

32  
2ej



# UNIVERSIDAD NACIONAL AUTONOMA DE MEXICO

FACULTAD DE INGENIERIA

## DEUDA EXTERNA Y FUENTES DE FINANCIAMIENTO EN EL DESARROLLO INDUSTRIAL

T E S I S  
QUE PARA OBTENER EL TITULO DE:  
INGENIERO MECANICO ELECTRICISTA  
(AREA INDUSTRIAL)

P R E S E N T A N :  
REBECA CERVANTEZ MARTINEZ  
SAMUEL MACIAS VALADEZ PEREZ  
VICTOR MANUEL PONCE PERALTA

Director de Tesis: Ing. Arturo Mejía Ramírez



MEXICO, D. F.

1990

FALLA DE ORIGEN



Universidad Nacional  
Autónoma de México



## **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 está 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.

# I N D I C E

	Pág
Objetivos	1
Introducción	2
<b>1. Deuda Externa</b>	
1.1 1822-1976	4
1.2 1977-1982	8
1.3 1982-1988	12
1.4 Eventos de trascendencia 1982-1985	16
1.5 Políticas de endeudamiento externo y estrategia futura	23
1.6 Financiamiento externo al sector privado	28
<b>2. Mecanismos de renegociación</b>	
2.1 Plan bonos cupón cero	30
. Presentación	31
. Descripción	32
. Características de la operación	33
. Alcances y beneficios	35
. Evaluación del plan de bonos cupón 0	36
2.2 Intercambio de deuda externa por capital (swaps)	
. Introducción	39
. Presentación	41
. Criterios generales	43
. Resultados	50
2.3 Otros mecanismos de reducción de pasivos	
. Swaps de exportación	54
. Amortización de capital	56
. Capitalización de intereses	57
. Pagar los intereses en moneda Nal.	57
. Bonos de salida	58
. El aval de los Estados Unidos	58
. Consideraciones finales	59
<b>3. Caso práctico</b>	
3.1 Planteamiento del problema	61
3.2 Situación financiera	62
3.3 Cumplimiento de los compromisos de acuerdo a la situación actual	67
3.4 Uso de bonos cupón cero	72
3.5 Capitalización de pasivos	76

<b>4. Observaciones</b>	<b>83</b>
<b>5. Conclusiones</b>	<b>84</b>
<b>Anexo</b>	<b>86</b>
<b>Bibliografía</b>	

## OBJETIVOS

La presente tesis es una recopilación de datos obtenidos de diferentes fuentes de información como libros, periódicos y revistas que se encuentran al día en cuanto ocurre con la deuda externa.

Se pretende con este trabajo que el empresario o industrial conozca las causas y características principales del endeudamiento en México, para los sectores público y privado, los mecanismos utilizados para reducirla y negociar su pago y un caso práctico en que se realiza una simulación que resulta de manejar los mecanismos de swaps y bono cero. De esta manera es posible observar cuales son los beneficios y alcances que se obtiene al negociar los pasivos de una empresa.

El trabajo se presenta en forma de manual o guía de los mecanismos que se han empleado (y algunos propuestos), así como los resultados que con ellos se han obtenido. La solución de un problema tan complejo plantea muchas alternativas, de manera que la obtención de la solución óptima dependerá de cada empresa, de sus políticas, giro y objetivos, de la forma en que se utilice algún mecanismo o combinación de ellos y de la manera en que se negocie con los acreedores.

## INTRODUCCION

Por definición, la crisis es un trastorno periódico y brusco que ocurre en el sistema económico en el que se altera el equilibrio entre sus respectivas funciones: es decir, es un proceso en que se vive una transición entre dos estados y donde ocurre un cambio en la estructura, en sus valores y principios.

El interés acerca de México ha crecido hasta un nivel sin precedente en el extranjero, ésto es debido a la crisis y otras calamidades que el pueblo Mexicano ha enfrentado en forma tan estóica. A pesar de haber afrontado una situación desfavorable, la economía de México continúa en depresión. Los índices de crecimiento anual desde 1982 han sido negativos, o en el mejor de los casos, reducidos.

La inflación ha continuado mirando al peso a pesar de un sistema de devaluaciones periódicas y el poder adquisitivo para la mayoría de la población se ha reducido en forma considerable. Los salarios reales han declinado substancialmente y el número de desempleados y el de subempleados llega a casi el 50 % de la fuerza de trabajo para 1989.

La mayoría de las tendencias que afectan la balanza de pagos, también es desfavorable. La deuda externa ha crecido en más de un 15 %, aproximadamente 100,000 millones de dólares desde que el Lic. Miguel de la Madrid asumió la presidencia en diciembre de 1982. La absorción real del capital ha sido marginal, debido en gran parte, porque los mexicanos han continuado retirando grandes cantidades de dinero del país y porque hay demasiados obstáculos para la inversión extranjera. Mientras tanto, los ingresos del Gobierno Federal, vía petróleo que han constituido aproximadamente el 75% se han reducido y otros productos de exportación se sostienen en promesa. Estas realidades económicas nos obligan a crear nuevos mecanismos y plantear diferentes alternativas que satisfagan al dinamismo del cambio.

En este contexto, diferentes empresas mexicanas han crecido reduciendo sus costos, aumentando sus ventas y ampliando mercados.

Por lo tanto las alternativas planteadas en este trabajo, tienen como objetivo principal el incrementar la productividad de las empresas a través de una reestructuración de su deuda externa.

Renegociar los créditos de una empresa no es una labor sencilla pero se ha visto que es posible adecuar los plazos y más aun, conseguir descuentos en sus pagos.

La situación esta relacionada con los montos: al ser estos muy elevados, se hace necesaria la negociación en beneficio tanto del acreedor como del deudor, ya que la moratoria (caso extremo), perjudicaría a ambos.

En el capítulo 1 nos introducimos al tema analizando la evolución de la deuda externa, tanto pública como privada, sus causas, montos, reestructuraciones, y situación actual, con esto se plantea la problemática de tener grandes pasivos que impiden lograr un crecimiento sostenido, esto es, la carga de la DE (DEUDA EXTERNA) y sus intereses hacen difícil la inversión dentro de la empresa, y por lo tanto al reducir la deuda es posible destinar mayores recursos en activos, capacitación, etc. y, por lo tanto, de incrementar las utilidades de la misma.

El capítulo 2 contiene los diferentes mecanismos que se han utilizado para adecuar los plazos de pago a las posibilidades reales de cada sector. Se da una nota explicativa de su funcionamiento, características y resultados. Los mecanismos planteados son: Bono cupón cero y Swaps.

En el capítulo 3 se desarrolló el caso práctico en el que se pueden ver los efectos financieros de usar los mecanismos planteados. Para poder hacer esto nos auxiliaremos de los estados financieros (balanza general y estado de resultados), notas explicativas y problemas que tiene la empresa que se consideró para poder ejemplificar el funcionamiento de los mecanismos.

Finalmente, dentro de las conclusiones se podrá ver de manera clara los resultados de renegociar la DE o capitalizar la empresa propuesta con el uso de los swaps, bono cupón cero ó realizar los pagos de acuerdo a las condiciones ya convenidas.

## 1. DEUDA EXTERNA

### 1.1 (1822-1976)

En el movimiento de independencia, (1) y con una DE heredada de 45 millones de pesos, se dá el movimiento de un país que se vería forzado, periódicamente, a incrementar su presupuesto mediante empréstitos a fin de organizar su hacienda pública, así como para hacer frente a los elevados requerimientos que por concepto de deuda le eran exigidos. El problema hacendario iba a ser el escollo contra el cual se estrellarían todos los gobiernos, siendo sin duda uno de los factores decisivos la fuga constante de capital que precedió a la consumación de la independencia.

A partir de 1822 los déficits en los presupuestos crecían de manera continua. La base del sistema impositivo estaba constituido por aranceles, a lo cual se debió que los prestamistas extranjeros exigieran siempre como garantía de sus créditos las rentas de las aduanas. Los préstamos aprobados sumaban al final de esta época unos 120 millones de pesos, cantidad compuesta por créditos forzosos, por la colocación de valores o por entregas directas en numerarios o mercancías.

En 1823 se aprobó el primer préstamo de 8 millones, la casa Staples de Inglaterra hizo un suplemento en cuenta de este préstamo de un millón de pesos, con un interés de 6% y al valor de 80 %, teniendo además el respaldo de ciertas hipotecas.

Posteriormente el Congreso aprobó un empréstito por tres millones doscientas mil libras con la casa B.A. Goldschmidt y Co. de Londres. Las garantías otorgadas lesionaban la autonomía del país: "Que por este instrumento u obligación de hipotecas general, quedaban hipotecadas todas las rentas de la Nación Mexicana, tanto por el capital como por los intereses". Además de la contribución que debería imponerse y destinarse especialmente al pago de intereses y amortización del empréstito.

En 1830 se autoriza al gobierno para celebrar una transacción mediante la cual la capitalización de los intereses, así como el capital, se cubrirían a partir de Abril de 1836, mediante la emisión de bonos.

En 1835 se entra en el imperio del agio y del total caos financiero. Entre 1835 y 1840 hubo 20 Secretaríos de Hacienda y para el colmo el país debió hacer frente a dos guerras. La gravísima situación hacendaria que la era del México Anárquico legó a la Reforma, fué agudizándose de continuo en razón de dos



factores fundamentales: uno de carácter interno y otro provocado en el exterior. El primero debido a la guerra de tres años, que provocaría mayores urgencias; el segundo, a la externa voracidad de las grandes naciones para expoliar lo inaudito del país.

En 1850, el país había pagado en efectivo más de lo que realmente había recibido, ya que por ese año México debía \$ 51'208,200.00. La República Mexicana, a cambio de lo anterior había recibido en dinero y efectos \$ 8'085,406.40. De tal forma que para 1862 se había pagado en efectivo a Inglaterra, Francia y España \$ 41'518,079.30, quedando un adeudo de más de ochenta millones de pesos compuesto por 79 millones reconocidos y un millón y medio de deuda flotante.

Al término de la guerra de tres años, la situación del estado se hacía imposible por lo cual el gobierno se vió obligado a suspender el pago de la deuda por cinco años, esta acción no fue aceptada por las tres potencias acreedoras. Inglaterra y España desistieron de la intervención ya que confiaban que México no dejaría de cumplir con sus obligaciones. Solamente Francia optó por la intervención.

A partir de entonces la preocupación del país se cifraba en expulsar al invasor, remitiendo al tiempo la solución al problema de la deuda pública. Para 1868 la deuda ascendía a \$ 85'202,845.

En 1880 el Congreso Autorizó al Ejecutivo contratar un empréstito por 20 millones de pesos, con individuos y compañías particulares del país o extranjero, a fin de cubrir parte del adeudo, ayudar al pago de los intereses y amortización del capital. De acuerdo con lo anterior el Gobierno contrató un débito provisional con el Banco Nacional Mexicano por \$ 5'761,000 a liquidarse ese mismo año.

Para 1884, se decretó la emisión de certificados admisibles en pago de derechos de internación, en virtud del crédito contraído con los Bancos Nacional, Mercantil y Monte de Piedad, por \$ 1'288,660.

En 1890 se contrajo un préstamo de 6 millones de libras esterlinas. El crédito sirvió para cubrir el déficit del año fiscal anterior y la cuenta del Banco Nacional de México. Para 1896 la DE ascendía a \$ 193'245,510.28 y para el año 1909 de deuda se incrementó a \$ 436'761,845.32.

En Septiembre de 1913, el entonces presidente Victoriano Huerta, aprobó un nuevo adeudo por 20 millones de libras, con garantía del 38 % de las exportaciones e importaciones de las aduanas.

En Agosto de 1917 don Venustiano Carranza dá a conocer un decreto mediante el cual se autoriza al Ejecutivo para contratar un empréstito hasta por 100 millones de pesos en oro. Para 1940 los adeudos con el exterior ascendían a \$ 1,552'003,742.

En la primera década posterior a 1940, el crecimiento agrícola fué espectacular pasando de 2,398 millones de pesos a 5,999 en 1950. A partir de entonces la industria creció más de prisa; el valor de las manufacturas que en 1950 fué de 8,437 millones de pesos aumentó a 27,999 en 1966, el de la producción de petróleo de 1,129 a 3,317 millones de pesos.

En 1940 el país recibió 50 millones de dólares por concepto de turismo, en 1950 la cifra fué de 233 millones, que equivalían a casi el 50 % del valor de las exportaciones de mercancías hechas por México en ese año.

En el periodo de 1940 a 1970 únicamente entre el 5 y el 8 por ciento (m) la inversión total efectuada en el país fué hecha directamente por consorcios extranjeros. Las exportaciones mexicanas aumentaron un 100 % entre 1939 y 1945. En 1958 los precios mundiales de las exportaciones bajaron más de lo que se había previsto sin que las importaciones disminuyeran. El déficit comercial continuó creciendo y para 1958 se importaron 419 millones de dólares más de lo que se exportó.

Al finalizar el gobierno del Lic. Ruiz Cortinez se empezaron a contraer importantes préstamos en el exterior principalmente con el Banco Mundial y EXIMBANK. La inversión global que en 1961 había sido 10.5 %, superior a la del año anterior se redujo a solo 4.6 % en 1961 y a 0.3 % en 1962. Por lo cual fue necesario recurrir entonces con mayor intensidad a los recursos financieros extranjeros, públicos y privados. Entre 1950 y hasta el fin del periodo del Lic. López Mateos en 1964, el sector público obtuvo préstamos en el exterior por valor de 3,139 millones de dólares, de los cuales amortizó 1,639 millones del principal y pagó 313.6 millones por concepto de intereses.

La estructura económica de 1970, después de experimentar un notable proceso de industrialización, no era menos dependiente que en la etapa anterior a 1940.

A partir de 1970 y con la finalidad de evitar el conflicto político y superar los problemas sociales y económicos existentes, el sector público en México se expandió constantemente, mientras su capacidad para reunir ingresos quedaba a la zaga. Resultando esto en un déficit gubernamental cada vez mayor, financiado en mayor medida, por préstamos del exterior.

En 1972 se realizó un intento de reforma fiscal, que se vio frustrado ante la oposición empresarial. Cuando el sector privado rehuyó aceptar impuestos mas altos, se optó por un gasto deficitario en gran escala, endeudamiento externo y un enorme incremento en la oferta monetaria. El mismo sector público se incrementó notablemente, aumentando el número de empresas estatales de 84 en 1970 a 845 en 1976. Para 1976 la deuda exterior ascendía a 30.5 millones de dólares.

## 1.2 (1977-1981)

Durante la primera mitad de los setentas, (2) México transitó de una estrategia de industrialización sustitutiva que derivó en la devaluación (por primera vez desde 1954) y crisis de 1976 a otra estrategia basada en la consolidación del sector petrolero exportador como pivote de una expansión acelerada del producto nacional, que condujo a la trampa de la dependencia externa del petróleo y a la de sustitución de importaciones.

Así, tanto por tipo de bienes, como para el total del sector manufacturero, el índice de sustitución de importaciones mostró una tendencia negativa a esos años. La participación de las importaciones en la oferta total, lejos de descender creció persistentemente entre 1977 y 1981 al pasar de 5.2 a 13.2 por ciento para bienes de consumo; de 17.1 a 25.5 % para bienes intermedios; de 41.5 a 54.7 % para bienes de capital, y de 18.9 a 31.0 para el total del sector manufacturero.

Al mismo tiempo, el superávit de la balanza de servicios no financieros creció lentamente después de la caída que sufrió en 1976 cuando fué de apenas 807 millones de dólares. En consecuencia, los ingresos provenientes de esta balanza ya no fueron de importancia en el financiamiento del déficit comercial manufacturero.

La balanza de servicios financieros (que en la parte de egresos mide los pagos al capital extranjero por concepto de intereses, utilidades y regalías) mostró un déficit superior a los 22,000 millones de dólares, equivalente al 77.2 por ciento del saldo de la balanza petrolera.

Si se consideran en los pagos por concepto de servicio de la DE (intereses mas amortizaciones), que fueron de 47,072 millones de dólares, se observa que superaron ampliamente el monto de los ingresos provenientes de las exportaciones petroleras del periodo (32,453 millones). De hecho en 1980 y 1981 practicamente todos los ingresos petroleros se destinaron a financiar el servicio de la deuda.

Por un lado hubo capital disponible pero también a altas tasas de interés, internas y externas que provocaban que el gasto público pudiera comprar menos y necesitara más recursos para cumplir con sus funciones. A esto le acompañó una gran impresión de moneda (véase cuadro 1) que indirectamente causó inflación, pero reforzó la impresión de que el país vivía una época de bonanza. Agreguese el hecho del retiro de una buena cantidad del circulante que reforzó la contracción económica, ello provocado por el gran crecimiento de la deuda interna (ver cuadro 2). De esta manera, el gobierno imprimió papel moneda para financiarse, creó inflación y ni siquiera dinamizó la economía.

Cuadro 1  
Medio Circulante  
(Millones de pesos)

Período	Total	Tasa de Incr.	Moneda y Billetes	Tasa de Incr (%)	Cuenta Cheq.m/b	Tasa de Incr (%)
1925-1928	166	---	125.0	---	41.0	---
1929-1934	-159	-94.0	-82.0	-225.6	-40.0	-2.4
1935-1940	591	371.7	382.0	135.5	209.0	522.5
1941-1946	2,401	306.3	1,068.0	179.6	1,333.0	537.8
1947-1952	3,617	50.6	1,919.0	79.7	1,698.0	27.4
1953-1958	6,311	74.5	2,967.0	54.6	3,344.0	96.9
1959-1964	14,251	125.8	5,308.0	78.9	8,943.0	167.4
1965-1970	21,373	50.0	8,221.0	54.9	13,152.0	47.1
1971-1976	105,787	395.0	59,729.0	626.5	46,058.0	250.2
1977-1982	615,400	481.7	888.0	383.2	326,773.0	609.5

FUENTE : Banco de México, Informe anual, varios números

Cuadro 2  
Deuda Pública Mexicana Total, 1970-81  
(Millones de pesos)

Año	Externa	(%)	Interna	(%)	Total
1970	53,236.6	47.5	58,840.0	52.5	112,076.6
1971	69,272.6	54.1	58,860.0	45.1	128,132.6
1972	63,261.9	46.0	74,241.0	54.0	137,502.9
1973	88,316.4	47.2	96,616.0	52.8	186,932.4
1974	124,597.7	48.8	130,811.0	51.2	255,408.7
1975	180,482.5	50.6	176,230.0	49.4	356,712.5
1976	391,028.0	61.6	243,367.0	38.4	634,395.0
1977	520,927.2	64.2	290,936.0	35.8	811,863.2
1978	596,823.1	61.7	369,919.0	38.3	966,742.1
1979	678,548.9	57.6	499,929.0	42.4	1,178,477.8
1980	786,355.1	53.5	683,974.0	46.5	1,470,329.1
1981	1,389,114.0	57.2	1,041,333.0	42.8	2,430,447.0
1982	8,742,789.0	76.0	2,767,745.0	24.0	11,510,534.0
1983	10,093,410.0	73.1	3,178,418.0	26.9	13,811,828

FUENTE : Banco de México, Informe anual, varios números

El precio de las materias primas bajó, demostrando que no se podía confiar en éstos para programar al país, lo que debió considerarse respecto al petróleo. Sin embargo el gobierno mencionó que el petróleo subiría y programó el gasto basándolo en esa premisa, por esa razón la baja del precio del hidrocarburo en 1982 fué a tal grado perturbante para el sistema, que el gobierno se vió anunciando recortes presupuestales escasamente entendidos.

La dependencia de los ingresos petroleros y del endeudamiento externo para cerrar la brecha de divisas y completar el ahorro interno, hizo evidente su fragilidad cuando empezaron a caer los precios internacionales del petróleo y se redujo fuertemente el flujo de crédito externo, a la par que aumentaron las tasas de interés internacionales.

Así, ha tenido el agotamiento de los expedientes a que se había recurrido en la segunda mitad de los setentas para financiar el déficit externo (petróleo y DE). Aún más, el elevado monto de recursos que se han requerido para dar servicio a la DE, y al ajuste de las cuentas con el exterior, ha convertido a nuestro país en exportador de capital, como lo demuestra el hecho de que se ha registrado superávit en la balanza en cuenta corriente desde 1983.

La fuga de capital ha tenido un impacto creciente debilitando las finanzas al apoyar un desequilibrio serio en la balanza de divisas.

Entre las causas de carácter estructural que influyeron en el desequilibrio externo en este periodo, están la carga creciente de la DE, la dolarización del sistema financiero y la crisis internacional.

La deuda pasa, de una situación económica en la que un banco decide si presta o no, a un problema político donde, los grandes bancos de Estados Unidos han tendido que convencer a los cientos de bancos acreedores de México para que renegocien la deuda mexicana. En el lado político, habría opciones para recortar la fuente de endeudamiento externo sin disminuir la interna. Con la banca nacionalizada, el gobierno puede disponer de mayores cantidades de dinero sin recibir presiones provenientes de la banca, la banca puede perder dinero o no ganar, porque ahora su función sería social, y ya no de lucro.

El principal acreedor financiero de México es Estados Unidos y aún cuando se han sindicado préstamos con cientos de bancos, han sido los bancos norteamericanos quienes han encabezado tal sindicación.

Las economías de ambos países se encuentran estrictamente ligadas y los desequilibrios en una, por fuerza tienen un gran impacto en la otra, aunque claro, habiendo tal potencial desigual, México resiente más las consecuencias mientras que Estados Unidos tienen más capacidad para repercutirlas, siendo México por tanto más vulnerable.

El potencial desigual ha llevado tradicionalmente a que México negocie con Estados Unidos desde posiciones de debilidad en lo que se refiere a los asuntos bilaterales, por lo que México ha optado por presionar en los foros multilaterales. En este caso, puede ubicarse la política sobre Centroamérica donde aparentemente hay posturas en extremo desiguales entre ambos países. México ha decidido cumplir con su parte en los acuerdos con el FMI (Fondo Monetario Internacional) y prácticamente ha descartado formar parte del club de deudores con lo cual ha logrado que la banca lo apoye en la renegociación.

México vivió durante 1978-1982 uno de los períodos (1) de mayor crecimiento económico de su historia. Basado en los descubrimientos de ricos campos petroleros en el sureste del país, el gobierno llevó adelante una política fundada en el crecimiento del gasto público y apoyada en un endeudamiento externo masivo. En dicho período el endeudamiento neto acumulado fué de 43,600 millones de dólares, más del doble de lo contratado en los ocho años previos.

Se partía del supuesto de que ante un mercado petrolero con precios al alza y debido a la existencia de recursos disponibles en manos de la banca transnacional, era posible llevar la industrialización a una fase más avanzada teniendo como eje la producción petrolera. El petróleo, se creía en todas partes, aportaría las divisas necesarias para cubrir el servicio de la DE y eliminar el estrangulamiento externo.

Las contradicciones entre los empresarios privados y el Estado fueron resanadas por el auge petrolero, pues al mismo tiempo la política salarial restrictiva aplicada supuestamente a 30 % en 1977 creaba condiciones muy favorables para restablecer los márgenes de ganancia en un contexto de expansión de los mercados, no obstante la adopción de un tipo de cambio flotante se mantuvo una política que permitió elevar la tasa de ganancia ya que abarataba las importaciones de bienes intermedios y de capitales necesarios para sostener la expansión.

Mientras tanto los desequilibrios estructurales se fueron acentuando sin que se les prestara la debida importancia. Eran los residuos de la crisis anterior y que el auge petrolero se encargaría de ir borrando. La economía se petrolizó rápidamente; las exportaciones pasaron del 0.8 % del total en 1974 al 71.3 % en 1981.

Bastó la primera baja importante del precio del petróleo a mediados de 1981 para que el castillo de naipes del auge, crédito y la especulación se vinieran abajo. Ante los primeros signos de contracción y desconfianza en el seno de la burguesía, el gobierno reaccionó bombeando aún más la máquina de crédito. Los créditos a corto plazo se pusieron a la orden del día.

En Agosto de 1982, sucedió lo inevitable: Exhaustas las reservas monetarias y con la incontenible fuga de capitales México se declaró en Agosto incapaz de cubrir el servicio de su DE desatando lo que pudo haber sido una crisis financiera internacional.



El proceso de renegociación con el FMI duró aproximadamente un año. El acuerdo se firmó el 20 de Agosto de 1983 y consistió en la reestructuración de la deuda pública con vencimiento entre el 23 de Agosto de 1983 y el 31 de Diciembre de 1984. Involucró la renegociación de 20,000 millones de dólares aproximadamente un cuarto de la deuda acumulada hasta el momento en que estalló la crisis. Contiene, también, un crédito jumbo de 5,000 millones de dólares de la banca trasnacional, un crédito de contingencia del FMI de tres años por 3,800 millones y nuevos créditos por parte de la banca multilateral, Banco Mundial y BID (Banco Interamericano de Desarrollo) por 2,000 millones.

Dentro de la renegociación se involucró también a la DE privada; siendo una de las más elevadas la de América Latina, que en 1981 llegó a 20,000 millones de dólares, incluyendo la deuda de la banca privada, ahora nacionalizada. Dicha deuda representa alrededor del 30 % de la DE de México y una alta proporción de la misma estaba contratada a corto plazo. Las tasas de interés fueron, por lo general, mas altas que el caso de los créditos contratados por el sector público.

La deuda privada se concentraba, principalmente, en grandes grupos como Alfa, Vitro, Visa, etc. y en las filiales de las empresas trasnacionales. Desde el lado de los acreedores también existe una gran concentración en donde destaca la participación de los bancos mas importantes de Estados Unidos.

Aunque el Estado Mexicano se ha negado a absorber la deuda privada y a asumir los riesgos implícitos, ha establecido un conjunto de mecanismos tendientes a apoyar a las empresas privadas endeudadas. El principal instrumento ha sido FICORCA (Fideicomiso para la Cobertura de Riesgos Cambiarios), mediante el cual las empresas registran sus adeudos en moneda extranjera y los depositan en pesos en el Banco Central. Este se compromete a aportar las divisas necesarias al momento del vencimiento.

Las empresas atenuan el impacto de la devaluación cambiaria, pues el Banco Central les vende las divisas al tipo de cambio controlado que existía cuando las empresas efectuaron sus depósitos. El FICORCA establece la posibilidad de proporcionar créditos en pesos a las empresas por el monto de sus adeudo exteriores. El 74 % de los adeudos registrados habian optado por el procedimiento del crédito.

Los grupos privados en mejor situación financiera han efectuado por su cuenta negociaciones directas con la banca acreedora para reestructurar sus deudas, que han implicado (como en el caso del grupo Alfa) la capitalización de parte de sus pasivos (es decir, han convertido a los acreedores en propietarios de acciones).

Los ejes de la política fueron la reducción del gasto público del Estado y la introducción de ajustes a los precios y tarifas del sector público, aumentos de impuestos al consumo, el reforzamiento de los controles salariales, liberación de precios internos, fijación de tasas de interés internas positivas y fijación de una tasa de cambio flexible orientada a impulsar las exportaciones y frenar las importaciones. Los principales objetivos del programa de ajuste inicial fueron abatir la inflación, reducir drásticamente los desequilibrios externos y fiscal y recuperar la capacidad de crecimiento del país.

Al momento del acuerdo de 1983 tanto el Gobierno Mexicano como los acreedores estaban convencidos de la bondad de la renegociación y de su capacidad para restablecer la salud económica de México.

Desde el punto de vista de los propios bancos la reestructuración de la deuda y la provisión de crédito adicional, junto y dependiendo de los programas suscritos con el FMI, serán en algunos casos los medios disponibles más efectivos y prudentes para mejorar la imagen crediticia de los países deudores y proteger al mismo tiempo sus intereses. El acuerdo solo significaba una tregua temporal, sin beneficios concretos y con costos económicos sociales altos.

En 1984, la economía Mexicana inició un modesto proceso de recuperación que permitió un incremento del PIB (Producto Interno Bruto) del 3.7 %. Este se basó en un cierta reanimación de la inversión privada y un ligero repunte de la inversión pública. El ajuste comenzado en 1982 fué sumamente severo, a costa de una recesión en 1982-1983 y de una reducción aún mayor de los mermados niveles de ingreso de la mayoría se logró reducir el déficit del sector público (del 18 % al 8.5 % en 1983) y se obtuvo un superávit comercial acumulado en el período 1982-1984 de 33,057 millones de dólares. Esta radical conversión del déficit comercial en superávit, fué el resultado de la profundidad de la recesión que redujo las importaciones en dos tercios del nivel alcanzado en 1981.

En materia de inflación se consiguió reducirla en casi 40 puntos al alcanzar en 1984 un crecimiento del 60 %. Sin embargo, dicha tasa, aparte de concentrarse lejos de la meta del 35 % planteada al FMI seguía provocando serias tensiones sobre el sistema financiero interno y el tipo de cambio.

En 1984 se celebraron dos reuniones que revistieron especial importancia en lo que concierne a la DE. Una fué la reunión de Quito, celebrada del 9 al 13 de Enero y en la que participaron jefes de gobierno y representantes de todos los países de América Latina.

La otra, la primer reunión del llamado Consenso de Cartagena que agrupa a los doce países más endeudados de América Latina y que se llevó a cabo del 21 al 22 de Julio. Los documentos de ambas reuniones coinciden bastante, tanto en el diagnóstico de los problemas como en el Plan de acción a desarrollar.

Sin dejar de reconocer la existencia de los problemas específicos de cada país, se postula la necesidad de "articular una respuesta conjunta ante la crisis que nos afecta". Se vincula el agravamiento de los problemas a factores externos y, en particular, a la política económica seguida por los Estados Unidos en los últimos años; se rechaza la tesis de "ajuste de recesión" y se plantea la necesidad de reanudar el crecimiento económico.

Quito y Cartagena representaron un avance indudable para encontrar fórmulas generales para renegociar la deuda en condiciones distintas a las establecidas inicialmente por el FMI y del gobierno norteamericano sobre la necesidad<sup>9)</sup> de encontrar esquemas que permitieran reanudar el crecimiento de América Latina.

México inició en 1984 nuevas negociaciones con el FMI y la banca comercial tendientes a reprogramar la deuda a más largo plazo. El acuerdo de 1983 había representado solamente un programa de emergencia tendiente a enfrentar los problemas de más corto plazo.

Una vez más el Gobierno Mexicano aceptaba entrar en negociaciones bilaterales aceptando condiciones que, aunque mejores en relación a 1983, convenían en lo esencial, a los intereses de la banca transnacional. El acuerdo implicó una recalendarización de la deuda pública a un plazo mayor, una reducción de márgenes (Spread) y la eliminación de las comisiones en el caso del capital renegociado.

El acuerdo cubrió 48,500 millones de dólares, que representaban la totalidad de la deuda pública contratada con la banca comercial e incluía una reprogramación de los montos renegociados en 1983 y del préstamo sindicado de 5,000 millones de dólares conseguidos ese año; no abarcó la deuda contratada con los organismos multilaterales. Con esta renegociación se modificó el perfil de la deuda, y se consiguió un préstamo por 3,800 millones de dólares con la banca internacional.

#### 1.4 EVENTOS DE TRASCENDENCIA DE 1982-1985

La Balanza Comercial de pagos registró un superávit (2) acumulado de \$ 41,760 millones de dólares para el periodo de 1982-1985 (véase cuadro 3).

De 1982 a 1985 la DET (Deuda Externa Total) creció en 21.1 % pasando de 80,874 millones de dólares a 97,903 millones de dólares, se incrementó 12.8 % de 1983 a 1984, y en mucho menor porcentaje de 1984 a 1985 (véase cuadro 4).

El alto peso que tiene el endeudamiento externo sobre la producción nacional se puede visualizar en la proporción de aquél en el PIB. Así mismo, el servicio de la DET (amortizaciones + intereses), absorbe más de la mitad de las exportaciones de mercancías del país. Si consideramos solo las exportaciones petroleras representa poco más del 80 % en los dos últimos años (véase cuadro 5).

La fuga de capitales ha sido persistente, de manera que de 1982 a 1985 se calcula una salida de capitales de alrededor de \$ 17,100 millones de dólares, cifra equivalente al 32.4 % del servicio de la deuda externa para ese periodo (véase cuadro 6).

El cuadro 7 presenta las amortizaciones programados de las renegociaciones después del parance a causa del terremoto sobre la primera renegociación de 1983.

En Enero de 1986 en una reunión internacional, el entonces Secretario de Hacienda, Jesús Silva Herzog, hizo una crítica abierta al Plan Baker, iniciativa propuesta por el Secretario del tesoro de los Estados Unidos en la reunión del FMI en Seúl, Corea del Sur, en Octubre de 1985. Dicha iniciativa, proponía financiar con \$ 40,000 millones de dólares a los quince países más endeudados del mundo con el fin de que reanudaran su crecimiento económico.

Para Junio ya era evidente que nuestro país no podía cumplir con el pago de intereses y que la política respecto a la DE era motivo de contradicciones y desacuerdos en el seno del gobierno.

Era evidente también que la tesis de que la recuperación de la economía de los países desarrollados resolverá la crisis de la deuda enfrenta a sus límites en México, agobiado con la baja brutal de los precios del petróleo. En los Estados Unidos se alarmaron ante la posibilidad de una moratoria.

Quadro 3  
Balanza de pagos México, 1976-1985  
(Millones de pesos)

	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	Acumulado 1976-1981	Acumulado 1982-1985
<b>BALANZA COMERCIAL</b>												
-Exportaciones	3,656	4,650	6,063	8,798	15,133	19,420	21,230	22,312	24,054	21,866	57,720	89,452
-Importaciones	6,300	5,705	7,918	1,986	18,832	23,930	14,437	8,551	11,254	13,460	74,670	47,702
Saldo	(2,644)	(1,055)	(1,855)	(3,188)	(3,699)	(4,510)	6,793	13,761	12,800	8,406	(16,950)	41,760
<b>B.C. MANUFACTURERA</b>												
-Exportaciones	1,790	2,125	2,574	2,936	3,383	3,427	3,386	5,448	6,843	6,721	16,175	22,398
-Importaciones	5,693	4,805	6,792	10,564	16,003	21,018	12,971	6,644	9,122	11,533	64,875	40,270
Saldo	(3,963)	(2,680)	(4,218)	(7,628)	(12,620)	(17,591)	(9,585)	(1,196)	(2,278)	(4,812)	(48,700)	(17,872)
<b>B.C. PETROLERA</b>												
-Exportaciones	563	1,037	1,863	3,974	10,441	14,574	16,477	16,017	16,601	14,767	32,453	63,862
-Importaciones	474	378	444	599	950	1,013	867	612	932	1,344	3,858	3,755
Saldo	89	659	1,419	3,375	4,491	13,561	15,610	15,405	15,669	13,423	28,595	60,107
<b>B.C. NO PETROLERA</b>												
-Exportaciones	3,093	3,612	4,200	4,824	4,692	4,846	4,753	6,295	7,453	7,100	25,267	25,601
-Importaciones	5,826	5,526	7,474	11,387	17,882	22,917	13,570	7,939	10,322	12,116	70,812	43,947
Saldo	(2,733)	(1,914)	(3,274)	(6,563)	(13,190)	(18,071)	(8,817)	(1,644)	(2,869)	(5,016)	(45,545)	(18,346)
<b>BALANZA EN CUENTA CORRIENTE</b>												
-Ingresos	8,277	9,177	11,653	16,132	25,021	30,556	28,003	28,945	32,902	30,179	100,816	120,028
-Egresos	11,961	10,774	14,346	20,988	31,782	42,260	34,224	23,621	28,664	29,638	132,110	116,146
Saldo	(3,684)	(1,597)	(2,693)	(4,856)	(6,761)	(11,704)	(6,217)	5,324	4,238	541	(31,294)	3,882
<b>BALANZA DE SERVICIOS FINANCIEROS</b>												
-Ingresos	174	230	403	589	980	1,335	1,325	1,279	2,074	1,728	3,711	6,406
-Egresos	2,070	2,163	2,786	3,993	5,933	8,956	13,765	10,662	12,232	10,582	25,701	47,241
Saldo	(1,896)	(1,933)	(2,383)	(3,314)	(4,953)	(7,601)	(12,440)	(9,383)	(10,158)	(8,854)	(21,990)	(40,835)
<b>BALANZA DE SERVICIOS NO FINANCIEROS</b>												
-Ingresos	4,397	4,297	5,187	6,744	8,734	9,842	5,245	5,184	6,371	6,270	39,202	23,070
-Egresos	3,590	2,906	3,643	5,100	7,363	10,219	5,799	4,262	5,010	5,373	32,821	20,444
Saldo	807	1,391	1,544	1,644	1,371	(377)	(554)	922	1,361	897	6,381	2,626
<b>SERVICIO DE LA DEUDA</b>												
-Intereses	1,724	1,974	2,572	3,619	5,437	8,217	12,203	10,198	11,716	9,917	23,541	44,033
-Amortizaciones	1,156	2,295	4,264	7,206	3,723	4,866	4,071	3,420	2,906	2,006	23,531	11,188
Total	2,880	4,269	6,836	10,825	9,160	13,023	16,274	13,618	13,407	11,923	47,072	55,221
<b>FUGA DE CAPITALES</b>												
	3,144	950	602	2,634	2,826	7,110	7,788	4,241	2,581	2,547	17,266	17,108

\* Solo del sector público  
FUENTE: Banco de México. Informe Anual

Cuadro 4  
MEXICO: DEUDA EXTERNA TOTAL  
(Millones de dólares)

AÑOS	DEUDA PUBLICA	Incremento Anual %	DEUDA PRIVADA	Incremento Anual %	DEUDA TOTAL	Incremento Anual %
1982	58,874	11.3	22,300	1.8	80,874	8.1
1983	63,874	8.5	21,126	(5.3)	85,000	5.1
1984	69,338	9.4	26,562	25.5	95,900	12.8
1985	72,080	3.9	25,823	(2.8)	97,903	2.1

FUENTE: Sria de Hacienda y Credito publico, Nacional Financiera, S.A.

Cuadro 5  
MEXICO  
INDICADORES BASICOS DE LA DEUDA EXTERNA 1982-1985  
(Millones de dólares)

CONCEPTO	1982	1983	1984	1985
DEUDA PUBLICA EXTERNA COMO % DE LA D. E. EXTERNA TOTAL	72.8	75.2	72.3	73.6
DEUDA EXTERNA TOTAL COMO % DEL PIB	82.8	71.4	62.6	79.8
DEUDA EXTERNA TOTAL COMO % DE LAS EXPORTACIONES TOTALES	380.9	381.0	398.7	447.7
SERVICIO DE LA D. E. TOTAL COMO % DE LAS EXPORTACIONES MERCANCIAS	76.7	61.0	55.8	54.5
SERVICIO DE LA D. E. TOTAL COMO % DE LAS EXPORTACIONES PETROLERAS	98.8	85.0	80.8	80.8
INTERESES DE LA D. E. COMO % DE LAS EXPORTACIONES DE MERCANCIAS	57.5	45.7	48.7	45.4
INTERESES DE LA D. E. COMO % DE LAS EXPORTACIONES PETROLERAS	74.1	63.7	70.6	67.2
FUGA DE DIVISAS COMO PORCENTAJE DE LA BALANZA COMERCIAL	114.5	30.8	19.8	30.3
FUGA DE DIVISAS COMO PORCENTAJE DEL SERVICIO DE LA DEUDA	47.9	31.1	18.9	21.4

FUENTE: Elaboración en base a los cuadros 3 y 4.

Cuadro 6  
 FUGA DE DIVISAS  
 1982-1985  
 (Millones de dólares)

CONCEPTO	MONTO
1. DEUDA EXTERNA TOTAL (DET)	97.903
2. SERVICIO DE LA DET	52.880
- AMORTIZACIONES	14.971
- INTERESES	37.909
3. FUGA DE DIVISAS	17.108
	PORCENT.
4. FUGA DE DIVISAS COMO PORCENTAJE DE LA DET	17.5%
5. FUGA DE DIVISAS COMO PORCENTAJE DEL SERVICIO DE LA DET	32.4%

FUENTE: Elaborado en base a los cuadros 3 y 4.

Cuadro 7  
 MEXICO: AMORTIZACIONES PROGRAMADAS DE LA DEUDA EXTERNA 1985-1990  
 (Millones de dólares)

	Amortizaciones programadas antes de las negociaciones a <sub>1</sub>						Amortizaciones programadas después de las negociaciones b <sub>2</sub>					
	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1985	1986	1987	1988	1989	1990
T O T A L	13,322	10,831	14,813	15,744	14,215	11,119	7,038	3,736	6,670	6,266	7,833	7,598
SECTOR PUBLICO	10,921	9,310	13,483	12,059	10,466	7,808	4,637	2,215	5,340	2,581	4,114	4,287
SECTOR PRIVADO	2,401	1,396	1,050	3,228	2,992	2,577	2,401	1,396	1,050	3,228	2,992	2,597
F.M.I.	-	125	280	457	757	734	-	125	280	457	757	734

FUENTE: Elaborado en base a datos de la SHCP

- a<sub>1</sub> La primera renegociación de la deuda pública se realizó en 1983, por un monto de 23,600 millones de dólares de corto y mediano plazo, cuyas condiciones fueron de 8 años de plazo con 4 años de gracia; margen (spread) sobre la tasa LIBOR de 1.82% y comisiones de 1.01
- b<sub>2</sub> La segunda renegociación se realizó durante 1985, por un monto de 48,500 millones de dólares a 14 años de plazo y margen (spread) sobre la tasa LIBOR de 1.13%. Adicionalmente, a fines de septiembre de ese año, las autoridades llegaron a un acuerdo con los principales acreedores para diferir al pago de 950 millones de dólares constituidos por amortizaciones correspondientes a los compromisos de 1985.



Una vez firmado el acuerdo con el FMI se continuaron las negociaciones con la banca comercial. Estas se extendieron hasta el 30 septiembre concluyéndose el acuerdo. Este incluye la reprogramación de \$ 52,200 millones de dólares de la deuda pública contratada anteriormente con la banca, la concesión de nuevos créditos por \$ 6,000 millones a ser entregados en 1986 y 1987 y \$ 2,000 millones de crédito contingente en caso de que empeoraran las condiciones del mercado petrolero.

Por lo que se refiere a los \$ 43,700 millones contratados antes de 1983, el plazo se amplía a 20 años con siete de gracia, en cuanto a la deuda contratada posteriormente y los nuevos créditos serán a 12 años con cinco de gracia.

También se restructuró la deuda privada registrada en FICORCA. El acuerdo con el FMI involucra, además un crédito contingente de este organismo por \$ 1,600 millones de dólares y créditos por \$ 6,000 millones de organismos multilaterales y de los gobiernos de Estados Unidos y Japón.

Un elemento nuevo en el acuerdo es el papel más activo que pasa a jugar el Banco Mundial, el cual se encargará de vigilar que los créditos se dirijan hacia el cambio estructural, que en el lenguaje de ese organismo, en relación con otras cosas, se identifica con la promoción de la exportación de manufactura.

Por otro lado, por primera vez el Banco Mundial actuará como gerente de una parte de los nuevos créditos aprobados por la banca internacional.

El país ha entrado en el acuerdo de endeudamiento, William Rhodas, vicepresidente del Citicorp y director del comité asesor de los bancos acreedores se refirió al paquete mexicano como el primer ejemplo exitoso del programa de crecimiento sostenido presentado por James Baker, pues además se logra vincular los préstamos a proyectos que forzan la economía de libre mercado.

La deuda acumulada alcanzó en 1987, \$ 112,000 millones de dólares, cifra que rebasa con creces la meta de \$ 106,000 millones presupuestada en los acuerdos 1983. Y, lo que es peor, no hay ninguna certeza de que queden recursos suficientes para restablecer el crecimiento a los niveles de inversión alcanzados en etapas previas; las concesiones conseguidas en materia de plazos no tienen gran importancia en la medida en que la banca está convencida de que no podrá recuperar el capital en las condiciones actuales y su preocupación, por lo tanto, no se centra en los plazos sino en asegurar el pago de los intereses.

Para México el pago de intereses al exterior por cerca de \$ 9,000 millones de dólares, que representa una transferencia de casi 6 % del PIB, indiscutiblemente es un grave problema.

Es de tal magnitud que, por ejemplo, significa el doble de la transferencia de recursos que Alemania experimentó durante la Postguerra.

Al situarnos en 1988 y tratando el problema con mayor realismo, a partir de nuestra útil experiencia reciente y la de países en condiciones similares, podemos aseverar que en el tratamiento de la DE existen fundamentalmente dos caminos ó dos modelos futuros para su solución: 1) el camino de la dilución paulatina de la deuda y, 2) el camino de la confrontación negociada, o quizá negociar mediante la confrontación para lograr avances mas rápidos.

Se estima que al cierre de 1988 (3) la DE llegará a \$ 104.524 millones de dólares. A fines de 1988, la deuda total del sector público ascenderá a 320 billones 33,000 millones de pesos; de ese monto, la deuda interna significará 166 billones y la externa 154.4 billones de pesos. La magnitud del débito se puede medir si se relaciona con el PIB: 67.7 % en 1983; 59 % en 1984; 62.3 % en 1985; 89.8 % en 1986; 95.6 % en 1987, y 80 % en 1988. Esto significa que el volumen de la deuda mexicana es igual a cuatro quintas partes del valor de todos los bienes y servicios producidos por el país durante 1988 e implica un endeudamiento per cápita de \$ 1,306.55 dólares.

La composición de la deuda externa es la siguiente:

SECTORES	MONTO (Millones de dólares)	%
Administración Federal	51,530	49.3
Banca de Desarrollo	32,402	31.0
Banca Central	4,913	4.7
Subtotal	88,845	85.0
SECTOR PRIVADO	15,679	15.0
TOTAL	104,524	100.0

Fuente : El Financiero 3 de Octubre de 1988

La gordura de la deuda mexicana es espejo del endeudamiento de los países en desarrollo: Los países pobres deben un billón 200,000 millones de dólares a los países ricos; por su parte, Latinoamérica se ha convertido en la región más endeudada del mundo, con un total estimado de 380,800 millones de dólares, de los cuales el 57.6 % corresponden a Brasil y México.

## 1.5 FINANCIAMIENTO EXTERNO AL SECTOR PRIVADO

Para hablar de la deuda privada externa en México (4) es conveniente concentrarse en aspectos concretos tales como las razones fundamentales de este endeudamiento, sus consecuencias en la actual coyuntura económica y las medidas que han adoptado las autoridades financieras para facilitar a las empresas el cumplimiento de sus obligaciones con el exterior.

Conviene ubicar el financiamiento externo al sector privado dentro del contexto general de financiamiento total. Ello es relevante debido a que la disponibilidad de recursos financieros es limitada y las empresas, el gobierno y las familias compiten para obtener los recursos que les son necesarios para llevar a cabo sus funciones o satisfacer sus necesidades.

Siendo limitados los recursos, la asignación que logre alguno de los sectores será siempre a costa de que alguno de los otros sectores obtenga menos recursos.

Las empresas, gobierno y familias pueden acceder a recursos financieros que pueden provenir de fuentes internas o de fuentes externas. Los recursos internos provienen fundamentalmente de los ahorros que realizan los distintos sectores de la economía que, en el caso de México, normalmente han sido insuficientes para satisfacer las necesidades de inversión. Ello ha contribuido a recurrir a las fuentes de ahorro externo.

En nuestro país ha sido evidente, sobre todo en los últimos años, que los recursos de ahorro generados internamente han sido claramente insuficientes para financiar el proceso productivo. Esto queda de manifiesto si se considera que el déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos, que es el ahorro generado en el exterior que se transfiere a nuestro país, creció en forma persistente hasta 1981. Así, dicho déficit fue en 1977 de \$ 1,596 millones de dólares y representó 1.9% del producto interno bruto, en tanto que en 1981, fue de \$ 12,544.3 millones de dólares que representaron 5% del producto interno bruto.

Por otra parte, el sector público ha venido obteniendo una proporción también creciente del ahorro interno, dejando menores recursos disponibles para el sector privado. Como a la vez el gasto del sector público constituyó un incentivo para aumentar la inversión del sector privado, ante la insuficiencia de recursos internos, este último se vio inducido a contratar crédito externo en cantidades muy importantes.

Por lo que a los empresarios se refiere, en general se enfrentan a las siguientes opciones no excluyentes para financiar sus actividades: Reinvertir sus utilidades, emitir deuda o emitir acciones.

Normalmente, las empresas recurren a una combinación de estas tres fuentes de financiamiento, y, dependiendo de la naturaleza de la actividad a que se dediquen así como de los costos económicos y de las consideraciones que los dueños hagan respecto a la probable pérdida de autonomía en sus decisiones que implican cada una de las opciones mencionadas, configuran la estructura de financiamiento que más les convenga.

La emisión de deuda contempla tanto la que se coloca en moneda nacional o moneda extranjera dentro del país, como la que se coloca en moneda extranjera fuera del país. Para elegir entre estas opciones, las consideraciones sobre el costo del financiamiento son más relevantes que las contempladas anteriormente ya que, en condiciones normales, todas las opciones de deuda implican el mismo sacrificio en la autonomía de las empresas para tomar sus decisiones internas. Además cuando se decide financiarse en moneda extranjera se introduce un nuevo elemento a considerar: el riesgo cambiario.

Las presiones de gasto público requirieron de financiamiento, en adición a los recursos fiscales e ingresos por venta de bienes y servicios de dicho sector, por lo que se hubo de recurrir a las fuentes de financiamiento a través de la colocación de créditos entre particulares, al sistema bancario y lo que es más, se incidió en forma importante sobre las fuentes de financiamiento monetarias del Banco de México, además de las importantes colocaciones de préstamos que se hicieron al exterior.

La expansión monetaria aunada a factores externos como la inflación mundial y el alza de las tasas de interés internacionales, propiciaron un proceso acelerado de alza de precios en nuestro país. Paralelo a este incremento de precios y a consecuencia del mismo, aumentaron también las tasas de interés internas, aunque no siempre al mismo ritmo que los precios, habiendo periodos en que en términos reales, éstas fueron negativas.

Aunque el aumento de precios interno propició la sobrevaluación de nuestra moneda en forma cada vez más intensa, el tipo de cambio se mantuvo relativamente estable y cuando se decidió deslizarlo, esto se hizo en forma insuficiente.

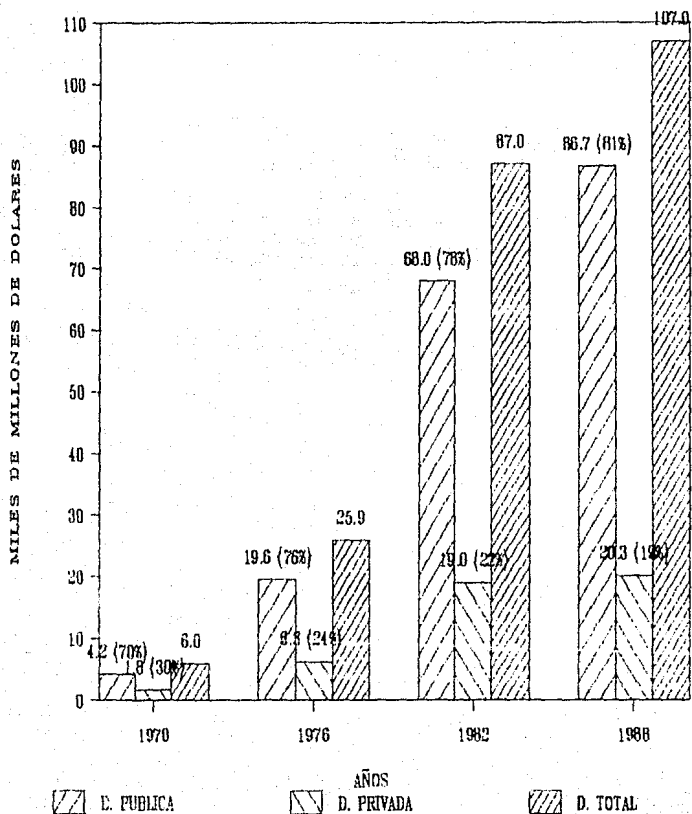
Los altos ingresos por nuestras exportaciones de petróleo y otros bienes, los precios remunerativos que en general tuvieron nuestros principales productos de exportación hasta la primera mitad de 1981, y el aumento en la capacidad para absorber créditos del exterior que estos elementos propiciaron, hicieron pensar que debido a la oferta de divisas, el tipo de cambio podría mantenerse estable permanentemente. En estas condiciones el endeudamiento en moneda extranjera a las tasas de interés internacionales representaba una alternativa financiera mucho mejor que la de endeudarse en pesos a las altas tasas de interés que ya existían por el aumento de precios que experimentaba el país.

De esta manera, un factor objetivo, las altas tasas de interés internas, y otro de carácter meramente especulativo, suponer que el tipo de cambio no se modificaría a la larga, atendiendo a la disparidad de los procesos inflacionarios entre México y el resto del mundo, ocasionaron que las empresas privadas aumentarán sustancialmente su endeudamiento con el exterior. A esto debe sumarse la disposición de la banca internacional para otorgar financiamientos en condiciones de una alta liquidez internacional.

Considerando los datos al mes de diciembre de cada año, (5) en 1970, la deuda externa total del país era de solo \$6,000 millones de dólares, \$ 4,200 del sector público y \$ 1,800 (30%) del sector privado. En 1976, el monto total aumentó más de 4 veces, a casi \$ 25,900 millones de dólares, de los cuales \$ 19,600 correspondían al sector público y \$ 6,300 (24.32%) al sector privado. De 1976 a 1982, la deuda aumentó más de 3 veces, a casi \$ 87,000 millones, de los cuales \$ 60,000 eran públicos, \$ 19,000 (21.84%) eran privados y \$ 8,000 eran de bancos comerciales mexicanos a través de sus agencias y sucursales en el exterior (ver gráfica).

Si bien el endeudamiento externo del sector privado constituye sin lugar a dudas una fuente importante para cubrir la insuficiencia del esfuerzo del ahorro interno frente a los requerimientos de inversión de nuestro país, hoy en día, después de ocurridas una serie de devaluaciones de magnitud sin precedente en la historia, podemos concluir que los resultados que ha tenido un financiamiento excesivo en moneda extranjera sobre la liquidez y costos de nuestras empresas, resulta, a todas luces perjudicial para su desarrollo. Las decisiones se apoyaron en la ilusión de obtener mayores utilidades transitorias basadas en el pago de un alto riesgo por las condiciones en que se había desarrollado nuestra economía. Se ha calculado que por cada dólar que se presta a los países deudores, las naciones industrializadas se benefician con dos dólares mediante el pago de intereses y la venta de tecnología, equipo y servicios necesarios para el desarrollo económico.

# DEUDA EXTERNA TOTAL



Respecto a este último punto, aunque de hecho el Banco de México tenía establecido un Fideicomiso (FICORCA) para las empresas que tuvieran deuda en dólares, pocas fueron las que se acogieron a él, alegando que el costo era elevado. Este sistema consistió inicialmente en un programa por medio del cual las empresas constituían un depósito en dólares con el sistema bancario y obtenían un crédito en pesos a las tasas de interés del mercado.

Más tarde evolucionó a un sistema de reportos a largo plazo que consistían fundamentalmente en que las empresas entregaban una cantidad en dólares específica a cambio de una cantidad específica en pesos, operación que sería revertida en el futuro. Durante la vigencia de la operación, la empresa debía de pagar un premio equivalente aproximadamente al diferencial de tasas de interés comerciales para operaciones en pesos y en dólares.

En la actualidad FICORCA tiene registradas deudas del sector privado por alrededor de \$ 11,700 millones de dólares, cuyo servicio se concentra en gran medida entre 1988 y 1991, como resultado del nuevo acuerdo el Gobierno ya no está obligado a proporcionar las divisas extranjeras correspondientes en las fechas contractuales, sino que el pago de la deuda en dólares al exterior se realizará también en un plazo de 20 años con 7 de gracia, por consiguiente, en medida que las empresas paguen sus recursos en pesos, éstos podrán representarse dentro del territorio nacional; aquí también se elimina en peso importante del pago de deuda en dólares al exterior.

Las facilidades que se han otorgado a las empresas mexicanas para pagar intereses atrasados a bancos en el extranjero y adeudos vencidos con proveedores, constituyen parte de la estrategia tendiente a restaurar las corrientes normales de comercio y financiamiento a nuestro país. Sin embargo, otros elementos, principalmente internos, deberán arrojar resultados positivos para fortalecer nuestra posición negociadora; destacan la continuación del abatimiento en la inflación y la concreción de los objetivos en materia financiera.

## 1.6 POLITICAS DE ENDEUDAMIENTO EXTERNO Y ESTRATEGIA FUTURA

México necesitará aún en el próximo sexenio (1989-1994) complementar el ahorro interno con recursos del exterior (15) para alcanzar y sostener tasas de crecimiento que permitan generar empleo y mejorar el nivel de vida de sus habitantes. Esto significa que el país requiere de un flujo neto positivo de capital del exterior, que se traducirá en un aumento forzoso en el nivel de endeudamiento.

Mientras México requiera de los recursos del exterior la política de endeudamiento debe tener como objetivo que los nuevos recursos sean utilizados de manera eficiente y oportuna. En este contexto la negociación y contratación deberán ser coordinados para obtener las mejores condiciones posibles para el país.

Los factores principales que condicionan la política de endeudamiento son:

- A) La disponibilidad y acceso a recursos del exterior.
- B) El mejoramiento en el perfil de la deuda.
- C) Un cambio sustancial en la estructura de la deuda.

Dentro del primer componente es necesario que México obtenga recursos de los organismos multilaterales, principalmente del Banco Mundial (BM) y del Banco Interamericano de Desarrollo (BID), para lograr la modernización y el cambio estructural que requiere la economía mexicana. Además, en el caso del endurecimiento en la posición de la banca comercial acreedora en el sentido de otorgar quitas al principal o reducir el pago de intereses, serán necesarios recursos frescos para reducir la carga del servicio de la deuda, la que, a los niveles presentes, es insostenible, tanto desde el punto de vista económico como del político.

En el caso del perfil de la DE, es insostenible el pago de 12,000 millones de dólares por concepto de pago de servicio de la deuda, por lo que es conducente una nueva renegociación (la última de 1986 vence en junio de 1989) en mejores condiciones de plazo (20 o más años) con nulos márgenes de crédito y comisiones que logre una disminución de alrededor del 40 % del pago del servicio de la deuda (lo que implicaría dejar de pagar \$ 4,800 millones de dólares anualmente, que podrían utilizarse en inversión interna).



Es necesario continuar con la disminución de la DE total, ya sea prepagando como en el caso de la DE privada, a través de mecanismos como los Swaps (intercambio de deuda por capital) o a través de mecanismos de captura en el descuento de la deuda en los mercados secundarios como los bonos cupón-cero u otros instrumentos similares, que permitan liberar recursos que actualmente se utilizan para el pago de la DE y que pueden ser utilizados para el desarrollo interno.

## 2. MECANISMOS DE RENEGOCIACION

### 2.1 PLAN BONOS CUPON CERO

Después de haber logrado importantes avances en la negociación del pago de la DE. (6) debe reconocerse que México tiene todavía un problema de que coarta sus posibilidades de desarrollo futuro.

Básicamente, el problema consiste en la llamada transferencia neta de recursos, es decir, la diferencia entre las corrientes de capital que entran y salen de un país incluidos los pagos de intereses.

Desde 1982 hasta la fecha, nuestro país paga al exterior entre 5 y 6% del PIB por concepto de intereses. Para evitar que ésta salida de divisas, mas los dividendos y regalías que se pagan sobre la inversión y la tecnología extranjeras constituyan una pérdida neta de riqueza que se transfiera al exterior, deben ser compensadas, aun cuando sea parcialmente, por otras corrientes autónomas de entrada de capital ya sea por concepto de nuevos créditos-netos, inversión extranjera directa o repatriación de capitales.

Las opciones para limitar la llamada transferencia neta de recursos son bastante claras: reducir la salida, aumentar la entrada o una combinación de ambas.

Si se pretende limitar la salida de recursos, esto puede hacerse mediante el pago de menos intereses sobre la deuda existente, o mediante la reducción del saldo de la misma, que a su vez generaría un menor pago de intereses.

Por el lado de las entradas, al aumentar los montos netos de crédito del exterior, si bien es una solución, contradice la estrategia de depender cada vez menos del crédito externo y, de ser posible, reducir su saldo.

Queda entonces la opción de trabajar en un esfuerzo de frentes múltiples que incorpore simultáneamente el fortalecimiento del sector externo y un crecimiento moderado o negativo en los saldos de la deuda existente, siempre por debajo del crecimiento de las exportaciones y del crecimiento del PIB.

Esto último puede lograrse, por un lado, mediante reducciones del saldo de la deuda existente y/o de los intereses por pagar, por medio de operaciones de intercambio de deuda por deuda, como la realizada recientemente y, por el otro, con el uso prioritario de fuentes de financiamiento multilaterales, bilaterales, y del mercado de capitales, en lugar de las bancarias.

Aunque esto parezca paradójico, es perfectamente razonable que un país requiera crédito externo fresco y al mismo tiempo pretenda reducir su deuda.

Esto es precisamente lo que pretendió lograr México durante los últimos meses de 1987 y principios de 1988 con la operación de intercambio de bonos por deuda. El equilibrio es difícil de lograr y el objetivo último mas aún : reducir la carga de la deuda sin cerrarle al país las puertas a posibles apoyos que llegara a requerir en el futuro.

El primer paso en ésta nueva etapa del manejo de la deuda externa fué dado al concluir las negociaciones, el 30 de marzo de 1988, de el intercambio de bonos por deuda externa. A continuación se describe brevemente la opción y sus resultados.

### PRESENTACION

En diciembre de 1987, el Gobierno de México anunció un nuevo esquema de negociación de la deuda externa a fin de reducir el monto actual de ésta. Este esquema está basado en una emisión de bonos que el Gobierno Mexicano ofreció a sus acreedores bancarios para cubrir con descuento parte de sus créditos al sector público de país. Los bonos tendrán un vencimiento único a plazo de 20 años a partir de su emisión, y estarán respaldados por los llamados "cupón cero" que emite el Gobierno de Estados Unidos.

El Gobierno de México ha propuesto una operación voluntaria de intercambio de deuda con la banca comercial acreedora que le permitiría reducir el monto de la deuda externa actual del sector público, ahorrar el correspondiente servicio de la deuda por intereses, mejorar el perfil de pago del principal de la misma y asegurar desde ahora la fuente de pago del principal de cierta parte de los activos restantes.

Esta operación, producto de muchos meses de preparación, constituirá el primer paso en que uno de los principales países deudores utiliza mecanismos institucionales para aprovechar en su beneficio el descuento al que se ofrece su deuda en el mercado secundario.

La operación propuesta permitiría que nuestro país pudiera reducir el saldo total de la deuda y su servicio sin tener que hacer uso excesivo de sus reservas, pues la técnica empleada implica la multiplicación del impacto de cada dólar utilizado para éste fin.

Los objetivos de ésta operación son:

1. Reducir el monto actual del endeudamiento externo del sector público mediante la captura, en montos significativos, del descuento que sobre la misma existe actualmente en los mercados internacionales.
2. A través de la reducción del principal, la disminución consecuente del servicio de la deuda por intereses.
3. Mejorar aun más el perfil de pagos del principal.
4. Retornar a los mercados de capital a través de las operaciones voluntarias, que no conlleven condicionalidad alguna en materia política económica.

#### DESCRIPCION

4)

- 1.- México ofrecería a sus acreedores bancarios actuales la oportunidad, sobre una base de participación voluntaria, de un canje o intercambio, con descuento, de una parte de su deuda vieja por nuevos bonos.
- 2.- El intercambio de deuda bancaria por nuevos bonos se realizaría mediante una subasta. Al calificar las ofertas recibidas, México aceptaría aquellas que permitiesen capturar un mayor descuento.
- 3.- El monto de bonos a emitir dependería del resultado de la subasta y sería por el equivalente a la deuda que se cancela menos el descuento.
- 4.- Simultáneamente el Gobierno de México invertiría reservas internacionales en bonos "cupón cero", emitidos por la Tesorería de los Estados Unidos. Estos títulos serían emitidos por un monto, que generaría al vencerse, una cantidad equivalente a la emisión de nuevos bonos emitidos por México.

Los bonos "cupón cero" del Tesoro norteamericano serían obligaciones del Gobierno de los Estados Unidos, que al igual que la nueva emisión de bonos mexicanos, serían a un plazo de 20 años, cuyo rendimiento de intereses no se paga al inversionista en efectivo, sino que se reinvierte automáticamente y se va agregando al principal del bono hasta su vencimiento, capitalizándose a la tasa de interés pactada originalmente el día de la emisión.

El resultado que, por ejemplo, un millón de dólares de la MLI tendría, con un pago de contado de 100 millones de dólares (100), pueden comprarse bonos cuyo valor al vencimiento dentro de 20 años sería de alrededor de 10,000 millones de dólares, es decir, un "apalancamiento" de poco más de 9 a 1.

Al término del plazo, el Gobierno de Estados Unidos pagaría al gobierno mexicano el valor capitalizado del bono "coupon zero", que sería equivalente al valor total de los bonos emitidos por México. Es decir, el pago del principal de los nuevos bonos estaría asegurado, México no tendría que reintegrar ni recurrir a sus reservas para pagarlos.

Los bonos del Gobierno de Estados Unidos adquiridos por México, además de representar una inversión de las reservas, constituirían una garantía colateral para los tenedores de los bonos mexicanos sobre el pago del principal, más no de los intereses.

7. Es importante destacar, que si bien en el mercado se registran ofertas de deuda mexicana a 50 centavos por dólar de su valor nominal, estos montos son marginales, ya que son ofertas de poca cuantía, no resultan significativos para una operación de este tipo. Es por esto que en las estimaciones que aquí se muestran, se considera un descuento del 40%, que es el margen en el que se estima factible captar un monto superior a los 10,000 millones de dólares, nivel que se considera adecuado para emprender una operación de esta naturaleza.

#### CARACTERÍSTICAS DE LA OPERACIÓN.

1. INCONDICIONAL. La operación que México (7) ofrece a sus acreedores constituye una transacción de carácter estrictamente financiero entre nuestro país y los bancos, sin implicar condicionalidad alguna en materia de política económica, frente a ningún gobierno u organismo financiero internacional.
2. TERMINOS. Sobre los nuevos bonos emitidos a cambio de la deuda, México pagaría una tasa de interés de  $1 \frac{5}{8}$  sobre LIBOR. Esta sobretasa resulta mayor a la que se tiene sobre la deuda reestructurada (0.81). Sin embargo, con este bono se mejora el perfil de la deuda, ya que no se efectúa ningún pago del principal sobre esta parte sino hasta el año 20, a diferencia de los términos actuales, en los que la deuda tiene un periodo de gracia de sólo 7 años adicionalmente, el

margen de 1 5/8 % es un incentivo para que se intercambie la deuda. lo que facilita cancelar un monto superior de la deuda existente gracias al descuento.

- 3.- ELEGIBILIDAD. El universo total de la deuda elegible para ser operada dentro de este nuevo mecanismo comprende la vieja deuda reestructurada del sector público por \$ 43.000 millones y las operaciones de dinero fresco de 1983 y 1984 por \$ 9.000 millones.
- 4.- EFECTOS SOBRE LA DEUDA VIGENTE. En la medida en que algunos de los bancos acreedores de México decidan no participar en la subasta, o sus cotizaciones no fueran aceptadas por México por ser poco atractivas, la deuda vigente seguiría recibiendo el mismo tratamiento que hasta ahora, y seguiría siendo objeto de cualquier negociación ulterior que México plantee a sus acreedores, sin verse afectada de manera alguna por la operación de canje que otros bancos hubiesen aceptado en los términos aquí descritos.
- 5.- USO DE RESERVAS INTERNACIONALES. No existe compromiso preestablecido respecto del monto a operar por parte de México. Tentativamente se establece que el monto máximo de reservas a invertir en los bonos "cupón cero" sería de 2 mil millones de dólares. Pero éstas se utilizarían en función de la captura del descuento que pudiera obtenerse.

Por otra parte, si las condiciones ofrecidas en la subasta no fueran lo suficientemente atractivas para México, la operación podría no llevarse a cabo, sin que esto implique compromiso alguno de afectar las reservas o de adquirir los citados bonos de cupón cero. Invertir reservas en este mecanismo represente varias ventajas para México:

- A) La inversión se hace en un instrumento libre de riesgo que asegura el rendimiento necesario para cubrir la amortización única de los nuevos bonos a su vencimiento, sin la incertidumbre que provocaría la inversión en otros instrumentos de carácter especulativo.
- B) Se puede retirar deuda por un múltiplo importante.
- C) Se amplía el nivel del descuento capturado.

Es decir, la magnitud de los beneficios para México depende del precio al que los bancos coticen la deuda existente, el monto ofrecido por éstos y aceptado por México, así como de las características inherentes al bono "cupón cero".

## ALCANCES Y BENEFICIOS DE LA OPERACION

- 1.- Representa una ganancia inmediata para México que, (a) bajo los supuestos utilizados, alcanzaría alrededor de \$ 6,700 millones de dólares por reducción del saldo de la deuda.
- 2.- Lo anterior permite que, por intereses que dejan de pagarse, se dé un ahorro anual neto de \$ 550 millones de dólares durante los primeros 7 años, ahorro que a partir de 1995 decrece gradualmente debido al nuevo perfil de amortizaciones. Este ahorro se daría a pesar de la mayor sobretasa que devengarían los bonos nuevos. Si cada año se invirtieran los intereses ahorrados, el beneficio acumulado ascendería a casi \$ 17,000 millones de dólares.
- 3.- Al final de los veinte años, la deuda externa por \$ 10,000 millones de dólares, representada por los nuevos bonos, se cancelará con el producto de la inversión de \$ 2,000 millones. Este amortización se haría sin nuevos préstamos, ni refinanciamiento, ni reestructuraciones, ni impacto en las reservas.
- 4.- El perfil de vencimiento de la deuda intercambiada mejora extraordinariamente, ya que además de "desaparecer" pagos por \$ 6,700 millones de dólares, el pago de \$ 10,000 millones se hace en un desembolso único en el año 2008 - con recursos propios asegurados - al final de los veinte años, en lugar de hacerse en pagos trimestrales a partir de 1994 y finalizando en el año 2006.
- 5.- Los recursos que se liberan tanto por menores pagos de intereses, como por menores amortizaciones, equivalentes a \$ 24,000 millones de dólares durante los veinte años, tendrán varias implicaciones financieras en la economía mexicana que contribuirán a una mejoría en el nivel de vida de nuestra población, a través de los siguientes efectos:
  - Mayor capacidad de importación y, por lo tanto de inversión y consumo en la economía.
  - Lo anterior permitirá, a su vez, aumentar la generación de empleos.
  - La mayor disponibilidad de divisas contribuirá a reducir la presión sobre los precios domésticos, coadyuvando a mejorar la capacidad adquisitiva de los salarios de los trabajadores y evitando presiones adicionales a las tasas de interés.
  - Al reducir los requerimientos presupuestales para reducir el servicio de la deuda, se liberan recursos financieros que podrán ser utilizados por los sectores social y privado.

Es importante señalar que no se pretendió de ninguna manera que el esquema constituyera la solución definitiva al problema de la deuda externa. Se trata de un esfuerzo más dentro de una nueva etapa del proceso tendiente a reducir el peso de la deuda en nuestra economía y a adecuar en mayor medida su servicio a la capacidad de pago del país.

#### EVALUACION DEL PLAN DE BONOS CERO

Durante el mes de mayo se hizo una evaluación del esquema (8) de bonos "cupón cero" de deuda externa, por parte de la Dirección de Crédito Público de la Secretaría de Hacienda: Al arribar a su etapa final el plan de bonos "cupón cero", más de dos terceras partes de los bancos rehusaron participar, y las ofertas no lograron sumar siquiera la mitad de lo que se esperaba; sin embargo, no se alteró el optimismo Gubernamental. Después de todo, la operación eliminó de un plumazo poco más de \$ 1,000 millones de dólares de saldo de la deuda.

Nuevas opciones prometen desde ahora mejores resultados. Pero sea que vinculen el valor del bono al precio del petróleo o que garanticen temporalmente el pago de intereses, todas se basan, más o menos, en el esquema original.

A continuación se presentan los resultados finales de ésta operación:

- . Alrededor de trescientos bancos cotizaron un total de poco más de \$ 6,000 millones de dólares en derechos de cobro de la deuda, con un descuento que fluctuó del 10 al 48%.

- . México rechazó casi la mitad de los ofrecimientos, dejando fuera todas las posturas de 75 centavos por dólar y más caras.

- . De éste modo, solo participaron 139 acreedores. Ellos canjearon, a favor del Gobierno Mexicano, \$ 3,665 millones de dólares de deuda con una rebaja promedio de 30.2%.

- . A cambio el país les entregó \$ 2,557 millones de dólares en bonos nuevos, con vencimiento a 20 años, sobretasa 1 5/8 sobre la LIBOR y garantizados con bonos cupón cero del tesoro estadounidense.

- . Esta última institución realizó una emisión especial de Ceros a favor del Gobierno Mexicano, con valor nominal y plazos iguales a los de los bancos aztecas.



Finalmente, México compró los cupones a su precio actual (\$ 502 millones de dólares) de cuenta que, al expirar la reinversión acumulada de intereses y principal, sumará los \$ 2,557 millones con que se saldarán los bonos canjeados a los acreedores.

El Gobierno Mexicano había apartado para este plan hasta \$ 2,000 millones de dólares de las reservas nacionales; seguramente los \$ 1,468 millones que "sobraron" encontrarán pronto un cauce parecido (véase Cuadro 8).

#### RESULTADOS DEL PLAN DE BONOS

Deuda descontada	3,665 millones de dólares
Descuento promedio	30.2%
Reducción neta del saldo de la deuda	1,108 millones de dólares
Inversión en bonos "cupón cero"	2,557 millones de dólares
Plazo para lograr ahorro efectivo	10 años y medio
Ahorro aproximado anual de intereses	50 a 80 millones de dólares

#### Cuadro 8

La Dirección de Crédito Público de la Secretaría de Hacienda asegura que las negociaciones de la deuda han dado por resultado una disminución real, absoluta, respecto de 1986: El sector público ha pagado entre \$ 8,000 y \$ 10,000 millones de dólares, que, gracias a sus propias negociaciones, ha podido cancelar con descuentos de 30, 50 y hasta 60 centavos por dólar. El sector privado, por su parte, ha saldado cerca de \$ 4,000 millones de dólares del principal, en parte mediante operaciones de canje de deuda por capital.

Por último, algunos beneficios que se han podido obtener con la emisión de los bonos de deuda, respecto a los bancos acreedores, son:

Los bancos acreedores pueden castigar parte de sus carteras sin tener que valuar al mismo precio todos sus créditos, pueden

deducir de impuestos una porción de sus pérdidas y pueden recibir una garantía especial.

En segundo lugar, y quizá ésto sea lo más importante, redistribuye la responsabilidad de deudores, acreedores y Gobierno de una manera menos onerosa para los primeros; y, finalmente, abre la posibilidad para nuevas opciones.

## 2.2 INTERCAMBIO DE DEUDA EXTERNA POR CAPITAL ( SWAPS )

### INTRODUCCION

El mecanismo de venta de deuda externa "SWAPS". (10) tiene como objetivo incrementar la inversión productiva utilizando deuda pública externa.

Este mecanismo consiste, básicamente, en utilizar los derechos de cobra de la deuda pública reestructurada y convertirlos en partes sociales de empresas públicas o privadas. Tales derechos se encuentran en poder de la banca nacional e internacional que suscribió los contratos de reestructuración. De esta forma, los inversionistas extranjeros que así lo desearan, podían adquirir en los mercados de capitales estos derechos e intercambiarlos por acciones de empresas públicas o privadas mexicanas.

Varias empresas transnacionales han visto en este mecanismo la posibilidad de lograr una mayor rentabilidad en inversiones productivas. Como en todo instrumento del mercado, puede apreciarse aquí un mecanismo muy simple, en que se conjugan la entidad que compra la deuda en dólares con descuento; el sector público que la paga en su propia moneda, recibiendo también parte del beneficio del descuento, y las empresas y proyectos de inversión hacia los que se orientan dichos recursos.

Así, este mecanismo ha servido, en el tiempo que ha funcionado, para disminuir el acervo de deuda de los países endeudados; para promover la inversión y, no menos importante, para hacer que la banca internacional modifique sus patrones de conducta para convertirse no solamente en rentistas sino también en coparticipes del riesgo de inversión.

El Gobierno Mexicano analizó cuidadosamente las ventajas y desventajas de este mecanismo antes de definir su política al respecto, en abril de 1986. Por una parte se analizó el efecto que éste pudiera tener sobre las reservas internacionales, dado que se utilizan recursos provenientes de inversión extranjera para liquidar deuda pública externa.

Se expidió un reglamento que impide que se opere con excesivo causismo y discrecionalidad, evitando muchos de los problemas que se han presentado en otros países y que han hecho que se suprima el mecanismo.

Se logra así que la canalización de recursos se dirija hacia actividades productivas; exportaciones y sustitución de importaciones y, cuando aplique compromisos específicos de generación de divisas.

Ello asegura que la entrada de capitales por esta vía, se encause a las actividades prioritarias del país y no a actividades financieras de carácter especulativo.

Se logran también efectos positivos en materia fiscal, generación de empleos, transferencia de tecnología y nuevos sistemas de producción. Es en función de todo esto como se gradúa el mayor o menor estímulo del descuento.

Asimismo, se ha contemplado que la utilización de este mecanismo no genere volúmenes de liquidez en la economía que puedan afectar la política antiinflacionaria.

En cierto modo, los swaps nacieron de la necesidad de los acreedores para garantizar su presencia en países donde aparentemente ya no tenían nada que hacer: no había más préstamos que otorgarles y los procesos de reestructuración estaban prácticamente concluidos.

Al principio solo unos cuantos participaban de la deuda mexicana. Hoy el número es creciente y junto con ellos la banca nacionalizada juega cada día un papel más importante.

Fuentes allegadas al programa indican que Citibank, Chase Manhattan, Bankers Trust, Morgan Guaranty, Libra Bank, Barclays, Midland Bank, Standar Chartered, American Express y Nederlandsche Middenstanbank son, actualmente, algunos de los promotores más activos, junto a firmas de corretaje como Shearson Lehman Brothers, Intermex y Eurinam.

Bancomer, Banamex y Serfin aparecen, en tanto, como los principales agentes locales aún cuando muchas veces actúan en asociación con instituciones extranjeras.

Inicialmente, las autoridades de Hacienda marginaron del proceso a las entidades nacionales de crédito, porque dudaban de su capacidad para resolver correctamente operaciones de canje, dada su inexperiencia en dicho campo. Con el tiempo, sin embargo, la banca local mostró su profesionalismo y hoy juega un papel activo.

Serfin, por ejemplo, ha vendido al menos cinco empresas paraestatales a través de swaps y mantiene el liderazgo en este campo. Por su parte Banamex ha cerrado 15 operaciones de swaps, la primera de las cuales se realizó en agosto de 1986, con la venta de Atsugi. El valor negociado en estas transacciones asciende a \$ 220 millones de pesos.

Se piensa que con la ampliación del programa a otro tipo de swaps y a la participación de mexicanos en el mercado, éste mecanismo cobrará un mayor auge.

## PRESENTACION

La evolución de la economía nacional, (10) especialmente a partir de 1982, ocasionó que un gran número de empresas, ante la imposibilidad de obtener recursos adicionales para llevar a cabo ampliaciones, modificaciones, iniciar un nuevo proyecto o hacer frente a los pagos de intereses y principal de su DE, presentaron solicitudes para la capitalización de dichos pasivos a través del mecanismo de sustitución de deuda pública por inversión.

Durante el periodo 1983-1985, la Comisión Nacional de Inversiones Extranjeras emitió resoluciones favorables para la capitalización de pasivos por \$ 769.1 millones de dólares, cifra que representó el 30.4 % del total de las autorizaciones de la Comisión en el periodo señalado.

La reducción de los precios del petróleo provocó una disminución en las expectativas de las empresas de contar con las divisas suficientes para afrontar sus pagos al exterior. Por ello, era de esperarse que se incrementaran las solicitudes para la capitalización de pasivos y/o sustitución de la deuda pública por inversión.

Al evaluar las solicitudes, la Comisión Nacional de Inversiones Extranjeras se ajusta a lo dispuesto en la ley para promover la Inversión Mexicana y Regular la Inversión Extranjera.

La capitalización de pasivos se rige de acuerdo con lo estipulado en el artículo 80. de la Ley para Promover la Inversión Mexicana y Regular la Inversión Extranjera, el cual señala: "Se requerirá la autorización de la Secretaría que corresponda según la rama de actividad económica de que se trate, cuando una o varias de las personas físicas o morales a que se refiere el artículo 2o. en uno o varios actos ó sucesión de actos, adquiera o adquieran más del 25 % del capital o más del 49 % de los activos fijos de una empresa.

Se equipara a la adquisición de activos, el arrendamiento de una empresa o de los activos esenciales para la explotación". En por lo anterior que la Comisión, al emitir su dictamen ha considerado la opinión de las Secretarías correspondientes.

En caso de que la adquisición de que se trate pretenda llevarse a cabo via capitalización de pasivos o reinversión de utilidades, se requerirá de la autorización previa de la Comisión.

La Comisión es el organismo competente para resolver todos los casos de capitalización de pasivos, incluso aquellos que se acojan al programa de sustitución de deuda pública por inversión.

En el análisis de las solicitudes para capitalización de pasivos, sustitución de deuda pública por inversión y en los casos en que los socios mexicanos no cuenten con recursos para realizar aportaciones adicionales de capital, se verifica que no exista otro mecanismo financiero disponible, ya sea a través de la participación de otros inversionistas nacionales o por medio de aportaciones temporales de capital de riesgo de los fondos de fomento nacionales, o bien, internacionales, vía los fondos bilaterales de co-inversión.

Quando los mecanismos mencionados no fuesen soluciones viables a los problemas financieros de la empresa, que por sus características se ubiquen dentro de las prioridades nacionales, se permitirá, siempre con apego a la reglamentación de la materia, el aumento de la participación extranjera en su capital; previo cuidadoso análisis que determine que el aumento en el capital es indispensable para la supervivencia de la empresa. En tales casos establecerán compromisos que aporten beneficios adicionales a la economía nacional.<sup>4)</sup>

La cláusula 5.11 del convenio de Reestructuración de la deuda del sector público del 29 de Agosto de 1985, establece la posibilidad de utilizar los derechos de cobro de la misma para convertirlos en partes sociales de empresas públicas o privadas, tales derechos se encuentran en poder de la banca nacional e internacional.

Dicha cláusula permita que los inversionistas extranjeros que así lo deseen, puedan adquirir en los mercados esos derechos y los intercambien por partes sociales de empresas públicas o privadas; para complementar la inversión, para iniciar una sociedad o para descargar sus pasivos de moneda nacional.

El porcentaje de descuento al que el Gobierno Mexicano y otras entidades públicas deudoras intercambiarán su deuda se fijará de acuerdo a los beneficios que la transacción implique para el desarrollo del país, y se negociará con la Secretaría de Hacienda y Crédito Público.

La tabla de condiciones y descuentos para la utilización del mecanismo de sustitución de deuda pública por inversión contiene elementos fijos, mismos que se ajustarán dependiendo del precio del tipo de cambio libre respecto al controlado.

Asimismo las acciones emitidas a cambio de cancelación de la deuda contemplarán las limitaciones contenidas en la cláusula 5.11 del convenio de Reestructuración de la deuda pública externa (Ver anexo).

## CRITERIOS GENERALES

A continuación se presentan los criterios más importantes, destacando en cada uno de ellos la prioridad otorgada por la Comisión:

### 1) Exportaciones.

La Comisión considera en primer lugar a aquellas empresas que muestren saldos superavitarios en balanza de pagos; en segundo lugar, a aquellos con saldos equilibrados y por último, a las que presenten déficit.

### 2) Aplicación de Recursos

Se dará preferencia a aquellos casos de inversiones en activos fijos, ampliaciones, nuevas líneas de producción o nuevas actividades económicas que impliquen exportaciones y en segundo término, a los casos que prepagen a FICORCA y a obligaciones en moneda nacional con sociedades nacionales de crédito; proveedores nacionales o colocaciones entre el gran público inversionista Mexicano.

### 3) Tecnología

Se otorga mayor prioridad a proyectos con tecnología de punta en segundo lugar a aquellos con tecnología media y tercer lugar, a los que ofrezcan tecnología saliente.

### 4) Grado de Integridad Nacional

Se dará prioridad a aquellos proyectos cuyo grado de integración nacional sean superiores a los de la rama económica, en segundo término a aquellos con igual grado de integración a la rama económica en cuestión.

### 5) Estructura Actual de la Propiedad de Capital

Se otorga preferencia para la capitalización de pasivos en primera instancia, a aquellos que en el momento de hacer su solicitud mantengan un 100 % de capital foráneo; posteriormente, a empresas con participación mayoritaria extranjera y finalmente, a aquellos que debido a la capitalización de pasivos, pasarán de una participación minoritaria o nula, a una mayoritaria o minoritaria respectivamente.

b) Acreedores.

A. En relación a los sujetos acreedores, la Comisión considerará dentro de sus prioridades para la autorización de capitalización de pasivos propios, en primer instancia, a aquellos créditos suscritos con instituciones bancarias en segunda, a aquellos créditos contraídos con proveedores y finalmente a los créditos acumulados con las matrices de las empresas mexicanas en el extranjero.

D. Para los efectos de sustitución de deuda pública por inversión, los pasivos permitidos serán, solamente los provenientes de:

- Créditos en moneda nacional con sociedades nacionales de créditos.

- Créditos en moneda nacional contraídos con proveedores nacionales, para la adquisición de bienes de procedencia nacional.

- FICORCA

- Obligaciones emitidas entre el gran público inversionista en México.

7) Tamaño de la empresa.

En lo relativo al tamaño de la empresa, ubican en primer instancia a la pequeña y mediana industria y en segundo plano a la gran empresa.

8) Análisis de Rentabilidad de la empresa dentro del contexto del crecimiento sectorial.

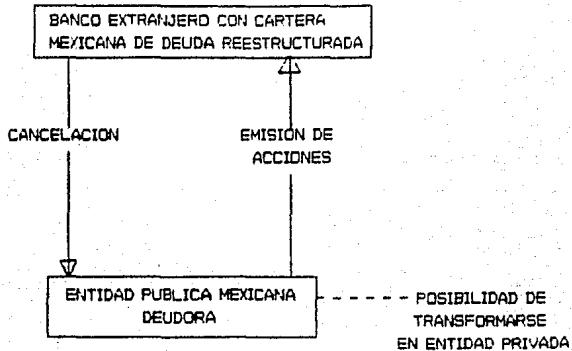
Se permitirá capitalizar pasivos y/o sustituir deuda pública por inversión a aquellas empresas que muestren un dinamismo similar o superior al de la actividad económica, rama industrial o sector al que pertenezcan.

A continuación se presenta, en forma esquemática algunos mecanismos operativos bajo los cuales se podrá utilizar la operación de sustitución.



---

CAPITALIZACION DIRECTA SIMPLE

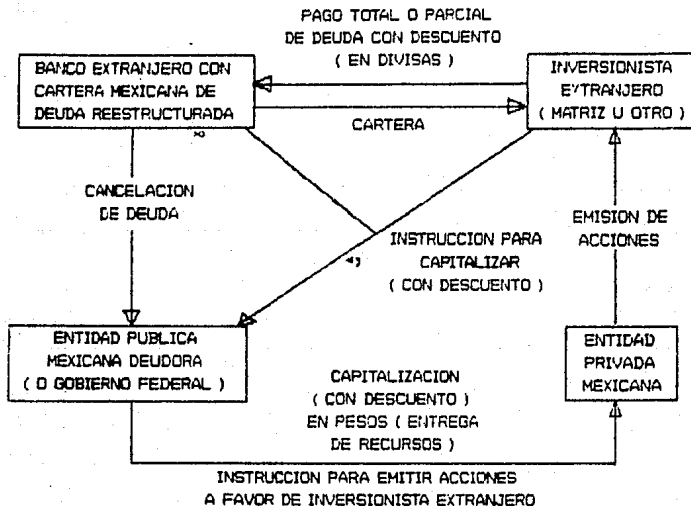


---

SINTESIS : SE CAMBIA DEUDA POR ACCIONES DE LA ENTIDAD DEUDORA DEL "NEW REESTRUCTURE AGREEMENT" LAS QUE SERAN EMITIDAS CON LAS LIMITACIONES ESTABLECIDAS EN LA SECCION 5.11.  
FUENTE : MANUAL OPERATIVO PARA LA CAPITALIZACION DE PASIVOS Y SUSTITUCION DE DEUDA PUBLICA POR INVERSION, SRIA. DE HDA. Y CREDITO PUBLICO, MEXICO 1986.

MECANISMO No. 2

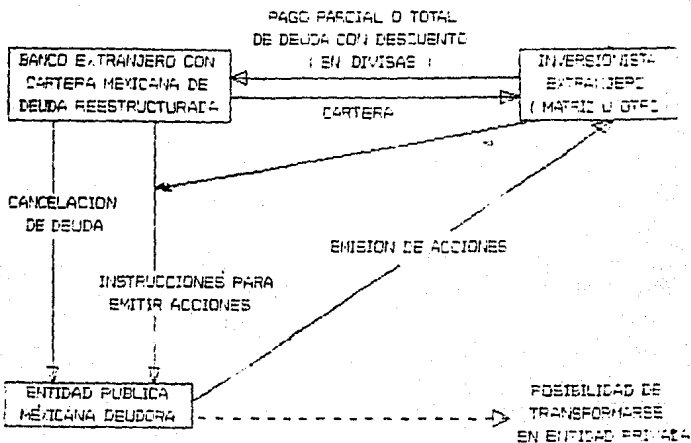
CAPITALIZACION INDIRECTA DE ENTIDAD PRIVADA POR PARTE DE INVERSIONISTA EXTRANJERO CON DEUDA REESTRUCTURADA DE ENTIDAD PUBLICA O GOBIERNO FEDERAL.



**SINTESIS :** UN INVERSIONISTA EXTRANJERO NEGOCIA CON ACREEDOR Y CON EMPRESA PRIVADA LA CAPITALIZACION DE ESTA ULTIMA CON DEUDA REESTRUCTURADA DE UNA ENTIDAD PUBLICA O DEL GOBIERNO FEDERAL, QUIEN HACE LAS APORTACIONES EN PESOS CON DESCUENTO, Y DA LAS INSTRUCCIONES A LA EMPRESA A CAPITALIZAR, QUIEN SE COMPROMETE A EMITIR ACCIONES CON LAS LIMITACIONES ESTABLECIDAS EN LA SECCION 5.11 DEL "NEW RESTRUCTURE AGREEMENT".

FUENTE : MANUAL OPERATIVO PARA LA CAPITALIZACION DE PASIVOS Y SUSTITUCION DE DEUDA PUBLICA POR INVERSION, SRIA. DE HDA. Y CREDITO PUBLICO, MEXICO 1986

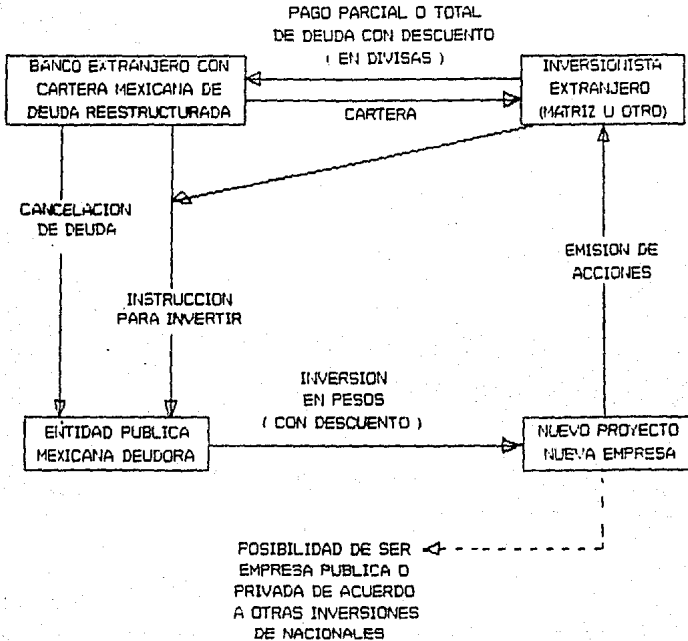
CAPITALIZACION DIRECTA DE ENTIDAD PUBLICA CON DEUDA REESTRUCTURADA POR PARTE DE INVERSIONISTA EXTRANJERO



SINTESIS : UN INVERSIONISTA NEGOCIA CON EL ACREEDOR DE UNA ENTIDAD CON EL FIN DE PASAR (CON O SIN DESCUENTO) TODA PARTE DE LA DEUDA DE ESTA ULTIMA QUIEN, EN CASO DE ESTAR DE ACUERDO, EMITIRA A NOMBRE DEL INVERSIONISTA Y A REQUERIMIENTO DEL BANCO, ACCIONES CON LAS LIMITACIONES ESTABLECIDAS EN LA SECCION 5.1 DEL 'NEW RESTRUCTURE AGREEMENT'.

FUENTE : MANUAL OPERATIVO PARA LA CAPITALIZACION DE PASIVOS Y SUSTITUCION DE DEUDA PUBLICA POR INVERSION, SERIA DE ABOGADO CREDITO PUBLICO, MEXICO 1986.

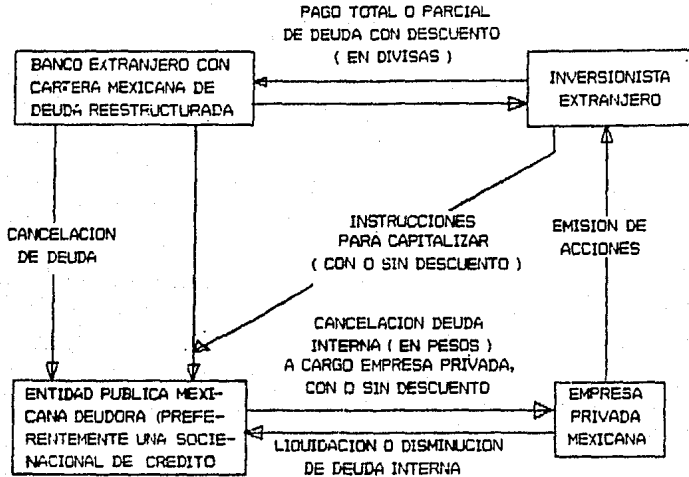
INVERSION EN NUEVO PROYECTO POR PARTE DE INVERSIONISTA EXTRANJERO  
CON DEUDA REESTRUCTURADA DE ENTIDAD PUBLICA.



SINTESIS : UN INVERSIONISTA EXTRANJERO NEGOCIA CON ACREEDOR LA INVERSION EN UN NUEVO PROYECTO CON DEUDA REESTRUCTURADA DE UNA ENTIDAD PUBLICA QUIEN, A CAMBIO DE SU DEUDA, HACE LA INVERSION EN EL NUEVO PROYECTO, SE EMITEN ACCIONES DE LA NUEVA EMPRESA A FAVOR DEL INVERSIONISTA EXTRANJERO CON LAS LIMITACIONES ESTABLECIDAS EN LA SECCION 5.11 DEL "NEW RESTRUCTURE AGREEMENT".

FUENTE : MANUAL OPERATIVO PARA LA CAPITALIZACION DE PASIVOS Y SUSTITUCION DE DEUDA PUBLICA POR INVERSION, SRIA DE HOA. Y CREDITO PUBLICO, MEXICO 1986.

CAPITALIZACION INDIRECTA DE ENTIDAD PRIVADA POR PARTE DE INVERSIONISTA EXTRANJERO CON DEUDA REESTRUCTURADA DE ENTIDAD PUBLICA EN VIRTUD DE ADEUDOS INTERNOS DE LA PRIMERA CON LA ULTIMA.



SINTESIS : UN INVERSIONISTA EXTRANJERO NEGOCIA CON ACREEDOR Y ENTIDAD PRIVADA LA CAPITALIZACION DE ESTA ULTIMA CON DEUDA REESTRUCTURADA DE UNA ENTIDAD PUBLICA (PREFERENTEMENTE UNA SAJ.C.) QUIEN A SU VEZ ES ACREEDOR DE LA ENTIDAD PRIVADA, POR LO QUE ESTA HACE LA APORTACION CON RECURSOS PROPIOS Y CANCELA O DISMINUYE SU DEUDA LA ENTIDAD PUBLICA, EMITIENDO ACCIONES A FAVOR DEL INVERSIONISTA EXTRANJERO CON LAS LIMITACIONES ESTABLECIDAS EN LA SECCION 3.11 DEL "NEW RESTRUCTURE AGREEMENT".

FUENTE : MANUAL OPERATIVO PARA LA CAPITALIZACION DE PASIVOS Y SUSTITUCION DE DEUDA PUBLICA POR INVERSION, SRIA. DE HDA. Y CREDITO PUBLICO, MEXICO 1986.

## RESULTADOS

La experiencia de un año ha sido satisfactoria y demuestra la validez de este instrumento, (ii) fundamentalmente como un mecanismo para promover la inversión productiva y que ha servido para apoyar a los sectores punta de lanza de la economía.

Entre los 107 proyectos aprobados, se han favorecido las ramas del turismo y automotriz entre otras. Las conversiones de deuda han representado la mitad de la inversión extranjera en el periodo de abril de 1986 a marzo de 1987, que alcanzó un total de \$ 1,000 millones, duplicándose así los montos de 1985.

No consideramos que el uso de este instrumento sea la panacea para la solución de ningún problema. Es principalmente un instrumento complementario para promover la inversión productiva. Como tal se debe ajustar a los lineamientos de la recuperación y el cambio estructural.

Los montos alcanzan cierta cuantía, tienen efecto catalizador, pero el año pasado apenas representaron un porcentaje muy pequeño de la inversión total. No va tampoco a resolver el problema de la deuda ni para México ni para América Latina, ya que en este ámbito representa también proporciones muy pequeñas. Pero, si vemos la magnitud de las tareas en estas dos materias, este es un camino que, actuando con criterio pragmático, coadyuva a su solución. Cada grano de arena cuenta.

Un análisis de los resultados obtenidos parte de dividir la aplicación de recursos derivados de este esquema en dos grandes categorías.

La primera se refiere a la capitalización de pasivos, la cual contiene aquellos proyectos que canalizan recursos para el pago a proveedores, sociedades nacionales de crédito o FICORCA. La segunda, comprende la inversión productiva, esto es, los recursos orientados hacia nuevas empresas, aplicaciones, modernizaciones o relocalizaciones.

La primera categoría suma un total de \$ 372 millones de dólares (en términos nominales), el 80% de estos fondos se orientó a la liquidación de adeudos con la banca nacionalizada. Por otra parte, en la categoría de inversión, se contabilizó un total de \$ 1,141 millones de dólares: 3 veces más que lo destinado a capitalizar pasivos. De allí, que por cada dólar autorizado para la liquidación de pasivos, tres dólares se destinaron a la inversión productiva. Este es el logro más importante del esquema.

Con respecto al origen del capital, es de mencionar que el 43% proviene de los Estados Unidos de América, el 13% del Reino Unido, el 12% de la República Federal de Alemania, el 8% de Japón, el 6% de España y, Francia y Suecia cada uno con el 2%.

De acuerdo con el sector de actividad económica, la industria automotriz, así como la de los bienes de capital y el sector turismo, en conjunto, absorbieron en términos nominales el 66% de los recursos.

La industria automotriz participó con el 31% mientras que la de bienes de capital y el sector turismo recibieron el 13 y 22% respectivamente, el resto de los sectores mantuvo una participación poco significativa, a excepción de la industria maquiladora que participó con el 7%.

En el caso de la industria automotriz, los proyectos de ampliación que se llevaron a cabo se debieron tanto a la constante necesidad de aumentar sus instalaciones, como al compromiso de incrementar el contenido nacional en sus productos. Las balanzas de pagos equilibradas también han sido factores de consideración.

En este sector, alrededor del 90% de los recursos utilizados a través del esquema, fueron destinados para continuar con proyectos ya iniciados o ampliaciones, que las empresas ya habían considerado con anterioridad.

En el sector turismo, varios factores jugaron una parte importante en el uso intensivo del esquema, la actividad política promocional, tanto a nivel nacional como internacional, a cargo de las actividades locales, así como el gran interés de la inversión extranjera en este sector, fructificó en grandes inversiones.

Alrededor del 94% del flujo de recursos a este sector se encauzó a la construcción o ampliación de instalaciones hoteleras. Los grandes hoteles se convirtieron en los grandes beneficiarios del financiamiento, tanto público como privado.

Según datos de Fonatur, se concluyeron 35 operaciones de Swap por \$ 400,000 dólares, a fin de remodelar, construir o ampliar 4,000 habitaciones en hoteles de al menos cuatro estrellas.

Los principales inversionistas fueron, en este caso, empresas estadounidenses, aunque también participaron capitales de Inglaterra, España y Japón.

Algunos de los proyectos que vale la pena mencionar son el Kimberly Properties para construir el hotel Oasis de Cancún, el hotel Nikko en la Ciudad de México, el de Shellwise Ltd. para el Cancún Plaza y los de Club Med y el Sheraton en Bahías de Huatulco. Para el último caso, la construcción a ser operado por Sheraton supone una inversión de \$ 25 millones de dólares -con 30% de capital cada uno- Fonatur, American Express y el grupo ICA, a través de su división turística y de desarrollo urbano.

Fué precisamente a través de un Swap de American Express -que también se ha mostrado muy activa en el terreno turístico al lado de la cadena Hilton y de la Marriot- que se convirtió la deuda pública que se tenía con ella misma, por inversión.

La puerta abierta por los Swaps fué usada también en éste caso por ICA, una de las primeras empresas mexicanas a las que la Secretaría de Hacienda permitió el uso de éste instrumento y que también compró deuda a American Express.

De manera global, el gobierno mexicano convirtió, a precios que fluctúan entre 75 y 92% de su valor nominal, algo más de \$ 1,500 millones de dólares de su débito externo para financiar proyectos de inversión a cuenta de extranjeros.

Firmas como Ietramex, Nissan, Atsugi, Grupo Alfa, Volkswagen, Ericsson, General Motors, Astra, Cementos Apasco, Suntory, Searle, Chrysler, Synkro, Nacobre, Dina Komatsu, Sony, Syntex y Pliana, entre otras, han podido crecer y sanear sus finanzas gracias a éste mecanismo que les permitió ahorrar hasta 40% sobre el monto de la capitalización.

El país a su vez ha podido reducir en poco más de \$ 150 millones de dólares el saldo de sus obligaciones externas, en virtud de la suspensión del servicio por la deuda que se canceló.

El Director General de Estudios y Difusión de Inversiones Extranjeras, consideró que el programa mexicano de capitalización de pasivos, diseñado para fomentar la inversión, atenuar las presiones de la deuda y promover la repatriación de capitales, es tan sólo un instrumento complementario de la política económica en marcha.

Los Swaps abren la posibilidad para que los prestamistas modifiquen su conducta y compartan los riesgos del desarrollo con los inversionistas locales. A un país como México, excesivamente apalancado, le conviene mas tener socios que acreedores, de manera que es mas atractivo invertir productivamente estos pasivos que mantenerlos ociosos.



A poco más de un año de realizarse la primera capitalización de Padivos, se han efectuado operaciones por un monto equivalente a 1.5% de la deuda externa total, valuada por la Secretaría de Hacienda en poco más de \$ 187,000 millones de dólares para el término de 1987.

El citado Director General establece: "Sería demagógico negar que existen presiones para abrir más el paso a la inversión extranjera. Pero todo es cuestión de montos y en México, donde el capital externo no representa más del 5 o 10% del total, éstos son ridículos".

Al decir de varios funcionarios del gobierno es falso que con este esquema se esté regalando al país. No sólo porque los sectores estratégicos siguen siendo coto de la nación, sino porque todavía existen muchos candados a la participación extranjera.

A la experiencia mexicana de 1987, siguieron otros intentos de países altamente endeudados (3): Brasil, por ejemplo, trató de establecer un arreglo de deuda similar al de México, a principios de 1989. También estaba en estudio una propuesta de trueque jamaquinu, mientras que en Filipinas se estaba considerando un cúmulo de 119 propuestas de trueque que ascendían a \$ 447 millones de dólares.

Inevitablemente inflacionario, el programa de conversión de deuda en capital fue suspendido súbitamente en noviembre de 1988 y a la fecha los inversionistas siguen negociando su reanudación.

Sin embargo la expectativas son poco alentadoras ya que usar Swaps en éstos momentos contravendría los objetivos del Pacto de Estabilidad y Crecimiento Económico (PECE).

## 2.3 OTROS MECANISMOS DE REDUCCION DE PASIVOS

### SWAPS DE EXPORTACION

Los instrumentos de reducción de deuda mexicana (12) Para las empresas públicas y privadas, han despertado la imaginación de los economistas. Uno de los mecanismos propuestos son los SWAPS de exportación.

Esto implicaría ofrecerles a los importadores de productos mexicanos no tradicionales, la posibilidad de pagar dichas importaciones con papeles de deuda mexicana.

Los importadores podrán usar dicho mecanismo, hasta por la mitad del monto de sus importaciones. Para esto, el importador adquirirá deuda mexicana, digamos al 50 %, la cual el gobierno le reconocerá dicha suma más 20%. Esto implica que por cada \$ 100 dólares de importación habrá que pagar \$-83.33. Este 20% será dividido entre el banco a través del cual se realiza la exportación y el importador, a razón de 40 y 60 % respectivamente.

El siguiente ejemplo ilustrará mejor el mecanismo:

Supongamos que una empresa de EU desea importar zapatos mexicanos por valor de \$ 20,000 dólares, y se le autoriza a pagar hasta \$ 10,000 dólares mediante el mecanismo de Swap. Su banco adquirirá deuda mexicana o la tomará de su cartera (digamos a 50%) y le pagará a Bancomext la cantidad equivalente a \$ 8,330 dólares en bonos externos.

La diferencia entre los \$ 10,000 y los \$ 8,330 dólares se repartirán entre el banco (40 % = \$ 670 dólares) y el importador (60 % = \$1,000 dólares).

El resultado será entonces que el importador depositará \$ 19,000 dólares en su banco en EU, quien entregará a Bancomext títulos mexicanos con un valor nominal de \$ 16,660 dólares, más \$ 10,000 dólares en efectivo. El diferencial entre \$ 8,330 dólares se lo quedarán el banco (\$ 670 dólares) y el importador (\$ 1,000 dólares).

El único efecto que el mecanismo tendrá sobre el importador, será que los productos que el importa le costarán 5 % menos. De esta forma, no tendrá ningún inconveniente en acogerse a este mecanismo con la totalidad de sus exportaciones.

El banco, por su lado, estará recibiendo un 8 % más sobre el valor de mercado de la deuda mexicana.

Para los bancos, esto será más atractivo que los Swap tradicionales. En estos últimos, los bancos obtienen participaciones accionarias en empresas-proyectos. Bajo el mecanismo propuesto, los bancos obtienen un valor superior al del mercado, en dólares en efectivo.

Un aspecto importante de resaltar es que, a diferencia de los Swap tradicionales, donde se deben buscar proyectos de inversión adecuados y donde existe un riesgo financiero intrínseco, en el caso, el comercio exterior ya existe en forma fluida. De esta forma, sólo se trataría de canalizar todo el comercio exterior de los bancos de acuerdo al sistema, que además no tiene riesgo financiero alguno.

Incluso es posible que los bancos se decidan a financiar las importaciones de sus clientes en forma más amplia, con tal de poder acogerse al programa.

Para México, el nuevo mecanismo tendría más beneficios que aspectos negativos. Además de continuar con el pago de la deuda, se estaría capturando parte del descuento que el mercado hace a la deuda.

Se estará fomentando en forma muy intensa la exportación de productos no tradicionales. Esto es de especial relevancia, si tomamos en cuenta la posibilidad de una recesión a nivel mundial, y la correspondiente contracción de los mercados de exportación. Mayores exportaciones implican crecimiento y menor desempleo.

La industria exportadora continúa reclamando un deslizamiento más acelerado del peso frente al dólar. El mecanismo propuesto implica un subsidio a los importadores, que circunscribiría solamente a la industria exportadora. De esta forma, se evita el efecto nocivo, especialmente inflacionario, que tendría un acelerado deslizamiento del peso.

El principal aspecto negativo, sería que el nuevo mecanismo tendría efectos inflacionarios similares al de los Swap tradicionales. Sin embargo, los Swap de exportación canalizarían pesos al sector exportador específicamente, lo que tal vez tenga un efecto menos nocivo que el de los Swap tradicionales.

Por otra parte, el Gobierno de la República tomó, recientemente, la decisión de abrir el mecanismo de venta de deuda para que lo pudieran aprovechar inversionistas mexicanos. Para operar se requiere todavía concluir su reglamentación.

Esta necesita garantizar, entre otras cosas, que los recursos que se canalizarán por este esquema, provengan efectivamente del exterior; en otras palabras, evitar la práctica del "ciclismo financiero"; además habrá que asegurar que su canalización se haga efectivamente hacia los sectores productivos de acuerdo con las prioridades de inversión o saneamiento financiero de empresas que requiere el país en este momento.

#### AMORTIZACION DE CAPITAL

Durante el año de 1988 la inversión en acciones redujo su volumen neto de operaciones (11); al 30 de junio de éste año el múltiplo precio/valor en libros del mercado accionario mexicano era de 0.65; lo que significa que, en general, las empresas están cotizando sus acciones por debajo del nivel real; si bien ésta situación no se ha traducido en una mayor demanda de acciones por parte del público inversionista debido a otro tipo de factores (como recesión, falta de liquidez, incertidumbre sobre el PSE, etcétera), las empresas si han estado aprovechando la subvaluación del mercado, al recomprar parte de las acciones propias que estaban en poder del público; ésto resulta en un mayor control de la empresa sobre su capital y en mayores dividendos repartidos dentro de la misma.

En lo que va del año, han sido 18 las empresas inscritas en bolsa que han amortizado un porcentaje de sus acciones. Dicho porcentaje ha variado entre 2 y 15% del capital social de esas empresas.

Así, por ejemplo, Desc amortizó 4.5% de su capital social; Apasco 4%; Sanborn 4%; Crisoba 8%; Frisco 3%; Irsa 8%; Spicer 6%; Tolmex 4%; CBIniat (Inverlat) 3%; Nacobre 5%; Ericson 4%; Univasa 15% y CBInbur (Invursa) 6%.

Para principios de agosto, otra casa de bolsa -Acciones y Valores (Accival)- anunció que amortizaría \$ 50,000 millones de pesos de su capital. Recientemente también se realizó un cruce de acciones de Cemex, por un valor de \$ 10,000 millones de pesos.

Este sistema, de compra de acciones de la propia empresa, es uno más de los mecanismos financieros utilizados por los entes productivos a fin de reducir los pasivos (considerando al capital como un pasivo a largo plazo) de su cartera y de ésta manera propiciar una mayor productividad dentro de los mismos.

## CAPITALIZACION DE INTERESES

Este mecanismo (14) consiste en que una parte de los intereses adeudados se capitalice al principal, de tal manera que la transferencia neta de recursos al exterior se reduce. Un método transparente consistiría en que el componente inflacionario de los intereses se agrega al acervo de la deuda, de manera que el valor real tanto de la transferencia como de la deuda permanecería constante.

A las tasas de inflación actuales, la capitalización representaría un ahorro anual de \$ 5,000 millones de dólares aproximadamente, lo que evitaría contratar créditos adicionales. Al mismo tiempo el crecimiento de la economía significaría una situación mas holgada en cuanto al cumplimiento de las obligaciones financieras del país.

Este mecanismo se enfrenta al problema de la heterogeneidad de los regimenes fiscales en los países acreedores. Mientras que en algunos países como Francia y el Reino Unido, se reconoce que los intereses capitalizados no se acumulan al ingreso gravable de los bancos, en otros, principalmente los Estados Unidos, los intereses capitalizados son sujetos a impuestos.

El problema podría ser resuelto mediante un proceso de negociación entre las autoridades de México y los Estados Unidos, consistente en que este país permitiera la deducción de la base gravable de los intereses capitalizados.

## PAGAR LOS INTERESES EN MONEDA NACIONAL

El esquema consiste en una conversión de deuda por inversión, aplicable a los intereses, en vez de al principal, como es el caso del mecanismo tradicional de "Swaps". Otra diferencia respecto a este mecanismo es que en este caso no se observaría un efecto pernicioso en las finanzas públicas.

Los acreedores recibirían moneda nacional con la que financiarían proyectos de inversión en México, con la posible modalidad de que la inversión extranjera financiada con este mecanismo no remitiese utilidades al exterior en algunos años. La utilización de este esquema junto con la capitalización arriba señalada, reduciría la transferencia de recursos por concepto de intereses.

La mejoría resultante en las cuentas externas permitiría la continuación del proceso del cambio estructural, sin que por ello se presionase la posición de reservas del país.

Dado que el éxito potencial del esquema depende de la inversión extranjera sería deseable que por este y otros motivos la reglamentación a la Ley sobre la materia contemplase la flexibilización del régimen actual, permitiendo inclusive el acceso a áreas hasta ahora reservadas en exclusiva a la inversión nacional.

#### BONOS DE SALIDA

Por medio de estos bonos se sustituye una proporción de la deuda vieja por instrumentos financieros de un valor nominal menor, es decir, se aprovecha parte de los descuentos en los mercados secundarios.

Este mecanismo resulta muy atractivo para los bancos acreedores de pequeño tamaño ya que los bonos tendrían mayor negociabilidad que los documentos actuales, además que estarían excluidos de futuras reestructuraciones. El primero de los factores permite que los bancos que no deseen seguir involucrados con el problema, tengan acceso a salir pagando el precio de aceptar el descuento.

Para México el mecanismo representaría, además de la captura del descuento, que los procesos de renegociación fueran menos tortuosos al tratarse con un número menor de bancos. Sin embargo, el descuento capturado sería pequeño por problemas similares a los existentes en el caso del bono cupón cero.

#### EL AVAL DE LOS ESTADOS UNIDOS

Una alternativa a los mecanismos de mercado anteriores es negociar directamente con el Gobierno de los Estados Unidos la concesión de una línea de crédito que garantizaría la estabilidad cambiaria y, por ende, contribuiría a la disminución de las tasas reales de interés internas.

Este mecanismo a pesar de no representar una reducción en la transferencia al exterior, permitiría la consolidación del programa de estabilización, así como la reactivación de la economía por medio del repunte en la inversión privada. Así, en el mediano plazo la capacidad de pago del país se vería fortalecida.

## CONSIDERACIONES FINALES

En términos del menú arriba mencionado, se puede establecer que el camino para México es una combinación de la capitalización inflacionaria de intereses, el pago en pesos de los intereses no capitalizados y la oferta de los bonos de salida.

Para concluir, se presenta de manera global algunas de las opciones disponibles para reducir el monto actual de la deuda, así como sus características, ventajas, desventajas y visibilidad (véase cuadro 9).

OPCIÓN	CARACTERÍSTICAS PRINCIPALES	VENTAJAS	DESVENTAJAS	VIABILIDAD
NEUROS CREDITOS	Solicitar a los Bancos acreedores comerciales y a los Bancos Internacionales de fomento "dinero fresco".	Permite la entrada de recursos de inmediato, evitando una recesión severa.	Aumenta el grado de endeudamiento de México, lo que traerá sus problemas en el futuro.	La Banca Comercial no es tan dispuesta a prestar mucho dinero, por lo que los fondos tendrían que venir del BID, FMI o Banco Mundial.
SWAPS	El Gobierno de México paga en pesos y con descuento una parte de la deuda, exigiéndole al vendedor que invierta ese dinero en empresas mexicanas.	Se aprovecha un descuento de deuda. No se necesitan dólares y se aumenta la inversión productiva.	Se tiene que emitir dinero o aumentar la deuda interna para financiar la compra de deuda externa, lo que aumenta la inflación.	El tamaño de la deuda de México hace difícil que por esta vía se puedan cancelar muchos adeudos y pocos Bancos están dispuestos a aceptar otorgar descuentos atractivos.
BONOS CUPON CERO	Se emiten bonos avalados por el Tesoro para con ellos pagar una parte de la deuda con descuento. Los bonos tienen un interés atractivo.	Se aprovecha un descuento y al mismo tiempo se reestructura la deuda.	No hay una disminución importante en los flujos de pago de los intereses solo se posterga el problema.	Los Bancos no están interesados si no se para un alto interés y no hay garantía total del Tesoro de E.U. en capital e intereses.
REESTRUCTURACION DE PLAZOS Y BAJA EN INTERESES	Se da un plazo más largo para pagar la deuda y se contratan intereses más bajos.	Se da un plazo más largo para pagar la deuda y se contratan intereses menos drásticos.	Se baja el servicio de la deuda y se postergan los pagos de capital con la expectativa de que mejore en el futuro la capacidad de pago.	No hay una solución definitiva y en el futuro la situación puede empeorar. Se posterga el problema.
CAPITALIZAR INTERESES	Pagar solo una parte de los intereses y el resto agregarlo al saldo por pagar de la deuda.	Se reduce de inmediato el servicio de la deuda y puede hacer innecesario pedir más préstamos.	El servicio futuro de la deuda se incrementaría al subir el saldo. Se posterga el problema.	Los bancos piden fuertes concesiones para estar dispuestos a sacrificar sus flujos actuales de ingresos.
PAGAR INTERESES EN PESOS	Ofrecería a los acreedores el pago del servicio de deuda en moneda nacional, dando a cambio una fuerte apertura para que no inviertan en México en industrias rentables.	No se necesitaría usar reservas o divisas para servir la deuda. Aumentaría la inversión.	Puede haber inflación al tener que absorber nuevos flujos de inversión.	Los bancos no pueden aceptar una alta proporción de pagos de esta forma, pues sacrificarían por un buen tiempo sus ingresos.
BONOS DE SALIDA	Se ofrece a los acreedores un nuevo bono para sustituir la deuda vieja. El bono sería de menor valor que la deuda vieja.	México aprovecharía el descuento y los Bancos obtienen títulos más necesarios y libres de reestructuraciones.	No se obtendría un descuento importante, pues los Bancos no pueden otorgarlo y no reciben dinero en efectivo.	Los Bancos exigen avales muy fuertes y tasas de interés altas.

CUADRO 9



### 3. CASO PRACTICO

En el presente capítulo se ejemplificará el uso de los mecanismos descritos anteriormente. Para lograr este objetivo se cuenta con los estados financieros (Balance General y Estado de Resultados) así como las notas explicativas de documentos y cuentas por pagar.

En base a los estados financieros se harán proyecciones bajo las siguientes alternativas:

A) Pago de la deuda de acuerdo a los montos y plazos establecidos.

B) Reestructuración en base al uso de los bonos cupón cero

C) Intercambio de DE pública por capital (SWAPS)

Se verán las diferencias de estos mecanismos a través de la comparación de ingresos, amortización del capital de la deuda, índices financieros, etc.

#### 3.1 PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA

De acuerdo a un estudio realizado de la empresa REVISA S.A. de C.V. se puede apreciar que existen problemas de crecimiento y baja productividad afectados por los siguientes parámetros:

- Maquinaria, instalaciones y equipo deteriorados y en algunos casos obsoletos que repercuten en altos costos de mantenimiento, tiempos muertos y deficiente calidad en productos terminados.
- Mano de obra.- La empresa carece de personal especializado que dé un uso óptimo a las instalaciones.
- Materia prima.- Se cuenta con una materia prima de baja calidad, esto ha ocasionado un decremento en el volumen de ventas y una menor participación en el mercado.

Estos factores redundan en altos costos de producción; de manera que es necesario destinar mayores recursos en capacitación, sustitución y mejoras del equipo, incremento en los estándares de calidad, etc.

### 3.2 SITUACION FINANCIERA

Se hizo un estudio de la empresa utilizando los indices financieros mas representativos:

- AFALANCAMIENTO:	87	88
PASIVO TOTAL/ACTIVO TOTAL =	0.465	0.439
- RENTABILIDAD:		
UTILIDAD NETA/ACTIVO TOTAL =	1.66	3.44
- LIQUIDEZ:		
ACTIVO CIRCULANTE/PASIVO CIRCULANTE =	1.88	1.867
- PRUEBA DEL ACIDO:		
ACTIVO CIRCULANTE INVENTARIOS/PASIVO CIRCULANTE =	1.377	1.334

Estos indices señalan que la empresa no cuenta con los recursos necesarios para subsanar los aspectos que impiden su crecimiento, de manera que es necesario incrementar la liquidez de la misma.

A continuación se presentan los balances y estados de resultados, así como las notas explicativas referidas a las cuentas y notas por pagar.

CIA. REVISA S.A. DE C.V.  
ESTADOS DE RESULTADOS PERIÓDICOS 97-99  
(EXPRESADOS EN MILLONES DE PESOS)

	1997	1998
VENTAS NETAS	\$165,307	\$420,338
COSTO DE VENTAS	\$123,734	\$299,122
Utilidad bruta	\$41,573	\$121,216
GASTOS DE ADMINISTRACION Y VENTA	\$22,946	\$52,427
OTROS INGRESOS.neto	(\$1,478)	(\$18,593)
Utilidad de operación	\$26,165	\$87,382
Intereses por financiamiento	\$9,388	\$23,548
Utilidad antes de impuestos sobre la renta y participación de utilidades al personal	\$10,717	\$63,834
Impuestos sobre la renta	\$4,267	\$25,534
Participación de utilidades al personal	\$1,072	\$6,383
	\$5,359	\$31,917
Utilidad neta del año	\$5,359	\$31,917

TIA. REVISA S.A. DE C.V.  
 BALANCE GENERAL AL 31 DE DICIEMBRE DE 1987 Y 1988  
 (EXPRESADO EN MILLONES DE PESOS)

ACTIVO	1987	1988
-----		
CIRCULANTE		
Efectivo en caja y bancos	\$6,007	\$25,551
Inversiones a corto plazo en valores negociables	\$53,385	\$148,721
Documentos y cuentas por cobrar	\$27,957	\$101,289
Inventarios	\$39,086	\$119,734
Otras cuentas por cobrar, gastos parados por anticipado	\$9,106	\$24,767
	-----	-----
TOTAL ACTIVO CIRCULANTE	\$145,541	\$419,462
	-----	-----
OTROS ACTIVOS:		
Inversión en acciones	\$41,104	\$125,695
Gastos preoperativos	\$359	\$3,354
MAQUINARIA, PLANTA Y EQUIPO, neto	\$135,062	\$378,690
	-----	-----
	\$176,525	\$507,739
	-----	-----
TOTAL ACTIVO	\$322,066	\$927,201
	-----	-----
	-----	-----
PASIVO		
-----		
CIRCULANTE		
Documentos por pagar (nota 1)	\$43,875	\$130,234
Cuentas por pagar	\$29,809	\$78,406
Impuestos diferidos	\$3,649	\$15,993
	-----	-----
	\$77,333	\$224,633
DOCUMENTOS POR PAGAR A LARGO PLAZO		
A bancos y otros (nota 1)	\$28,911	\$128,879
Al banco de México	\$43,429	\$53,132
	-----	-----
	\$72,340	\$182,011
	-----	-----
TOTAL PASIVO	\$149,673	\$406,644
	-----	-----
CAPITAL CONTABLE		
-----		
Capital Social	\$142,525	\$446,127
Acciones Comunes	\$22,166	\$29,924
UTILIDADES ACUMULADAS		
De ejercicios anteriores	\$2,341	\$12,589
Utilidad neta de año	\$5,359	\$31,917
	-----	-----
TOTAL CAPITAL CONTABLE	\$172,393	\$520,557
	-----	-----
TOTAL PASIVO MAS CAPITAL	\$322,066	\$927,201
	-----	-----
	-----	-----

## Nota 1. - DOCUMENTOS POR PAGAR

Millones de  
PESOS

	1987	1988
I. Emisión de pagarés de tasa flotante por 59,812 millones de dólares colocada en el extranjero; a tasa Libor más 0.75 puntos porcentuales, pagaderos desde el 5 de febrero de 1989 en 16 trimestres consecutivos.....	\$ 55,344	\$ 132,167
II. Préstamos de bancos extranjeros por 10.5 y 15.03 millones de dólares, a tasas LIBOR más 1.25 puntos porcentuales, pagaderos en 3 años con últimos vencimientos en 1992.....	13,631	23,054
	<u>-----</u>	<u>-----</u>
	\$ 69,175	\$ 155,221
Menos- Depósitos en dólares (46.4 y 74.8 millones en 1987 y 1988, respectivamente) por la incorporación de los adeudos anteriores al programa FICORCA (fideicomiso para la Cobertura de Riesgos cambiarios).	(69,175)	(102,299)
III. Préstamos directos de bancos mexicanos; a tasas variables, garantizados parcialmente con cartera e inventarios.....	24,905	70,104
	<u>-----</u>	<u>-----</u>
Subtotal.....	\$ 24,905	\$ 123,026
IV. Emisión de papel comercial; a tasas entre 113.6 y 113.9.....	\$ 5,000	\$ 8,000
V. Préstamos mercantiles sobre pagarés y certificados de la Tesorería de la Federación y otros.....	14,324	34,896
VI. Financiamiento de proveedores y otros, a tasas variables.....	388	5,669
VII. Préstamos refaccionarios otorgados por bancos mexicanos a tasas variables.....	---	\$ 14,726
	<u>-----</u>	<u>-----</u>
	\$ 44,617	\$ 186,317
Menos-Vencimientos a corto plazo....	\$ 43,875	\$ 130,234
	<u>-----</u>	<u>-----</u>
	\$ 742	\$ 56,083

El importe de \$ 46.4 millones de dólares (74.8 en 1987) correspondiente a FICORCA, está financiado en pesos mexicanos y atiende a \$ 6,718.7 millones (10,700 millones en 1987); ha devengado intereses hasta el 31 de diciembre de 1988, una parte de ellos \$ 40,068 millones (\$ 31,908.7 millones en 1986) se está financiando dentro del plan.

Nota 2.- DOCUMENTOS POR PAGAR AL BANCO DE MEXICO

Los contratos permiten a las empresas tener acceso a los dólares incluidos en los contratos, en las fechas adecuadas para hacer los pagos de esas divisas. Para ese propósito, el Banco de México otorgó préstamos en pesos mexicanos equivalentes a los dólares mencionados, convertidos a tipo de cambio controlado en vigor a la fecha de entrada al FICORCA.

Nota 3.- CUENTAS POR PAGAR

Las cuentas por pagar se integran por:

	Millones de pesos	
	1988	1987
Proveedores.....	\$ 57,564	\$ 19,398
Impuestos, intereses y gastos acumulados por pagar.....	20,842	10,411
	\$ 78,406	\$ 29,809

Para los incisos I y II del apartado cuentas por pagar, se tiene una PE total de \$ 155,221 MDP (millones de pesos); que representan el 85 y 15% del total, respectivamente; de acuerdo a los depósitos en FICORCA (\$ 102,299 MDP), se tiene un saldo de \$ 52,922 MDP; observando las proporciones antes vistas, se tendrán como saldos \$ 45,062 y \$ 7,860 MDP, respectivamente, para los incisos mencionados. Se mostrará la amortización de los intereses y capital mencionados de acuerdo a las condiciones establecidas para estos incisos I y II, considerando una tasa LIBOR = 9% y sobretasas anuales de 1.75 y 2.25, así como su efecto en los estados financieros Proforma de la empresa.

### 3.3 CUMPLIMIENTO DE LOS COMPROMISOS DE ACUERDO A LA SITUACION ACTUAL

A fin de comparar esta alternativa con la de negociar mayores plazos se considerarán los siguientes cambios en los estados financieros proforma, que se presentarán proyectados a 20 años (plazo en que se cumplen las condiciones del plan de bonos cupón cero).

#### A) ESTADOS DE RESULTADOS

Las ventas sufrirán un incremento anual del 5%, así como los costos de fabricación, gastos de administración, etc. esto significa que, independientemente del saneamiento financiero de la empresa, se prevé una expansión en el mercado, dado por el porcentaje anterior. Los impuestos sobre la venta se consideran como un 40 % de la utilidad antes de impuestos (tomando un 2 % de pérdidas fiscales), mientras que la participación de utilidades al personal ocupa un 10 %. Los intereses por financiamiento tendrán un incremento anual semejante al de las ventas y sufrirán, por otro lado, un aumento de acuerdo a los intereses devengados por el servicio de la deuda (se considera una tasa LIBOR del 9 % y las sobretasas definidas en la nota I de 0.75 % y 1.25 % anual, respectivamente). Los montos el pago de capital e intereses se muestran en la siguiente tabla.

Amortización del capital e intereses de acuerdo a las condiciones establecidas de pago (Para los incisos I y II del apartado " documentos por pagar ").

Tasa libor = 9 %

sobre tasa = 0.75 %

#### Inciso I

Año	Saldo	Pago de Capital	Intereses	Pago total
1988	45,062.0			
89	33,796.5	11,265.5	4,393.5	15,659.0
90	22,531.0	11,265.5	3,295.2	14,560.7
91	11,265.5	11,265.5	2,196.8	13,462.3
92	0.0	11,265.5	1,098.4	12,393.9
		=====	=====	=====
		45,062.0	10,983.9	56,045.9

Inciso II

sobre tasa 1.25 %

AÑO	Saldo	Pago de Capital	Intereses	Pago total
1988	7,680.0			
89	5,760.0	1,920.0	787.2	2,707.2
90	3,840.0	1,920.0	590.4	2,510.4
91	1,920.0	1,920.0	393.6	2,313.6
92	0.0	1,920.0	196.8	2,116.8
		=====	=====	=====
		7,680.0	1,968.0	9,648.0

SUMATORIA

AÑO	Saldo	Pago de Capital	Intereses	Pago total
1988	52,742.0			
89	39,556.5	13,185.5	5,180.7	18,366.2
90	26,371.0	13,185.5	3,885.6	17,071.1
91	13,185.5	13,185.5	2,590.4	15,775.9
92	0.0	13,185.5	1,295.2	14,480.7
		=====	=====	=====
		52,724.0	12,951.9	14,480.7

Estas salidas de capital se traducen en una inadecuada capacidad para invertir en mejores y mayores recursos, lo que repercute en las ventas y, por lo tanto, se refleja en una disminución de las utilidades netas del ejercicio.

B) BALANCES GENERALES

Dentro de éstos estados se modifican varias cuentas: En primer lugar para el efectivo en caja y bancos se toma el saldo del ejercicio anterior incrementado en las utilidades del ejercicio actual, a ésta se restan los costos, gastos, pago de impuestos, etc.; se saldan los impuestos diferidos del ejercicio anterior mientras que la mitad de los impuestos del ejercicio actual ocupan dicha cuenta (se considera que la otra mitad de saldo a través del año), se pagan dividendos a los accionistas por un monto igual al 30 % de las utilidades de ejercicios anteriores y neto del año anterior.



En la sección de pasivos cambiará el monto de los documentos por pagar. esta reducción será igual al pago de capital amortizado anualmente ( \$ 13,185 de millones de pesos), en tanto que en la sección de capital contable, el capital social aumentó en un 30 % de las utilidades retenidas, de manera que las utilidades de ejercicios anteriores contemplarán solo el 40 % de las utilidades disponibles (el otro 30 % se reporta a dividendos como se mencionó anteriormente).

Finalmente, en la cuenta "utilidad neta del año" se hace una transferencia del estado de resultados del ejercicio que se está tratando.

Es importante hacer notar que aquellas cuentas que no se encuentran afectadas directamente por el pago de la deuda o su reestructuración (objeto de este estudio), se mantendrán constantes a fin de hacer comparables las diferentes alternativas.

A continuación se muestran los resultados obtenidos de estas operaciones dentro de los estados proforma. Para hacer más sencilla y objetiva la comparación se incluye al final del estado de resultados el cálculo de las razones financieras de apalancamiento, rentabilidad, liquidez y prueba del ácido.

ESTADOS DE RESULTADOS  
PAGO DE LA DEUDA EN CONDICIONES ACTUALES

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
RENTAS	8441,355	8463,423	8486,594	8510,923	8535,470	8563,293	8591,458	8621,031	8652,002	8684,606	8718,921	8754,267	8791,610	8832,240	8873,853	8917,545	8963,422	9011,594	9062,173	9115,282
DEPRECIACIONES	1314,076	1325,761	1346,271	1363,555	1381,704	1400,852	1420,896	1441,938	1464,036	1487,238	1511,609	1537,180	1564,020	1592,241	1621,853	1652,946	1685,533	1719,673	1755,866	1793,660
RENTA	8127,277	8133,641	8140,323	8147,339	8154,766	8162,441	8170,563	8179,091	8188,046	8197,448	8207,320	8217,687	8228,571	8239,999	8251,999	8264,599	8277,829	8291,721	8306,207	8321,622
ADMINISTRACION Y VENTA	855,048	857,891	860,691	863,725	866,915	870,257	873,770	877,459	881,231	885,396	889,668	894,151	898,859	903,802	908,992	914,442	920,164	926,172	932,480	939,104
RENTAS, NETO	(818,593)	(818,593)	(818,593)	(818,593)	(818,593)	(818,593)	(818,593)	(818,593)	(818,593)	(818,593)	(818,593)	(818,593)	(818,593)	(818,593)	(818,593)	(818,593)	(818,593)	(818,593)	(818,593)	(818,593)
OPERACIONES	890,851	894,433	898,225	902,206	906,387	910,777	915,386	920,226	925,307	930,643	936,246	942,128	948,305	954,791	961,600	968,751	976,259	984,142	992,819	1001,311
FINANCIAMIENTO	829,996	829,847	829,650	829,918	830,054	831,557	833,134	834,791	836,531	838,357	840,275	842,289	844,403	846,623	848,955	851,402	853,972	856,671	859,505	862,480
DEPRECIACIONES SOBRE LA RENTA Y DE UTILIZACION AL PERSONAL	860,915	864,586	868,375	872,289	876,333	879,220	882,252	885,435	888,777	892,286	895,970	899,839	903,902	908,167	912,646	917,340	922,265	927,471	932,951	938,621
RENTA SOBRE LA RENTA Y DE UTILIZACION AL PERSONAL	824,366	825,834	827,350	828,715	830,533	831,688	832,901	834,174	835,511	836,914	838,389	839,936	841,561	843,267	845,056	846,929	848,874	850,890	852,966	855,102
RENTA	86,992	86,459	86,838	87,229	87,633	87,932	88,225	88,543	88,878	89,229	89,597	89,984	90,390	90,817	91,265	91,735	92,222	92,727	93,251	93,792
RENTA	830,458	832,392	834,180	836,144	838,167	839,610	841,126	842,717	844,388	846,143	847,985	849,910	851,951	854,084	856,323	858,674	861,143	863,735	866,457	869,315
RENTA DEL AÑO	830,458	832,392	834,180	836,144	838,167	839,610	841,126	842,717	844,388	846,143	847,985	849,922	851,951	854,084	856,323	858,674	861,143	863,735	866,457	869,315
RENTA DEL AÑO	813,186	813,186	813,186	813,186	813,186	813,186	813,186	813,186	813,186	813,186	813,186	813,186	813,186	813,186	813,186	813,186	813,186	813,186	813,186	813,186
RENTA DEL AÑO	85,181	83,885	82,590	81,295	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80
RENTA DEL AÑO	818,987	817,071	815,776	814,481	813	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80
RENTA DEL AÑO	0.42	0.40	0.39	0.37	0.36	0.36	0.35	0.34	0.34	0.33	0.32	0.31	0.31	0.30	0.29	0.29	0.28	0.27	0.27	0.26
RENTA DEL AÑO	0.03	0.03	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
RENTA DEL AÑO	2.02	2.18	2.36	2.57	2.69	2.81	2.93	3.05	3.18	3.31	3.45	3.59	3.73	3.88	4.03	4.19	4.35	4.52	4.69	4.87
RENTA DEL AÑO	1.44	1.56	1.70	1.87	1.99	2.11	2.23	2.36	2.49	2.62	2.76	2.90	3.05	3.20	3.36	3.52	3.69	3.86	4.04	4.22



BALANCE GENERAL  
PAJO DE LA RED EN CONDICIONES ACTUALES

ACTIVO	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
<b>CIRCULANTE</b>																				
Efectivo en caja y bancos	125,861	831,025	837,206	444,539	466,153	497,921	1110,403	4133,716	1537,945	1893,141	1209,361	826,658	826,896	1294,704	1255,570	1257,247	1371,250	1426,296	1463,814	1579,204
Inversiones a corto plazo en valores negociables	1148,021	1148,021	1148,021	1148,021	1148,021	1148,021	1148,021	1148,021	1148,021	1148,021	1148,021	1148,021	1148,021	1148,021	1148,021	1148,021	1148,021	1148,021	1148,021	1148,021
Documentos y cuentas por cobrar inventariados	1101,389	1101,389	1101,389	1101,389	1101,389	1101,389	1101,389	1101,389	1101,389	1101,389	1101,389	1101,389	1101,389	1101,389	1101,389	1101,389	1101,389	1101,389	1101,389	1101,389
Otras cuentas por cobrar, gastos pagados por anticipado	124,767	124,767	124,767	124,767	124,767	124,767	124,767	124,767	124,767	124,767	124,767	124,767	124,767	124,767	124,767	124,767	124,767	124,767	124,767	124,767
<b>TOTAL ACTIVO CIRCULANTE</b>	1419,572	1424,936	1431,217	1438,510	1469,064	1481,832	1504,314	1527,629	1551,856	1577,052	1603,272	1630,569	1658,997	1688,615	1719,463	1751,658	1785,211	1820,209	1856,725	1894,835
<b>VEHICULOS:</b>																				
Inversion en acciones	1125,695	1125,695	1125,695	1125,695	1125,695	1125,695	1125,695	1125,695	1125,695	1125,695	1125,695	1125,695	1125,695	1125,695	1125,695	1125,695	1125,695	1125,695	1125,695	1125,695
Gastos preoperativos	13,354	13,354	13,354	13,354	13,354	13,354	13,354	13,354	13,354	13,354	13,354	13,354	13,354	13,354	13,354	13,354	13,354	13,354	13,354	13,354
MAQUINARIA, PLANTA Y EQUIPO, neto	1378,630	1378,630	1378,630	1378,630	1378,630	1378,630	1378,630	1378,630	1378,630	1378,630	1378,630	1378,630	1378,630	1378,630	1378,630	1378,630	1378,630	1378,630	1378,630	1378,630
<b>TOTAL ACTIVO</b>	1507,739	1507,739	1507,739	1507,739	1507,739	1507,739	1507,739	1507,739	1507,739	1507,739	1507,739	1507,739	1507,739	1507,739	1507,739	1507,739	1507,739	1507,739	1507,739	1507,739
	1927,311	1932,675	1938,956	1946,249	1967,803	1969,571	11,012,053	11,035,368	11,059,585	11,084,791	11,111,011	11,139,308	11,166,736	11,196,354	11,227,220	11,259,297	11,292,590	11,327,948	11,364,464	11,402,574
<b>PASIVO</b>																				
<b>CIRCULANTE</b>																				
Cuentas por pagar	117,419	1101,853	690,678	177,492	177,492	177,492	177,492	177,492	177,492	177,492	177,492	177,492	177,492	177,492	177,492	177,492	177,492	177,492	177,492	177,492
Cuentas por cobrar	178,406	178,406	178,406	178,406	178,406	178,406	178,406	178,406	178,406	178,406	178,406	178,406	178,406	178,406	178,406	178,406	178,406	178,406	178,406	178,406
Inventarios diferidos	112,183	112,917	113,675	114,458	115,267	115,844	116,450	117,087	117,755	118,457	119,194	119,968	120,783	121,633	122,529	123,470	124,457	125,494	126,583	127,726
<b>TOTAL PASIVO CIRCULANTE</b>	1207,638	1195,186	1182,759	1179,356	1171,151	1171,742	1172,340	1172,985	1173,653	1174,355	1175,092	1175,866	1176,678	1177,531	1178,427	1179,360	1180,355	1181,392	1182,481	1183,624
<b>DOCUMENTOS POR PAGAR A LABRO PLAZO</b>																				
A bancos y otros (nota 1)	1128,879	1128,879	1128,879	1128,879	1128,879	1128,879	1128,879	1128,879	1128,879	1128,879	1128,879	1128,879	1128,879	1128,879	1128,879	1128,879	1128,879	1128,879	1128,879	1128,879
Al banco de Mexico	153,132	153,132	153,132	153,132	153,132	153,132	153,132	153,132	153,132	153,132	153,132	153,132	153,132	153,132	153,132	153,132	153,132	153,132	153,132	153,132
<b>TOTAL PASIVO</b>	1389,649	1387,197	1364,770	1352,767	1353,176	1353,733	1354,355	1354,996	1355,664	1356,326	1357,013	1357,757	1358,569	1359,542	1360,638	1361,779	1362,966	1364,303	1365,836	1367,535
<b>CAPITAL CONTABLE</b>																				
CAPITAL SOCIAL	1458,479	1473,974	1483,436	1505,584	1522,356	1541,725	1560,976	1582,124	1611,844	1622,422	1645,995	1659,392	1692,724	1713,545	1745,728	1772,826	1811,413	1831,167	1862,217	1894,547
RESERVA EN VENTA DE ACCIONES	129,924	129,924	129,924	129,924	129,924	129,924	129,924	129,924	129,924	129,924	129,924	129,924	129,924	129,924	129,924	129,924	129,924	129,924	129,924	129,924
<b>UTILIDADES ACUMULADAS</b>																				
De ejercicios anteriores	117,892	119,304	119,321	121,921	123,220	124,559	125,669	126,717	127,774	128,865	129,993	131,165	132,488	133,959	135,517	137,164	138,901	139,699	141,574	143,531
Utilidad neto de uso	130,456	132,233	134,188	136,144	138,167	139,610	141,125	142,797	144,588	146,512	148,595	150,942	153,561	156,464	159,661	163,147	166,924	170,991	175,347	180,000
<b>TOTAL CAPITAL CONTABLE</b>	1537,663	1555,478	1574,166	1593,883	1614,627	1635,018	1657,053	1680,373	1705,509	1732,422	1761,219	1791,991	1824,847	1859,811	1897,016	1935,561	1975,447	2016,681	2059,271	2103,232
	1927,311	1932,675	1938,956	1946,249	1967,803	1969,571	11,012,053	11,035,368	11,059,585	11,084,791	11,111,011	11,139,308	11,166,736	11,196,354	11,227,220	11,259,297	11,292,590	11,327,948	11,364,464	11,402,574

### 3.4 REESTRUCTURACION CON EL USO DE BONOS CUPON CERO

A continuación se indicarán las consideraciones empleadas para reestructurar la deuda con el uso de los bonos cupón cero.

Se desarrollaron diferentes actividades que se reflejarán en los estados financieros de la siguiente manera:

#### A) ESTADOS DE RESULTADOS

Existe una inversión en maquinaria, planta y equipo, dado que se dispone de recursos que no se han pagado; esta inversión, retribuirá en un incremento de las ventas; por cada \$ 100.00 pesos de recursos aportados en este rubro, se tendrán \$ 40.00 pesos de ventas; por otra parte, de la cantidad destinada a capacitación del personal se tendrá una retribución del 30 %; independientemente de estos cambios, se tendrán incrementos semejantes (5%) al caso anterior en ventas, costo de ventas y gastos de administración. Para el primer período se toma en cuenta el descuento en los pasivos debido a la reestructuración; este monto, que representa un 20% de la deuda \* ( \$ 10,548 Millones de Pesos), se refleja en un incremento de la cuenta de otros ingresos por el financiamiento obtenido.

La cuenta de gastos de administración y venta se incrementa debido a los recursos destinados a capacitación (\$6,593 MDP). Se considera que las cuentas por pagar se saldan e incrementan en igual proporción, sin embargo, los intereses por su servicio aumentarán en un 5 % anual. Los impuestos y utilidades al personal tendrán un trato similar al caso anterior.

#### B) BALANCES GENERALES

Para este caso el efectivo en caja y bancos se incrementará de manera semejante que en el caso anterior, para el primer año se tendrá un descuento por la inversión en bonos cupón cero, que amortizará la deuda en un plazo de 20 años y que, por lo tanto, reducirá la cuenta de documentos por pagar en este plazo.

Las inversiones a corto plazo se ven reducidas por los recursos destinados a la maquinaria y equipo (cuenta que se incrementa en igual proporción); este monto constituye el 50 % ( \$ 6,593 MDP; el 50% restante se empleará en capacitación, como se mencionó anteriormente), del dinero destinado al pago de la deuda y que al ser reestructurada es usada para hacer más productiva a la planta.

\* Este porcentaje representa un descuento conservador, dado el descuento promedio obtenido con el plan de bonos cupón cero, que fue del 30%.

### 3.4 REESTRUCTURACION CON EL USO DE BONOS CUPON CERO

A continuación se indicarán las consideraciones empleadas para reestructurar la deuda con el uso de los bonos cupón cero.

Se desarrollaron diferentes actividades que se reflejarán en los estados financieros de la siguiente manera:

#### A) ESTADOS DE RESULTADOS

Existe una inversión en maquinaria, planta y equipo, dado que se dispone de recursos que no se han pagado; esta inversión retribuirá en un incremento de las ventas; por cada \$ 100.00 pesos de recursos aportados en este rubro, se tendrán \$ 40.00 pesos de ventas; por otra parte, de la cantidad destinada a capacitación del personal se tendrá una retribución del 30 % ; independientemente de estos cambios, se tendrán incrementos semejantes (5%) al caso anterior en ventas, costo de ventas y gastos de administración. Para el primer período se toma en cuenta el descuento en los pasivos debido a la reestructuración; este monto, que representa un 20% de la deuda \* ( \$ 10,548 Millones de Pesos), se refleja en un incremento de la cuenta de otros ingresos por el financiamiento obtenido.

La cuenta de gastos de administración y venta se incrementa debido a los recursos destinados a capacitación (\$6,593 MDP). Se considera que las cuentas por pagar se saldan e incrementan en igual proporción, sin embargo, los intereses por su servicio aumentarán en un 5 % anual. Los impuestos y utilidades al personal tendrán un trato similar al caso anterior.

#### B) BALANCES GENERALES

Para este caso el efectivo en caja y bancos se incrementará de manera semejante que en el caso anterior, para el primer año se tendrá un descuento por la inversión en bonos cupón cero, que amortizará la deuda en un plazo de 20 años y que, por lo tanto, reducirá la cuenta de documentos por pagar en este plazo.

Las inversiones a corto plazo se ven reducidas por los recursos destinados a la maquinaria y equipo (cuenta que se incrementa en igual proporción); este monto constituye el 50 % ( \$ 6,593 MDP ; el 50% restante se empleará en capacitación, como se mencionó anteriormente), del dinero destinado al pago de la deuda y que al ser reestructurada es usada para hacer más productiva a la planta.

\* Este porcentaje representa un descuento conservador, dado el descuento promedio obtenido con el plan de bonos cupón cero, que fué del 30%.

Dentro del apartado "otros activos" se introduce la cuenta inversión de bonos cupon cero, que se encuentra respaldada por el Tesoro de los E.U. y que se incrementa en un promedio de 10.625 % anual (promedio de tasa LIBOR de los últimos años más un beneficio de 1 5/8 puntos porcentuales).

De los pasivos con que cuenta la empresa, los documentos por pagar están reducidos por una cantidad igual al descuento obtenido por la incorporación al mecanismo de bonos (10,548 MDP). Las cuentas restantes se modifican de manera semejante al caso anterior.

Se muestran a continuación los estados financieros<sup>o</sup> mencionados.

ESTADOS DE RESULTADOS  
 PAGO DE LA DEUDA CON EL USO DE BONOS D

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
<b>VENTAS NETAS</b>	4447,783	4475,737	4504,795	4535,012	4566,444	4599,154	4632,206	4668,665	4705,603	4744,094	4784,215	4826,048	4869,678	4915,155	4962,654	5012,273	5064,037	5118,095	5174,561	5233,556
<b>OSTEO DE VENTAS</b>	3214,078	3229,782	3246,271	3263,585	3281,784	3300,852	3320,895	3341,939	3364,036	3387,238	3411,600	3437,180	3464,029	3492,241	3521,853	3552,946	3585,593	3619,873	3655,866	3733,660
Utilidad bruta	1133,705	1145,955	1158,524	1171,427	1184,660	1198,302	1212,311	1226,726	1241,567	1256,856	1272,515	1288,868	1305,649	1322,914	1340,841	1359,327	1378,444	1398,222	1418,695	1439,897
<b>GASTOS DE ADMINISTRACION Y VENTA</b>	861,641	864,394	867,284	870,318	866,712	870,257	873,770	877,459	881,331	885,388	889,668	894,151	898,859	903,802	908,992	914,441	920,166	926,172	932,460	939,104
<b>OTROS INGRESOS neto</b>	(829,141)	(818,353)	(818,353)	(818,353)	(818,353)	(818,353)	(818,353)	(818,353)	(818,353)	(818,353)	(818,353)	(818,353)	(818,353)	(818,353)	(818,353)	(818,353)	(818,353)	(818,353)	(818,353)	(818,353)
Utilidad de operacion	101,205	100,155	109,834	119,782	136,362	146,638	157,134	167,860	178,629	189,051	199,154	210,309	222,373	232,745	239,442	246,179	252,817	259,452	266,337	273,785
Intereses por financiamiento	424,725	425,962	427,360	428,633	430,054	431,557	433,134	434,784	436,514	438,324	440,214	442,184	444,234	446,366	448,580	450,876	453,254	455,714	458,256	460,880
Utilidad antes de impuestos sobre la renta y participacion de utilidades al personal	876,479	874,193	882,574	891,079	896,208	895,082	894,000	892,866	891,715	890,527	889,331	888,124	886,914	885,702	884,486	883,266	882,042	880,814	879,582	878,346
Impuestos sobre la renta	830,192	829,677	833,030	836,432	842,523	846,033	849,600	853,334	857,136	861,004	864,936	868,934	873,000	877,134	881,336	885,606	889,944	894,352	898,830	903,378
Participacion de utilidades al personal	87,648	87,419	88,257	89,100	90,031	91,060	92,180	93,390	94,680	96,050	97,500	99,030	100,640	102,330	104,100	105,950	107,880	109,890	111,980	114,150
	838,240	837,097	841,287	845,540	853,154	857,541	862,000	866,293	870,500	874,655	878,371	882,269	886,240	890,219	894,206	898,191	902,174	906,154	910,131	914,105
Utilidad neta del año	838,240	837,097	841,287	845,540	853,154	857,541	862,000	866,293	870,500	874,655	878,371	882,269	886,240	890,219	894,206	898,191	902,174	906,154	910,131	914,105
<b>DEUDA PAGADA: CAPITAL</b>	110,548	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80
<b>INTERESES</b>	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80
<b>TOTAL</b>	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80
<b>AFANAMIENTO DE (PT/AT)</b>	0.42	0.41	0.40	0.39	0.38	0.37	0.36	0.35	0.34	0.33	0.32	0.31	0.30	0.29	0.28	0.27	0.26	0.25	0.24	0.23
<b>ESTABILIDAD (PT/AT)</b>	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04
<b>LIQUIDEZ (LAC/PC)</b>	1.37	2.04	2.11	2.19	2.32	2.45	2.60	2.75	2.90	3.06	3.23	3.41	3.60	3.79	3.99	4.20	4.42	4.64	4.87	5.11
<b>PRESEA DEL ACIDO (LAC-INV)/PC)</b>	1.41	1.47	1.55	1.63	1.77	1.91	2.05	2.21	2.37	2.54	2.71	2.90	3.09	3.28	3.49	3.70	3.92	4.15	4.38	4.61



ESTADOS DE RESULTADOS  
 PAGO DE LA DEUDA CON EL USO DE FONOS 0

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
VENTAS NETAS	\$447,783	\$475,737	\$544,795	\$525,012	\$586,444	\$599,154	\$633,256	\$668,665	\$765,603	\$744,094	\$784,215	\$826,048	\$869,678	\$915,195	\$962,694	\$1,012,273	\$1,064,037	\$1,118,095	\$1,174,561	\$1,233,556
COSTO DE VENTAS	\$314,078	\$329,789	\$346,271	\$362,585	\$381,784	\$400,852	\$420,895	\$441,939	\$468,036	\$487,238	\$511,609	\$537,180	\$564,039	\$592,241	\$621,853	\$652,946	\$685,593	\$719,873	\$755,866	\$793,660
Utilidad bruta	\$133,705	\$145,948	\$158,524	\$171,427	\$184,660	\$198,302	\$212,361	\$226,726	\$241,567	\$256,856	\$272,615	\$288,868	\$305,639	\$322,954	\$340,841	\$359,327	\$378,444	\$398,222	\$418,695	\$439,897
GASTOS DE ADMINISTRACION Y VENTA OTROS INGRESOS, neto	\$91,641	\$94,394	\$97,524	\$100,718	\$106,712	\$110,257	\$113,770	\$117,459	\$121,321	\$125,398	\$129,668	\$134,151	\$138,895	\$143,802	\$148,892	\$154,142	\$159,564	\$165,172	\$170,960	\$176,934
Utilidad de operación	\$42,064	\$51,554	\$61,000	\$70,709	\$77,948	\$88,045	\$98,591	\$109,267	\$120,246	\$131,458	\$142,947	\$154,717	\$166,744	\$179,052	\$191,649	\$204,535	\$217,880	\$231,658	\$245,735	\$260,163
Intereses por financiamiento	\$24,725	\$25,962	\$27,260	\$28,623	\$29,954	\$31,357	\$32,834	\$34,374	\$35,974	\$37,634	\$39,354	\$41,134	\$42,974	\$44,874	\$46,834	\$48,854	\$50,934	\$53,074	\$55,274	\$57,534
Utilidad antes de impuestos sobre la renta y participación de utilidades al personal	\$17,339	\$25,592	\$33,740	\$42,086	\$48,994	\$56,688	\$65,757	\$74,893	\$84,272	\$93,984	\$103,993	\$114,383	\$125,170	\$136,378	\$148,015	\$160,081	\$172,546	\$185,424	\$198,711	\$216,429
Impuestos sobre la renta	\$10,592	\$10,877	\$11,230	\$11,632	\$12,083	\$12,583	\$13,133	\$13,733	\$14,383	\$15,083	\$15,833	\$16,633	\$17,483	\$18,383	\$19,333	\$20,333	\$21,383	\$22,483	\$23,633	\$24,833
Participación de utilidades al personal	\$7,648	\$7,419	\$8,257	\$9,108	\$10,031	\$11,058	\$12,160	\$13,359	\$14,644	\$16,017	\$17,486	\$19,054	\$20,729	\$22,512	\$24,403	\$26,403	\$28,512	\$30,739	\$33,086	\$35,555
Utilidad neta del año	\$38,240	\$37,697	\$41,287	\$45,540	\$52,154	\$57,544	\$62,900	\$69,272	\$76,907	\$84,272	\$92,270	\$101,170	\$110,170	\$119,370	\$128,870	\$138,670	\$148,670	\$158,870	\$169,270	\$180,070
DEUDA PAGADA: CAPITAL INTERESES TOTAL	\$10,540	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0
APALANCAMIENTO (FF/AT)	0.42	0.41	0.40	0.39	0.38	0.37	0.36	0.35	0.34	0.33	0.32	0.31	0.30	0.29	0.28	0.27	0.26	0.25	0.24	0.23
RENTABILIDAD (ET/AT)	1.04	0.04	0.04	0.04	0.05	0.05	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07
LIQUIDEZ (AC/PC)	0.87	2.04	2.11	2.19	2.32	2.45	2.60	2.75	2.92	3.06	3.23	3.41	3.60	3.79	3.99	4.20	4.42	4.64	4.87	5.11
PRUBA DEL ACTIVO (AC-EPV)/PC	1.41	1.47	1.55	1.63	1.77	1.91	2.05	2.21	2.37	2.54	2.71	2.90	3.09	3.28	3.49	3.70	3.92	4.15	4.38	4.66

BALANCE GENERAL  
PAJO DE LA PIEDRA CON EL USO DE BONOS D

ACTIVO	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
<b>CIRCULANTE</b>																				
Efectivo en caja y bancos	\$26,406	\$39,541	\$58,157	\$73,237	\$114,054	\$148,764	\$185,471	\$221,251	\$260,344	\$300,333	\$348,318	\$395,872	\$446,057	\$498,348	\$554,532	\$612,899	\$674,115	\$738,243	\$803,370	\$878,696
Inversiones a corto plazo																				
en valores negociables	\$148,021	\$148,021	\$148,021	\$148,021	\$149,021	\$148,021	\$148,021	\$148,021	\$148,021	\$148,021	\$148,021	\$148,021	\$148,021	\$148,021	\$148,021	\$148,021	\$148,021	\$148,021	\$148,021	\$148,021
Inventarios y cuentas por cobrar	\$101,389	\$101,389	\$101,389	\$101,389	\$101,389	\$101,389	\$101,389	\$101,389	\$101,389	\$101,389	\$101,389	\$101,389	\$101,389	\$101,389	\$101,389	\$101,389	\$101,389	\$101,389	\$101,389	\$101,389
Documentos	\$119,734	\$119,734	\$119,734	\$119,734	\$119,734	\$119,734	\$119,734	\$119,734	\$119,734	\$119,734	\$119,734	\$119,734	\$119,734	\$119,734	\$119,734	\$119,734	\$119,734	\$119,734	\$119,734	\$119,734
Otras cuentas por cobrar, hasta por pagar por anticipado	\$24,767	\$24,767	\$24,767	\$24,767	\$24,767	\$24,767	\$24,767	\$24,767	\$24,767	\$24,767	\$24,767	\$24,767	\$24,767	\$24,767	\$24,767	\$24,767	\$24,767	\$24,767	\$24,767	\$24,767
<b>TOTAL ACTIVO CIRCULANTE</b>	\$420,317	\$433,552	\$452,062	\$473,188	\$507,915	\$542,615	\$579,302	\$615,162	\$654,355	\$697,244	\$742,229	\$789,803	\$839,998	\$892,859	\$948,443	\$1,006,810	\$1,068,026	\$1,132,159	\$1,199,281	\$1,272,607
<b>OTROS ACTIVOS:</b>																				
Inversión en acciones	\$125,695	\$125,695	\$125,695	\$125,695	\$125,695	\$125,695	\$125,695	\$125,695	\$125,695	\$125,695	\$125,695	\$125,695	\$125,695	\$125,695	\$125,695	\$125,695	\$125,695	\$125,695	\$125,695	\$125,695
Inversión en bolsa cerc	\$6,195	\$6,833	\$7,501	\$8,207	\$8,978	\$9,764	\$10,564	\$11,384	\$12,224	\$13,084	\$13,964	\$14,864	\$15,784	\$16,724	\$17,684	\$18,664	\$19,664	\$20,684	\$21,724	\$22,784
Gastos prepagados	\$285,283	\$311,875	\$340,469	\$405,060	\$405,060	\$405,060	\$405,060	\$405,060	\$405,060	\$405,060	\$405,060	\$405,060	\$405,060	\$405,060	\$405,060	\$405,060	\$405,060	\$405,060	\$405,060	\$405,060
MAQUINARIA, PLANTA Y EQUIPO, neto																				
<b>TOTAL ACTIVO</b>	\$520,527	\$529,777	\$535,098	\$542,496	\$543,387	\$544,373	\$545,463	\$546,570	\$548,004	\$549,411	\$551,114	\$552,921	\$554,919	\$557,131	\$559,577	\$562,282	\$565,276	\$568,587	\$572,251	\$576,109
	\$940,844	\$961,329	\$987,166	\$1,015,684	\$1,051,302	\$1,087,048	\$1,124,846	\$1,161,832	\$1,202,860	\$1,245,724	\$1,293,343	\$1,342,724	\$1,394,917	\$1,449,399	\$1,508,019	\$1,569,593	\$1,633,302	\$1,700,746	\$1,771,532	\$1,846,716
<b>PASIVO</b>																				
<b>CIRCULANTE</b>																				
Documentos por pagar	\$119,656	\$119,656	\$119,656	\$119,656	\$119,656	\$119,656	\$119,656	\$119,656	\$119,656	\$119,656	\$119,656	\$119,656	\$119,656	\$119,656	\$119,656	\$119,656	\$119,656	\$119,656	\$119,656	\$119,656
Cuentas por pagar	\$78,425	\$78,425	\$78,425	\$78,425	\$78,425	\$78,425	\$78,425	\$78,425	\$78,425	\$78,425	\$78,425	\$78,425	\$78,425	\$78,425	\$78,425	\$78,425	\$78,425	\$78,425	\$78,425	\$78,425
Insumos diferidos	\$15,296	\$14,839	\$16,515	\$18,216	\$21,262	\$23,016	\$24,800	\$26,717	\$28,763	\$31,042	\$33,566	\$36,338	\$39,357	\$42,621	\$46,129	\$49,884	\$53,894	\$58,164	\$62,700	\$67,516
<b>DOCUMENTOS POR PAGAR A LARGO PLAZO</b>	\$213,383	\$212,931	\$214,867	\$216,308	\$219,354	\$221,169	\$223,892	\$227,809	\$232,854	\$239,048	\$246,391	\$253,889	\$262,536	\$271,333	\$280,279	\$289,374	\$298,619	\$308,014	\$317,559	\$327,254
A bancos y otros (nota 1)	\$128,879	\$128,879	\$128,879	\$128,879	\$128,879	\$128,879	\$128,879	\$128,879	\$128,879	\$128,879	\$128,879	\$128,879	\$128,879	\$128,879	\$128,879	\$128,879	\$128,879	\$128,879	\$128,879	\$128,879
Al Banco de Mexico	\$83,132	\$83,132	\$83,132	\$83,132	\$83,132	\$83,132	\$83,132	\$83,132	\$83,132	\$83,132	\$83,132	\$83,132	\$83,132	\$83,132	\$83,132	\$83,132	\$83,132	\$83,132	\$83,132	\$83,132
<b>TOTAL PASIVO</b>	\$182,011	\$182,011	\$182,011	\$182,011	\$182,011	\$182,011	\$182,011	\$182,011	\$182,011	\$182,011	\$182,011	\$182,011	\$182,011	\$182,011	\$182,011	\$182,011	\$182,011	\$182,011	\$182,011	\$182,011
	\$394,342	\$394,342	\$394,342	\$394,342	\$394,342	\$394,342	\$394,342	\$394,342	\$394,342	\$394,342	\$394,342	\$394,342	\$394,342	\$394,342	\$394,342	\$394,342	\$394,342	\$394,342	\$394,342	\$394,342
<b>CAPITAL CONTABLE</b>																				
CAPITAL SOCIAL	\$459,479	\$476,950	\$495,532	\$515,865	\$538,229	\$563,700	\$591,171	\$622,554	\$654,949	\$699,521	\$746,475	\$795,927	\$847,964	\$902,664	\$960,101	\$1,020,506	\$1,084,043	\$1,151,257	\$1,221,257	\$1,294,043
PRIMA DE VENTA DE ACCIONES	\$29,924	\$33,764	\$39,524	\$47,924	\$59,324	\$74,324	\$92,324	\$113,324	\$137,324	\$165,324	\$197,324	\$233,324	\$273,324	\$317,324	\$365,324	\$417,324	\$473,324	\$533,324	\$597,324	\$665,324
<b>UTILIDADES ACUMULADAS</b>																				
de ejercicios anteriores	\$17,602	\$22,417	\$28,805	\$36,017	\$44,831	\$55,374	\$67,702	\$81,831	\$97,831	\$115,831	\$136,000	\$158,324	\$182,831	\$209,500	\$238,324	\$269,324	\$302,664	\$338,664	\$387,324	\$439,324
utilidad neta de ano	\$38,240	\$37,097	\$41,287	\$45,540	\$50,154	\$55,141	\$60,429	\$66,107	\$72,174	\$78,631	\$85,497	\$92,761	\$100,421	\$108,484	\$116,949	\$125,814	\$135,079	\$144,744	\$154,809	\$165,274
<b>TOTAL CAPITAL CONTABLE</b>	\$545,445	\$566,387	\$590,548	\$617,365	\$646,909	\$680,929	\$719,943	\$762,511	\$809,174	\$859,174	\$912,324	\$969,000	\$1,029,500	\$1,092,831	\$1,159,000	\$1,229,100	\$1,299,100	\$1,372,000	\$1,447,000	\$1,523,000
	\$940,844	\$961,329	\$987,166	\$1,015,684	\$1,051,302	\$1,087,048	\$1,124,846	\$1,161,832	\$1,202,860	\$1,245,724	\$1,293,343	\$1,342,724	\$1,394,917	\$1,449,399	\$1,508,019	\$1,569,593	\$1,633,302	\$1,700,746	\$1,771,532	\$1,846,716

### 3.5 CAPITALIZACION DE PASIVOS

Para la alternativa de capitalización de pasivos (swaps) se utilizará el mecanismo No. 2, planteado anteriormente (Capitalización indirecta de entidad privada por parte de un inversionista extranjero, con deuda reestructurada de entidad pública o Gobierno Federal).

Supondremos que se tiene un proyecto de inversión para incrementar las ventas y la productividad de la empresa; esto se logrará a través de:

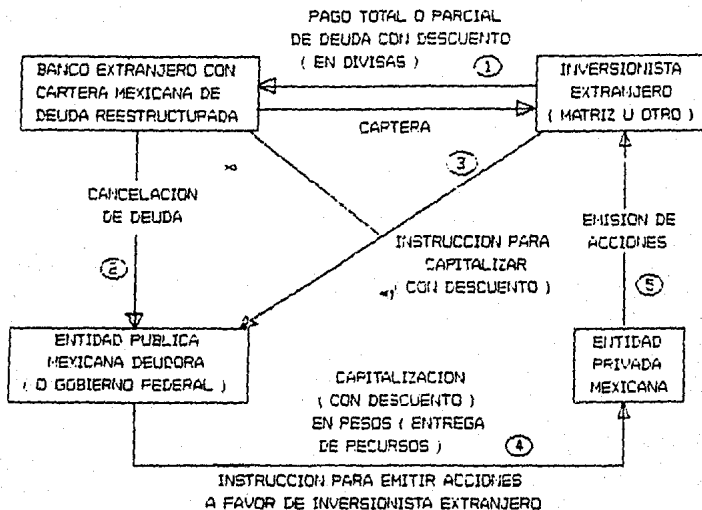
- Adquisición y mantenimiento de maquinaria y equipo.
- Capacitación al personal.
- Investigación y desarrollo de nuevos productos.
- Infraestructura necesaria para exportación.
- Programa de incremento de calidad.

Para disponer de los recursos necesarios para el proyecto se requiere de \$ 100,000 millones de pesos, esta cantidad se podrá captar a través de un inversionista extranjero, emitiendo acciones por dicha cantidad.

A continuación se explicará con detalle el funcionamiento del mecanismo.

MECANISMO No. 2

CAPITALIZACION INDIRECTA DE ENTIDAD PRIVADA POR PARTE DE INVERSIONISTA EXTRANJERO CON DEUDA REESTRUCTURADA DE ENTIDAD PUBLICA O GOBIERNO FEDERAL.



SINTESIS : UN INVERSIONISTA EXTRANJERO NEGOCIA CON ACREEDOR Y CON EMPRESA PRIVADA LA CAPITALIZACION DE ESTA ULTIMA CON DEUDA REESTRUCTURADA DE UNA ENTIDAD PUBLICA O DEL GOBIERNO FEDERAL, QUIEN HACE LAS APORTACIONES EN PESOS CON DESCUENTO, Y DA LAS INSTRUCCIONES A LA EMPRESA A CAPITALIZAR, QUIEN SE COMPROMETE A EMITIR ACCIONES CON LAS LIMITACIONES ESTABLECIDAS EN LA SECCION 5.11 DEL "NEW RESTRUCTURE AGREEMENT".

FUENTE : MANUAL OPERATIVO PARA LA CAPITALIZACION DE PASIVOS Y SUSTITUCION DE DEUDA PUBLICA POR INVERSION, SRIA, DE HDA, Y CREDITO PUBLICO, MEXICO 1986

En el punto 1 tenemos un banco extranjero con cartera y un inversionista extranjero interesado en invertir en nuestro País.

El inversionista compra la deuda al banco ( \$ 128,000 Millones de dolares) con un descuento del 30%, por esta transacción el banco obtiene el 70 % (cantidad equivalente en dolares a \$ 90,000 Millones de Pesos) del precio de la deuda de manera inmediata.

En el punto 2 el banco extranjero cancela la deuda de Mexico pasando la cartera al inversionista extranjero.

En el punto 3 tenemos al inversionista extranjero y al Gobierno Federal (a través de la Secretaria de Hacienda y Crédito Público); el inversionista vende la deuda al Gobierno Federal con un descuento del 22%, la Secretaria le compra con la condición de que el dinero pagado sea invertido en Mexico. el inversionista da instrucciones para capitalizar.\*

En el cuarto punto la entidad Pública entrega los recursos a la empresa privada. finalmente en el quinto punto se emiten acciones a favor del inversionista.

A fin de poder comparar el uso de este mecanismo con los anteriores se manejarán estados financieros semejantes. así como las razones financieras correspondientes.

Dentro del proyecto mencionado se contempla que el 30% se utilizará para la investigación de nuevos productos, diseño e implementación de sistemas de control de calidad y diseño de sistemas productivos.

Un 35% se destinara a la implementación de los sistemas antes mencionados; esto se logra a través de la adquisición y reacondicionamiento de maquinaria y equipo.

\$ 10,000 millones serán destinados al personal de manera que se encuentre capacitado para operar adecuadamente los sistemas que se hayan instalado.

El 25% restante se empleará para reducir el monto de nuestra deuda y de esta manera sanear nuestras finanzas.

\* Estas pueden ser acciones preferentes al 6%, de manera que la inversión sea más atractiva para el agente extranjero.

# ESTA TESIS NO DEBE SALIR DE LA BIBLIOTECA

Estas operaciones se reflejarán dentro de los estados financieros de la siguiente manera:

## A) ESTADOS DE RESULTADOS

Dado que se destinarán recursos a investigación y diseño de sistemas, maquinaria, planta y equipo y capacitación existirá un incremento en las ventas dado por las siguientes proporciones: 40, 40 y 30 centavos, respectivamente, por cada peso invertido; además del incremento proyectado por la expansión del mercado.

Los costos de venta, gastos de administración e intereses por financiamiento se incrementarán de manera semejante al caso de Mono Cero, esto es 5%.

Los gastos de administración y venta permanecen constantes. e incluiremos la cuenta de otros gastos, en la cual se reflejarán los egresos por capacitación, investigación, etc.

Las cuentas restantes operarán de manera semejante a los casos anteriores.

## B) BALANCE GENERAL

Se modificará la cuenta de maquinaria, planta y equipo, debido a las inversiones citadas.

Para el apartado documentos por pagar se hace un pago por 25,000 MDP en el primer año, el saldo se amortizará de acuerdo al compromiso inicial, esto es, al cuarto año se deberán tener cubiertos los 52,742 MDP de deuda externa, lo que representa un egreso anual de 6,936 MDP.

Las cuentas de efectivo en caja y bancos, impuestos diferidos y utilidades acumuladas cambian de acuerdo a las condiciones ya citadas.

Se abrirá la cuenta de "Emisión de acciones preferentes" por un monto igual a la aportación hecha por el inversionista extranjero (100,000 MDP), esto significa que, independientemente de las utilidades se garantiza un 6% anual del capital aportado (6,000 MDP); esta cantidad afectará también a las cuentas de efectivo en caja y bancos y de intereses de ejercicios anteriores.

Los rubros restantes permanecerán constantes.

Se presentan los estados financieros que resultan de las operaciones anteriores.

ESTADOS DE RESULTADOS  
 FALCO DE LA REDON CON EL USO DE SAHPS

	1999	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
AS NETAS	\$470,355	\$409,423	\$515,594	\$539,323	\$565,470	\$592,293	\$620,458	\$650,011	\$680,021	\$713,056	\$747,921	\$783,867	\$821,610	\$861,240	\$902,853	\$946,545	\$992,422	\$1,040,594	\$1,091,173	\$1,144,283
DEL VENTAS	\$314,028	\$292,782	\$364,271	\$363,585	\$381,764	\$400,552	\$420,895	\$441,939	\$464,036	\$487,238	\$511,600	\$537,160	\$564,029	\$592,241	\$621,853	\$652,546	\$685,593	\$719,873	\$755,866	\$793,660
línea bruta	\$156,327	\$162,641	\$169,323	\$176,739	\$183,706	\$191,441	\$199,563	\$208,091	\$217,046	\$226,448	\$236,320	\$246,587	\$257,571	\$268,999	\$280,999	\$293,599	\$306,829	\$320,721	\$335,307	\$350,622
DE ADMINISTRACION Y VENTA	\$55,048	\$57,801	\$60,641	\$63,725	\$66,912	\$70,257	\$73,770	\$77,450	\$81,331	\$85,398	\$89,668	\$94,156	\$98,859	\$103,802	\$108,992	\$114,442	\$120,154	\$126,172	\$132,400	\$138,104
DE GASTOS	\$40,000	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0
DE INGRESOS NETO	\$(18,593)	\$(18,593)	\$(18,593)	\$(18,593)	\$(18,593)	\$(18,593)	\$(18,593)	\$(18,593)	\$(18,593)	\$(18,593)	\$(18,593)	\$(18,593)	\$(18,593)	\$(18,593)	\$(18,593)	\$(18,593)	\$(18,593)	\$(18,593)	\$(18,593)	\$(18,593)
línea de operación	\$78,821	\$129,433	\$127,285	\$131,266	\$135,387	\$139,777	\$144,395	\$149,226	\$154,207	\$159,363	\$165,216	\$171,126	\$177,205	\$183,791	\$190,800	\$198,259	\$206,259	\$214,827	\$224,419	\$234,111
proceso por financiamiento	\$27,430	\$27,299	\$28,612	\$29,259	\$30,054	\$31,557	\$33,134	\$34,791	\$36,531	\$38,357	\$40,275	\$42,289	\$44,403	\$46,623	\$48,955	\$51,402	\$53,972	\$56,671	\$59,505	\$62,480
línea antes de impuestos sobre la renta y reintegración de utilidades al personal	\$51,391	\$102,134	\$98,673	\$101,908	\$105,333	\$108,220	\$111,259	\$114,435	\$117,777	\$121,206	\$124,910	\$128,839	\$132,992	\$137,197	\$141,546	\$146,230	\$151,286	\$156,471	\$161,915	\$167,637
impuestos sobre la renta reintegración de utilidades al personal	\$20,956	\$38,177	\$39,445	\$40,763	\$42,133	\$43,288	\$44,501	\$45,774	\$47,111	\$48,514	\$49,988	\$51,536	\$53,161	\$54,867	\$56,658	\$58,539	\$60,514	\$62,588	\$64,766	\$67,152
	\$5,229	\$9,544	\$9,461	\$10,191	\$10,573	\$10,622	\$11,125	\$11,443	\$11,778	\$12,129	\$12,497	\$12,884	\$13,290	\$13,717	\$14,165	\$14,635	\$15,129	\$15,647	\$16,191	\$16,763
línea neta del año	\$78,196	\$47,721	\$49,306	\$50,954	\$52,667	\$54,110	\$55,616	\$57,217	\$58,888	\$60,643	\$62,485	\$64,420	\$66,451	\$68,584	\$70,823	\$73,174	\$75,643	\$78,225	\$80,957	\$83,815
DEUDA PAGADA: CAPITAL	\$31,936	\$6,536	\$6,936	\$6,936	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0
INTERESES	\$2,705	\$2,029	\$1,352	\$636	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0
TOTAL	\$38,640	\$8,564	\$8,288	\$7,612	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0
FINANCIAMIENTO (P/FIAT)	0.37	0.36	0.34	0.33	0.32	0.31	0.31	0.30	0.29	0.29	0.28	0.27	0.27	0.26	0.25	0.25	0.24	0.24	0.23	0.22
ESTABILIZADO (UT/AT)	0.03	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
ESTABILIZADO (UT/AT)	2.45	2.43	2.65	2.07	3.22	3.28	3.53	3.65	3.85	4.02	4.19	4.36	4.54	4.72	4.90	5.09	5.28	5.48	5.68	5.88
DEUDA DEL MEDIO (IAC-INT/PC)	1.82	1.59	2.10	2.39	2.55	2.70	2.86	3.02	3.19	3.35	3.53	3.70	3.88	4.06	4.25	4.44	4.64	4.84	5.04	5.25



BALANCE GENERAL  
PAGO DE LA DEUDA CON EL USO DE SAHIS

ACTIVO	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
<b>CIRCULANTE</b>																				
Efectivo en caja y bancos	865,345	1102,141	1125,550	1147,597	1176,510	1205,763	1235,547	1266,135	1297,620	1330,069	1363,540	1396,088	1433,767	1470,534	1508,750	1548,177	1588,561	1631,229	1674,795	1720,354
Inversiones a corto plazo en valores negociables	1148,021	1148,021	1148,021	1148,021	1148,021	1148,021	1148,021	1148,021	1148,021	1148,021	1148,021	1148,021	1148,021	1148,021	1148,021	1148,021	1148,021	1148,021	1148,021	1148,021
Documentos y cuentas por cobrar	1101,389	1101,389	1101,389	1101,389	1101,389	1101,389	1101,389	1101,389	1101,389	1101,389	1101,389	1101,389	1101,389	1101,389	1101,389	1101,389	1101,389	1101,389	1101,389	1101,389
Otras cuentas por cobrar, pasivos pasivos por anticipado	1119,734	1119,734	1119,734	1119,734	1119,734	1119,734	1119,734	1119,734	1119,734	1119,734	1119,734	1119,734	1119,734	1119,734	1119,734	1119,734	1119,734	1119,734	1119,734	1119,734
<b>TOTAL ACTIVO CIRCULANTE</b>	4459,856	4496,652	4519,451	4541,708	4570,521	4599,674	4629,458	4660,046	4691,531	4723,989	4757,451	4791,999	4827,678	4864,545	4902,661	4941,688	4982,332	5023,141	5064,906	5114,285
<b>OTROS ACTIVOS</b>																				
Inversión en acciones	1125,695	1125,695	1125,695	1125,695	1125,695	1125,695	1125,695	1125,695	1125,695	1125,695	1125,695	1125,695	1125,695	1125,695	1125,695	1125,695	1125,695	1125,695	1125,695	1125,695
Gastos preparativos	83,354	83,354	83,354	83,354	83,354	83,354	83,354	83,354	83,354	83,354	83,354	83,354	83,354	83,354	83,354	83,354	83,354	83,354	83,354	83,354
MAQUINARIA, PLANTA Y EQUIPO, NETO	1413,590	1413,590	1413,590	1413,590	1413,590	1413,590	1413,590	1413,590	1413,590	1413,590	1413,590	1413,590	1413,590	1413,590	1413,590	1413,590	1413,590	1413,590	1413,590	1413,590
<b>TOTAL ACTIVO</b>	6542,739	6542,739	6542,739	6542,739	6542,739	6542,739	6542,739	6542,739	6542,739	6542,739	6542,739	6542,739	6542,739	6542,739	6542,739	6542,739	6542,739	6542,739	6542,739	6542,739
<b>PASIVO</b>																				
<b>CIRCULANTE</b>																				
Deuda por pagar	478,299	491,363	504,418	517,442	530,442	543,442	556,442	569,442	582,442	595,442	608,442	621,442	634,442	647,442	660,442	673,442	686,442	699,442	712,442	725,442
Gastos por pagar	178,406	178,406	178,406	178,406	178,406	178,406	178,406	178,406	178,406	178,406	178,406	178,406	178,406	178,406	178,406	178,406	178,406	178,406	178,406	178,406
Impuestos diferidos	110,478	119,089	119,723	120,381	121,067	121,744	122,420	123,097	123,773	124,449	125,125	125,801	126,477	127,153	127,829	128,505	129,181	129,857	130,533	131,209
<b>TOTAL PASIVO CIRCULANTE</b>	1187,183	1188,858	1188,555	1187,250	1186,965	1186,642	1186,319	1186,042	1185,765	1185,488	1185,211	1184,934	1184,657	1184,380	1184,103	1183,826	1183,549	1183,272	1182,995	1182,718
<b>DOCUMENTOS POR PAGAR A LARGO PLAZO</b>																				
A Accion y otros (nota 1)	1128,879	1128,879	1128,879	1128,879	1128,879	1128,879	1128,879	1128,879	1128,879	1128,879	1128,879	1128,879	1128,879	1128,879	1128,879	1128,879	1128,879	1128,879	1128,879	1128,879
Al banco de Mexico	653,132	653,132	653,132	653,132	653,132	653,132	653,132	653,132	653,132	653,132	653,132	653,132	653,132	653,132	653,132	653,132	653,132	653,132	653,132	653,132
<b>TOTAL PASIVO</b>	1869,144	1870,869	1869,555	1868,221	1866,887	1865,553	1864,219	1862,886	1861,552	1860,218	1858,884	1857,550	1856,216	1854,882	1853,548	1852,214	1850,880	1849,546	1848,212	1846,878
<b>CAPITAL CONTABLE</b>																				
<b>CAPITAL SOCIAL</b>	659,479	659,479	659,479	659,479	659,479	659,479	659,479	659,479	659,479	659,479	659,479	659,479	659,479	659,479	659,479	659,479	659,479	659,479	659,479	659,479
<b>PRIMA EN VENTA DE ACCIONES</b>	429,924	429,924	429,924	429,924	429,924	429,924	429,924	429,924	429,924	429,924	429,924	429,924	429,924	429,924	429,924	429,924	429,924	429,924	429,924	429,924
<b>UTILIDADES ACUMULADAS</b>																				
de ejercicios anteriores	117,802	117,599	116,128	114,174	112,451	110,947	109,363	107,855	106,420	105,057	103,767	102,540	101,376	100,274	99,233	98,254	97,336	96,478	95,680	94,942
Utilidad neta de año	126,196	147,721	149,306	150,954	152,667	154,441	156,276	158,171	160,126	162,151	164,236	166,381	168,586	170,851	173,176	175,561	178,006	180,511	183,076	185,701
<b>TOTAL CAPITAL CONTABLE</b>	603,401	667,923	697,833	725,556	751,435	776,426	801,639	827,174	853,041	879,250	905,801	932,705	960,064	987,989	1016,482	1045,053	1074,712	1104,469	1134,324	1164,279
<b>TOTAL PASIVO Y CAPITAL CONTABLE</b>	11,002,595	11,038,791	11,062,200	11,084,247	11,113,260	11,142,413	11,172,197	11,202,785	11,234,270	11,266,719	11,300,165	11,334,712	11,370,417	11,407,284	11,445,450	11,484,827	11,525,631	11,567,879	11,611,645	11,657,904

#### 4. OBSERVACIONES

Para poder aplicar alguno de los mecanismos de negociación de la deuda por parte de la empresa se sugiere revisar los siguientes puntos y alternativas al financiar sus actividades:

- A) Reinversión de utilidades.
- B) Emisión de acciones, definiendo si estas son comunes o preferentes y si los nuevos accionistas tendrán participación en las decisiones de la empresa, etc.
- C) Recurrir a una combinación de las fuentes de financiamiento planteadas, que dependerá de:
  - Actividad y giro a la que se dedica la empresa.
  - Costos económicos involucrados (costo del dinero).
  - \*- Consideraciones que los propios empresarios hagan respecto al tipo de financiamiento que más les convenga (políticas propias de la empresa).
- D) Efectos externos que surjan al aplicar algún mecanismo de negociación de deuda (por ejemplo, inflación en el caso de los swaps).
- E) El tipo de endeudamiento que tenga la empresa, analizando sus principales características y la visibilidad de aplicar algún mecanismo de negociación de deuda.
- F) Que el análisis hecho al método empleado se encuentre bien fundamentado, para evitar posibles fallas en la aplicación del mecanismo elegido y resulte contraproducente (Se sugiere hacer un análisis detallado del comportamiento del mercado, proyecciones en ventas, capacidad de planta, elaborar estados proforma, etc.).
- G) Aprovechar los descuentos ofrecidos en los mercados secundarios, prepagando parte de la deuda.
- H) Fundamentar el uso de los recursos que se requieren (un proyecto de exportación, ampliación de la planta, investigación en nuevos productos, etc.), de manera que la inversión sea más atractiva para el accionista o acreedor.
- I) Adquisición de nuevos créditos en condiciones más favorables sin que contravengan las políticas de la empresa.

## 5. CONCLUSIONES

La inestabilidad económica experimentada por nuestro país ha provocado que el financiamiento del proceso de recuperación de la actividad productiva sea uno de los principales problemas; siendo inaccesibles los recursos que impulsen el desarrollo industrial.

Para la recuperación económica se requiere alterar las condiciones internas, de manera que se favorezca a la inversión privada, actuar sobre las formas y condiciones en que exista inversión extranjera y negociar con acreedores para ampliar los montos y flujos disponibles de divisas.

Debido a que México deberá complementar el ahorro interno y reducir el monto tan elevado de la deuda externa con recursos del exterior, podemos concluir que los mecanismos de financiamiento externo son la mejor opción para sanear la situación financiera de las empresas públicas y privadas y por lo tanto de la economía del país.

Para el caso práctico y analizando las alternativas planteadas podemos observar que en los tres casos se cumplieron los compromisos iniciales de pago; sin embargo, estos difirieron en los plazos y montos: Los bonos permitieron un pago único y un descuento y, a pesar de que existe un egreso anual a partir del octavo año por el pago de intereses, se tuvo una ligera mejoría en la prueba del ácido (2.806, promedio, contra 2.750) y una mayor rentabilidad (5.8% contra 4.3%; lo que significa un incremento promedio de \$750 millones de pesos/año); esto se debe básicamente a la inversión en la planta y equipo y que permitió incrementar nuestras ventas, a pesar de tener una menor liquidez.

Para esta misma opción, se tuvo un apalancamiento similar al pago en las condiciones planteadas inicialmente, sin embargo, no es posible contemplar en este aspecto la inversión hecha en el Tesoro de los E.U., sino hasta el último año, en el que esta razón se reduce.

Para el caso de los swaps se dispuso de un pago inicial fuerte que permitió hacer menos pesado el pago de los intereses, la inversión de \$ 100,000 millones repercutió en mayores ventas sin que se incrementara el apalancamiento, dado que los recursos se obtuvieron a través de un accionista.

Tomando en cuenta el pago anual del 6 % por acción y los dividendos repartidos, en aproximadamente 7 años el agente externo podrá recuperar su inversión, sin contar la revaluación

de los activos, lo que hace más atractiva la opción para el inversionista extranjero.

Dentro de los mismos swaps se puede ver que para el primer año las utilidades son menores que en los dos casos anteriores, sin embargo, a partir del segundo se tiene una gran mejoría; esto responde al uso del dinero que se refleja en la cuenta de otros gastos.

De los índices financieros obtenidos se puede observar una ligera mejoría en la rentabilidad (4.7% contra 4.3%), un notable incremento en la liquidez (4.14% contra 3.42%) y en la prueba del ácido (3.485% contra 2.75%) \*. Por otro lado, el apalancamiento es menor en 4 puntos porcentuales.

De los puntos anteriores, se puede inferir que una combinación de estos mecanismos nos reportarían aún mayores beneficios: Un incremento en la liquidez y en la prueba del ácido, mediante la capitalización de pasivos; y una rentabilidad mayor manejando los bonos cupón cero.

Finalmente, hay que considerar que se tienen que hacer determinados pagos anuales, tanto por intereses para el caso de bono-cero, como por dividendos a los accionistas, para el caso de los swaps; es decir, es indispensable hacer un análisis de los beneficios y si éstos podrán absorber con alguna ventaja a los egresos anuales por los conceptos mencionados.

\* Estos datos se comparan contra la opción original.

## ANEXO

### CLAUSULA 5.11 . - Capitalización de pasivos

A) General. Utilizados para acuerdos entre una empresa con débito y cualquier Banco sujeto a la autorización del Gobierno Mexicano, incluyendo autorización de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, la Comisión Nacional de Inversión Extranjera y la Secretaría de Relaciones Exteriores de los Estados Unidos Mexicanos, todos o una parte de los créditos amparados por dicho Banco pueden ser intercambiados por ciertas acciones de capital.

La empresa con débito y el Banco citado notificarán a un Banco de servicio un escrito con las características del acuerdo que ha sido autorizado, que deberá especificar el monto del crédito (o una parte de él) que será intercambiado por acciones de capital.

Sobre la entrega de dichas acciones de parte de la empresa en favor del Banco a quien el designe: i) Cada crédito (o una porción de él) respecto al cual la emisión de acciones libera al crédito y cesarán de ser deuda externa para los propósitos de éste acuerdo y la empresa no tendrá obligaciones adicionales con respecto a dicho crédito y ii) La empresa y el Banco citado indicarán al Banco de servicio la reducción del monto del crédito por su intercambio, por acciones de capital.

B) Emisión de acciones de capital. Para propósitos de esta sección, acciones de capital de cualquier entidad del sector público mexicano o una compañía privada mexicana, significa i) El cual emite una forma certificada a nombre de dicho Banco o de una persona designada por el Banco que no es una entidad mexicana (como esta definida anteriormente), ii) El cual no es transferible en el registro de libros de dicha entidad pública o empresa privada antes del primero de Enero de 1998 a cualquier entidad mexicana y el certificado en el cual aparezca una leyenda con dicha restricción, iii) El cual no es sujeto por estos términos, para amortizar su deuda en una base más favorable, para dicho Banco o quien el designe, que la amortización del crédito o intercambio de crédito por acciones de capital, iv) El cual no garantiza totalmente el pago de dividendos, independientemente de las ganancias y utilidades, excepto las contempladas en el artículo 123 de la Ley General de Sociedades Mercantiles y v) El cual no se puede convertir en algún otro instrumento más seguro que la emisión de acciones. La interpretación del término "Entidad mexicana" significa una persona que en el caso de ser un individuo, es un residente de, o en el caso de una Entidad, tiene su principal lugar de ocupación en los Estados Unidos Mexicanos.

## BIBLIOGRAFIA

- 1.- Revista Finanzas Públicas: La Deuda Externa en México, págs 25-32 (Noviembre de 1988).
- 2.- Revista Enfoques: La Deuda Externa en cifras, págs 18-36 (Julio-Agosto de 1987).
- 3.- Periódico El Financiero: El problema de la Deuda Externa, pág 15 (Lunes 3 de Octubre de 1988).
- 4.- Instituto de Estudios Políticos y Sociales : La Deuda Externa de México: Naturaleza, evolución y perspectivas, págs 13-26 (México, 1983).
- 5.- Secretaría de Hacienda y Crédito Público: Nueva estrategia de negociación de la deuda externa en México, págs 2-21 (Octubre de 1986).
- 6.- Revista El Mercado de Valores, Num 2: Emisión de Bonos de Deuda Externa; págs 21-25 (Enero 15 de 1988).
- 7.- Revista El Mercado de Valores, Num 7: Notas sobre la Deuda Externa y la reciente operación de Intercambio de Bonos por Deuda Cambiaria, págs 8-15 (Mayo 1 de 1988).
- 8.- Revista Expansión: Bonos de Deuda, págs 81-87 (Mayo 11 de 1988).
- 9.- Revista Expansión: Capitalización de Pasivos, págs 29-38 (Septiembre 16 de 1987).
- 10.- Secretaría de Hacienda y Crédito Público: Manual operativo para la capitalización de pasivos y sustitución de deuda pública por inversión, págs 2-34 (México, 1986).
- 11.- Revista Expansión: Evaluación de la Capitalización de pasivos, págs 63-69 (Junio 14 de 1988).
- 12.- Periódico El Financiero: Swap de exportación, pág 19 (Jueves 29 de abril de 1988).
- 13.- Revista El Mercado de Valores: Swaps: Una alternativa en el problema de la Deuda, págs 17-26 (Junio 8 de 1987).
- 14.- Revista CAIE: Hacia una solución del problema de la Deuda Externa, págs 7-12 (Noviembre de 1988).
- 15.- Revista Ejecutivos de Finanzas: Deuda Externa: Una alternativa de solución págs 8-16 (Marzo de 1989).