto a 2014, y se da un aumento significativo del flujo de dividendos, junto con un aumento significativo en las recompras, lo que conduce a que los dividendos repunten. En éste último caso observamos justo lo que William Lazonick pone en evidencia para el mercado accionario de EEUU, que a partir de la recompra de acciones el precio de las acciones sube y con ello el valor otorgado a los accionistas. Tendencia que observamos a partir de 2015, ya que al cierre de 2015 el precio de la acción era de \$10.67 pesos y a cierre de 2017 el precio de la acción fue de \$16.04 pesos, es decir,

⁶⁴ Recordar que el pago de dividendos reportado por la emisora en sus Estados Financieros depende del monto de acciones en circulación y el valor del dividendo.

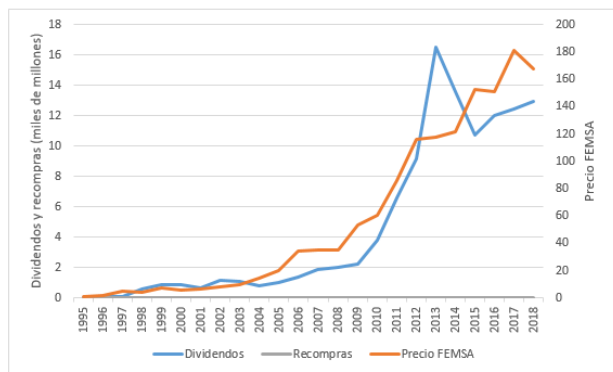
la impetuosa recompra de acciones a finales de 2015, se habría reflejado en 2016 y 2017 en un aumento de casi 60% en su cotización de mercado y un aumento del 17% en el pago de dividendos entre 2016 y 2017.

En el caso de FEMSA, es clara la tendencia de crecimiento sostenido del flujo de dividendos por casi 20 años, durante el período de 1995 hasta 2013, como se observa en la Gráfica 3.14. De 1995 a 1999 el pago de dividendos promedio es de \$ 35 mil millones de pesos, de 2000 a 2004 aumenta el pago de dividendos promedio a \$.9 mil millones de pesos, de 2005 a 2009 aumenta aún más a \$1.7 mil millones de pesos; de 2010 a 2014 el reparto de dividendos sube extraordinariamente ya que se distribuyen \$9.9 mil millones de pesos, y de 2015 a 2018 continúa la tendencia al crecimiento en el pago de dividendos distribuyendo \$12 mil millones de pesos.

Gráfica 3.14. FEMSA Flujos de efectivo anuales de recompras y dividendos. 1995-2018 (miles de millones de pesos).



Gráfica 3.15. FEMSA. Precio de acciones en relación a los flujos de efectivo de recompras y dividendos. 1995-2018. miles de millones de pesos)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de ECONOMÁTICA.

Cabe resaltar que el período de mayor crecimiento fue de 2010 a 2013, cuando la distribución de dividendos en promedio llegó a \$9 mil millones de pesos, pero al año siguiente en 2014 éstos caen de \$16.5 a \$13.6 mil millones de pesos⁶⁵, es decir, habría disminuido una quinta parte en un año. En 2015 se recupera el precio de las acciones y la distribución de dividendos retoma su

⁶⁵ En 2014 no existieron fechas de pago de dividendos, aunque fue reportado el nivel de \$3.2 mil millones de pesos registrado en el Estado Financiero del último día hábil de 2014. Este dato no se considera en las Gráficas 3.13 y 3.14, para no distorsionar la tendencia, pero se considera el promedio de pago de dividendos de 2013 y 2015 como mejor aproximación. Las fechas de pago de dividendos de FEMSA pueden ser consultadas en:

<https://femsa.gcs-web.com/es/stock-information/dividend-history>

tendencia alcista con un nivel de \$10.7 mil millones de pesos. Respecto a la serie histórica del flujo de recompras para FEMSA, solo podemos observar el cambio que existió entre 1998 y 2000, que como vimos, solo representó un máximo de 11% de acciones en tesorería, pero ese periodo coincide con las mayores caídas porcentuales del precio de las acciones de FEMSA, en el período de nuestro análisis, de 1997 a 1998 el precio cayó 12%, en 1999 se recupera aumentando 65%, de 1999 a 2000 cae nuevamente 28% y en 2001 recupera un 15%. Por ello consideramos que no es casual que recurre a las recompras para elevar el precio de las acciones entre 1998 y 2000, ello explica que entre 1998 y 2004 se presente un aumento de 213% del precio de su acción. Adicionalmente, el pago de dividendos aumenta 45% en este mismo período. No es coincidencia que fue el único período donde practicó la recompra de acciones (y las mantuvo en tesorería), por lo que puede ser una evidencia de que FEMSA utilizó la recompra de acciones en este período para sostener y aumentar el precio de su acción, aunque comparada con AMX, lo habría realizado en una muy baja proporción.

En la Gráfica 3.15 incorporamos para el mismo período el comportamiento del precio de las acciones de FEMSA respecto a los flujos de recompras y dividendos. Al igual que AMX, en general cuando el precio de la acción sube o baja, el flujo de dividendos aumenta o disminuye siguiendo al precio de las acciones. Aunque ese comportamiento se cumple en casi todo el período de análisis, tenemos excepciones significativas para el periodo 2011-2015. De 2011 a 2013 el precio de las acciones se estanca y los dividendos se incrementan. Y en el período 2013 a 2015, donde el flujo de dividendos baja pero el precio sube. Este caso estaría explicado porque el pago de dividendos anual de FEMSA es en los meses de mayo, y como se puede observar en la Gráfica 3.15, en este período el precio tiene una tendencia a incrementarse, sin embargo no se reflejan en los precios de cierre intrames o intradía, ya que a cierre de marzo 2013 a junio 2014 se presenta una caída del precio del 10% y los dividendos anuales son reflejados hasta final de año, por lo que estaría presentando una aparente doble caída de dividendos (Mayo 2013 y Mayo 2014), cuando no sería el caso, ya que solamente es por efecto de “desfase” en la publicación de la información. Finalmente se observa que el monto de las recompras es mínimo comparado con el monto de los dividendos. Durante el período 2010-2018, FEMSA acumula el mayor flujo de dividendos distribuidos en 2 décadas (87%) con un incremento acumulado de 239%, y el 100% de acciones

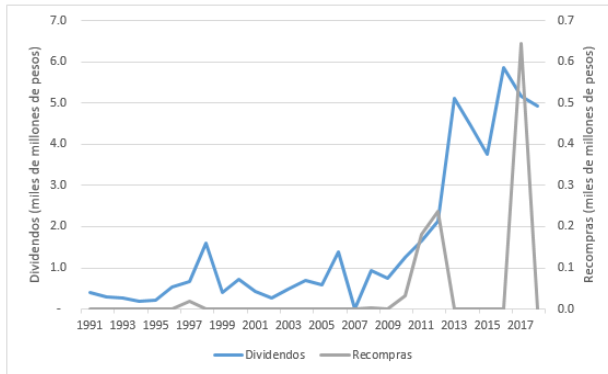
emitidas están en circulación, sin presentar ningún período de recompra, lo que podría indicar para este período que el beneficio se está distribuyendo entre todos los accionistas de la empresa sin manipulación del precio de la acción por recompra. Ello nos indica que para este período FEMSA siguió una estrategia diferente al período 1998-2004.

Por último, para el caso de la emisora ALFA, en el período de 1991 a 2018 el flujo de dividendos ha tenido una tendencia creciente con grandes fluctuaciones, particularmente una por cada década de estudio, como podemos observar en la Gráfica 3.16. Para el período de 1991 a 1999, se presenta un nivel promedio anual de distribución de dividendos por un monto de \$.5 mil millones de pesos, pero con un incremento significativo de 1997 a 1998 de poco más del 100%. De 2000 a 2009, la distribución de dividendos tiene un nivel promedio de \$.6 mil millones de pesos, considerando 3 años de cambios significativos de \$.6, \$1.4 y \$0 en 2005, 2006 y 2007 respectivamente, que se podría explicar por la desaceleración de la economía al acercarse la crisis financiera de 2007-2008. Para el período de 2010 a 2018 presenta un nivel promedio de distribución de dividendos de \$3.8 mil millones de pesos, pero es el período que registra las mayores fluctuaciones, en los años 2013, 2014 y 2015, cuando los niveles de dividendos suben a \$5.1 mil millones de pesos, para luego descender a \$4.4 y volver a subir a \$3.8 mil millones de pesos. Al igual que FEMSA, en 2014 no tuvo fechas de pago de dividendos, aunque en el Estado Financiero de la empresa para el último día hábil de 2014 publicó el nivel de \$.2 mil millones de pesos⁶⁶. Por último, de 2000 a 2018 ALFA registra su mayor reparto de dividendos, acumula en ese periodo el 90% del monto total pagado en dividendos, con incremento de 596%

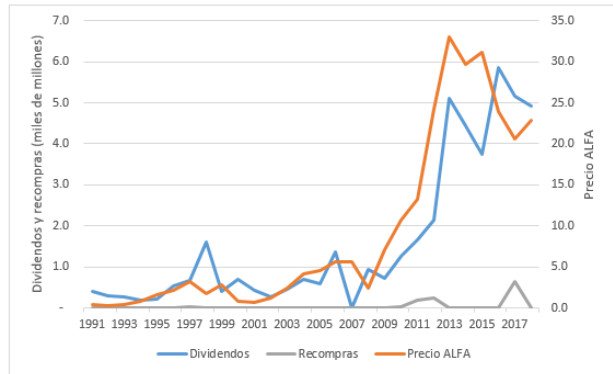
Respecto al flujo de efectivo por recompras, prácticamente de 1991 a 2009 el monto anual de recompras es mínimo, que como vimos entre 2001 y 2008 alcanza un máximo promedio de 4% de acciones en recompra.

⁶⁶ Este dato no se considera en las Gráficas 3.15 y 3.16, para no distorsionar la tendencia, por lo que se toma el promedio de dividendos de los años 2013 y 2015 como mejor aproximación. Las fechas de pago de dividendos de ALFA pueden ser consultadas en: <https://www.alfa.com.mx/RI/accion-alfa.htm>

Gráfica 3.16. ALFA. Flujos de efectivo anuales por recompras y dividendos. 1991-2018 (miles de millones de pesos).



Gráfica 3.17. ALFA. Precio de Acciones en relación a los flujos de efectivo de recompras y dividendos. 1991-2018 (miles de millones de pesos).



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de ECONOMÁTICA.

Sin embargo en 2011 alcanza un valor de 3.7% de acciones recompradas que representa niveles importantes de flujo de efectivo, y entre 2011 y 2013 presenta una subida del precio de 149% que coincide con el aumento del flujo dividendos de 210% para el mismo período, lo que podría indicar que la recompra de acciones habría contribuido al alza del precio y por consiguiente al incremento de dividendos para los accionistas y altos ejecutivos corporativos de la empresa. Inclusive el año 2013 también es favorecido por el movimiento de recompras del año previo, lo que hizo que aumentara el precio de las acciones. En 2014 cuando previamente no se realizan recompras de acciones el precio de éstas caen, al igual que la distribución de dividendos, situación que se mantiene en 2015 para los dividendos (el precio se recupera) y 2016 para el precio (los dividendos aumentan), cuando nuevamente se realiza recompra de acciones en 2017 y se logra relanzar el precio en 2018 con un aumento de 11.2%.

Aunque no es tan clara la dependencia del flujo de dividendos del precio de la acción como lo podemos observar en la Gráfica 3.17, sus tendencias son muy similares, como hemos visto en los casos anteriores, a medida que subía su cotización, o su precio, subía el pago de dividendos. En el caso de ALFA en los años 1998, 2000, 2007 y 2014-2016, existe un desajuste entre la distribución de dividendos y el precio de las acciones pero en la mayoría de los casos si se cumple

esta relación. En ALFA al igual que en FEMSA los porcentajes de recompras son relativamente pequeños, y sus montos más significativos son entre 2010 a 2018.

Ahora bien, si consideramos los datos acumulados de los flujos de recompras y dividendos respecto a las cifras de ganancias netas⁶⁷ de estas tres empresas, en tres grandes períodos: 1991-2000, 2001-2010 y 2011-2018, podemos observar el desempeño de las empresas y posibles tendencias de esta proporción, como se muestra en la Tabla 3.4. A lo largo de los tres períodos, en general la ganancia financiera para los accionistas va en aumento ya sea por dividendos o por la inversión por recompras, lo que implicaría que cada vez menos ganancias se estarían recapitalizando para la inversión en capital productivo.

Pudimos ver al inicio del capítulo que después del crack bursátil de 1987, las grandes empresas mexicanas retomaron la inversión en capital productivo, es decir en bienes de capital principalmente importado para consolidar su expansión. Sin embargo, el financiamiento para capital productivo habría sido compensado con beneficios a partir del reparto de dividendos, sobre todo en el caso de FEMSA y ALFA y el aumento del precio de las acciones por recompra de las mismas en las décadas posteriores, sobre todo en el caso de AMX. Ante un escenario de tendencia decreciente de tasas de interés, que como vimos al inicio del capítulo se atrae al público inversionista a invertir en el mercado accionario, y se puede constatar que en los tres casos se observa una tendencia a largo plazo al aumento en el precio de las acciones y monto de acciones emitidas, característica de la financiarización.

⁶⁷ Consultado en el rubro “Resultado después de impuestos”, sección “Estado de Resultados” del Estado Financiero de la empresa al último día hábil por año. En la sección “Flujo de Caja”, los conceptos de pago de dividendos y recompra de acciones se contabilizan después del rubro “Resultado después de impuestos”.

Tabla 3.4. Desempeño de AMX, FEMSA y ALFA. Flujos de recompras (R) y dividendos (D) acumulados como proporción de las ganancias netas (GN) acumuladas 1991-2018 (miles de millones de pesos).

1991 - 2000						
Empresa	GN (\$mm)	R (\$mm)	D (\$mm)	R/GN (%)	D/GN (%)	(R+D)/GN (%)
FEMSA	14.17	0.06	2.62	0.44	18.47	18.92
ALFA	21.76	0.02	5.30	0.08	24.34	24.42
2001 - 2010						
AMX	431.3	8.9	128.6	2.07	29.82	31.90
FEMSA	89.5	0.0	16.2	0.00	18.06	18.06
ALFA	20.4	0.0	6.8	0.16	33.25	33.42
2011 - 2018						
AMX	438.0	222.1	154.8	50.71	35.35	86.07
FEMSA	207.2	0.0	94.0	0.00	45.39	45.39
ALFA	48.8	1.1	33.0	2.17	67.66	69.83

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de ECONOMÁTICA.

En ALFA, la inversión en recompras ha ido en aumento, pero en un porcentaje muy bajo de sus ganancias netas, pasando de 0.08% a 1.8%, aunque si hay evidencia que existe más actividad de recompra de acciones. Respecto al desempeño del pago de sus dividendos, también ha ido en aumento pero en un porcentaje más alto de sus ganancias netas, pasando de una cuarta parte, 24.34% a más de la mitad, 67.66%. Por lo que, considerando ambos rubros: dividendos y recompra de acciones han aumentado respecto a sus ganancias netas, partiendo de 24.2% en 1991-2000, sube a 33.42% en 2001-2010 y finalmente registra 69.46% en 2011-2018. Es claro que las ganancias netas se han canalizado de manera creciente al pago de dividendos a sus accionistas, y de acuerdo a los casos analizados anteriormente, cuando el precio de las acciones tiende a bajar se usan las recompras para subir el precio de las mismas, aunque el uso de recompra de acciones se mantiene en proporciones pequeñas.

En FEMSA la inversión en recompras tiende a desaparecer, ya que el primer período es el único que presenta recompras en un porcentaje muy bajo, 0.44% de sus ganancias netas. En los otros períodos el porcentaje es nulo. Sin embargo, el pago de dividendos a sus accionistas, aunque disminuyo ligeramente de 18.47% a 18.06% del primero al segundo período, para el tercer período aumenta significativamente, a más del doble al alcanzar un porcentaje de 45.39% respecto a sus ganancias netas. Considerando el uso de ganancias en ambos rubros: pago de

dividendos y recompra de acciones, mantiene la misma tendencia de un mayor uso de sus ganancias netas en retribución a los accionistas, pasando de 18.92% a 45.39%. Al igual que ALFA, FEMSA presenta la mayor aportación de estos porcentajes en el consumo de las ganancias netas para el pago de dividendos a sus accionistas, así como también de acuerdo a los casos analizados anteriormente, se habría utilizado la recompra de acciones para subir el precio de las mismas, pero el uso de recompra de acciones se hace esporádicamente mantiene en proporciones muy pequeñas.

Finalmente AMX, quien inicia su cotización en Bolsa en febrero de 2001, es la empresa que usa mayores montos de inversión en recompra de acciones respecto a sus ganancias netas: pasó de 2.07% a 50.71%. Tendencia que se corta entre 2008 y 2009 cuando tiene que deshacerse de acciones en tesorería para evitar pérdidas. Entre 2014 y 2016 realiza una recompra masiva de acciones para aumentar los precios de las mismas y los beneficios monetarios en los altos ejecutivos corporativos y de sus accionistas, pues el reparto de dividendos aumenta respecto del periodo anterior. El pago de dividendos respecto a sus ganancias netas aumentó de 29.82% a 35.35%. Por último, considerando la recompra de acciones y el pago de dividendos, para el período 2001-2010 representaban el 31.90% de sus ganancias netas. Ese porcentaje se incrementó entre 2011 y 2018 a 86.07% representando un aumento de más del doble, explicado principalmente en el primer período por pago de dividendos y en el segundo período por el monto invertido en recompra de acciones.

Inversión en Activos Financieros y Capital Fijo

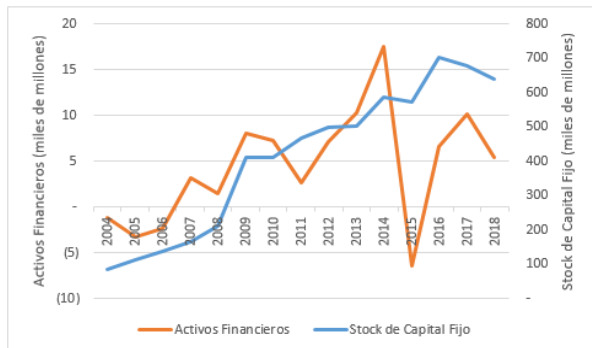
Ahora bien, a partir de la Tabla 3.4 surgen cuestionamientos sobre el comportamiento de la inversión en capital financiero y capital productivo. Para nuestro estudio tomaremos como referencia activos financieros e inversión en capital fijo respectivamente⁶⁸ de las empresas analizadas para estos períodos⁶⁹. Para el caso de América Móvil, en la Gráfica 3.18 se puede observar la tendencia creciente de 2004 a 2014 de la inversión en ambos capitales. Pero el

⁶⁸ Estos conceptos fueron consultados en los Estados Financieros de las empresas, denominados “Propiedad, Planta y Equipo Neto” y “Otros Gastos Financieros” de las secciones de “Activos” y “Estado de Resultados” respectivamente.

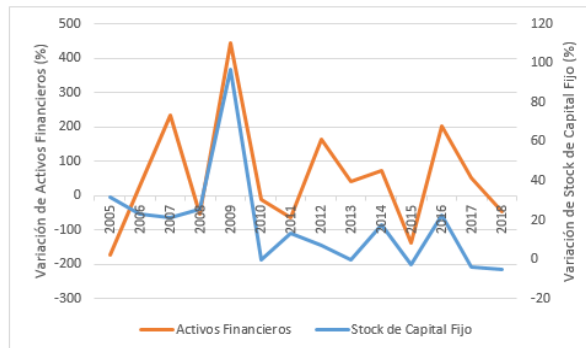
⁶⁹ Antes de 2004 las cifras registradas de Activos Financieros en los Estados Financieros son nulas para las 3 emisoras.

crecimiento del capital fijo tiene un ritmo de crecimiento lento a partir de 2010 con bajas variaciones, como se observa en la Gráfica 3.19. En cambio el capital financiero crece de manera acelerada, pero con mayores fluctuaciones como también se observa en la Gráfica 3.19. Los cambios porcentuales son mayores en el capital financiero, lo que significaría en principio que se ha obtenido mayores rendimientos, pero también mayores pérdidas en activos financieros que en capital productivo (excepto 2009-2010)⁷⁰, reflejando así la volatilidad inherente del mercado financiero, particularmente con la fuerte caída del rendimiento de los instrumentos financieros entre 2014 y 2015, cuando se intensifica la caída de los precios de *commodities*. Por último, la tasa de crecimiento promedio anual en la inversión de capital productivo y capital financiero para el período 2004-2018 (sin considerar 2009 en ambos casos para no alterar la tendencia) es de 11.6% y 24.5% respectivamente, lo que nos indica que se ha acelerado más de dos veces el ritmo de inversión en capital financiero en contraste con el capital productivo.

Gráficas 3.18 América Móvil. Niveles de inversión en activos financieros y capital fijo. 2004-2018. (miles de millones de pesos).



Gráfica 3.19. América Móvil. Variación de la inversión en activos financieros y capital fijo. 2004-2018. (%).



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de ECONOMÁTICA.

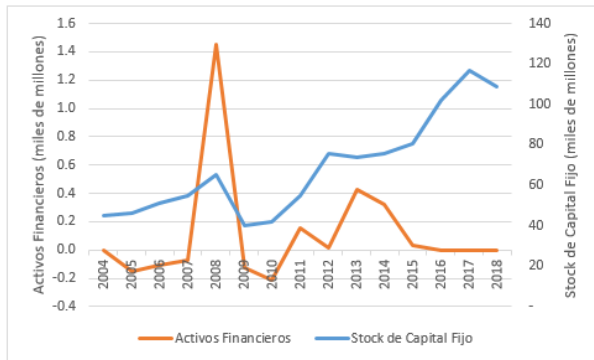
El caso de FEMSA es presentado en las Gráficas 3.20 y 3.21, donde la inversión en activos financieros⁷¹ tiene una tendencia decreciente, aunque se observa un significativo incremento en 2008, así como también dos períodos de crecimiento: 2010-2011 y 2012-2013. Las ganancias o pérdidas registradas son muy bajas, con un período de pérdidas de 2004-2007, con la excepción de la gran variación en 2008, con la crisis financiera FEMSA invierte más en activos financieros.

⁷⁰ La proporción promedio de Activos Financieros respecto al Activo Fijo es de 1.59%.

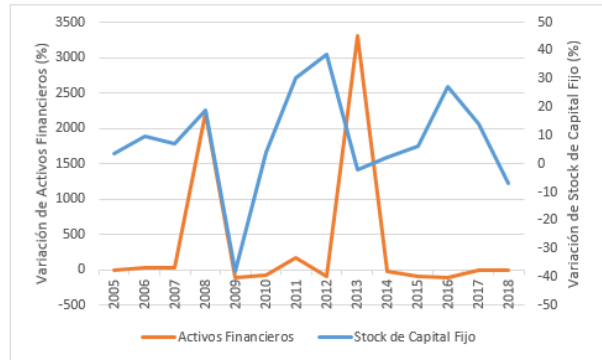
⁷¹ La proporción promedio de Activos Financieros respecto al Activo Fijo es de .34%.

De 2009 a 2012 presenta pérdidas y ganancias muy bajas. Pero 2013-2018 es un período de tendencia decreciente de inversión en activos financieros hasta llegar a ser prácticamente nula de 2015 a 2018.

Gráfica 3.20. FEMSA. Niveles de inversión en activos financieros y capital fijo. 2004-2018. (miles de millones de pesos)



Gráfica 3.21. FEMSA. Variación de la inversión en activos financieros y capital fijo. 2004-2018. (%)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de ECONOMÁTICA.

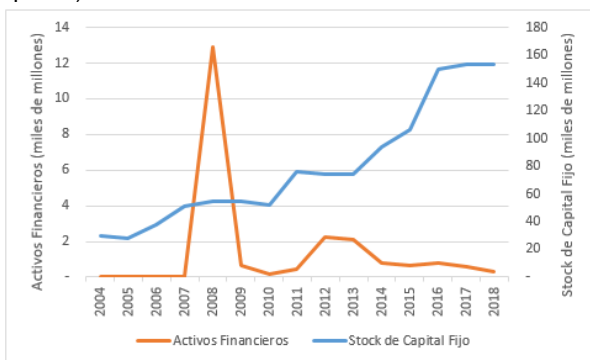
Por otro lado, de 2004 a 2018 aunque la tendencia de la inversión en activo fijo o productivo se haya mantenido ascendente con una tasa de crecimiento promedio anual de 8%, muestra grandes variaciones y períodos deprimidos de 2008-2009 y 2012-2015. Por su parte, la tasa de crecimiento promedio anual en la inversión de capital financiero para el período 2004-2018 (sin considerar 2008 y 2013 para no alterar la tendencia) es de -27.2%, lo que indicaría que el crecimiento del capital productivo ha sido lento pero sostenido, en tanto que la inversión en capital financiero se ha desacelerado considerablemente y ha representado pérdidas para FEMSA, claro está que al deshacerse de esas posiciones de pérdida le lleva a que de 2015 a 2018 su inversión haya sido nula.

Por último, como se puede observar en las Gráficas 3.22 y 3.23, el caso de ALFA es similar al de FEMSA en cuanto a la tendencia en inversión en activos financieros también es decreciente en comparación con la constante inversión en capital productivo⁷². Al igual que FEMSA, con la crisis financiera de 2008 ALFA invierte más en activos financieros, probablemente con fines de cobertura de sus posiciones, así mismo para 2013 ante la crisis de crédito en países europeos,

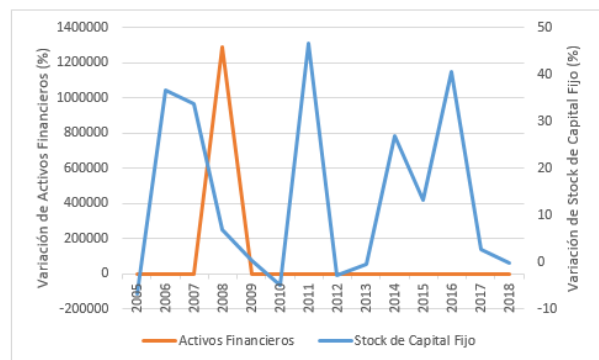
⁷² La proporción promedio de Activos Financieros respecto al Activo Fijo es de 2.28%.

presenta una variación creciente muy significativa en la obtención de activos financieros. Por otro lado, el comportamiento de ALFA en la inversión de capital productivo presenta ciclos de alto crecimiento y mesetas donde éste se estanca, crece con un ritmo lento de crecimiento hasta 2013, luego crece de manera acelerada hasta 2016 para volver a estancarse entre 2017 y 2018. Sin embargo, el crecimiento de capital productivo ha sido sostenido. Al respecto, de 2004 a 2018 la tasa de crecimiento promedio anual en la inversión de capital productivo y capital financiero (con excepción para este último en 2008 y 2012 para no alterar la tendencia) es de 15.7%. y -19.6% respectivamente. En comparación con FEMSA, el crecimiento de su inversión en capital productivo es mayor, y el crecimiento negativo que ha tenido en su inversión de capital financiero tiene un menor ritmo, representando menores pérdidas que FEMSA, no obstante estos resultados su posición de activos financieros sigue vigente hasta 2018.

Gráfica 3.22. ALFA. Niveles de inversión en activos financieros y capital fijo. 2004-2018. (miles de millones de pesos)



Gráfica 3.23. ALFA. Variación de la inversión en activos financieros y capital fijo. 2004-2018. (%)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de ECONOMÁTICA.

Nótese que para los tres casos durante el período de análisis, aunque la diferencia anual en la inversión de activos financieros se calcula a partir de montos pequeños, corresponde a cambios porcentuales grandes. En contraste, aunque la diferencia anual del stock de capital fijo se calcula a partir de montos muy grandes, se expresa en cambios porcentuales pequeños. Lo anterior se debe a la enorme diferencia de magnitud de las cifras de inversión en activos financieros en comparación con las cifras de inversión en capital fijo, por ejemplo para AMX las cifras de inversión en capital fijo rondan entre los 100 y 600 mil millones de pesos, y la magnitud de las

cifras de inversión en capital financiero rondan entre los 6 y 17 mil millones de pesos (cifras absolutas).

En esta sección, pudimos observar que no existe evidencia de la predominancia de inversión en capital financiero frente al capital productivo (de entrada por el bajo ratio de inversión en activos financieros, respecto al activo fijo), quizás porque no es un mercado tan profundo como el de EEUU o Francia y porque no se analiza a nivel agregado, pero muestra que casos particulares, – que no son la excepción de las prácticas de mercado en los países industrializados– en mercados emergentes como en el caso de México, se presentan el dominio financiero con ciertas particularidades. El caso más semejante a los países desarrollados y en ese sentido, el caso más interesante es el de AMX. Como pudimos observar la inversión en capital financiero tiene un ritmo de crecimiento mayor que el capital productivo, pero en una proporción relativamente baja respecto al capital productivo, aunque se puede inferir que se ha incrementado la actividad financiera en su tesorería.

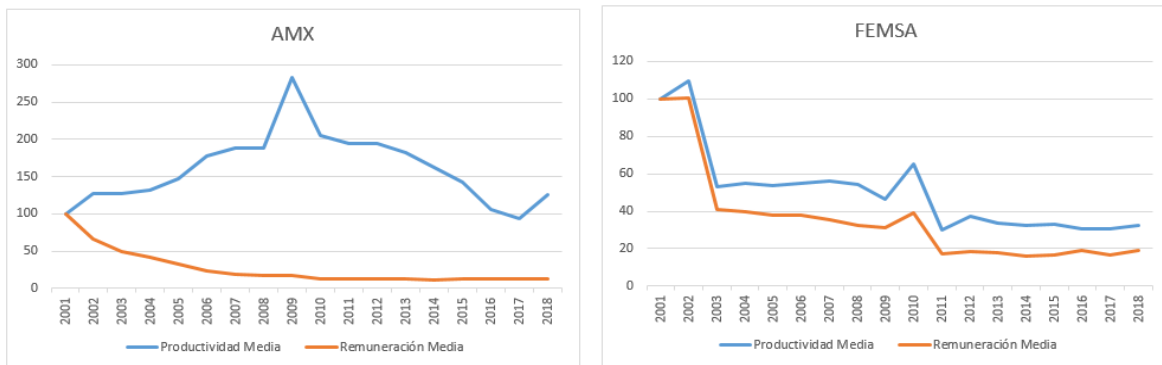
Productividad y Remuneraciones

En la Gráfica 3.24 tenemos oportunidad de analizar las empresas AMX y FEMSA para el período 2001-2018. En el caso de ALFA solamente se contó con los datos completos de 2013 a 2018, sin tener acceso a la información de Sueldos y Salarios para el período restante, razón por la cual esta emisora no es incluida en el análisis. A partir de la productividad y remuneración media del trabajo, observamos que el comportamiento de la remuneración media para AMX y FEMSA tiene una clara tendencia decreciente. Sin embargo en su relación con el desempeño de la productividad su comportamiento es muy diferenciado. En el caso de AMX, la productividad no tiene efecto favorable en la remuneración, ésta presenta una tendencia a disminuir para todo el periodo. Por el contrario, en FEMSA, el comportamiento de la remuneración es recíproco, o se corresponde con el comportamiento de la productividad media.

Es decir, en AMX lo que se produce, no se compensa en la misma proporción a lo que recibe cada empleado. En cambio en FEMSA, aunque la remuneración media cae, lo hace siguiendo al ritmo de la productividad. En AMX el comportamiento la productividad sigue casi una curva parabólica,

con una etapa de crecimiento y otra de decrecimiento pero el punto de inflexión en lugar de una meseta en la parte superior muestra un pico a partir del cual cae. De esta manera entre 2001 y 2009 tiene una significativa expansión, pero a partir de 2010, disminuye su productividad regresando en 2017 prácticamente a niveles de 2001.

Gráfica 3.24. AMX y FEMSA. Cambio porcentual acumulado de la productividad y remuneración media. 2001-2018.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de ECONOMATICA, Acervo de Variables Financieras y los Informes Anuales de las Emisoras⁷³.

La tendencia de la productividad en FEMSA es decreciente, tiene picos decrecientes (2002, 2011) y periodos más largos de estancamiento entre 2003 a 2009 y de 2012 a 2018. En todo el periodo de que se disponen datos, es decir de 2000 a 2018, solo presenta aumento de su productividad

⁷³ La productividad media del trabajo anual se calcula en precios constantes como el cociente de EBIT (Earnings before taxes and interest – Ganancias antes de impuestos e intereses) y los puestos de trabajo. El valor EBIT se consulta de ECONOMATICA, dentro del Estado de Resultados de cada empresa. Los puestos de trabajo se consultan del Acervo de Variables Financiera del IIEC de la UNAM en la liga <https://avf.iiec.unam.mx/>.

La remuneración media anual se calcula en precios constantes como el cociente de Sueldos y Salarios y los puestos de trabajo. El valor de Sueldos y Salarios se toma del Informe anual de las emisoras consultados en las ligas: <https://alfa.com.mx/RI/informacionBMV.htm>, <https://femsa.gcs-web.com/es/financial-reports/annual-reports> y <https://www.americamovil.com/Spanish/relacion-con-inversionistas/informes-financieros/reportes-anales/default.aspx>, dentro del rubro “Gasto por beneficio a empleados” para ALFA y FEMSA, y “Costos de ventas y servicios” para AMX. Solamente a partir de 2013 se informa para las tres emisoras, para los demás años se toma la tasa nominal de aumento salarial. En algunos casos se informa la tasa real de aumento salarial por lo que se transforma a tasa nominal con el dato de inflación anual consultado en la liga <https://www.banxico.org.mx/tipcamb/main.do?page=inf&idioma=sp>, a partir de la igualdad $(1+TR) \cdot (1+i) = (1+TN)$, donde TR = Tasa Real, i = inflación y TN= Tasa Nominal. Así, el valor de Sueldos y Salarios se calcula desde el último dato conocido de 2013 multiplicado con el factor de descuento $1/(1+TN)$ del aumento de salario. El cambio porcentual acumulado de ambas series es expresado en índice 2001=100. Para la transformación de las series a precios constantes, se utilizaron los deflatores del PIB que se encuentran en la liga: https://www.transparenciapresupuestaria.gob.mx/work/models/PTP/Presupuesto/Programacion/Deflatores/Deflatores_PIB.xlsx

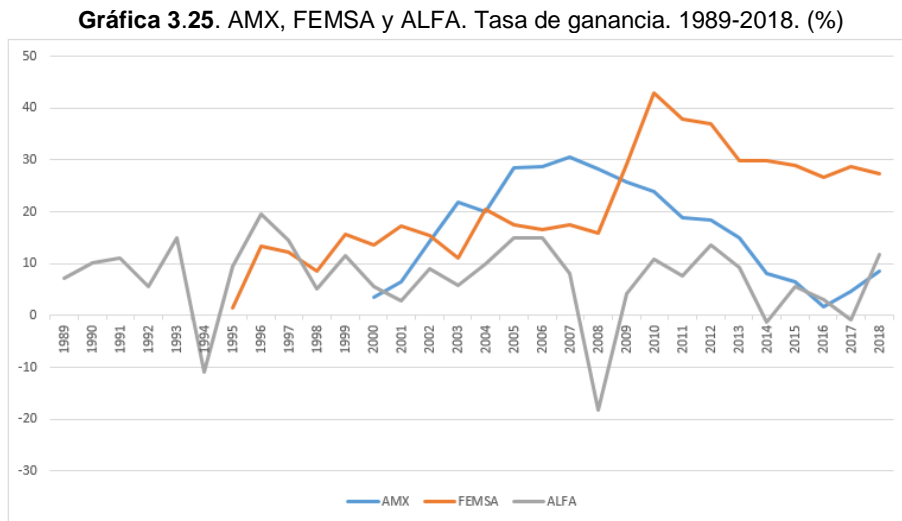
para 2009 y 2010. Por otro lado, la brecha productividad-remuneración es amplísima para AMX, y va en aumento de 2001 a 2009, y si bien tiende a reducirse de 2010 a 2018, no es por un aumento de las remuneraciones sino por una disminución de la productividad. En el caso de FEMSA, la brecha es menor, y aún con la tendencia a la baja productividad, la brecha entre productividad y las remuneraciones se mantiene en proporciones similares.

Si comparamos el comportamiento de éstas empresas con el análisis que realizamos de productividad y remuneración media en la Gráfica 3.1, que era una perspectiva macro de las empresas no financieras mexicanas, a partir de 2003 AMX y FEMSA coinciden en la tendencia decreciente y de estancamiento de la remuneración media –más pronunciado hasta 2007 que fue el período previo de la crisis financiera– y su separación de la productividad, acotando que para AMX la brecha fue aún mayor. Ésta es una característica más de la financiarización subordinada, donde las ganancias financieras crecen a costa de las bajas remuneraciones, y del ingreso de los hogares. Cabe recordar que el comportamiento de las remuneraciones medias a nivel macro correspondió a un período volátil, que si bien se recupera de 2001 a 2003, cae de 2004 a 2007 y se estanca de 2008 a 2010. Por último, después de la crisis de 2008 la productividad de AMX y FEMSA sube para 2009 pero continúa hasta 2018 con una tendencia a decrecer en AMX y estancarse para FEMSA. En contraste, a nivel macro la productividad media baja de 2008 a 2009, pero se recupera de 2010 a 2018.

Tasa de Ganancia

Considerando el estudio que hicimos al inicio de este capítulo respecto al comportamiento de la tasa de ganancia agregada para las empresas no financieras mexicanas durante el período 1995-2018 (Gráfica 3.3), el comportamiento de la tasa de ganancia de AMX, FEMSA y ALFA durante el período 1989-2018 visible en la Gráfica 3.25 nos muestra que la tasa de ganancia de las empresas analizadas aunque ha mejorado, sólo fue superior al promedio de las empresas no financieras mexicanas en algunos períodos para FEMSA y en menor frecuencia para AMX. Recordemos que de acuerdo a nuestro estudio, de 2000 a 2018 se mantuvo una tasa de ganancia agregada promedio entre 26% y 28%, que para el caso de FEMSA alcanzó y superó este rango entre 2009 y 2018, que pese a su declive a partir de 2011, ha mantenido un nivel promedio de 31%. Por su

parte AMX solo pudo mantener este rango entre 2005 a 2010 con niveles promedio de 27.6%. Para el caso de ALFA, la máxima tasa de ganancia obtenida fue en 2005 con un valor de 15%, lo cual está fuera rango de análisis macro. Sin embargo considerar que en 1996 logró generar una tasa de ganancia de 19.8%, la máxima desde 1989. Para nuestro estudio, los niveles macro son representativos para AMX de 2005 a 2010 y para FEMSA de 2010 a 2018.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de ECONOMÁTICA.

En la Gráfica 3.25, observamos que la tasa de ganancia de ALFA ha subido desde 7.2% en 1989 a 11.7% en 2018, sin embargo representa la serie histórica más fluctuante de las tres empresas. De esta forma, se identifica que ALFA es impactada por las crisis financieras de 1994 y 2008, donde su tasa de ganancia registra niveles de -10.87% y -18.23% respectivamente. Por otra parte, aunque AMX tiene un auge alcista del año 2000 a 2007 pasando de una tasa de ganancia de 3.48% a 30.64%, es decir un aumento de diez veces más de su valor inicial; pero desde la crisis de 2008 pasó a registrar una marcada caída, cuando su tasa de ganancia pasa de 28.38% a 8.51%, es decir en una década contrajo prácticamente tres veces su valor, aunque muestra una recuperación en el período 2016-2018, esta no ha logrado llegar a los niveles anteriores a la crisis, por lo que podríamos decir que los efectos de la crisis de 2008 han degradado su tasa de ganancia considerablemente. A diferencia de ALFA, la serie histórica de su tasa de ganancia no es fluctuante, ya que tiene una marcada tendencia de auge y otra de descenso. Por último, FEMSA inicia en con una tasa de ganancia de 1.4% en 1995 hasta alcanzar un valor de 27.3% en 2018, con

una etapa de ascenso persistente de 1995 a 2010 cuando su tasa de ganancia pasa de 1.4% a 42.8%; un auge alcista entre 2008 y 2010 con una gran subida, su tasa de ganancia se multiplica por cuatro, es decir crece casi un 200% al pasar de 15.8 a 42.8%. A partir, de 2011 hasta 2018 tuvo un constante descenso, ya que su tasa de ganancia se redujo de 37.9% a 27.3% respectivamente.

A manera de conclusiones

Análisis Macro de la productividad, remuneración, ganancias y desempleo en México: 1993-2018:

Constatamos que para el período 1993-2018 en general en las empresas no financieras mexicanas también se presentan algunas características de la era neoliberal como concentración de ganancias corporativas (excedente bruto de operación corporativo que ha fluctuado entre el 68.9% y 62.3% del PIB real) y que favorece a los accionistas o en su caso dueños de las empresas no financieras, pero como contraparte se deterioran la remuneración del empleo de los trabajadores (que caen del 29.1% y 24.6% del PIB real), ya que altos niveles de ganancia se estarían concentrando a costa de bajos niveles de remuneración, propiciando la reducción y segmentación del mercado interno.

Por otra parte, entre 2000 y 2018 las tasas de ganancia (con niveles promedio de 26% y 28%) no impulsan la acumulación, pues éstas registran bajas tasas con niveles promedio entre 2.15% y 3.14%, lo que es un indicador indirecto de la financiarización al mostrar que las ganancias no provienen y no se reinvierten solamente en el proceso productivo, sino que provienen y se orientan en mayor medida a la esfera financiera, provocando con ello aumento del desempleo (niveles promedio de 3.02% y 3.84% de 2000 a 2014) pero sobre todo el crecimiento del empleo informal que en México a 2017 promedia entre 70% y 75% del empleo total, dinámica que también ha contribuido a deteriorar la distribución del ingreso. Si las ganancias no se están distribuyendo en su mayoría en capital productivo, y no impulsan la productividad a partir de innovación tecnológica, dan como resultado baja productividad, que para México se tradujo en bajo y lento crecimiento de la productividad para el período 1993-2018.

Finalmente, durante la acumulación fordista la relación productividad-remuneración tenía correspondencia recíproca, es decir al aumentar una aumentaba la otra, y a la inversa cuando disminuía la productividad bajaban las remuneraciones reales. En cambio en la etapa de financiarización neoliberal, se rompió la correspondencia entre productividad y remuneraciones, al punto que se registra el incremento de la productividad media, y al mismo tiempo se registra el decremento de la remuneración media.

El análisis de las EME mexicanas *AMX*, *FEMSA* y *ALFA* se realizó con base a los criterios de clasificación de ventas externas, activos externos y capitalización bursátil, bajo un proceso de expansión de IED mexicana en la “segunda ola”, y como se planteó se seleccionaron estas empresas como representativas de cada uno de los grupos de EME presentados y como muestra de la evolución de las EME mexicanas para el período 1990-2018.

Tendencias de las EMEs mexicanas

Desplazamiento del crédito bancario al mercado financiero como forma prioritaria de financiamiento: En nuestro análisis factual de las EMEs mexicanas pudimos comprobar, que las tres empresas estudiadas siguen la trayectoria del proceso de financiarización a nivel mundial, que ante un escenario de desregulación financiera desplazan su financiamiento del crédito bancario al mercado financiero, tanto al mercado de valores como al mercado de deuda, en este último principalmente a través de la emisión de bonos y papel comercial. No obstante las proporciones en que se realiza este desplazamiento varían de una empresa a otra. Es decir, el financiamiento de FEMSA en el mercado de deuda a partir de 2010 superó el crédito bancario y desde 2013 mostró un acelerado crecimiento, ya que en los último cinco años del período 1995-2018 concentró el 72.6% de su financiamiento del mercado y 48.4% de su deuda total. Por su parte, el financiamiento de ALFA en el mercado a partir de 2012 superó el crédito bancario y desde 2013 mostró un acelerado crecimiento, ya que en los últimos cinco años del período 1989-2018 concentró el 70% de su financiamiento del mercado y 50.8% de su deuda total. Por último, el financiamiento de AMX en el mercado a partir de que inició en 2004, superó el crédito bancario y desde 2008 mostró un acelerado crecimiento, ya que en los últimos 10 años concentró el 95% de su financiamiento del mercado y 76% de su deuda total. Para 2018, el endeudamiento de AMX

es seis veces mayor al de FEMSA y ALFA, y para todo el período de análisis, su grado de apalancamiento siempre ha sido superior al de las otras emisoras, así como también podemos decir que es una empresa altamente apalancada al mercado de deuda. Por otro lado, en una segunda ola de IED mexicana que inicia en los años noventa a partir de su expansión con alta dependencia de endeudamiento en el mercado de valores dirigido hacia procesos de fusiones y adquisiciones, confirmamos que en los últimos años el financiamiento ha transitado al mercado de deuda por los bajos niveles de tasas de interés indicados por el Banco Central –tendencia que inicia principalmente después de la crisis financiera de 1994-1995– y que identificamos se incrementa considerablemente los procesos de fusiones y adquisiciones en la segunda década del siglo XXI para AMX, ALFA y FEMSA.

Emisión de acciones: Para el período 1995-2018, FEMSA tuvo un incremento acumulado de 3,205% en la emisión de acciones (de .54 a 17.9 mil millones), aunque emisión estancada por casi dos décadas. Respecto a ALFA, durante el período 1991-2018 tuvo un incremento acumulado del 2,896% (de .17 a 5.2 mil millones) pero con poco más de dos décadas de emisión de acciones estancada. Sin embargo, durante el período 2001-2018 AMX mostró una tendencia de gran crecimiento continuo de emisión de acciones con un aumento acumulado para ese período de 593% (de 13.9 a 96.9 mil millones), y considerando que para 2018 la emisión de acciones de AMX es cinco veces más respecto a la de FEMSA y veinte veces más respecto a la de ALFA, lo que significaría que AMX también es una empresa altamente apalancada y financiada en el mercado de valores. A partir de lo anterior constatamos para las tres EMEs mexicanas analizadas, principalmente para AMX, muestra la misma tendencia de las empresas no financieras en EEUU y Francia a partir de los años ochenta –ante la caída de la tasa de ganancia– se incrementa su participación en actividades financieras a partir de la emisión de acciones, que si bien para el caso de México su despegue fue posterior –a partir de los años noventa–, observamos que en las primeras décadas del siglo XXI se consolida este comportamiento.

Mercado de valores: estimuló a las grandes empresas mexicanas a incrementar su apalancamiento a través de la emisión de acciones, ya que después del crack bursátil de 1987, retomaron la inversión en capital productivo iniciando al mismo tiempo una expansión

apalancada al extranjero –incentivada por el nuevo modelo económico y la Globalización– favorecida por el incremento de IED hacia México cuyo destino era la asociación con las grandes empresas mexicanas través del mercado de valores y recompensando a sus accionistas con dividendos, lo que por una parte propicia el aumento del precio de sus acciones y por otra parte consolida su poder oligopólico. De esta forma se retomaba la IED con deuda dando lugar a la segunda ola de IED mexicana. Además, a partir de 1995 la tendencia decreciente de la tasa de interés en México incentivó a inversionistas a obtener beneficios en el mercado de valores, a través de compra-venta de acciones, incrementando así el monto negociado (que se constató a través del IPC) y el precio de las acciones. Ello coincide además con los planteamientos teóricos que enfatizan el predominio en la economía del capital financiero a partir de los años setenta que se consolidó en los años noventa, que si bien permitía a las empresas aumentar su financiamiento, así como privilegiar su liquidez y rentabilidad, también generaba auge y caída en la bolsa de valores, como fue el caso en México en la década de los noventa, propiciando auge y depresión de la economía.

Dividendos, recompra y precio de las acciones: Durante el período 2001-2018 la tendencia del pago de dividendos de AMX ha ido en aumento, y aunque con altas fluctuaciones, presenta un incremento acumulado de 171%. Además AMX presenta una tendencia de aumento de recompra de acciones, en promedio 11.71%, y que se asocia al incremento del precio de la acción, que se pudo constatar principalmente cuando en 2015 AMX emite 21% de acciones para recomprar posteriormente 21.6%, pero que conduce al aumento en el precio de la acción de 60% en 2017, en tanto que el pago de dividendos aumenta 17%. El caso de FEMSA también se presenta una tendencia creciente sostenida en el pago de dividendos para el período 1995-2018. Para el período 2010-2018 se acumula casi el 90% del monto total de pago de dividendos de FEMSA, con un incremento de 239% para este mismo período. En general FEMSA no ha recurrido a la recompra de acciones, a excepción del período de 1998-2004 cuando se asocia al incremento del precio de la acción, que se pudo constatar cuando en promedio se recompra el 11% de las acciones y el precio de la acción se incrementa 213%, en tanto que el pago de dividendos aumenta 45%. Para el período 1991-2018, ALFA presenta una tendencia creciente en el flujo de pago de dividendos, aunque con altas fluctuaciones. De 2000 a 2018 el monto en el pago de dividendos

tiene un incremento de 596% y en este mismo periodo se acumula el 90% de monto total de pago de dividendos. Por último, en general ALFA ha tenido una baja recompra de acciones, que se asocia al incremento del precio de la acción y que se pudo constatar principalmente cuando en 2011 presenta una recompra de 3.7% de acciones, lo que permitió entre 2011 y 2013 que el precio de la acción se incrementa 149% y el flujo de dividendos 210%.

A partir de lo anterior constatamos para las tres EMEs mexicanas analizadas otra tendencia en la era neoliberal de las empresas no financieras en EEUU y Francia que desde los años ochenta a raíz de incrementar su tasa de ganancia, emitieron acciones para su financiamiento pero también invirtieron ganancias en el sistema financiero para aumentar rentabilidad, como fue el caso de compra de acciones –propias o de otras empresas–, aumentando así la remuneración de capital a partir del pago de dividendos, y al mismo tiempo incrementando las ganancias en actividades financieras. Esta dinámica continuo en los años noventa con la transformación de la distribución de ganancias en grandes empresas de EEU, que paso de retener y reinvertir ganancias en la producción a reducir y distribuir ganancias a los accionistas, como constatamos para AMX que tuvo una tendencia al incremento de distribución de ganancias en recompra de acciones para elevar de forma artificial el precio de las acciones, lo que continuaba contribuyendo a incrementar los beneficios de los accionistas vía el pago de dividendos. Es decir, AMX para los períodos 2001-2010, 2011-2018, el pago de dividendos e inversión de recompras respecto a sus ganancias netas tuvo una proporción promedio de 31.9% y 86.07% respectivamente, donde la inversión en recompras tuvo una mayor participación de 2011 a 2018. Para el caso de FEMSA y ALFA aunque orientaron recursos en muy baja proporción para recomprar acciones, en una proporción predominante distribuyeron mayores ganancias al pago de dividendos, ya que para los períodos 1991-2000, 2001-2010, 2011-2018, el pago de dividendos e inversión de recompras (de 2001 a 2018 desaparece para FEMSA) respecto a las ganancias netas para FEMSA tuvo una proporción promedio de 24.2%, 33.4% y 69.4% respectivamente, y ALFA tuvo una proporción promedio de 18.92%, 18.06% y 45.39% respectivamente. Con ello se constata que en las tres empresas se usa una parte creciente de las ganancias en la esfera financiera.

Valor de mercado: se observó que para el período 2008 -2018 existe un notable despunte en el valor de mercado de AMX, FEMSA y ALFA (214%, 376% y 8493% respectivamente). El incremento del precio de su acción (66%, 376% y 851% respectivamente) indica que el valor de mercado de FEMSA estuvo determinado solamente por el precio de su acción, caso contrario de AMX y ALFA, donde el incremento del precio habría estado apoyado por nueva emisión de acciones y recompra de acciones, principalmente para AMX y en menor proporción para ALFA. En cualquier caso el incremento del precio también fue favorecido por fusiones y adquisiciones, principalmente a partir de la segunda década del siglo XXI. Este hecho coincide con la base teórica que nos habla de un nuevo gobierno corporativo que surge en los años ochenta pero que se consolida en los años noventa y que continúa hasta nuestros días, donde el objetivo de las empresas es incrementar el valor de los accionistas a través del aumento del precio y retribución del mayor monto de ganancias hacia los accionistas, a través de fusiones y adquisiciones, recompra de acciones y valoración de activos intangibles, y de esta forma se aumentaba la confianza del inversionista o goodwill, pero que no es soportado por el aumento de la producción por innovación tecnológica sino que fomenta el aumento del capital ficticio, y refuerza el financiamiento a las transnacionales.

Inversión en capital productivo y capital financiero: durante el período 2004-2018, para AMX la tasa de crecimiento promedio anual para el capital productivo (ritmo lento y sostenido) es 11.6%, para el capital financiero (ritmo acelerado con altas fluctuaciones) es 24.5%. Por su parte, para FEMSA la tasa de crecimiento promedio anual del capital productivo (ritmo lento) es 8%, para el capital financiero es de -27.2%, sin considerar los años 2008 y 2013 de crisis para no alterar la tendencia. Por último, para ALFA la tasa de crecimiento promedio anual de capital productivo (ritmo sostenido) es 15.7%, para el capital financiero es de -19.6%, sin considerar los años 2008 y 2012 de crisis para no alterar la tendencia. Para AMX, FEMSA y ALFA, la proporción de inversión en capital financiero es muy baja respecto al capital productivo. Como establece la teoría, una de las principales características de la etapa mundial de capitalismo financiarizado que recorre el último cuarto de siglo XX hasta nuestros días, es la predominancia del capital financiero en la actividad económica, y no exclusivamente a la inversión en activos financieros por parte de las empresas. Que si bien en el balance de las EMEs analizadas como FEMSA y ALFA muestra un

crecimiento negativo promedio en inversión de activos financieros, es necesario considerar el gran involucramiento del capital financiero en actividades financieras, que como vimos está reflejado en su alta dependencia al financiamiento del mercado financiero (mercado de valores y mercado de deuda) y la rentabilidad obtenida en el mercado de valores a partir de pago de dividendos como también analizamos.

Aunque para grandes empresas de EEUU y Francia el involucramiento del capital financiero sí se ha expresado también por el gran aumento en su inversión de activos financieros, vale la pena considerar que a diferencia de México, los mercados financieros de los países más industrializados son más grandes y profundos, lo que puede ser una posible explicación de por qué las EMEs analizadas mantienen una proporción baja en la inversión de activos financieros, por lo que les sería indiferente su crecimiento negativo y con pérdidas, con excepción de AMX, con un alto involucramiento y crecimiento de inversión en activos financieros, lo que sería una EME cuyo comportamiento es similar al de empresas transnacionales de países desarrollados.

Productividad y remuneración: Para el período 2001-2018, AMX presenta una tendencia decreciente de la remuneración media del trabajo. De 2001 a 2009 la productividad media presenta una significativa expansión y de 2010 a 2018 presenta una gran contracción, por lo que la brecha productividad-remuneración en ambos períodos va en aumento y decremento respectivamente. Para esta emisora, la remuneración no es recíproca respecto a la productividad media; por su parte FEMSA presenta una tendencia decreciente de la productividad y remuneración media del trabajo. La brecha productividad-remuneración va en decremento, y la remuneración sí es recíproca respecto a la productividad media. En contraste con el análisis macro, de 2003 a 2018 AMX y FEMSA coinciden con tendencia decreciente y estancamiento de la remuneración, así como la amplia brecha de productividad-remuneración. Sin embargo, de 2008 a 2018, mientras la productividad media agregada tiene una tendencia creciente, la productividad media de AMX y FEMSA y es decreciente. Los procesos de fusiones y adquisiciones iniciados en la segunda ola de IED en la década de los años noventa, en un ambiente de privatizaciones, fortalecieron a grandes empresas mexicanas como AMX y FEMSA, que si bien con la nueva división del trabajo aumentaron su competitividad, lo hacían con baja remuneración, lo que

puede explicar desde la teoría el comportamiento de tendencia de baja remuneración para AMX y FEMSA durante el período 2001-2018. Por otro lado, las fusiones y adquisiciones estimularon grandes flujos de capital hacia economías en desarrollo fortaleciendo el poder monopólico de estas EMEs ocasionando el aumento artificial del precio de sus acciones al no estar soportado por aumento de productividad (como fue el caso de FEMSA para el período 2001-2018 y para AMX a partir de la crisis de 2008, que ambas mostraron tendencia decreciente de la productividad) vía innovación tecnológica para aumentar la producción, lo que contribuía a baja remuneración.

Tasa de Ganancia: Al comparar el comportamiento en México de las tasas de ganancia y tasas de acumulación a nivel puntual (EMEs analizadas) y agregado (empresas no financieras), observamos similitudes como tasas de acumulación con tendencia creciente y estable, y diferencias respecto a las tasas de ganancia estables para el análisis agregado y volátiles y con ciclos de auge y depresión para el análisis puntual. En general las tasas de ganancia agregada son mayores a las puntuales, y las tasas de acumulación puntuales son mayores a las agregadas. Por lo que la diferencia entre la tasa de ganancia y tasa de acumulación para las EMEs analizadas es en general menor a la diferencia para las empresas no financieras en México, y de acuerdo a la teoría sugieren que las EME analizadas al invertir más en capital productivo que las empresas no financieras mexicanas, estarían obteniendo menores tasas de ganancia en la esfera productiva, lo que coincide en compensar esta tendencia con la obtención de mayor rentabilidad en la esfera financiera (como se constató para el mercado de valores), fenómeno característico del capitalismo financiarizado. Por otro lado, las altas fluctuaciones y ciclos que marcan el comportamiento de la tasa de ganancia de las EME analizadas estarían explicados porque están integradas a la lógica de acumulación de capital mundial y son más vulnerables al comportamiento económico internacional, considerando que su producción está más enfocada a mercados extranjeros (exportación y ventas externas) caso contrario a la gran población de empresas no financieras en México cuya producción está más enfocada al mercado interno.

El comportamiento de las EME mexicanas analizadas a partir de la década de los noventa hasta 2018 nos indica que se han integrado a las tendencias de las empresas multinacionales internacionales en una era de capitalismo financiarizado que inicia en la década de los años

setenta, que junto con fenómenos mundiales como la desregulación financiera de los años ochenta y globalización de los años noventa –impulsados por la transición de un nuevo modelo económico en éstas décadas– favorecieron los procesos de expansión de IED y fusiones y adquisiciones de las EMEs analizadas. Estas tendencias han extendido y ampliado sus efectos hasta la segunda década del siglo XXI, como constatamos para las EME analizadas –con grado diferenciado siendo la más representativa AMX– con el incremento y alto involucramiento en actividades financieras, principalmente por el aumento de financiamiento y dependencia del mercado de valores y mercado de deuda, así como incremento y distribución de ganancias vía dividendos para los accionistas en el mercado de valores a partir del incremento ficticio del precio de las acciones –que no está soportado por el incremento de la productividad vía la innovación tecnológica para aumentar la producción– con los mecanismos de recompra de acciones y fusiones y adquisiciones. Finalmente expondremos a modo de cerrar este capítulo una evaluación integral del desempeño de AMX, FEMSA y ALFA durante el período 1990-2018 en relación con el proceso de financiarización y sus particularidades es decir que características de éste proceso fueron asumidas por las EME mexicanas.

AMX

La expansión apalancada de AMX estaría explicada por la agresiva adquisición de 36 empresas de 2005 a 2016 en Latinoamérica y EEUU y de 2012 a 2016 que se expande a Europa⁷⁴. Esta expansión ha sido facilitada por el gran incremento de su financiamiento en el mercado de valores vía emisión de acciones (aumentó 593% de 2001 a 2018) y mercado de deuda (concentra 95% de 2008 a 2018). A partir del crash de 2008 el valor de mercado aumentó 214% y el precio de su acción aumentó 66%. Esto significaría que habrían tenido que emitir una mayor cantidad de acciones, a lo que se suma incremento en el precio de su acción, para soportar el valor de mercado durante y después del shock de mercado de 2008. De 2000-2007 el aumento del precio de su acción (1134%) tiene mayor peso en el aumento de su valor de mercado (3175%). Como ya fue

⁷⁴ A partir de los datos proporcionados por: Jorge Basave, Anexo 3 de su libro “Multinacionales Mexicanas: Surgimiento y Evolución”; Revista “Expansión” en la liga: <https://expansion.mx/empresas/2019/12/19/empresas-de-compras-asi-fueron-las-principales-adquisicones-de-la-decada>; y Seale & Associates en la liga: <http://mnamexico.com/wp-content/uploads/2017/01/Fusiones-y-Adquisiciones-Mexico-2016.pdf>.

analizado en el caso de AMX aumentar el precio de la acción a través de la recompra de acciones ha sido una práctica más o menos sistemática, con un aumento de 11.71% promedio anual.

Tabla 4.1: Análisis Integral de AMX. 2000-2018.

AMX	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	
Valor de Mercado	↑ 3175% (11% acumulado)								↑ 214% (89% acumulado)											
Financiamiento (Emisión de acciones)	↑ 593%																			
Dividendos (General)	Tendencia en aumento de pago de dividendos: 171%																			
Recompra (General)	Tendencia de aumento de recompra de acciones: 11.71% promedio anual																			
Recompras+Dividendos/Ganancias Netas	31.9% promedio anual (canalizada a pago de dividendos)										86.07% promedio anual (canalizada a recompras)									
Precio (General)	↑ 1134%.								↑ 66%											
Recompra (Particular)																Emite y recompra 21%				
Precio (Particular)																↑ 60%				
Dividendos (Particular)																↑ 17%				
Inversión Capital Fijo	Tasa de crecimiento promedio anual (ritmo lento y sostenido): 11.6%																			
Inversión Activos Financieros	Tasa de crecimiento promedio anual (ritmo acelerado con altas fluctuaciones): 24.5%.																			
Financiamiento (mercado y crédito bancario)									Concentra 95% de su financiamiento del mercado de deuda (acelerado crecimiento) Concentra 76% de ambos financiamientos											
Productividad media	Significativa expansión (Brecha en aumento)										Gran contracción (Brecha en decremento)									
Remuneración media	Tendencia decreciente																			
Productividad media agregada	Crecimiento								Crecimiento (Brecha en aumento)											
Remuneración media agregada	Recuperación								Estancamiento											
Ganancia agregada /PIB Real	Entre 68% y 62%								Entre 67% y 63%											
Remuneración agregada /PIB Real	Entre 29% y 24%								Entre 27% y 25%											
Tasa de Ganancia	Auge alcista (3.5% a 30.6%)								Marcada caída (28.4% a 8.5%)											
Tasa de Ganancia agregada	Niveles promedio entre 26% y 28%																			
Tasa de acumulación agregada	Niveles promedio entre 2.15% y 3.14%																			
Tasa de desocupación agregada	Niveles promedio entre 3.02% y 3.84%																			

Con el análisis empírico pudimos comprobar que en AMX el gran crecimiento en la emisión de acciones lograría dos objetivos: el primero es el financiamiento necesario para su expansión, el segundo mantener el valor de mercado de la empresa, por el aumento del precio de las acciones vía la recompra que en esta empresa juega un papel creciente. Esta dinámica habría sido representativa en el período post-crisis 2008. Otro comportamiento que logramos corroborar y que ha sido reiterado en la literatura sobre la financiarización es que la inversión está guiada para obtener mayor valor para los accionistas. Y en efecto en AMX, al mantener una tendencia creciente del precio, se lograba el aumento de beneficios para los accionistas a partir del reparto de dividendos, que de 2001 a 2018 tuvo un incremento de 171%.

Buena parte de las ganancias netas de AMX estuvieron canalizadas hacia el de pago de dividendos (29.82% de 2001 a 2010 y 35.35% de 2011 a 2018). En tanto que las recompras que representaron 2% de las ganancias netas entre 2001 a 2010, representaron el 50.71% entre 2011 a 2018, un 15% por encima del reparto de dividendos, por lo que podemos concluir que en el periodo 2011 a 2018 las ganancias fueron orientadas hacia la inversión financiera en recompra de acciones, en este caso para aumentar y sostener el precio de la acción. Entonces, la inversión en recompra de acciones lograba dos objetivos: el primero es que estimulaba al alza el precio de la acción, y el segundo por consecuencia, aumentaba el monto de dividendos distribuidos.

Ahora bien, nuestros datos muestran que el crash de 2008 impactó considerablemente la tasa de ganancia de AMX, ya que en el período pre-crisis 2000 a 2007 aumentó de 3.5% a 30.6%; y de 2008 a 2018 disminuyó de 28.4% a 8.5%, y aunque la reducción es significativa su tasa de ganancia sigue siendo muy alta considerando los niveles mundiales. Este ciclo coincide en gran medida con el comportamiento de la productividad media, que mantuvo una significativa expansión de 2001 a 2009, pero con una gran contracción entre 2010 a 2018.

Por otra parte, de 2004 a 2018 la tasa de crecimiento promedio anual en la inversión en activos financieros fue de 24.5%, con un ritmo acelerado y de altas fluctuaciones, y la inversión de capital fijo fue de 11.6% con ritmo lento y sostenido, lo que confirma una mayor inversión en activos financieros que en actividad productiva. De esta manera, podemos demostrar que AMX es empresa más apalancada de las tres EMEs que hemos estudiado, y que para su expansión ha

tenido un incremento acelerado en la inversión de capital financiero, destinando una mayor participación de las ganancias en pago intereses o dividendos y deudas originado por el aumento de su financiamiento. Por su parte, el crecimiento sostenido en la inversión de capital fijo (por la agresiva expansión), en una visión de largo plazo no habría resultado rentable para mantener o incrementar la tasa de ganancia, ya que además ha registrado una caída de su productividad media desde 2009. Una posible explicación, es que la gran expansión apalancada, el incremento de la inversión en activos financieros la hicieron más vulnerable ante la crisis financiera de 2008 y la inversión en capital fijo ha sido insuficiente para incrementar su productividad e intensificación de la competencia, sobre todo después de 2008 cuando enfrentaron condiciones de contracción de la producción y del consumo.

En conclusión comprobamos las hipótesis de que AMX sí ha incrementado la inversión de sus ganancias en capital financiero, de 2001 a 2010 en pago de dividendos y de 2011 a 2018 en pago de dividendos y en mayor proporción en recompra de acciones, lo que ha llevado a reducir sus ganancias en inversión de capital productivo. Adicionalmente ha logrado mantener una tendencia creciente del precio de sus acciones, por un lado a través de la recompra de acciones de 2011 a 2018, y por otro lado a través de fusiones y adquisiciones de 2005 a 2016, soportado por un incremental financiamiento y dependencia del mercado financiero (deuda y capitales), pero que lleva a una mayor distribución de dividendos a los accionistas. La concentración del ingreso se ha manifestado como una consecuencia del aumento del valor del accionista para incrementar sus ganancias pero con una baja remuneración de sus trabajadores que no es proporcional a su productividad.

FEMSA

En el caso de FEMSA, la primera IED fue en 1994 a partir de una adquisición en Argentina, sin embargo, hasta 2002 reinició su expansión apalancada en un primer período que se extendió hasta 2013, con la compra de 12 empresas en Sudamérica y Filipinas⁷⁵. Entre 2015 y 2016, en un

⁷⁵ Datos tomados de: Jorge Basave, Anexo 3 de su libro “Multinacionales Mexicanas: Surgimiento y Evolución”; y de la Revista “Expansión” en la liga: <https://expansion.mx/empresas/2019/12/19/empresas-de-compras-asi-fueron-las-principales-adquisicones-de-la-decada>; así como de Seale & Associates en la liga: <http://mnamexico.com/wp-content/uploads/2017/01/Fusiones-y-Adquisiciones-Mexico-2016.pdf>.

segundo período continuó su expansión con la compra de cuatro empresas en Brasil, Chile y Argentina. En contraste a la estrategia de expansión de AMX, la expansión de FEMSA fue más regional, con la compra de 17 empresas entre 1994 y 2018 correspondiente a prácticamente la mitad de adquisiciones de AMX (sin considerar plantas productoras). En el primer período de 1994 a 2013, el financiamiento para llevar a cabo la expansión habría proveniendo del incremento de su deuda en el mercado financiero. Durante el período 1995-2018, FEMSA se financió principalmente en el mercado de deuda y crédito bancario, ya que la emisión de acciones estuvo estancada por más de 20 años, teniendo solamente dos incrementos en 1998 y 2007.

Desde 2010, el financiamiento en el mercado ha sido superior al crédito bancario, y dado que en 2012 acumula la mitad de su financiamiento desde 1995, muy probablemente la principal fuente de recursos de su estrategia de expansión para este primer período habría sido el crédito bancario. En cambio en el segundo período, de 2014 a 2018 el financiamiento predominante habría sido el mercado, ya que desde 2013 concentra tres cuartas partes de su financiamiento bajo esta modalidad, es decir, en tan solo cinco años concentró esta significativa proporción de apalancamiento en el mercado.

Su valor de mercado se ha mantenido en aumento a pesar del crash de 2008, ya que de 2008 a 2018 ha acumulado el 95% de su valor total con un crecimiento acumulado del 376%. A diferencia de AMX, el crecimiento del valor de su acción también creció en 376%, lo que indica que no fue necesario “inflar” el valor de mercado a través de la inversión en recompras para aumentar el precio. Es interesante destacar que de 1995 a 2007 FEMSA solo acumula el 5% del total de su valor de mercado, es entonces cuando recurre a una nueva emisión de acciones, y logra el incremento del precio de la acción vía las recompras. Estas recompras en el primer periodo (1994-2013) se llevaron a cabo entre 1998-2004 y 2007. Entre 1998 y 2000 se registra una tendencia creciente a la recompra de acciones a un nivel promedio anual de 11% hasta 2004 periodo en que mantuvo las acciones en tesorería. Para el mismo período el incremento del precio de la acción es de 213%, efecto que se asocia a la presión que las recompras hacen en la demanda, lo que hace subir su precio.

Tabla 4.2: Análisis Integral de FEMSA, 1995-2018.

FEMSA	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Valor de Mercado	↑ 82368% (5% acumulado)													↑ 376% (95% acumulado)										
Financiamiento (Emisión de acciones)	Estancada		↑1004%		Estancada						↑199%		Estancada											
Dividendos (General)	↑ 4397% (10% acumulado)													↑ 239% (90% acumulado)										
Recompra (General)	Nula		Recompra de acciones: 11% promedio anual						Nula															
Recompras+Dividendos/Ganancias Netas	18.9% (canalizada pago de dividendos)						18.06% promedio anual (canalizada pago de dividendos)						45.3% promedio anual (canalizada pago de dividendos)											
Precio (General)	↑ 2395%													↑ 376%										
Recompra (Particular)	Recompra de acciones: 11% promedio anual																							
Precio (Particular)	↑ 213%																							
Dividendos (Particular)	↑ 45%																							
Inversión Capital Fijo														Tasa de crecimiento promedio anual (ritmo lento): 8%										
Inversión Activos Financieros														Tasa de crecimiento → 221582% → promedio anual: -27.2%.										
Financiamiento (mercado y crédito bancario)	Acumula 38% de su financiamiento del mercado de deuda													Concentra 72% de su financiamiento del mercado de deuda (acelerado crecimiento)										
	Acumula 52% de ambos financiamientos													Concentra 48% de ambos financiamientos										
Productividad media														Tendencia decreciente (brecha en decremento)										
Remuneración media														Tendencia decreciente										
Productividad media agregada	Crecimiento (Brecha en decremento)													Crecimiento (Brecha en aumento)										
Remuneración media agregada	Recuperación													Estancamiento										
Ganancia agregada /PIB Real	Entre 68% y 62%													Entre 67% y 63%										
Remuneración agregada /PIB Real	Entre 29% y 24%													Entre 27% y 25%										
Tasa de Ganancia	Auge alcista (1.4% a 42.8%)													Constante descenso (37.9% a 27.3%)										
Tasa de Ganancia agregada	Nivel promedio 30.13%						Niveles promedio entre 26% y 28%																	
Tasa de acumulación agregada	Nivel promedio 2.8%						Niveles promedio entre 2.15% y 3.14%																	
Tasa de desocupación agregada	Nivel promedio 4.48%						Niveles promedio entre 3.02% y 3.84%																	

De esta forma, al igual que AMX, la más plausible explicación que encontramos para el aumento en el valor de mercado de FEMSA, además de las fusiones y adquisiciones de empresas, es el uso de recompras como mecanismo que impulsa el aumento del precio de la acción. Aunque la recompra de acciones por parte de FEMSA representa en términos generales una baja proporción, en términos absolutos hablamos de grandes cantidades, lo que unido al aumento del monto emitido de acciones, explica la extraordinaria expansión de FEMSA. Esta dinámica habría sido representativa del período pre-crisis de 2008.

Aunque FEMSA no uso de manera sistemática las recompras, como AMX, para mantener una tendencia creciente del precio, si logra aumentar los beneficios para los accionistas vía la distribución de dividendos. Durante el período en que sí uso la recompra de acciones, el incremento del pago de dividendos fue de 45%. Sin embargo desde 2010 hasta 2018 tuvo un aumento en el pago de dividendos de 239%, período donde concentra el 90% de distribución de dividendos. Ello ha implicado una creciente orientación de las ganancias netas dirigidas al pago de dividendos. En un primer período de 1995 a 2009 el pago de dividendos correspondió a una proporción promedio de alrededor del 18% de las ganancias netas, pero a partir de 2010 se presenta un gran incremento en el pago de dividendos al registrar niveles promedio de 45% de las ganancias netas. En este caso, a diferencia de AMX, el aumento de la distribución de los dividendos desde 2008 habría estado asociado solamente al aumento del precio de mercado de la acción, sin haber sido estimulado por el mecanismo de recompra.

El comportamiento de la tasa de ganancia, en FEMSA como fue el caso de AMX, también fue sensible al crash de 2008, aunque en menor proporción. De 1995-2010 cambia de 1.4% a 42.8%, y es hasta tres años después de la crisis que resintió sus efectos, de 2011 a 2018 presento una caída de 38% a 27%. Aunque desde 2001 su productividad media del trabajo ha tenido una tendencia decreciente, hasta 2010 no había afectado la tendencia creciente de la tasa de ganancia, pero sí después del crash de 2008. Además, la inversión en activos financieros desde 2004 ha tenido un crecimiento negativo de -27.2% claramente reflejado en las pérdidas registradas de sus estados financieros, sin considerar la gran inversión realizada en plena crisis financiera de 2008 identificada en la ganancia extraordinaria que asentó para este año, siendo una posible causa la compra acertada de posiciones de cobertura o terminación anticipada de

posiciones vigentes que resultaba en ganancias o una estrategia de mayor riesgo en la que especuló ante la alta volatilidad del mercado.

Por último, desde 2002 la inversión en activo fijo tuvo un aumento sostenido de 8%; no obstante ha registrado una tendencia decreciente de su productividad media. Al igual que AMX, la expansión apalancada también la hicieron más vulnerable al crash de 2008, aunque en menor medida que AMX, por lo que la inversión en capital fijo ha sido insuficiente para incrementar su productividad y competencia después del crash de 2008 ante un escenario de contracción de la economía.

En conclusión comprobamos las hipótesis de que FEMSA sí ha incrementado la inversión de sus ganancias en capital financiero, de 1991 a 2000 en recompra de acciones pero en predominante proporción por pago de dividendos, y de 2001 a 2018 solamente en pago de dividendos, lo que ha llevado a reducir sus ganancias en inversión de capital productivo. Adicionalmente ha logrado mantener una tendencia creciente del precio de sus acciones, por un lado a través de la recompra de acciones de 1998 a 2004, pero principalmente a través de fusiones y adquisiciones de 2002 a 2016, soportado por un incremental financiamiento y dependencia del mercado financiero, principalmente del mercado de deuda, pero que lleva a una mayor distribución de dividendos a los accionistas. La concentración del ingreso se ha manifestado como una consecuencia del aumento del valor del accionista para incrementar sus ganancias pero con una baja remuneración de sus trabajadores que es proporcional a la productividad.

ALFA

ALFA inicia su primer IED en 1998 a partir de una adquisición en Venezuela; posteriormente reinicia su expansión de 2003 a 2018. Entre 2003 y 2004 adquiere cuatro empresas de Centro América y el Caribe; en 2005 dos empresas en Europa; en 2007 una empresa con presencia en EEUU, Argentina, Brasil, Polonia y China, así como otra empresa en EEUU; en 2010 adquirió una empresa en Perú y otra en EEUU; en 2012 una empresa con presencia en EEUU, Escocia y España; en 2013 dos empresas: una en España y otra en Costa Rica. En 2015 consolida en México una

fusión y una adquisición y hasta 2018 adquirió una empresa en Tailandia⁷⁶. Es decir, ALFA siguió una estrategia de expansión más globalizada, con la compra de 17 empresas y una fusión entre 1998 y 2018; como fue el caso de FEMSA y el de AMX, sus adquisiciones representan casi la mitad de adquisiciones de AMX (sin considerar plantas productoras). Para el período 1991-2018 el financiamiento para llevar a cabo su expansión, fue como en el caso de FEMSA y AMX, con el incremento del financiamiento en el mercado de deuda (concentró 70% entre 2013-2018) y crédito bancario (predominó de 1991 a 2012) ya que la emisión en el mercado de valores estuvo estancada por 26 años, teniendo registro de nueva emisión de acciones solamente para los años 1996 y 2012.

El valor de mercado toma relevancia a partir del crash de 2008 hasta 2018, por el notable crecimiento de 8,493% y acumulación del 98% de su valor total de mercado desde 1991. Al igual que el caso de FEMSA, el incremento del valor de mercado para este período no coincide con el aumento del precio de su acción de 851% (diez veces menor al registrado por valor de mercado). lo que nos lleva a concluir que el valor de mercado ha sido soportado por la emisión de acciones y la acelerada expansión a través de adquisiciones y una fusión y en menor medida por el aumento del precio, utilizando como FEMSA solo de manera puntual el recurso de recompra de acciones. En efecto, en 2011 recompró 3.7% de acciones en circulación (una proporción muy baja), lo cual condujo hasta 2013 al aumento del precio de su acción en un 149%. Al igual que AMX y FEMSA, el aumento del precio de las acciones de ALFA además de lograr el incremento de su valor de mercado, logra incrementar el reparto de dividendos, ya que en el período de recompras de 2001 a 2008, que mantiene un nivel promedio anual de recompra de acciones de 4.6%, el precio de su acción se incrementa 250%, y el monto de dividendos aumenta en 119%. En 2011 se recompran 3.7% de acciones en circulación y de 2011 a 2013 el precio de la acción aumenta 149% y el monto de dividendos pagados aumenta 210%. Por otra parte, aunque de 1991 a 1999 tuvo un ligero retroceso en el monto de dividendos, al presentar un decremento de -4%, de 2000 a 2018 el pago

⁷⁶ A partir de los datos proporcionados por: Jorge Basave, Anexo 3 de su libro “Multinacionales Mexicanas: Surgimiento y Evolución”; Revista “Expansión” en la liga: <https://expansion.mx/empresas/2019/12/19/empresas-de-compras-asi-fueron-las-principales-adquisicones-de-la-decada>, <https://expansion.mx/empresas/2019/01/08/estas-fueron-fusiones-adquisiciones-mas-importantes-de-2018>; y Seale & Associates en la liga: <http://mnamexico.com/wp-content/uploads/2017/01/Seale-Associates-Mexico-MA-Report-2015.pdf>, <http://mnamexico.com/wp-content/uploads/2017/01/Fusiones-y-Adquisiciones-Mexico-2016.pdf>.

de dividendos tuvo un notable incremento de 596%, además que en este período acumuló el 90% del monto total dividendos distribuidos.

En ALFA como en las otras empresas analizadas podemos comprobar que el funcionamiento y dinámica de las empresas se ha orientado a conseguir el mayor valor para los accionistas, por ello hace sentido que las ganancias netas tengan clara tendencia al aumento del pago de dividendos. De 1991 al 2000 en promedio el pago de dividendos absorbió una proporción del 24.2% de las ganancias netas, de 2001 a 2010 la proporción fue de 33.42% y de 2011 a 2018 de 69.4%. En la mayor parte del período analizado el aumento del pago de dividendos fue asociado al aumento del valor de mercado de la empresa por adquisiciones y fusión y en menor proporción y casos aislados al aumento del precio de la acción.

A diferencia de AMX y FEMSA, ALFA es la empresa cuyos niveles de tasa de ganancia son más bajos y más volátiles, es también la empresa que muestra una reacción mayor al impacto de crisis financieras, vía la tasa de ganancia. Esta reacción diferenciada podría tener explicación en que AMX y FEMSA son firmas monopólicas más enfocadas a líneas de negocio particulares, en este caso telecomunicaciones y bebidas/comercio respectivamente, y de esta forma serían más resistentes a crisis financieras con reacciones no tan pronunciadas.

En el caso de Grupo ALFA, hasta 2018 el conglomerado formado por 15 empresas (quizás algunas monopólicas) de diferentes giros (como ALPEK-químicos, NEMAK-piezas automotrices o SIGMA-alimentos, entre otras), su expansión se ha registrado mediante la adquisición de empresas con deuda (apalancada) lo que la vuelve más vulnerable y más sensibles a crisis financieras, presentando una reacción mucho más pronunciada y sigue el ciclo de la crisis. De esta forma, en el período pre-crisis de 1994, de 1990 a 1993 presenta un promedio anual de tasa de ganancia de 10.43%, en la crisis de 1994 registra un nivel de -10.87%, “quedando tablas” ya que prácticamente pierde lo logrado los tres años previos. Sin embargo, en un primer período post-crisis, de 1995 a 2007 logra “estabilizar” y recuperar su tasa de ganancia a niveles promedio anuales del período pre-crisis, al registrar un valor anual de 10.11%. En el crash de 2008, registra una fuerte caída de -18.23%, pero en un segundo período post-crisis, de 2009 a 2018 no logra recuperarse, ya que en promedio registra una tasa de ganancia de 6.38% promedio anual y si bien es menor que en los años previos a la crisis, pero es una tasa alta considerando los valores mundiales.

Tabla 4.2: Análisis Integral de ALFA. 1990-2018.

ALFA	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	
Valor de Mercado																			↑ 1019% (2% acumulado)						↑ 8493% (98% acumulado)					
Financiamiento (Emisión de acciones)	Estancada						246%			Estancada												863%			Estancada					
Dividendos (General)	↓ -4% (10% acumulado)												↑ 596% (90% acumulado)																	
Recompra (General)	Nula												Nivel promedio de 4.06%						Nula			↑3.7%			Nula					
Recompras+Dividendos/Ganancias Netas	24.2% (canalizada pago de dividendos)												33.42% promedio anual (canalizada pago de dividendos)						69.4% promedio anual (canalizada pago de dividendos)											
Precio (General)																			↑ 247%						↑ 851%					
Recompra (Particular)													Nivel promedio de 4.06%						↑3.7%											
Precio (Particular)													↑ 250%						↑ 149%											
Dividendos (Particular)													↑ 119%						↑ 210%											
Inversión Capital Fijo																			Tasa de crecimiento promedio anual (ritmo sostenido): 13.8%											
Inversión Activos Financieros																			Tasa de crecimiento → 129206720%			→ promedio anual: 44327%			→ -19.26%					
Financiamiento (mercado y crédito bancario)	Acumula 30% de su financiamiento en mercado de deuda. Acumula 50.2% de ambos financiamientos																		Concentra 70% de su financiamiento del mercado de deuda (acelerado crecimiento) Concentra 50.8% de ambos financiamientos											
Productividad media																			N/A											
Remuneración media																			N/A											
Productividad media agregada	Crecimiento (Brecha en decremento)												Crecimiento (Brecha en aumento)																	
Remuneración media agregada	Recuperación												Estancamiento																	
Ganancia agregada /PIB Real	Entre 68% y 62%												Entre 67% y 63%																	
Remuneración agregada /PIB Real	Entre 29% y 24%												Entre 27% y 25%																	
Tasa de Ganancia	10.43% promedio anual						-10.87%			10.11% promedio anual						-18.23%			6.38% promedio anual											
Tasa de Ganancia agregada	Nivel promedio 30.13%												Niveles promedio entre 26% y 28%																	
Tasa de acumulación agregada	Nivel promedio 2.8%												Niveles promedio entre 2.15% y 3.14%																	
Tasa de desocupación agregada	Nivel promedio 4.48%												Niveles promedio entre 3.02% y 3.84%																	

En relación a la inversión en activos financieros, su comportamiento es más semejante al caso de FEMSA. En 2008 registra un descomunal aumento de inversión en activos financieros, reflejado en una extraordinaria ganancia, repitiendo este mismo patrón para la crisis de los países europeos en 2013 (recordar que de 2005 a 2013 llevó a cabo importantes adquisiciones en Europa). Sin considerar estos momentos atípicos, desde 2004 a 2018 en ALFA la inversión en activos financieros reflejado en las pérdidas asentadas de sus estados financieros.

Por otra parte, la inversión en capital fijo ha mantenido una tasa sostenida de crecimiento promedio anual de 13.8% y como comentamos la expansión apalancada la han hecho más vulnerable a crisis financieras por lo que la inversión en capital fijo ha sido insuficiente para incrementar su productividad y competencia después del crash de 2008 ante un escenario de contracción de la economía.

En conclusión comprobamos las hipótesis de que ALFA sí ha incrementado la inversión de sus ganancias en capital financiero, de 1991 a 2018 predominantemente en pago de dividendos, lo que ha llevado a reducir sus ganancias en inversión de capital productivo. Adicionalmente ha logrado mantener una tendencia creciente del precio de sus acciones, por un lado en una proporción baja través de la recompra de acciones en 2001 y 2008-2011, pero principalmente a través de fusiones y adquisiciones de 2003 a 2018, soportado por un incremental financiamiento y dependencia del mercado financiero, principalmente del mercado de deuda, pero que lleva a una mayor distribución de dividendos a los accionistas. La concentración del ingreso se ha manifestado como una consecuencia del aumento del valor del accionista para incrementar sus ganancias.

Conclusiones.

De acuerdo a nuestra investigación pudimos identificar que las grandes empresas de países industrializados y economías en desarrollo presentan diferencias y similitudes en su comportamiento desde inicios del siglo XX hasta principios del siglo XXI. Durante la primera mitad del siglo XX el capital productivo tuvo mayor participación en la actividad económica, y todavía durante el segundo período de posguerra las ganancias se reinvertían principalmente en capital productivo, generando así una mayor acumulación real. Durante este período la economía mexicana era dirigida por la industria y con fuerte participación del Estado, registró un crecimiento sostenido por casi tres décadas donde las grandes empresas formaron oligopolios y estaban “protegidas” de la competencia internacional.

A partir de la década de los setenta el comportamiento del capital productivo cambió en la escena internacional, ya que ante un escenario de crisis mundial y caída de la tasa de ganancia industrial, el capital financiero fue tomando un papel predominante en la actividad económica para compensar la rentabilidad, generando un nuevo patrón de acumulación que hemos conocido como capitalismo financiarizado. En esta década las asociaciones de algunas de las grandes empresas mexicanas con capital extranjero, llevaron a cabo una expansión con IED dando como resultado la conversión de grandes empresas nacionales en empresas transnacionales mexicanas.

Sin embargo, el cambio en la economía mundial de predominio de capital productivo por capital financiero no cambió el patrón de dominio de actividades económicas y control de mercados por monopolios y oligopolios, por el contrario, fortaleció su consolidación y control de la economía mundial, y profundizó su mayor dependencia del crédito. Esta dependencia ha ido evolucionado creando nuevas fuentes de financiamiento, ya que además de emisión de acciones y crédito bancario, se han desarrollado nuevas formas y fuentes de financiamiento como los Collateralized Debt Obligations (CDOs), Credit Default Swaps (CDS), y diversos derivados, así como otras formas que además de las fusiones y adquisiciones de otras empresas, como la recompra de acciones y la contabilidad “creativa” han dado lugar a lo que Serfati denomina el “goodwill” que da lugar a un diferencial entre el precio de mercado de las acciones y su valor en libros, que ha multiplicado

la liquidez de las empresas y les ha permitido incrementar sus ganancias, permitiendo distribuir mayor valor a los accionistas de las empresas.

Cabe resaltar que a partir de la crisis de deuda en 1982, en la década de los ochenta algunas de las grandes empresas en México ante la caída de la tasa de ganancia industrial, liquidaron su deuda externa privada y sentaron las bases para iniciar su expansión, favorecidas por la transición al nuevo modelo económico, impulsado con las reformas estructurales, decidieron invertir sus ganancias de manera creciente en capital financiero, lo que ha reducido la inversión en capital productivo, con consecuencias en los niveles de empleo, empleo informal y desempleo, ello también ha originado una creciente concentración del ingreso. En México, en las empresas estudiadas, el financiamiento ha provenido de manera creciente del mercado de valores nacional e internacional, a través de la emisión de acciones. De esta forma, en los años noventa la IED mexicana retomaba su expansión a través del endeudamiento.

En México el financiamiento vía el mercado de capitales tomo nuevo auge en la década de los noventa, y tras la crisis de 2007-2009 ha mantenido su expansión en la segunda década del siglo XXI. Todavía en los años noventa podríamos decir que las empresas estudiadas tuvieron un financiamiento mixto, es decir bancario y en el mercado, pero de manera creciente el mercado ha desplazado al financiamiento bancario. Y ha estado dirigido principalmente para llevar a cabo una expansión apalancada con flujos de efectivo sostenidos al exterior concretando procesos de fusiones y adquisiciones, cuyo objetivo es aumentar y mantener la rentabilidad de las grandes corporaciones, reforzar su poder oligopólico y consolidar su conversión de empresas transnacionales mexicanas.

En los últimos años de acuerdo a las empresas mexicanas que analizamos, después del crash de 2008 muestran que su financiamiento en el mercado es la forma predominante. Éste ha tenido un comportamiento prácticamente exponencial, y en consecuencia sigue otorgando un papel estelar a los mercados financieros. En este sentido las grandes corporaciones mexicanas no han diferido del comportamiento de las grandes corporaciones mundiales ello explica que desde la década de los años noventa se haya incrementado significativamente el auge de los mercados financieros. Lo que aparece como un mecanismo relativamente nuevo, para aumentar el precio

de las acciones es la recompra de acciones de la propia empresa, en el mercado de valores donde se concreta la expansión apalancada, con lo que además se logra el incremento del precio de las acciones.

En el caso de las transnacionales mexicanas que estudiamos, logramos comprobar nuestra hipótesis de las empresas mexicanas se financian de manera creciente en el mercado. Y que es a través de esa deuda que se obtenían recursos para concretar su expansión. Pero a diferencia de la década de los años setenta, cuando la relación de expansión-financiamiento-rentabilidad, se conseguía porque las ganancias estaban dirigidas a la reinversión en capital productivo a partir del crédito bancario. En los últimos años además de que el crédito bancario está siendo desplazado por el financiamiento del mercado, las ganancias se distribuyen, es decir, se han orientado principalmente al pago de dividendos, y otras inversiones financieras como las recompras como pudimos ver para transnacionales mexicanas que analizamos.

Podemos ver entonces que se encontraban nuevas formas de financiamiento, pero al mismo tiempo obtienen nuevas formas de generar ganancias. De primera instancia las fusiones y adquisiciones provocaban el aumento del precio de las acciones de las empresas transnacionales en el mercado de valores, y por consiguiente el aumento de beneficios de los accionistas, particularmente por el incremento del pago de dividendos. La expectativa de la expansión de las transnacionales mexicanas era incrementar su rentabilidad, y adquirir mayor peso en los mercados internacionales, lo que se logró aumentando el precio de sus acciones.

Sin embargo, para soportar el precio de la acción en el mercado de valores (manteniéndolo o incrementándolo) también se utilizó un recurso adicional que era la recompra de acciones. Este comportamiento, como vimos en nuestro estudio ha sido un fenómeno muy identificado en EEUU y Francia desde los años ochenta, y México no fue la excepción, que lo identificamos principalmente en la segunda década del siglo XXI, siendo América Móvil la empresa más representativa. Al final lo que se buscaba era incrementar la confianza del inversionista o *goodwill* (para nuestro estudio por fusiones y adquisiciones, recompra de acciones y confianza de la marca) y así atrapar capital que invirtiera en estas firmas, lo que se traducía en primer lugar en ofrecer

activos (en este caso acciones e instrumentos de deuda) con altos rendimientos y en segundo lugar incrementar el valor de mercado.

Respecto a la oferta de instrumentos con altos rendimientos, hace sentido ante un ambiente de bajas tasas de interés a nivel mundial y un mercado interno deprimido en México, particularmente a partir de la segunda mitad de los años noventa, cuando las tasas de interés que ofrecía el Banco Central iniciaron una tendencia decreciente, por lo cual una forma de atraer capitales para invertir en las firmas era ofreciendo rendimientos más atractivos en el mercado. A ello que se sumó la tendencia al incremento de beneficios a partir de la distribución de dividendos en el mercado de capitales como vimos para las empresas mexicanas que analizamos. Al final de cuentas los prestamistas eran los beneficiarios en ambos mercados, porque se remuneraba capital vía los intereses y los dividendos, para las empresas que estudiamos.

De acuerdo a nuestra investigación desde la década de los noventa, en el mercado de capitales los prestamistas en su mayoría han correspondido a inversionistas extranjeros, propiciando así lo que hemos conocido como financiarización subordinada. Cabe señalar que pese a la crisis financiera de 1994 y 1995 en México, la década de los noventa fue un período de alta rentabilidad y auge de la globalización, que ayudó por un lado a las grandes empresas transnacionales mexicanas a iniciar su expansión apalancada, que ante un ambiente de desregulación financiera, que favorecía la libre movilidad de capitales pero al mismo tiempo ocasionaba la concentración del ingreso y deterioro de los salarios. Por otro lado, contribuía al fortalecimiento (que inicia en los años setenta) de la nueva división del trabajo –concentrando ganancias a través de filiales alrededor del mundo y que combina ganancias productivas con ganancias financieras, donde se privilegiaba la alta rentabilidad de corto plazo, la obtención de liquidez, lo que se traduce en una mayor concentración de la riqueza. Ante esta transformación del aparato productivo, las empresas transnacionales o conglomerados productivo-financieros, se han convertido en líderes del capitalismo financiarizado.

Otra de las nuevas formas de incremento del valor de mercado de las acciones, ha sido a través de la valoración de activos intangibles, que de acuerdo a la investigación de las tres empresas que analizamos, destaca su objetivo cuando pudimos comprobar que han logrado mantener o

aumentar el valor de mercado o “precio comercial de la empresa” en primer lugar a través del incremento del precio de las acciones. Comprobamos en grado diferenciado ello estuvo asociado a la recompra de acciones, lo cual generó también el incremento de pago de dividendos. Incluso nuevas emisiones de acciones fueron recompradas unos días después, lo que nos indica que su objetivo no era expandir el capital social de la empresa sino que tenían el objetivo de elevar el precio de las acciones. En ambos casos, tanto por los atractivos rendimientos como por el incremento del valor de mercado, se fomentaba la formación de capital ficticio, ya que no estaba soportado por el nivel de producción o innovación tecnológica de las empresas.

En relación a las tres empresas analizadas considerando la evidencia empírica nos lleva a concluir:

AMX

Con el análisis empírico pudimos comprobar que en AMX el gran crecimiento en la emisión de acciones lograría dos objetivos: el primero es el financiamiento necesario para su expansión, el segundo mantener el valor de mercado de la empresa, por el aumento del precio de las acciones vía la recompra que en esta empresa juega un papel creciente. Esta dinámica habría sido representativa en el período post-crisis 2008. Otro comportamiento que logramos corroborar y que ha sido reiterado en la literatura sobre la financiarización es que la inversión está guiada para obtener mayor valor para los accionistas. Y en efecto en AMX, al mantener una tendencia creciente del precio, se lograba el aumento de beneficios para los accionistas a partir del reparto de dividendos, que de 2001 a 2018 tuvo un incremento de 171%.

Buena parte de las ganancias netas de AMX estuvieron canalizadas hacia el de pago de dividendos (29.82% de 2001 a 2010 y 35.35% de 2011 a 2018). En tanto que las recompras que representaron 2% de las ganancias netas entre 2001 a 2010, representaron el 50.71% entre 2011 a 2018, un 15% por encima del reparto de dividendos, por lo que podemos concluir que en el periodo 2011 a 2018 las ganancias fueron orientadas hacia la inversión financiera en recompra de acciones, en este caso para aumentar y sostener el precio de la acción. Entonces, la inversión en recompra de acciones lograba dos objetivos: el primero es que estimulaba al alza el precio de la acción, y el segundo por consecuencia, aumentaba el monto de dividendos distribuidos.

Ahora bien, nuestros datos muestran que el crash de 2008 impactó considerablemente la tasa de ganancia de AMX, ya que en el período pre-crisis 2000 a 2007 aumentó de 3.5% a 30.6%; y de 2008 a 2018 disminuyó de 28.4% a 8.5%, y aunque la reducción es significativa su tasa de ganancia sigue siendo muy alta considerando los niveles mundiales. Este ciclo coincide en gran medida con el comportamiento de la productividad media, que mantuvo una significativa expansión de 2001 a 2009, pero con una gran contracción entre 2010 a 2018.

Por otra parte, de 2004 a 2018 la tasa de crecimiento promedio anual en la inversión en activos financieros fue de 24.5%, con un ritmo acelerado y de altas fluctuaciones, y la inversión de capital fijo fue de 11.6% con ritmo lento y sostenido, lo que confirma una mayor inversión en activos financieros que en actividad productiva. De esta manera, podemos demostrar que AMX es empresa más apalancada de las tres EMEs que hemos estudiado, y que para su expansión ha tenido un incremento acelerado en la inversión de capital financiero, destinando una mayor participación de las ganancias en pago intereses o dividendos y deudas originado por el aumento de su financiamiento. Por su parte, el crecimiento sostenido en la inversión de capital fijo (por la agresiva expansión), en una visión de largo plazo no habría resultado rentable para mantener o incrementar la tasa de ganancia, ya que además ha registrado una caída de su productividad media desde 2009.

En conclusión comprobamos las hipótesis de que AMX sí ha incrementado la inversión de sus ganancias en capital financiero, de 2001 a 2010 en pago de dividendos y de 2011 a 2018 en pago de dividendos y en mayor proporción en recompra de acciones, lo que ha llevado a reducir sus ganancias en inversión de capital productivo. Adicionalmente ha logrado mantener una tendencia creciente del precio de sus acciones, por un lado a través de la recompra de acciones de 2011 a 2018, y por otro lado a través de fusiones y adquisiciones de 2005 a 2016, soportado por un incremental financiamiento y dependencia del mercado financiero (deuda y capitales) que se sostiene por una confianza creciente de los inversionistas sustentada en una mayor distribución de dividendos para los accionistas. La concentración del ingreso se ha manifestado como una consecuencia del aumento del valor del accionista para incrementar sus ganancias pero con una baja remuneración de sus trabajadores que no es proporcional a su productividad.

FEMSA

En contraste a la estrategia de expansión de AMX, la expansión de FEMSA fue más regional, con la compra de 17 empresas entre 1994 y 2018 correspondiente a prácticamente la mitad de adquisiciones de AMX (sin considerar plantas productoras). En el primer período de 1994 a 2013, el financiamiento para llevar a cabo la expansión habría proveniendo del incremento de su deuda en el mercado financiero. Desde 2010, el financiamiento en el mercado ha sido superior al crédito bancario. Su valor de mercado se ha mantenido en aumento a pesar del crash de 2008, ya que de 2008 a 2018 ha acumulado el 95% de su valor total con un crecimiento acumulado del 376%. A diferencia de AMX, el crecimiento del valor de su acción también creció en 376%, lo que indica que no fue necesario “inflar” el valor de mercado a través de la inversión en recompras para aumentar el precio.

La más plausible explicación que encontramos para el aumento en el valor de mercado de FEMSA, además de las fusiones y adquisiciones de empresas, es el uso de recompras como mecanismo que impulsa el aumento del precio de la acción, al igual que AMX. Aunque la recompra de acciones por parte de FEMSA representa en términos generales una baja proporción, en términos absolutos hablamos de grandes cantidades, lo que unido al aumento del monto emitido de acciones, explica la extraordinaria expansión de FEMSA. Aunque FEMSA no uso de manera sistemática las recompras, como AMX, para mantener una tendencia creciente del precio, si logra aumentar los beneficios para los accionistas vía la distribución de dividendos.

El incremento del pago de dividendos fue de 45%. Sin embargo desde 2010 hasta 2018 tuvo un aumento en el pago de dividendos de 239%, período donde concentra el 90% de distribución de dividendos. Ello ha implicado una creciente orientación de las ganancias netas dirigidas al pago de dividendos. El comportamiento de la tasa de ganancia, en FEMSA como fue el caso de AMX, también fue sensible al crash de 2008, aunque en menor proporción, de 2011 a 2018 presentó una caída de 38% a 27%. Aunque desde 2001 su productividad media del trabajo ha tenido una tendencia decreciente, hasta 2010 no había afectado la tendencia creciente de la tasa de ganancia, pero sí después del crash de 2008. La inversión en capital fijo ha sido insuficiente para

incrementar su productividad y competencia después del crash de 2008 ante un escenario de contracción de la economía.

En conclusión comprobamos las hipótesis de que FEMSA sí ha incrementado la inversión de sus ganancias en capital financiero, de 1991 a 2000 en recompra de acciones pero en predominante proporción por pago de dividendos, y de 2001 a 2018 solamente en pago de dividendos, lo que ha llevado a reducir sus ganancias en inversión de capital productivo. Adicionalmente ha logrado mantener una tendencia creciente del precio de sus acciones, por un lado a través de la recompra de acciones de 1998 a 2004, pero principalmente a través de fusiones y adquisiciones de 2002 a 2016, soportado por un incremental financiamiento y dependencia del mercado financiero, principalmente del mercado de deuda, pero que lleva a una mayor distribución de dividendos a los accionistas. La concentración del ingreso se ha manifestado como una consecuencia del aumento del valor del accionista para incrementar sus ganancias pero con una baja remuneración de sus trabajadores que es proporcional a la productividad.

ALFA

ALFA siguió una estrategia de expansión más globalizada, con la compra de 17 empresas y una fusión entre 1998 y 2018; como fue el caso de FEMSA y el de AMX, sus adquisiciones representan casi la mitad de adquisiciones de AMX (sin considerar plantas productoras). Para el período 1991-2018 el financiamiento para llevar a cabo su expansión, fue como en el caso de FEMSA y AMX, con el incremento del financiamiento en el mercado de deuda, registro de nueva emisión de acciones solamente para los años 1996 y 2012.

El valor de mercado toma relevancia a partir del crash de 2008 hasta 2018, por el notable crecimiento de 8,493% y acumulación del 98% de su valor total de mercado desde 1991. Al igual que el caso de FEMSA, el incremento del valor de mercado para este período no coincide con el aumento del precio de su acción de 851% (diez veces menor al registrado por valor de mercado). lo que nos lleva a concluir que el valor de mercado ha sido soportado por la emisión de acciones y la acelerada expansión a través de adquisiciones y una fusión y en menor medida por el aumento del precio, utilizando como FEMSA solo de manera puntual el recurso de recompra de acciones.

En efecto, en 2011 recompró 3.7% de acciones en circulación (una proporción muy baja), lo cual condujo hasta 2013 al aumento del precio de su acción en un 149%. Al igual que AMX y FEMSA, el aumento del precio de las acciones de ALFA además de lograr el incremento de su valor de mercado, logra incrementar el reparto de dividendos. En 2011 se recompran 3.7% de acciones en circulación y de 2011 a 2013 el precio de la acción aumenta 149% y el monto de dividendos pagados aumenta 210%. De 2000 a 2018 el pago de dividendos tuvo un notable incremento de 596%, además que en este período acumuló el 90% del monto total dividendos distribuidos.

En ALFA como en las otras empresas analizadas podemos comprobar que el funcionamiento y dinámica de las empresas se ha orientado a conseguir el mayor valor para los accionistas, por ello hace sentido que las ganancias netas tengan clara tendencia al aumento del pago de dividendos. De 1991 al 2000 en promedio el pago de dividendos absorbió una proporción del 24.2% de las ganancias netas, de 2001 a 2010 la proporción fue de 33.42% y de 2011 a 2018 de 69.4%. En la mayor parte del período analizado el aumento del pago de dividendos fue asociado al aumento del valor de mercado de la empresa por adquisiciones y fusión y en menor proporción y casos aislados al aumento del precio de la acción.

A diferencia de AMX y FEMSA, ALFA es la empresa cuyos niveles de tasa de ganancia son más bajos y más volátiles, es también la empresa que muestra una reacción mayor al impacto de crisis financieras, vía la tasa de ganancia. Esta reacción diferenciada podría tener explicación en que AMX y FEMSA son firmas monopólicas más enfocadas a líneas de negocio particulares. En el caso de Grupo ALFA, hasta 2018 el conglomerado formado por 15 empresas (quizás algunas monopólicas) de diferentes giros (como ALPEK-químicos, NEMAK-piezas automotrices o SIGMA-alimentos, entre otras), su expansión se ha registrado mediante la adquisición de empresas con deuda (apalancada) lo que la vuelve más vulnerable y más sensibles a crisis financieras, presentando una reacción mucho más pronunciada y sigue el ciclo de la crisis.

En conclusión comprobamos las hipótesis de que ALFA sí ha incrementado la inversión de sus ganancias en capital financiero, de 1991 a 2018 predominantemente en pago de dividendos, lo que ha llevado a reducir sus ganancias en inversión de capital productivo. Adicionalmente ha logrado mantener una tendencia creciente del precio de sus acciones, por un lado en una

proporción baja través de la recompra de acciones en 2001 y 2008-2011, pero principalmente a través de fusiones y adquisiciones de 2003 a 2018, soportado por un incremental financiamiento y dependencia del mercado financiero, principalmente del mercado de deuda, pero que lleva a una mayor distribución de dividendos a los accionistas. La concentración del ingreso se ha manifestado como una consecuencia del aumento del valor del accionista para incrementar sus ganancias.

Aunque no fue parte de nuestra investigación, queremos dejar asentado que las empresas calificadoras de valores no han incluido en su calificación el incremento de capital ficticio, lo que si bien aumenta el valor de mercado de las empresas, genera mayor vulnerabilidad pues no traduce en un aumento de la producción. Las “nuevas” formas de aumento de valor de mercado de las empresas como: fusiones y adquisiciones, aumento de precio de las acciones, incremento del pago de dividendos, pueden ofrecer indicadores de fortaleza de una empresa y dejándose llevar por el slogan panfletario de la etapa neoliberal de que “el mercado es el regulador de la economía”, entonces se asume que el comportamiento del precio de las acciones es fiel reflejo de la situación de la empresa y su nivel de competitividad y confianza, cuando hemos expuesto en este trabajo evidencias empíricas que muestran que el precio de mercado de las acciones no necesariamente refleja la situación productiva de la empresa.

Por el contrario, la falta de análisis y supervisión de las autoridades bancarias y del mercado de valores, (como fue el caso de EEUU en un contexto de desregulación financiera), han fomentado el incremento de formas “sintéticas” o de aumento de una “falsa” la confianza del inversionista, quienes se guían por las calificaciones que otorgan las calificadoras de valores antes de invertir. La necesidad de obtener mayores ganancias, ha conducido al aumento exponencial de la inversión cortoplacista, misma ha desplazado a la inversión de mediano y largo plazo en innovación y desarrollo técnico, ello ha sido facilitado por la forma en que se otorgan las calificaciones, la falta de análisis y supervisión, lo que ha generado la inflación de activos, es decir han generado calificaciones “infladas” correspondiente a precios “inflados”. Al final las fusiones/adquisiciones, recompra de acciones y valuación de activos intangibles son fenómenos clave de la era de financiarización neoliberal.

Por último, desde los años noventa, a diferencia de otras etapas de dominio de las finanzas como la década de los años setenta, aunque se registra una revolución científico-técnica (TICs), el surgimiento de nuevos productos y el incremento de la productividad no han generado el traslado de capitales del sector financiero al productivo. Por el contrario, el sector productivo se modificó integrando a su dinámica las ganancias obtenidas en el sector financiero. Es decir, cuando surge un nuevo paradigma tecnológico tiende a elevarse la tasa de ganancia por incremento de la productividad y con ello se supone que se desplaza el capital de la esfera financiera a la productiva. Este proceso que parecía se había presentado en las crisis de larga duración (ondas largas), y que lleva a Carlota Pérez a considerar que el capital financiero está subordinado a la dinámica del capital productivo, ahora no se ha comportado de esa manera, por el contrario, la dinámica del capital financiero está subordinado a la dinámica del capital productivo.

Aunque existe una revolución científico-técnica que ha puesto en marcha un nuevo paradigma tecnológico, continua el dominio del capital financiero y la crisis de 2008 no generó una nueva armonización entre capital productivo y financiero, sino que consolidó el dominio del capital financiero. Con ello los niveles de empleo se redujeron y en México se amplió el mercado informal, que ya representa cerca del 70% de la población ocupada y el desempleo (con todas las deficiencias con que se mide en México) en las empresas analizadas también aumentó. Además la productividad se desligó de la remuneración, al menos en el caso de AMX, y en el caso de FEMSA se mantuvo la brecha entre productividad y remuneración, con lo que podemos concluir que también se comprueba la hipótesis de que la forma de funcionamiento de las EMEs mexicanas han generado una mayor concentración del ingreso y mayor desempleo, y sobre todo el crecimiento del empleo informal.

En relación a las empresas analizadas en conjunto podemos apreciar una transición de un modelo empresarial productivo-financiero a uno financiero-productivo, donde las empresas se han convertido en inversionistas financieros, y suman a sus ganancias productivas las ganancias financieras, logrando el objetivo de un nuevo gobierno corporativo para aumentar el valor de los accionistas, lo que ha generado consecuencias como baja remuneración del empleo, bajos niveles de productividad y polarización de la distribución del ingreso.

Anexo 1. Información estadística

En este apartado se encuentran los datos correspondientes de las Gráficas 3.1 a 3.2 mostradas en el Capítulo 3.

Gráfica 3.1. Cambio porcentual acumulado de la productividad y remuneración media de actividades, bienes y servicios no financieros en México para el período 1993-2018.

Gráfica 3.2. Excedente bruto de operación y remuneración total de asalariados como % del PIB Real, en actividades, bienes y servicios no financieros en México para el período 1993-2018.

Año	PMT (\$)	RMT (\$)	PMT (%)	RMT (%)	EBO (\$)	RA (\$)	PIBr (\$)	EBO / PIBr (%)	RA / PIBr (%)
1993	343,546	108,955	100	100	6,333	2,949	10,166	62.30	29.01
1994	354,918	112,518	103.31	103.27	6,651	3,091	10,668	62.34	28.97
1995	350,362	96,388	101.98	88.47	6,680	2,537	9,997	66.82	25.38
1996	360,641	94,845	104.98	87.05	7,363	2,630	10,674	68.98	24.64
1997	368,737	98,835	107.33	90.71	7,804	2,864	11,405	68.43	25.11
1998	367,260	102,614	106.90	94.18	8,035	3,122	11,994	66.99	26.03
1999	367,045	105,214	106.84	96.57	8,139	3,281	12,324	66.04	26.62
2000	376,717	110,251	109.66	101.19	8,539	3,544	12,933	66.02	27.40
2001	376,088	115,305	109.47	105.83	8,260	3,665	12,881	64.13	28.46
2002	380,947	118,358	110.89	108.63	8,188	3,706	12,875	63.59	28.78
2003	387,272	121,895	112.73	111.88	8,218	3,807	13,062	62.91	29.15
2004	392,485	117,850	114.25	108.16	8,788	3,796	13,574	64.74	27.96
2005	396,157	117,798	115.31	108.12	9,011	3,838	13,887	64.89	27.64
2006	402,905	116,746	117.28	107.15	9,563	3,927	14,511	65.90	27.06
2007	402,197	115,500	117.07	106.01	9,786	3,969	14,844	65.93	26.74
2008	405,913	115,613	118.15	106.11	10,057	4,032	15,014	66.98	26.86
2009	388,409	117,497	113.06	107.84	9,107	3,979	14,220	64.05	27.98
2010	404,038	117,557	117.61	107.89	9,753	4,030	14,948	65.24	26.96
2011	412,570	116,664	120.09	107.08	10,318	4,096	15,495	66.59	26.43
2012	417,416	117,649	121.50	107.98	10,762	4,249	16,060	67.01	26.46
2013	415,006	121,334	120.80	111.36	10,596	4,408	16,277	65.10	27.08
2014	416,988	121,061	121.38	111.11	10,774	4,440	16,734	64.38	26.54
2015	421,469	122,811	122.68	112.72	11,039	4,575	17,284	63.87	26.47
2016	422,930	120,720	123.11	110.80	11,362	4,573	17,787	63.88	25.71
2017	430,193	119,343	125.22	109.53	11,814	4,569	18,163	65.04	25.16
2018	430,753	120,564	125.38	110.65	11,972	4,688	18,552	64.53	25.27

\$ Pesos mexicanos

\$ Miles de millones de pesos mexicanos

PMT Productividad media del trabajo
RMT Remuneración media del trabajo

EBO Excedente Bruto de Operación
RA Remuneración de Asalariados
PIBr Producto Interno Bruto Real

Gráfica 3.3. Comportamiento de la tasa de ganancia, tasa de acumulación y tasa de desocupación para empresas no financieras en México expresadas en % para el período 1995-2018.

Fecha	TD	TG	TA
1995	6.90	28.13	0.96
1996	5.30	30.33	2.25
1997	4.10	31.15	3.21
1998	3.60	30.90	3.76
1999	2.50	30.15	3.84
2000	2.30	30.45	3.88
2001	2.80	28.66	2.78
2002	2.70	27.76	2.33
2003	3.60	27.26	2.21
2004	3.70	28.41	2.59
2005	3.10	28.32	2.87
2006	3.60	29.08	3.36
2007	3.50	28.75	3.51
2008	4.30	28.49	3.71
2009	5.30	25.23	2.25
2010	5.40	26.37	2.46
2011	4.90	27.12	2.87
2012	4.90	27.47	2.98
2013	4.60	26.43	2.35
2014	4.40	26.25	2.35
2015	4.20	26.24	2.51
2016	3.50	26.40	2.32
2017	3.30	26.92	1.94
2018	3.30	26.79	1.82

TD Tasa de Desocupación
 TG Tasa de Ganancia
 TA Tasa de Acumulación

Gráfica 3.4. AMX, FEMSA y ALFA. Financiamiento de su deuda. Préstamos Bancarios e Instrumentos Financieros. 1989-2018. (miles de millones de pesos).

Fecha	PB AMX	IF AMX	PB FEMSA	IF FEMSA	PB ALFA	IF ALFA
1989	nd	nd	Nd	Nd	1.54	0.25
1990	nd	nd	Nd	Nd	1.87	0.25
1991	nd	nd	Nd	Nd	3.50	0.46
1992	nd	nd	Nd	Nd	4.75	0.78
1993	nd	nd	Nd	Nd	3.30	1.08
1994	nd	nd	Nd	Nd	9.34	3.43
1995	nd	nd	8.02	0	9.45	3.80
1996	nd	nd	8.78	0	11.11	3.41
1997	nd	nd	10.56	0	14.91	4.74
1998	nd	nd	10.08	0	26.23	4.17
1999	nd	nd	8.94	0	24.82	4.58
2000	7.82	0	8.60	0	27.01	5.23
2001	21.48	0	8.21	0	24.08	4.69
2002	46.50	0	13.81	0	17.01	0
2003	49.31	0	27.40	11.12	15.77	2.00
2004	24.88	36.58	31.89	13.94	16.75	2.00
2005	17.86	50.68	23.62	11.08	12.56	2.00
2006	34.74	76.03	31.23	9.66	12.91	5.11
2007	26.65	78.11	20.07	19.96	19.80	8.72
2008	53.69	89.80	26.81	17.05	35.53	9.16
2009	114.03	163.21	15.83	13.96	24.69	17.57
2010	54.06	249.04	8.13	17.37	26.28	16.68
2011	41.09	339.53	7.62	21.77	34.43	23.88
2012	10.51	407.16	9.77	74.16	22.50	28.36
2013	10.36	479.96	14.23	62.52	19.63	37.40
2014	31.72	572.03	9.77	74.16	30.82	60.42
2015	52.42	630.79	7.75	83.94	40.68	65.08
2016	34.13	673.68	17.79	121.46	42.86	98.16
2017	31.46	666.42	16.40	114.95	35.44	119.98
2018	29.72	609.21	23.05	100.96	35.97	117.11

PB Préstamos Bancarios
IF Instrumentos Financieros

Gráfica 3.5. Comportamiento de la tasa de interés TIIE a 28 días (%), precio (pesos) de las acciones de AMX, FEMSA y ALFA, nivel del IPC (miles de unidades) para el período 1995-2018.

Gráfica 3.6. Comportamiento del IPC (miles de unidades) y su monto negociado.1995-2018. (billones de pesos).

Gráfica 3.7. Comportamiento del valor de mercado de las acciones AMX, FEMSA y ALFA. 1995-2018. (billones de pesos).

Año	TIIE (%)	AMX (\$)	FEMSA (\$)	ALFA (\$)	IPC (u)	MN IPC (\$)	VM AMX (\$)	VM FEMSA (\$)	VM ALFA (\$)
1995	48.85	Nd	1.40	1.64	2.78	0.26	nd	0.001	0.0003
1996	28.64	Nd	2.20	2.15	3.36	0.34	nd	0.001	0.001
1997	20.09	Nd	5.26	3.25	5.23	0.42	nd	0.003	0.002
1998	34.68	Nd	4.63	1.75	3.96	0.28	nd	0.02	0.001
1999	18.76	Nd	7.63	2.79	7.13	0.33	nd	0.04	0.002
2000	18.86	Nd	5.52	0.83	5.65	0.43	nd	0.03	0.000
2001	7.90	1.03	6.37	0.69	6.37	0.49	0.01	0.03	0.000
2002	8.54	0.88	8.45	1.15	6.13	0.27	0.01	0.04	0.001
2003	6.29	1.82	9.73	2.41	8.80	0.26	0.02	0.05	0.001
2004	8.95	3.45	14.50	4.16	12.92	0.49	0.04	0.08	0.002
2005	8.57	5.66	20.28	4.59	17.80	0.58	0.20	0.12	0.003
2006	7.37	8.94	34.66	5.66	26.45	0.88	0.32	0.21	0.003
2007	7.93	12.70	35.04	5.68	29.54	1.29	0.44	0.63	0.003
2008	8.69	8.13	35.15	2.41	22.38	1.17	0.28	0.63	0.001
2009	4.92	12.11	53.81	7.04	32.12	1.01	0.39	0.96	0.004
2010	4.88	14.09	60.34	10.68	38.55	1.37	0.57	1.08	0.01
2011	4.79	12.85	85.87	13.21	37.08	1.39	0.99	1.54	0.01
2012	4.85	12.25	116.33	24.16	43.71	1.55	0.93	2.08	0.12
2013	3.79	12.72	117.38	32.95	42.73	2.14	0.90	2.10	0.17
2014	3.31	13.92	121.54	29.64	43.15	1.89	0.95	2.17	0.15
2015	3.55	10.68	152.29	31.12	42.98	1.79	0.70	2.72	0.16
2016	6.11	11.76	150.77	23.89	45.64	2.31	0.77	2.70	0.12
2017	7.62	16.04	180.91	20.60	49.35	2.14	1.06	3.24	0.10
2018	8.60	13.49	167.44	22.91	41.64	1.84	0.89	3.00	0.12

TIIE	Tasa de Interés Interbancaria de Equilibrio a 28 días
ALFA	Precio de cierre de la emisora ALFA
AMX	Precio de cierre de la emisora América Móvil
FEMSA	Precio de cierre de la emisora Fomento Económico Mexicano
IPC	Índice de Precios y Cotizaciones
MN	Monto Negociado
VM	Valor de Mercado
u	unidades expresadas en miles

Gráfica 3.8. Comparativo del número emitido de acciones de AMX, FEMSA y ALFA. 1991-2018. (millones).

Año	ALFA	FEMSA	AMX
1991	174	0	0
1992	174	0	0
1993	174	0	0
1994	174	0	0
1995	174	541	0
1996	600	541	0
1997	600	541	0
1998	600	5977	0
1999	600	5977	0
2000	600	5977	0
2001	600	5977	13990
2002	600	5977	13990
2003	600	5977	13990
2004	600	5977	13990
2005	600	5977	41970
2006	600	5977	41970
2007	600	17891	41970
2008	600	17891	41970
2009	560	17891	32284
2010	540	17891	40305
2011	540	17891	78504
2012	5200	17891	78504
2013	5200	17891	78504
2014	5200	17891	78504
2015	5200	17891	95490
2016	5200	17891	95490
2017	5200	17891	96949
2018	5200	17891	96949

Gráfica 3.9. América Móvil. Proporción de acciones en circulación respecto al total de acciones emitidas. 2000-2018.

Fecha	OTS	TS	Fecha	OTS	TS	Fecha	OTS	TS	Fecha	OTS	TS
2000-03-31	96.67	3.33	2005-09-10	88.27	11.73	2010-03-31	100	0	2014-12-31	86.81	13.19
2000-06-30	96.67	3.33	2005-09-30	86.37	13.63	2010-06-10	100	0	2015-03-31	86.02	13.98
2000-09-30	96.67	3.33	2005-12-31	86.23	13.77	2010-06-30	100	0	2015-06-30	85.07	14.93
2000-12-31	96.67	3.33	2006-03-31	86.14	13.86	2010-08-06	100	0	2015-09-30	84.34	15.66
2001-03-31	96.67	3.33	2006-06-30	85.62	14.38	2010-09-30	100	0	2015-12-19	87.30	12.70
2001-06-30	94.37	5.63	2006-09-30	85.55	14.45	2010-12-31	100	0	2015-12-31	69.12	30.88
2001-09-30	94.37	5.63	2006-12-31	84.12	15.88	2011-02-16	100	0	2016-03-31	68.93	31.07
2001-12-31	93.81	6.19	2007-03-31	83.93	16.07	2011-03-31	100	0	2016-06-30	68.66	31.34
2002-03-31	93.57	6.43	2007-06-30	83.73	16.27	2011-06-24	100	0	2016-09-30	68.57	31.43
2002-06-30	93.57	6.43	2007-09-30	83.47	16.53	2011-06-30	100	0	2016-12-31	68.91	31.09
2002-09-30	93.57	6.43	2007-12-31	82.98	17.02	2011-09-30	98.68	1.32	2017-03-31	68.88	31.12
2002-12-31	92.32	7.68	2008-03-31	82.98	17.02	2011-12-31	98.07	1.93	2017-06-30	68.91	31.09
2003-03-31	92.32	7.68	2008-06-30	82.98	17.02	2012-03-31	97.49	2.51	2017-07-12	68.87	31.13
2003-06-30	92.32	7.68	2008-09-30	82.98	17.02	2012-06-30	97.06	2.94	2017-09-30	68.66	31.34
2003-09-30	91.83	8.17	2008-12-31	82.98	17.02	2012-09-30	96.89	3.11	2017-11-09	68.62	31.38
2003-12-31	90.74	9.26	2009-02-12	94.37	5.63	2012-12-31	96.61	3.39	2017-12-31	68.14	31.86
2004-03-31	89.39	10.61	2009-03-31	100	0	2013-03-31	94.81	5.19	2018-03-31	68.14	31.86
2004-06-30	88.46	11.54	2009-06-09	100	0	2013-06-30	91.98	8.02	2018-06-30	68.14	31.86
2004-09-30	87.61	12.39	2009-06-30	100	0	2013-09-30	90.91	9.09	2018-09-30	68.13	31.87
2004-12-31	87.36	12.64	2009-09-23	100	0	2013-12-31	89.77	10.23	2018-12-31	68.11	31.89
2005-03-31	87.06	12.94	2009-09-30	100	0	2014-03-31	88.64	11.36			
2005-06-30	87.06	12.94	2009-11-06	100	0	2014-06-30	88.37	11.63			
2005-07-15	87.06	12.94	2009-12-31	100	0	2014-09-30	87.62	12.38			

Cifras expresadas en %

OTS Acciones en Circulación (Outstanding)
 TS Acciones en Tesorería

Gráfica 3.10. FEMSA. Proporción de acciones en circulación respecto al total de acciones emitidas. 1995-2018.

Fecha	OTS	TS	Fecha	OTS	TS	Fecha	OTS	TS	Fecha	OTS	TS
1995-03-31	100	0	2000-12-31	88.63	11.37	2007-03-31	99.78	0.22	2013-03-31	100	0
1995-06-30	100	0	2001-03-31	88.63	11.37	2007-05-23	99.78	0.22	2013-06-30	100	0
1995-09-30	100	0	2001-06-30	88.63	11.37	2007-06-30	100	0	2013-09-30	100	0
1995-12-31	100	0	2001-09-30	88.63	11.37	2007-09-30	100	0	2013-12-31	100	0
1996-03-31	100	0	2001-12-31	88.63	11.37	2007-12-31	100	0	2014-03-31	100	0
1996-06-30	100	0	2002-03-31	88.63	11.37	2008-03-31	100	0	2014-06-30	100	0
1996-09-30	100	0	2002-06-30	88.63	11.37	2008-06-30	100	0	2014-09-30	100	0
1996-12-31	100	0	2002-09-30	88.63	11.37	2008-09-30	100	0	2014-12-31	100	0
1997-03-31	100	0	2002-12-31	88.63	11.37	2008-12-31	100	0	2015-03-31	100	0
1997-06-30	100	0	2003-03-31	88.63	11.37	2009-03-31	100	0	2015-06-30	100	0
1997-09-30	100	0	2003-06-30	88.63	11.37	2009-06-30	100	0	2015-09-30	100	0
1997-12-31	100	0	2003-09-30	88.63	11.37	2009-09-30	100	0	2015-12-31	100	0
1998-01-17	100	0	2003-12-31	88.63	11.37	2009-12-31	100	0	2016-03-31	100	0
1998-03-31	90.58	9.42	2004-03-31	88.63	11.37	2010-03-31	100	0	2016-06-30	100	0
1998-06-30	90.58	9.42	2004-06-30	88.63	11.37	2010-06-30	100	0	2016-09-30	100	0
1998-07-14	90.58	9.42	2004-09-30	88.63	11.37	2010-09-30	100	0	2016-12-31	100	0
1998-09-30	89.37	10.63	2004-12-31	88.63	11.37	2010-12-31	100	0	2017-03-31	100	0
1998-12-31	89.37	10.63	2005-03-31	99.78	0.22	2011-03-31	100	0	2017-06-30	100	0
1999-03-31	89.37	10.63	2005-06-30	99.78	0.22	2011-06-30	100	0	2017-09-30	100	0
1999-06-30	89.37	10.63	2005-09-30	99.78	0.22	2011-09-30	100	0	2017-12-31	100	0
1999-09-30	89.37	10.63	2005-12-31	99.78	0.22	2011-12-31	100	0	2018-03-31	100	0
1999-12-31	89.37	10.63	2006-03-31	99.78	0.22	2012-03-31	100	0	2018-06-30	100	0
2000-03-31	89.37	10.63	2006-06-30	99.78	0.22	2012-06-30	100	0	2018-09-30	100	0
2000-06-30	89.37	10.63	2006-09-30	99.78	0.22	2012-09-30	100	0	2018-12-31	100	0
2000-09-30	88.82	11.18	2006-12-31	99.78	0.22	2012-12-31	100	0			

Cifras expresadas en %

OTS Acciones en Circulación (Outstanding)
 TS Acciones en Tesorería

Gráfica 3.11. ALFA. Proporción de acciones en circulación respecto al total de acciones emitidas. 1990-2018.

Fecha	OTS	TS	Fecha	OTS	TS	Fecha	OTS	TS	Fecha	OTS	TS
1990-03-31	100	0	1997-09-30	100	0	2005-06-30	96.76	3.24	2012-06-30	99.40	0.60
1990-06-30	100	0	1997-12-31	99.06	0.94	2005-09-30	96.76	3.24	2012-09-25	99.40	0.60
1990-09-30	100	0	1998-03-31	99.06	0.94	2005-12-31	96.76	3.24	2012-09-30	99.15	0.85
1990-12-31	100	0	1998-06-30	98.64	1.36	2006-03-31	96.76	3.24	2012-12-31	98.96	1.04
1991-03-31	100	0	1998-09-30	98.64	1.36	2006-06-30	93.36	6.64	2013-03-31	98.96	1.04
1991-06-30	100	0	1998-12-31	98.64	1.36	2006-09-30	93.36	6.64	2013-06-30	98.89	1.11
1991-09-30	100	0	1999-03-31	98.22	1.78	2006-12-31	93.36	6.64	2013-09-30	98.89	1.11
1991-12-31	100	0	1999-06-30	98.22	1.78	2007-03-31	93.36	6.64	2013-12-31	98.89	1.11
1992-03-31	100	0	1999-09-30	98.22	1.78	2007-06-30	93.36	6.64	2014-03-31	98.74	1.26
1992-06-30	100	0	1999-12-31	99.60	0.40	2007-09-30	93.36	6.64	2014-06-30	98.74	1.26
1992-09-30	100	0	2000-03-31	99.58	0.42	2007-12-31	93.36	6.64	2014-09-30	98.74	1.26
1992-12-31	100	0	2000-06-30	99.99	0.01	2008-03-31	93.36	6.64	2014-12-31	98.74	1.26
1993-03-31	100	0	2000-09-30	99.89	0.11	2008-06-30	93.36	6.64	2015-03-31	98.74	1.26
1993-06-30	100	0	2000-12-31	99.87	0.13	2008-09-30	93.36	6.64	2015-06-30	98.74	1.26
1993-09-30	100	0	2001-03-31	97.64	2.36	2008-12-31	93.23	6.77	2015-09-30	98.47	1.53
1993-12-31	100	0	2001-06-30	98.06	1.94	2009-03-31	93.23	6.77	2015-12-31	98.47	1.53
1994-03-31	100	0	2001-09-30	98.06	1.94	2009-04-03	99.89	0.11	2016-03-31	98.47	1.53
1994-06-30	100	0	2001-12-31	98.06	1.94	2009-06-30	99.89	0.11	2016-06-30	98.47	1.53
1994-09-30	100	0	2002-03-31	98.06	1.94	2009-09-30	99.89	0.11	2016-09-30	98.47	1.53
1994-12-31	100	0	2002-06-30	98.06	1.94	2009-12-31	99.89	0.11	2016-12-31	98.47	1.53
1995-03-31	100	0	2002-09-30	98.06	1.94	2010-03-24	100.00	0.00	2017-03-31	97.81	2.19
1995-06-30	100	0	2002-12-31	98.06	1.94	2010-03-31	99.96	0.04	2017-06-30	97.81	2.19
1995-09-30	100	0	2003-03-31	98.06	1.94	2010-06-30	99.96	0.04	2017-09-30	97.81	2.19
1995-12-31	100	0	2003-06-30	96.76	3.24	2010-09-30	99.53	0.47	2017-12-31	97.21	2.79
1996-03-31	100	0	2003-09-30	96.76	3.24	2010-12-31	98.98	1.02	2018-03-31	97.21	2.79
1996-06-15	100	0	2003-12-31	96.76	3.24	2011-03-31	98.83	1.17	2018-06-30	97.21	2.79
1996-06-30	100	0	2004-03-31	96.76	3.24	2011-06-30	98.83	1.17	2018-09-30	97.21	2.79
1996-09-30	100	0	2004-06-30	96.76	3.24	2011-09-30	98.83	1.17	2018-12-31	97.21	2.79
1996-12-31	100	0	2004-09-30	96.76	3.24	2011-12-31	96.28	3.72			
1997-03-31	100	0	2004-12-31	96.76	3.24	2012-02-29	99.99	0.01			
1997-06-30	100	0	2005-03-31	96.76	3.24	2012-03-31	99.74	0.26			

Cifras expresadas en %

OTS Acciones en Circulación (Outstanding)
 TS Acciones en Tesorería

Gráfica 3.12. AMX. Flujos de efectivo anuales de recompras y dividendos 2001-2018 (miles de millones de pesos).

Gráfica 3.13. AMX. Precio de acciones en relación a flujos de efectivo anuales de recompras y dividendos. 2001-2018 (miles de millones de pesos).

Gráfica 3.14. FEMSA Flujos de efectivo anuales de recompras y dividendos. 1995-2018 (miles de millones de pesos).

Gráfica 3.15. FEMSA. Precio de acciones en relación a los flujos de efectivo de recompras y dividendos. 1995-2018.(miles de millones de pesos)

Gráfica 3.16. ALFA. Flujos de efectivo anuales por recompras y dividendos. 1991-2018 (miles de millones de pesos).

Gráfica 3.17. ALFA. Precio de Acciones en relación a los flujos de efectivo de recompras y dividendos. 1991-2018 (miles de millones de pesos).

Fecha	GN (\$)	R (\$)	D (\$)	AMX (\$)	GN (\$)	R (\$)	D (\$)	FEMSA (\$)	GN (\$)	R (\$)	D (\$)	ALFA (\$)
1991	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	0.74	0.0000	0.41	0.40
1992	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	0.39	0.0000	0.30	0.32
1993	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	1.09	0.0000	0.27	0.40
1994	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	-2.07	0.0000	0.19	0.79
1995	nd	nd	nd	nd	0.19	0.0000	0.05	1.40	2.08	0.0000	0.23	1.64
1996	nd	nd	nd	nd	2.18	0.0000	0.07	2.20	5.17	0.0000	0.54	2.15
1997	nd	nd	nd	nd	2.37	0.0000	0.13	5.26	4.63	0.0183	0.67	3.25
1998	nd	nd	nd	nd	2.01	0.0000	0.58	4.63	2.14	0.0000	1.59	1.75
1999	nd	nd	nd	nd	3.89	0.0000	0.92	7.63	5.04	0.0000	0.39	2.79
2000	nd	nd	nd	nd	3.54	0.0629	0.87	5.52	2.55	0.0001	0.71	0.83
2001	2.67	0.08	8.25	1.03	4.74	0.0000	0.66	6.37	1.19	0.0000	0.43	0.69
2002	8.48	0.15	0.55	0.88	4.61	0.0000	1.14	8.45	2.47	0.0000	0.27	1.15
2003	15.51	0.28	0.71	1.82	4.68	0.0000	1.07	9.73	1.74	0.0000	0.47	2.41
2004	16.96	0.12	1.28	3.45	9.18	0.0000	0.84	14.50	2.96	0.0000	0.70	4.16
2005	31.75	0.33	12.88	5.66	8.14	0.0000	1.02	20.28	4.19	0.0000	0.59	4.59
2006	39.55	5.39	4.15	8.94	8.50	0.0000	1.41	34.66	5.69	0.0000	1.38	5.66
2007	51.20	2.59	41.71	12.70	9.60	0.0000	1.91	35.04	4.14	0.0000	0.00	5.68
2008	59.58	0.00	8.82	8.13	10.31	0.0000	2.06	35.15	-9.94	0.0018	0.94	2.41
2009	106.71	0.00	33.08	12.11	11.80	0.0000	2.25	53.81	2.28	0.0000	0.73	7.04
2010	98.91	0.00	17.19	14.09	17.96	0.0000	3.81	60.34	5.67	0.0318	1.27	10.68
2011	88.12	6.11	17.04	12.85	20.68	0.0000	6.63	85.87	5.87	0.1818	1.65	13.21
2012	91.65	2.69	15.38	12.25	28.05	0.0000	9.19	116.33	10.18	0.2367	2.14	24.16
2013	74.97	11.38	15.72	12.72	22.15	0.0000	16.49	117.38	6.80	0.0000	5.12	32.95
2014	47.50	8.88	17.05	13.92	22.63	0.0000	3.15	121.54	-1.13	0.0000	0.18	29.64
2015	36.96	185.42	37.36	10.68	23.28	0.0000	10.70	152.29	5.85	0.0000	3.75	31.12
2016	12.08	0.00	13.81	11.76	27.17	0.0000	12.05	150.77	4.73	0.0000	5.87	23.89
2017	32.16	7.40	16.09	16.04	33.48	0.0000	12.45	180.91	-1.43	0.6436	5.16	20.60
2018	54.52	0.21	22.37	13.49	29.71	0.00	12.93	167.44	17.96	0.0000	4.92	22.91

§ Pesos mexicanos. GN, R y D expresado en miles de millones de pesos mexicanos.

GN Ganancias Netas
R Flujo de efectivo usado en recompras
D Flujo de efectivo de Dividendos

Gráfica 3.18. América Móvil. Niveles de inversión en activos financieros y capital fijo. 2004-2018. (miles de millones de pesos).

Gráfica 3.19. América Móvil. Variación de la inversión en activos financieros y capital fijo. 2004-2018.

Gráfica 3.20. FEMSA. Niveles de inversión en activos financieros y capital fijo. 2004-2018. (miles de millones de pesos)

Gráfica 3.21. FEMSA. Variación de la inversión en activos financieros y capital fijo. 2004-2018.

Gráfica 3.22. ALFA. Niveles de inversión en activos financieros y capital fijo. 2004-2018. (miles de millones de pesos)

Gráfica 3.23. ALFA. Variación de la inversión en activos financieros y capital fijo. 2004-2018.

Fecha	SCF (\$)	AF (\$)	VSCF (%)	VAF (%)	SCF (\$)	AF (\$)	VSCF (%)	VAF (%)	SCF (\$)	AF (\$)	VSCF (%)	VAF (%)
2004	84.91	-1.21			44.80	0			29.98	0		
2005	111.84	-3.31	0.32	-173.4	46.47	-0.15	0.04	nd	27.92	0	-0.07	nd
2006	137.52	-2.35	0.23	28.8	51.04	-0.11	0.10	29.3	38.13	0	0.37	nd
2007	167.08	3.18	0.22	235.1	54.71	-0.07	0.07	36.8	51.00	0	0.34	nd
2008	209.90	1.49	0.26	-53.3	65.16	1.46	0.19	2215.8	54.53	12.92	0.07	nd
2009	413.08	8.11	0.97	445.6	40.28	-0.12	-0.38	-108.5	54.73	0.63	0.00	-95.1
2010	411.82	7.26	0.00	-10.6	41.91	-0.21	0.04	-71.1	52.10	0.18	-0.05	-72.2
2011	466.09	2.71	0.13	-62.6	54.56	0.16	0.30	175.1	76.38	0.41	0.47	133.4
2012	500.43	7.19	0.07	165.1	75.63	0.01	0.39	-92.1	74.24	2.24	-0.03	443.3
2013	501.11	10.28	0.00	42.9	73.96	0.43	-0.02	3313.4	73.97	2.10	0.00	-6.3
2014	588.11	17.59	0.17	71.1	75.63	0.32	0.02	-25.4	93.91	0.81	0.27	-61.3
2015	573.53	-6.37	-0.02	-136.2	80.30	0.04	0.06	-88.8	106.38	0.65	0.13	-19.4
2016	701.19	6.60	0.22	203.7	102.22	0	0.27	-100.0	149.50	0.79	0.41	20.4
2017	676.34	10.14	-0.04	53.5	116.71	0	0.14	nd	153.64	0.60	0.03	-23.6
2018	640.00	5.49	-0.05	-45.8	108.60	0	-0.07	nd	153.39	0.28	0.00	-52.8

SCF Stock de Capital Fijo
 AF Activos Financieros
 VAF Variación Relativa de AF
 VSCF Variación Relativa de SCF

Gráfica 3.24. AMX y FEMSA. Cambio porcentual acumulado de la productividad y remuneración media. 2001-2018.

Fecha	PMT (\$) AMX	RMT (\$) AMX	PMT (%)	RMT (%)	PMT (\$) FEMSA	RMT (\$) FEMSA	PMT (%)	RMT (%)
2001	1,116,865	3,814,904	100	100	810,155	1,943,421	100	100
2002	1,424,817	2,549,925	127.57	66.84	889,403	1,954,549	109.78	100.57
2003	1,427,727	1,882,032	127.83	49.33	432,126	796,361	53.34	40.98
2004	1,469,471	1,572,186	131.57	41.21	446,541	770,079	55.12	39.62
2005	1,636,952	1,273,505	146.57	33.38	433,670	739,908	53.53	38.07
2006	1,976,901	920,788	177.00	24.14	447,369	731,151	55.22	37.62
2007	2,110,787	741,889	188.99	19.45	454,066	687,189	56.05	35.36
2008	2,098,637	670,531	187.90	17.58	441,587	635,783	54.51	32.71
2009	3,166,130	661,075	283.48	17.33	377,452	603,163	46.59	31.04
2010	2,298,291	488,405	205.78	12.80	528,281	765,572	65.21	39.39
2011	2,174,714	475,283	194.72	12.46	241,569	340,234	29.82	17.51
2012	2,164,946	474,882	193.84	12.45	301,900	361,418	37.26	18.60
2013	2,029,883	486,082	181.75	12.74	275,122	344,665	33.96	17.73
2014	1,809,016	426,838	161.97	11.19	265,223	310,178	32.74	15.96
2015	1,586,375	464,044	142.04	12.16	268,370	323,049	33.13	16.62
2016	1,176,706	501,975	105.36	13.16	249,671	371,731	30.82	19.13
2017	1,039,647	505,542	93.09	13.25	248,158	329,452	30.63	16.95
2018	1,413,295	482,764	126.54	12.65	261,657	374,815	32.30	19.29

§ pesos mexicanos

PMT Productividad media del trabajo
RMT Remuneración media del trabajo

Gráfica 3.25. AMX, FEMSA y ALFA. Tasa de ganancia. 1989-2018.

Fecha	TG (%) AMX	TG (%) FEMSA	TG (%) ALFA
1989	nd	nd	7.24
1990	nd	nd	10.20
1991	nd	nd	11.12
1992	nd	nd	5.51
1993	nd	nd	14.90
1994	nd	nd	-10.88
1995	nd	1.40	9.50
1996	nd	13.33	19.65
1997	nd	12.33	14.62
1998	nd	8.61	5.08
1999	nd	15.66	11.48
2000	3.43	13.62	5.49
2001	6.40	17.36	2.78
2002	14.20	15.39	9.11
2003	21.80	10.99	5.84
2004	19.97	20.50	9.87
2005	28.39	17.53	15.02
2006	28.76	16.64	14.91
2007	30.64	17.56	8.11
2008	28.38	15.83	-18.23
2009	25.83	29.29	4.16
2010	24.02	42.86	10.88
2011	18.91	37.91	7.69
2012	18.31	37.09	13.72
2013	14.96	29.96	9.19
2014	8.08	29.92	-1.20
2015	6.44	28.99	5.50
2016	1.72	26.58	3.17
2017	4.75	28.69	-0.93
2018	8.52	27.36	11.71

TG

Tasa de Ganancia

Bibliografía citada

- Aguirre, T. (2009). Crisis y Reestructuración del Sistema Mundial (1990-2008). *Ola Financiera*, 423-424.
- Aguirre, T. (2019). Cambio de época o época de cambios. Las grandes tendencias. En T. Aguirre, *Cambios en el Capitalismo Contemporáneo. Una perspectiva Histórica* (págs. 27-88). México: UNAM.
- Aguirre, T. (2014). Economía y Población: Los desafíos para el desarrollo de México. En J. L. Ávila, H. Hernández Bringas, & J. Narro Robles, *Cambio Demográfico y Desarrollo en México* (págs. 419-514). México: UNAM.
- Aguirre, T. (2015). El crédito como mecanismo desequilibrador en las crisis: Marx, Minsky y Kindleberger. en Levy, N. & C. Domínguez & C. A. Salazar. Crecimiento económico, deudas y distribución del Ingreso: Nuevos y crecientes desequilibrios. México, UNAM, pp. 113-154.
- Basave Kunhardt, J. (2016). *Multinacionales Mexicanas. Surgimiento y evolución*. México: UNAM.
- Basave, J. (1996). Los grupos de capital financiero en México. En J. Basave, *Multinacionales Mexicanas: Surgimiento y Evolución* (pág. 70). México: UNAM.
- Cárdenas, E. (2015). *El largo curso de la economía mexicana. De 1780 hasta nuestros días*. México: FCE, COLMEX.
- Clavijo, F., & Valdivieso, S. (2000). *Reformas estructurales y política macroeconómica; el caso de México 1982-1999*. Santiago de Chile: Naciones Unidas, CEPAL.
- Colleti, L. (1978). *El Marxismo y el "derrumbe" del capitalismo*. México: Siglo XXI.
- Correa, E., & Girón, A. (2013). Reserva Federal, política monetaria y primera crisis de titulización: México y América Latina 1994-1995. *Ola Financiera*, 145-173.
- Dickens, E. (2013). La economía política de la política monetaria estadounidense: Cómo la Reserva Federal obtuvo el control y lo utiliza. *Ola Financiera*, 35-67.
- Duménil, G., & Levy, D. (2007). *Crisis y Salida de la Crisis. Orden y Desorden Neoliberales*. México: Fondo de Cultura Económica.
- Dunning, J. (2000). The Eclectic Paradigm as an Envelope for Economic and Business Theory of MNE Activity". En J. Basave, *Multinacionales Mexicanas: Surgimiento y Evolución* (pág. 59). México: UNAM.

- Dussel, E. (2003). Ser o no ser maquila, ¿es esa la pregunta? En J. Basave, *Multinacionales Mexicanas: Surgimiento y Evolución* (pág. 89). México: UNAM.
- Epstein, G. (2005). *Financialization and the World Economy*. UK: Edward Elgar Publishing.
- Escalante Gonzalbo, F. (2015). *Historia Mínima del Neoliberalismo*. México: El Colegio de México.
- Expansión. (28 de Junio de 2019). *expansion.mx*. Obtenido de <https://expansion.mx/empresas/2019/06/28/estas-son-las-500-empresas-mas-importantes-de-mexico-2019>
- Fujigaki Cruz, E. (2015). *Pensamiento sobre la industria en México: apuntes desde la historia económica*. México: Facultad de Economía.
- Kato, L., & Huerta, G. (2015). Financiamiento, acumulación y Concentración de capital en grandes empresas mexicanas. En N. Levy Orlik, C. Domínguez, & C. A. Salazar, *Crecimiento económico, deudas y Distribución del Ingreso: Nuevos y crecientes desequilibrios* (págs. 263-302). México: UNAM.
- Lapavitsas, C. (2009 b). Financial Capitalism: Crisis and financial expropriation. *Research on Money and Finance, D.P. no. 1*.
- Lapavitsas, C. (2016). *Beneficios sin producción. Cómo nos explotan las finanzas*. Madrid: Verso.
- Lazonick, W. (Abril de 2014). *Profits Without Prosperity: How Stocks Buybacks Manipulate the Market, and Leave Most Americans Worse Off*. Obtenido de The Academic Industry Research Network: www.theAIRnet.org
- Lenin, V. (1916). *El Imperialismo fase superior del Capitalismo*. Fundación Federico Engels. Obtenido de Fundación Federico Engels: https://www.fundacionfedericoengels.net/images/PDF/lenin_imperialismo.pdf
- Levy, N. & López, T. (2013) Financiarización y modelo de acumulación. Aportes desde los países en desarrollo, México: UNAM
- López, T., & Bustamante, J. (2013). Alta rentabilidad y financiarización de las ganancias de las grandes empresas en México: estructura de la deuda y origen de las ganancias. En N. L. López, *Financiarización y modelo de acumulación. Aportes desde los países en desarrollo*. (págs. 325-358). México: UNAM.
- Lichtensztejn, S. (2015). INTERNACIONALIZACION FINANCIERA EN PAISES EMERGENTES: Las experiencias monetarias de México y Uruguay. *Ola Financiera*, 57-88.
- Mandel, E. (1975) *La crisis*. Barcelona, España, Fontamara.

- Mandel, E. (1986). *Las ondas largas, las revoluciones tecnológicas y los ciclos de la lucha de clases. En Las ondas largas del desarrollo capitalista. La interpretación marxista.* España: Siglo XXI.
- Mántey, G. (2000). Hyman P. Minsky en el pensamiento económico del siglo XX. *Comercio Exterior*, Vol. 50. No. 12.
- Minsky, H. (1992). The Financial Instability Hypothesis. *The Levy Economics Institute Working Paper Collection*, 1-10.
- Orhangazi, Özgür. (2008) Financialisation and capital accumulation in the non-financial corporate sector: A theoretical and empirical investigation on the US economy: 1973–2003, *Cambridge Journal of Economics*, Volume 32, Issue 6, Pp. 863-886.
- Orhangazi, Özgür. (2014) Capitalism y Dufour, Mathieu, Crisis and Class: The U.S. “Economy after the 2007-2008 Financial Crisis”. *Political Economic Research Review*, Working Paper Series Number 341.
- Palley, T. (2007). Financialization: What It Is and Why It Matters. *Levy Economics Institute of Bard College*(Working Paper 525), 1-31.
- Pérez, C. (2004). *Revoluciones tecnológicas y Capital financiero: La dinámica de las grandes burbujas.* Buenos Aires, Argentina: Siglo XXI.
- Powell, J. (2013). El Sub-Financiamiento y la Financiarización en México:¿Paradoja mexicana o una parábola de economías con ingreso medio? En N. Levy, & T. López, *Financiarización y modelo de acumulación. Aportes desde los países en desarrollo* (págs. 261-290). México: UNAM.
- Serfati, C. (2016). Las raíces financieras de los grupos industriales mundiales. *Ola Financiera*, 1-42.
- Toporowsky, J. (2016) Crédito y crisis: de Marx a Minsky. México, UNAM-MAPorra.
- Ugarteche, O. (2018). *Arquitectura Financiera Internacional, una Genealogía (1850-2015).* México: Akal.
- Villavicencio, G., & Meireles, M. (2019). Discusión teórica sobre la financiarización: marxistas, poskeynesianos y en economías subdesarrolladas. *Ola Financiera*, 61-112.