

98



**ANÁLISIS DE LAS FUENTES DE FINANCIAMIENTO DE  
LAS EMPRESAS BURSÁTILES EN MÉXICO 1992-1999**

**TESIS**

**QUE PARA OBTENER EL TÍTULO DE  
LICENCIADO EN ECONOMÍA  
PRESENTA**

**LUIS LEYVA MARTÍNEZ**

**MÉXICO D.F.**

**TESIS CON  
FALLA DE ORIGEN**

**2002**



Universidad Nacional  
Autónoma de México

Dirección General de Bibliotecas de la UNAM

**Biblioteca Central**



**UNAM – Dirección General de Bibliotecas**  
**Tesis Digitales**  
**Restricciones de uso**

**DERECHOS RESERVADOS ©**  
**PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL**

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

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

# Paginación Discontinua

*Dedicatorias*

*A Dios, por su amor inalterable  
y el sustento que me ha dado, te amo.*

*A mis padres, con quienes he contado siempre,  
los quiero mucho.*

*A mis hermanos, con quienes he tenido  
las experiencias más maravillosas, gracias por estar ahí.*

*A Sandra, por llenar mi vida, te amo.*

## **Agradecimientos**

**A la Universidad Nacional Autónoma de México.**

**A la Dra. Noemí Levy, por su inmensa paciencia y tiempo dedicado para la realización de esta tesis.**

**A Alfonso Orozco y Paola Bortoluz, gracias por el apoyo y la confianza que han depositado en mí y en mi trabajo.**

**A los brothers de la congre, amigos, gracias por sus oraciones.**

**A todos los amigos de la C.N.B.V., gracias por su apoyo.**

**A los amigos de la Facultad, a ver si ya hacen su parte de la tarea.**

**Este trabajo se vio beneficiado por la ayuda económica derivada del programa adscrito al PAPIIT "Cambios institucionales en el sistema financiero internacional y sus repercusiones en el orden monetario mundial y las políticas monetarias de los países en desarrollo", dirigido por las doctoras María Guadalupe Mántey Bastón y Noemí Levy Orlik.**

# EL FINANCIAMIENTO DE LAS EMPRESAS BURSÁTILES EN MÉXICO 1992-1999

Página

<b>Introducción .....</b>	<b>vii</b>
<b>I. Análisis teórico .....</b>	
1.1. La Inversión y sus determinantes: enfoque macroeconómico.....	1
1.1.1. El concepto de Inversión.....	1
1.1.2. Importancia de la Inversión.....	2
1.2. Teorías que Explican la Inversión .....	3
1.2.1. Paradigma ortodoxo.....	4
1.2.1.a. El Modelo: supuestos.....	4
1.2.1.b. Determinantes de la Inversión en el Modelo Ortodoxo.....	5
1.2.1.c. Resultados e Implicaciones del Modelo.....	7
1.2.2. Paradigma de demanda efectiva.....	9
1.2.2.a. Supuestos.....	9
➤ El Proceso de Toma de Decisiones	
➤ El Papel del Dinero y la Tasa de Interés	
1.2.2.b. Los Determinantes de la Inversión en una Economía Monetaria.....	10
➤ Ganancias y Eficacia Marginal de Capital	
➤ Precios de Oferta y Demanda	
➤ Tasa de Interés	
1.2.2.c. Resultados e Implicaciones .....	13
1.3. Determinantes de la Inversión en una Economía Monetaria en el Planteamiento de Kalecki.....	15
1.4. El financiamiento de la Inversión en las Dos Visiones Contrarias: crítica a la teoría ortodoxa.....	18
1.4.1. El Concepto de Financiamiento.....	18
1.4.1.a. El Ahorro como Precondición de la Inversión.....	18
1.4.1.b. El Financiamiento como Precondición de la Inversión.....	19
➤ La Relación entre el Ahorro y la Inversión en Keynes	
1.4.2. La Inversión Crea Ahorro.....	21
1.5. El Papel del Financiamiento.....	23
1.5.1. El Financiamiento de Corto Plazo como Determinante de la Inversión.....	23
1.5.2. El Financiamiento de Largo Plazo como Estabilizador de la Inversión y el Crecimiento (el Problema del Fondo).....	24
1.6. Las Instituciones del Financiamiento.....	26
1.6.1. Mercado Bancario.....	26
1.6.1.a. Las Visiones Tradicional y Poskeynesiana de la Actividad Bancaria.....	26
1.6.1.b. El Proceso de Creación de Financiamiento: El Multiplicador Bancario.....	27
1.6.2. Mercado de Capitales.....	29
1.7. Conclusiones.....	30

<b>II. Otros Estudios Realizados Acerca del Financiamiento de las Grandes Empresas.</b>	
2.1. Fondos Externos.....	32
2.2. Fondos Internos.....	40
2.3. Otros Mecanismos de Financiamiento.....	45
<b>III. Caracterización del Sistema Económico Mexicano en el Período.</b>	
3.1. Condiciones Macroeconómicas.....	48
3.2. Transformaciones Institucionales del Sistema Financiero Mexicano entre 1988 y 1998.....	60
3.2.1. Desregulación Financiera.....	61
3.2.1.a. Liberalización de la tasa de interés.....	62
3.2.1.b. El encaje legal.....	63
3.2.1.c. El tipo de cambio.....	64
3.3. Reprivatización de la Banca.....	65
3.4. Apertura del Mercado de Capitales.....	68
3.5. Autonomía del Banco de México.....	69
3.6. Liberalización Comercial y Privatización.....	70
3.7. Conclusiones.....	72
3.8. Anexo Estadístico.....	74
<b>IV. Análisis Empírico de las Empresas Bursátiles.</b>	
Introducción.....	76
4.1. Caracterización de las Empresas Bursátiles en México.....	78
4.1.1. Definición de la Muestra.....	78
4.1.2. Comparación de la Muestra con el Total de la B.M.V.....	80
4.1.3. Participación de las Empresas Bursátiles por Sector de Actividad.....	81
4.1.4. Comportamiento en Ventas y Orientación Mercantil.....	82
4.2. El Financiamiento de las Empresas Bursátiles en México.....	89
4.2.1. Recursos Totales.....	90
4.2.1.a. Financiamiento Interno: Reinversión de Utilidades.....	92
4.2.1.b. Deuda.....	93
4.2.1.c. Emisión de Capital.....	94
4.2.1.d. Síntesis de Resultados.....	97
4.2.2. Apalancamiento.....	97
4.3. Estructura de los Pasivos de Corto y Largo Plazo de las Empresas Bursátiles.....	100
4.3.1. Estructura de Pasivos de Corto Plazo.....	100
4.3.1.a. Financiamiento de Proveedores.....	101
4.3.1.b. Créditos Bancarios.....	102
4.3.1.c. Créditos Bursátiles.....	104

4.3.1.d. Otros Créditos .....	105
4.3.2.e. Síntesis de Resultados.....	106
<b>4.3.2. La Estructura del Financiamiento de Largo Plazo.....</b>	<b>107</b>
4.3.2.a. Créditos Bancarios.....	108
4.3.2.b. Créditos Bursátiles.....	109
4.3.2.c. Otros Créditos.....	110
4.3.2.d. Síntesis de Resultados .....	112
4.3.3. Pasivos de Corto Plazo en Moneda Extranjera y en Moneda Nacional.....	113
4.3.4. Pasivos de Largo Plazo en Moneda Extranjera y en Moneda Nacional.....	115
4.4. Conclusiones.....	117
<b>V. Conclusiones Generales.....</b>	<b>121</b>
<b>Anexos</b>	
<b>Anexo 1.....</b>	<b>128</b>
<b>Anexo 2.....</b>	<b>134</b>
<b>Anexo 3.....</b>	<b>138</b>
<b>Bibliografía.....</b>	<b>141</b>



**Índice de Gráficos****Página**

Gráfico I.1. Proceso de Crecimiento Económico.....	22
Gráfico I.2. Proceso del Fondo.....	22
Gráfico III.1. Tasa de Crecimiento Anual del PIB 1988-1999.....	49
Gráfico III.2. México. Ahorro Interno y Externo 1989-1999.....	52
Gráfico III.3. México, Tasas de Interés e Inflación 1988-1999.....	53
Gráfico III.4. Estados Unidos, Tasa de Interés 1988-1998.....	54
Gráfico III.5. México, Tipo de Cambio 1988-1999.....	55
Gráfico III.6. México, Relación M4/PIB, 1988-1999.....	56
Gráfico III.7. México, Agregados Monetarios Seleccionados, 1988-1999.....	58
Gráfico III.8. Mexico, IPC 1990-1999.....	59
Gráfico IV.1.a. Ventas Extranjeras por Sector Económico 1992 - 1999.....	82
Gráfico IV.1.b. Ventas Extranjeras por Sector Económico 1992 - 1999.....	83
Gráfico IV.2.a. Ventas Nacionales por Sector Económico 1992 - 1999.....	84
Gráfico IV.2.b. Ventas Nacionales por Sector Económico 1992 - 1999.....	84
Gráfico IV.3.a. Ventas Nacionales Ventas Netas Totales 1992 - 1999.....	85
Gráfico IV.3.b. Ventas Extranjeras Ventas Netas Totales 1992 - 1999.....	86
Gráfico IV.4. Evolución del Activo Total de la Muestra 1992-1999.....	90
Gráfico IV.5.a. Apalancamiento 1992-1999.....	98
Gráfico IV.5.b. Apalancamiento 1992-1999.....	99

**Anexo 2**

Gráfico 1a Evolución de la Participación de los Créditos de Proveedores en el Pasivo de Corto Plazo.....	134
Gráfico 1b Evolución de la Participación de los Créditos de Proveedores en el Pasivo de Corto Plazo.....	134
Gráfico 2a Evolución de la Participación de los Créditos Bancarios en el Pasivo de Corto Plazo.....	135
Gráfico 2b Evolución de la Participación de los Créditos Bancarios en el Pasivo de Corto Plazo.....	135
Gráfico 3a Evolución de la Participación de los Créditos Bursátiles en el Pasivo de Corto Plazo.....	136
Gráfico 3b Evolución de la Participación de los Créditos Bursátiles en el Pasivo de Corto Plazo.....	136
Gráfico 4a Evolución de la Participación de Otros Créditos en el Pasivo de Corto Plazo.....	137
Gráfico 4b Evolución de la Participación de Otros Créditos en el Pasivo de Corto Plazo.....	137

### **Anexo 3**

<b>Gráfico 1a</b>	<b>Evolución de la Participación de los Créditos Bancarios en el Pasivo de Largo Plazo.</b>	<b>138</b>
<b>Gráfico 1b</b>	<b>Evolución de la Participación de los Créditos Bancarios en el Pasivo de Largo Plazo.</b>	<b>138</b>
<b>Gráfico 2a</b>	<b>Evolución de la Participación de los Créditos Bursátiles en el Pasivo de Largo Plazo.</b>	<b>139</b>
<b>Gráfico 2b</b>	<b>Evolución de la Participación de los Créditos Bursátiles en el Pasivo de Largo Plazo.</b>	<b>139</b>
<b>Gráfico 3a</b>	<b>Evolución de la Participación de Otros Créditos en el Pasivo de Largo Plazo.</b>	<b>140</b>
<b>Gráfico 3a</b>	<b>Evolución de la Participación de Otros Créditos en el Pasivo de Largo Plazo.</b>	<b>140</b>

**Índice de Cuadros****Página**

Cuadro III.1. México: Deuda Pública y Privada Externas 1988-1999.....	57
Anexo Estadístico.....	74
Cuadro 1. Indicadores Macroeconómicos Diversos 1988-1999.....	74
Cuadro 2. Tasas de Interés, Inflación y Tipo de cambio 1988-1999.....	75
Cuadro IV.1. Muestra de Empresas: Indicadores Financieros Seleccionados 1992-1999.....	80
Cuadro IV.2. Muestra de Empresas: Clasificación por Sector de Actividad.....	81
Cuadro IV.3. Recursos Totales.....	91
Cuadro IV.4. Reinversión de Utilidades/Activo Total 1992-1999.....	92
Cuadro IV.5. Razón de Deuda/Activo Total 1992-1999.....	93
Cuadro IV.6. Número de Emisiones (primarias y secundarias) en la BMV. 1990-1999.....	95
Cuadro IV.7. Emisión de Capital/Activo Total 1993-1999.....	95
Cuadro IV.8 Muestra de Empresas: Participación de las Fuentes de Financiamiento en el Activo Total 1992-1999.....	97
Cuadro IV.9. Muestra de Empresas: Participación de Créditos de Proveedores, Bancarios, Bursátiles y Otros Créditos en el Pasivo Total de Corto Plazo 1992-1999.....	101
Cuadro IV.10. (Síntesis de Resultados) Participación de los Créditos de Proveedores, Bancarios, Bursátiles y Otros Créditos en el Pasivo Total de Corto Plazo 1992-1999.....	106
Cuadro IV.11. Muestra de Empresas: Participación de Créditos Bancarios, Bursátiles y Otros Créditos en el Pasivo Total de Largo Plazo 1992-1999.....	107
Cuadro IV.12. (Síntesis de Resultados) Participación de Créditos Bancarios, Bursátiles y Otros Créditos en el Pasivo Total de Largo Plazo 1992-1999.....	112
Cuadro IV.13. Muestra de Empresas: Estructura del Pasivo de Corto Plazo según Moneda Nacional y Extranjera 1992-999.....	113
Cuadro IV.14. Muestra de Empresas: Estructura del Pasivo de Largo Plazo según Moneda Nacional y Extranjera 1992-1999.....	115
<b>Anexo I</b>	
Cuadro IA. Ventas Extranjeras/Ventas Netas.....	129
Cuadro 2A Razón de Deuda (Deuda total sobre Activos Totales).....	130
Cuadro 3A Muestra de Emisoras con Títulos de Deuda en el Exterior 1992-1999.....	130
Cuadro 4A Emisión Accionaria de las Empresas de la Muestra en el Extranjero.....	131
Cuadro 5A Emisoras con Valores Inscritos en la Sección Especial del RNV.....	132

## Introducción

El objeto de estudio del presente trabajo es analizar la estructura y evolución del financiamiento de las empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores (de aquí en adelante empresas bursátiles). El estudio de éstas adquiere interés ya que, por sus características, se encuentran en mejores posibilidades de allegarse de los recursos que ofrecen los sistemas financieros, debido a que, entre otras cosas, cuentan con importantes niveles de capital, disponen de grandes colaterales para garantizar sus deudas y generan mayores flujos de efectivo. Asimismo, debido a su magnitud, ejercen un mayor impacto sobre el conjunto de la economía, pues por su tamaño, en muchos casos se constituyen como líderes en sus respectivos ramos productivos.

Se eligió el periodo 1992 a 1999 debido a la particularidad del mismo, ya que en éste se empiezan a dinamizar fuentes de financiamiento alternativas como el mercado de capitales y el mercado de dinero (emisión de bonos). Empero, debe advertirse que los mercados en América Latina, particularmente el mexicano, pese a las medidas de desregulación y internacionalización del sistema financiero, continúan siendo considerados como mercados emergentes debido a que no se han constituido como mercados robustos, donde concurren muchos oferentes y demandantes, conformándose un sistema financiero delgado, caracterizado por su debilidad y estructura basada en el mercado de créditos. Por otra parte, la disponibilidad de información para las empresas al interior del periodo fue determinante para el presente análisis.

El análisis planteado tiene implicaciones sobre la controversia existente en torno a la generación del financiamiento. A este respecto, existen en la teoría dos posturas divergentes. La primera, conocida como *ahorro previo*, argumenta que el financiamiento depende de los ahorros generados con anterioridad, por lo cual el papel de las entidades financieras se limita a la recolección del ahorro proveniente de los agentes superavitarios, para canalizarlo a los agentes deficitarios.

La segunda postura afirma que la inversión genera su propio ahorro, por lo cual las entidades financieras tienen una doble función. En primer lugar, generar liquidez a través de la emisión de créditos bancarios, a fin de brindar recursos para la realización de

proyectos de inversión. En segundo lugar, deben recolectar el ahorro producido por la inversión, mediante la emisión de créditos de largo plazo, estableciéndose la función de fondeo.

Debido a que sus concepciones y fundamentos son divergentes, sus conclusiones de política económica también lo son. La teoría ortodoxa ha desarrollado modelos y políticas que afirman la necesidad de contar con ahorro externo para financiar economías en etapas tempranas de desarrollo, formulando también modelos que buscan incrementar el ahorro interno para lograr un crecimiento sostenido. En cambio, para la visión de demanda efectiva, la preocupación central se ubica en el papel de los intermediarios financieros, particularmente de los bancos y su función de creación de liquidez de corto plazo, así como de los mercados de capitales y su función de fondeo de la inversión.

De manera característica, se observa que en los países en desarrollo, en la etapa en la que el sistema financiero se encontraba organizado para financiar la inversión de obra pública, no se desarrollaron mecanismos de fondeo para la inversión privada, tornándose difícil el alargamiento en los plazos de los créditos. No obstante el impulso para el desarrollo del sistema financiero no bancario, debido a su estrechez, tampoco pudo asumir la función de fondeo por lo cual las grandes empresas no tuvieron alicientes para recurrir en mayor medida a este tipo de financiamiento.

Dado lo anterior, el presente trabajo plantea dos hipótesis. En primer lugar, que en México, dentro de un contexto de desregulación y alta liquidez internacional, las empresas bursátiles, a pesar de contar con las mayores posibilidades de financiamiento externo, ya sea a través del mercado de deuda o de capitales, no utilizan plenamente los recursos ofertados por el sistema financiero nacional e internacional, manteniendo una predominancia al uso de utilidades retenidas para financiar su crecimiento.

En segundo lugar, se planteó que las empresas bursátiles mexicanas se apalancan en mayor medida en el exterior debido al menor costo que ello implicó, relegando a un segundo término la contratación de deuda a través del sistema financiero nacional, generando

también un problema de vulnerabilidad cambiaria para las empresas y la economía en general.

A fin de sustentar nuestros planteamientos, se procedió a analizar los estados financieros de una muestra representativa de empresas cuyos valores cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores, encontrándose resultados que permiten inferir conclusiones respecto a la funcionalidad del sistema financiero nacional en materia del financiamiento de la inversión.

Con base en el objetivo de estudio señalado anteriormente, el trabajo se dividió en cinco capítulos. En el primero se realiza una revisión teórica en torno al financiamiento y a la inversión como variables fundamentales para explicar el crecimiento económico. Para ello, se analizó la visión ortodoxa (la cual aglomera las visiones de los clásicos prekeynesianos, síntesis keynesiana y monetaristas, entre otros); y la teoría de demanda efectiva.

Con la finalidad de contar con un parámetro de comparación, en el capítulo II se realizó una revisión de los trabajos publicados que consideramos relevantes por su contribución a la explicación del financiamiento de las grandes empresas.

En el capítulo III nos aproximamos al propósito particular de analizar las empresas bursátiles, para lo cual se estudiaron los cambios macroeconómicos ocurridos con la finalidad de conocer el entorno sobre el cual desarrollaron su actividad productiva.

En el capítulo IV se presenta el trabajo empírico en torno al financiamiento de las empresas bursátiles. Para ello, el capítulo se subdividió en dos apartados. En el primero se conformó una muestra representativa de empresas, con base en la cual se caracterizó su actividad económica, comportamiento en ventas y orientación mercantil. En el segundo apartado, se estudió a profundidad el financiamiento de nuestro objeto de estudio, partiendo del análisis de los recursos totales, para posteriormente estudiar la composición del pasivo de corto y largo plazo, así como su procedencia según moneda nacional o extranjera. Finalmente, en el capítulo V se recogen las conclusiones generales del trabajo.

## **CAPÍTULO I.- ANÁLISIS TEÓRICO**

### **1.1. La Inversión y sus Determinantes: enfoque macroeconómico**

El propósito de este capítulo, es exponer la importancia de la inversión, así como de su financiamiento en el proceso de crecimiento de una economía. Para ello, dividiremos el capítulo en cinco apartados. En primera instancia se analizará el concepto de inversión con la finalidad de precisarlo, para después exponer las dos grandes visiones teóricas que explican su comportamiento y financiamiento, analizando los resultados e implicaciones de los supuestos que sustentan tales paradigmas. En segundo lugar se hará una revisión del financiamiento de la inversión a la luz de ambas teorías, discerniendo entre la importancia del ahorro, los mecanismos de financiamiento y los correspondientes al fondeo, para explicar el funcionamiento de las instituciones financieras en una economía monetaria.

#### **1.1.1. El Concepto de Inversión**

La inversión, el más volátil de los componentes de la demanda agregada adquiere estrecha vinculación al patrón de comportamiento de una economía y por ende su estudio se incluye dentro de la teoría del crecimiento. En su sentido más puro la variable se relaciona con la ampliación de la capacidad productiva, donde se emplean recursos con la finalidad de incrementar la producción futura, de esta forma, en un primer acercamiento, la inversión fija se le relaciona a la compra de bienes de capital.

Para los propósitos del presente trabajo, el concepto de inversión que desarrollamos no es aquél que se relaciona a la compra de instrumentos financieros como acciones o bonos, las cuales en realidad son una transferencia de propiedad de activos (inversión financiera), sino aquél relativo a la inversión real. De esta forma, se puede definir la inversión en un sentido agregado como aquella parte del Producto Interno Bruto destinada a reponer y acrecentar el acervo de capital de una economía.

La inversión tiene dos componentes básicos, el primero, mencionado anteriormente, se vincula a la compra de bienes de capital que servirán para acrecentar el acervo fijo o medios de producción, que a su vez generarán nuevos bienes y servicios; usualmente, al

gasto en bienes de producción se le denomina inversión fija neta. La segunda, referida a aquella parte del producto destinada a reponer la parte del acervo de capital que sufre desgaste como resultado natural del proceso de producción, se le denomina inversión de reposición, y equivale al gasto en depreciación que deben afrontar las empresas para no perder capacidad productiva.

Agregando estos dos componentes encontramos la inversión bruta interna (IB), que representa el gasto total en inversión; de aquí se puede diferenciar la inversión fija neta (IN), aquella que acrecienta el acervo de capital, y que surge de restarle a la inversión bruta el monto destinado a cubrir la depreciación (D). La inversión neta interna, suponiendo una economía abierta, se compone por la inversión neta de los nacionales (INn), más la inversión de los extranjeros (INe):

$$(1) IB = (INn + INe) + D$$

$$(2) IN = IB - D$$

### 1.1.2. Importancia de la Inversión

Para que una economía registre crecimiento, el monto de inversión destinado a reemplazar el acervo de capital debe ser superior al desgaste que los medios de producción sufren; con mayor claridad, la inversión neta debe ser positiva. Si se espera que el crecimiento sea sostenido en el tiempo, entonces la tasa de crecimiento de la inversión neta debe ser para cada periodo  $t$ , mayor a la tasa de consumo productivo y desgaste de los medios de producción:

$$(1) \Delta IN_t > \Delta D_t$$

En un primer acercamiento, la importancia de la inversión recae en la formación de nuevos productos que habrán de satisfacer las necesidades materiales de los agentes económicos, o bien, el generar condiciones para la prestación de servicios. Lo anterior no implica que el sistema capitalista produzca para la satisfacción de necesidades, por el contrario lo hace persiguiendo utilidad o ganancia; por ello el nivel de inversión y crecimiento no están determinados por la capacidad productiva de una economía, sino por la posibilidad efectiva de venta del producto, noción mejor conocida como demanda efectiva. Empero, el



resultado de la inversión, sea cual sea su motivación, se objetiva en bienes y servicios que habrán de satisfacer necesidades de muy diversa índole.

El impacto de un gasto en inversión es directo sobre la demanda de bienes, servicios y empleo de las distintas ramas productivas, su nivel determina en gran medida el comportamiento presente y futuro de la economía, es pues el motor de la acumulación y el crecimiento por su amplia incidencia en la demanda agregada, y en ulteriores etapas se presenta como una precondition al desarrollo.

### 1.2. Teorías que Explican la Inversión

Debido al impacto que tiene la inversión sobre el nivel de crecimiento económico y el empleo, ésta ha sido objeto de estudio desde diversas perspectivas teóricas. La explicación del comportamiento de la inversión, ha llevado a múltiples economistas a indagar en de los determinantes de la inversión poniendo particular énfasis en sus formas de financiamiento.

Las teorías de la inversión, *grosso modo* pueden ser agrupadas —excluyendo el pensamiento marxista— en dos grandes visiones que se diferencian por sustentarse en supuestos opuestos sobre la forma en cómo opera la economía. Así, tenemos dos vertientes. La primera, a la que denominaremos ortodoxa, aglomera las visiones de los clásicos prekeynesianos, síntesis keynesiana, monetaristas, etcétera. La segunda, que deriva de la formulación teórica del concepto de demanda efectiva, comprende la visión de Keynes, Kalecki, Kaldor, Steindl y, en general los postkeynesianos.

Examinaremos el papel de la inversión bajo las dos visiones.

## 1.2.1. Paradigma Ortodoxo

### 1.2.1.a. El Modelo: supuestos

Para brindar la explicación referente al paradigma ortodoxo, se presenta a continuación un modelo construido por R. Barro (1984), el cual descansa sobre los siguientes supuestos:

- Los agentes son homogéneos y por sí solos no tienen capacidad de afectar los precios que resultan de la interacción de las fuerzas de mercado, los agentes toman sus decisiones bajo la base de la maximización de sus utilidades.
- Existe equilibrio de pleno empleo debido a que la determinación del producto se realiza en el mercado de trabajo.
- Toda oferta crea su propia demanda de manera que toda oferta y demanda se encuentra satisfecha mediante la determinación de un precio único de equilibrio.
- La información es completa para todos los participantes del mercado, quienes tienen libre entrada y salida del mercado.

En este modelo, la decisión de inversión aparece como una disyuntiva entre realizar un gasto en bienes de capital o de producción, y realizar un gasto en la compra de bonos. Dada la racionalidad de los agentes, éstos invertirán en aquella opción que les reditue un mayor beneficio.

Si consideramos que existe un solo bien de capital, medido en unidades físicas, tendremos que  $n_t$  es la cantidad de trabajo,  $K_{t+1}$  es la cantidad de capital que tiene el capitalista al final del periodo  $t+1$ , y que será utilizado en el periodo  $t$ . La función de producción se denota como sigue:

$$Y_t = f(K_{t+1}, n_t)$$

De aquí se deriva la llamada productividad marginal del trabajo (PMK), que es la variación de la producción ( $y_t$ ) generada por el aumento de una unidad en el capital  $k_{t+1}$ , al tiempo que la cantidad de trabajo  $n_t$  permanece invariable.

Ahora bien, debido a que los bienes de capital sufren desgaste y pérdida de valor –se deprecian– por el efecto mismo de su uso y del paso del tiempo, el modelo incorpora el elemento depreciación: la cantidad depreciada del bien de capital en el periodo  $t$  es una proporción constante de la cantidad de capital ( $K_{t+1}$ ), que se mantiene desde el periodo  $t-1$

y es utilizado en el periodo  $t$ . Si  $(d_t)$  representa la cantidad de depreciación en unidades de bienes, tendremos:

$$(2) I_t = \delta K_{t-1}$$

Donde  $\delta$  es la tasa de depreciación por periodo, la cual es constante. La cantidad o *stock* de capital ( $k_t$ ) utilizable en el periodo  $t-1$  resulta de sumar el capital en  $t-1$  ( $K_{t-1}$ ), sumar la inversión ( $I_t$ ) y restar la depreciación ( $d_t$ ):

$$(3) K_t = K_{t-1} + I_t - \delta K_{t-1}$$

Aquí es donde el modelo expone la existencia de los dos conceptos de inversión:

- a) Inversión bruta.- que es sencillamente la cantidad comprada de bienes de capital  $I_t$ .
- b) Inversión neta.- que es la variación en la cantidad de capital  $K_{t-1}$ , la cual resulta de la sustracción de la depreciación  $d_t$  a la inversión bruta  $I_t$ ; esto es:  $(I_t - \delta K_{t-1})$

### 1.2.1.b. Determinantes de la Inversión en el Modelo Ortodoxo

Partiendo del periodo  $t$ , el incremento unitario de la inversión bruta  $I_t$ , representa un aumento en la inversión neta en una unidad  $I_t - \delta K_{t-1}$ , y por ende representa también un incremento en el *stock* de capital en una unidad  $K_t$ . Dado que para incrementar la inversión en una unidad debe adquirirse una unidad adicional de bienes de inversión al precio de mercado  $P_t$ , ese precio constituye el costo marginal del bien de inversión.

Por una parte, el incremento marginal de la inversión elevará el capital  $k_t$  en una unidad. Si se mantiene constante la cantidad de trabajo en el periodo siguiente  $t+1$ , entonces la producción de ese periodo  $y_{t+1}$  aumenta en el producto marginal de capital  $PMK_t$ . El ingreso obtenido de la venta de los bienes de capital resulta de multiplicar el precio del bien en el periodo por el producto marginal de capital:  $(P_{t+1}) \times (PMK_t)$ .

Por otra parte, si a lo anterior se le añade el concepto depreciación, tenemos: dado que los bienes son vendidos al precio  $P_{t-1}$  en el periodo  $t-1$ , el ingreso monetario proveniente de la venta del capital usado  $1 - \delta$  es igual a  $(1 - \delta)P_{t-1}$ .

De manera que el incremento marginal de la inversión tiene un costo de  $P_t$  en el periodo  $t$ , y éste a su vez genera ingresos por la cantidad  $P_{t-1}(PMK_t - 1 - \delta)$  en el siguiente periodo

t+1. El rendimiento monetario de la inversión en cuestión es dado por la diferencia entre el ingreso y el costo denotados por:  $P_{t+1}(PMK_t + 1 - \delta) - P_t$

Para obtener la tasa nominal de rendimiento, es necesario dividir la anterior diferencia entre la cantidad monetaria invertida  $P_t$ . En el mismo sentido, si introducimos la tasa inflacionaria  $\Pi$  del periodo  $t$ , obtendremos en conjunto que  $P_{t+1} = (1 + \Pi_t) P_t$ ; entonces tendremos que la tasa de rendimiento queda como sigue:

$$(5) \frac{P_{t+1}(PMK_t + 1 - \delta) - P_t}{P_t} = (1 + \Pi_t) (PMK_t + 1 - \delta) - 1$$

La importancia de lo anterior es que la decisión de inversión se llevará a cabo dependiendo de la comparación del rendimiento de la inversión con otras fuentes de rendimiento. Si la tasa de rendimiento de la inversión es mayor al tipo de interés nominal  $R_t$ , la decisión de inversión se llevará a cabo y por ende se comprarán más bienes de capital. Consecuentemente, la demanda de inversión establece una relación inversa entre la tasa de interés ( $r_t$ ) y la demanda de inversión ( $I_t^d$ ). Específicamente, desde esta perspectiva, la única forma alternativa de utilizar el capital adelantado es comprar instrumentos financieros.

Dado que el modelo supone rendimientos decrecientes<sup>1</sup>, o con mayor exactitud, dada la productividad marginal decreciente, conforme los agentes aumentan la cantidad de capital ocurre una disminución en el producto marginal del capital  $PMK_t$ . Dicha disminución reduce la tasa nominal de rendimiento de la inversión de manera que se llega al momento en el que ésta se iguala al tipo de interés nominal, y en ese punto, la inversión se detiene:

$$(6) (1 + \Pi_t) (PMK_t + 1 - \delta) - 1 = R_t$$

En cuanto a la compra de bonos se refiere, la tasa de rendimiento de éstos ( $r_t$ ) queda denotada por la sustracción de la tasa constante de depreciación  $\delta$  a la productividad marginal de capital  $PMK_t$ :

$$(7) r_t = PMK_t - \delta$$

<sup>1</sup> El argumento esgrimido es que, dado el capital, cada unidad extra de trabajo añadida al interior de la producción resultará en incrementos cada vez menores en el producto.

La racionalidad del inversionista es igualar el rendimiento denotado por el lado derecho de la ecuación (7):  $(PMK_t - \delta)$ , que constituye la tasa real de rendimiento de la inversión, con el rendimiento de los bonos  $r_t$ .

Si  $K^*$ , (capital deseado) puede ser expresado como una función decreciente del tipo de interés real y de la tasa de depreciación, tendremos:

$$(8) K^* = K^*(r_t, \delta)$$

Si ya es conocido el valor del monto de capital inicial  $K_{t-1}$ , y si se conoce el monto de inversión bruta  $i_t$ , el inversionista demanda, para lograr un capital deseado de  $K^*$ , una cantidad de bienes  $I_t^d$ , que es igual a:

$$(9) I_t^d = K^* - (1 - \delta) K_{t-1}$$

Sustituyendo (8) en (9) tendremos:

$$(10) I_t^d = K^*(r_t, \delta) - (1 - \delta) K_{t-1}$$

Simplificando:

$$(11) I_t^d = I^d(r_t, \delta, K_{t-1})$$

### 1.2.1.c. Resultados e Implicaciones del Modelo

- Los empresarios demandan bienes de inversión cuando la productividad marginal de capital iguala a la tasa de rendimiento de los activos financieros; de aquí se desprende que la relación entre la inversión y la tasa de interés sea inversa.
- El ahorro, definido como la postergación del consumo presente por uno futuro, mantiene una relación positiva con la tasa premio otorgado por la abstención de consumir; esto es, con la tasa de interés.
- El equilibrio se logra cuando la tasa de interés iguala ahorro e inversión. Existe pues un mercado de fondos prestables al que acuden dos flujos representados por los ahorradores y los inversionistas, respectivamente, y ambos se relacionan a través de la tasa de interés. La tasa de interés se determina sólo en el mercado de capital, que atrae ingresos no consumidos (ahorro) que serán reinsertados al proceso de producción para financiar la inversión. De esta forma, la existencia de ahorro previo a la decisión de inversión es un condicionante, ya que el mercado financiero es un intermediario y el

incremento en el ritmo de inversión dependerá de la cantidad de ahorro que éste pueda captar y prestar.

- Los precios relativos que resultan de la interacción de las fuerzas del mercado no tienen carácter monetario, sino de variables reales.<sup>2</sup>
- La demanda de dinero responde bajo este modelo a los motivos transacción y precaución, resultando en una demanda y velocidad del dinero estables.
- El dinero es neutral, lo que significa que no tiene afectabilidad sobre las variables reales; empero, en el modelo, la cantidad de dinero en circulación determina el nivel de precios, incluido el tipo de interés.
- La reducción del tipo de interés real  $r_t$  afecta positivamente la demanda de inversión.
- Si el tipo de interés real  $r_t$  permanece constante, un aumento en el producto marginal de capital  $PMK_t$  produce a su vez un incremento en la cantidad deseada de capital  $K_t$ , elevando la demanda por inversión.
- *Ceteris paribus*, la demanda de inversión disminuye ante un aumento en la cantidad de capital del periodo anterior  $k_{t-1}$ .
- El incremento en la tasa de depreciación produce una reducción en la cantidad deseada de capital  $K^*$ , disminuyendo así la demanda de inversión neta  $K^* - K_{t-1}$ . Sin embargo, existe cierta indeterminación sobre el efecto de una variación en la tasa de depreciación sobre la inversión bruta:

“Sin embargo, recuerdese de nuevo que la demanda de inversión bruta es igual a la cantidad  $K^* - (1 - \delta) K_{t-1}$ . Dado que el stock deseado de capital disminuye al tiempo que aumenta la depreciación, el efecto producido en la demanda de inversión bruta es ambiguo”.<sup>3</sup>

<sup>2</sup> Para una exposición de la dicotomía entre el carácter real y monetario de la economía, véase a Levy (1996).

<sup>3</sup> Barro (1984)

## 1.2.2. Paradigma de Demanda Efectiva

### 1.2.2.a. Supuestos

Debemos señalar que la formulación teórica de la inversión desde la perspectiva de la demanda efectiva obedece primordialmente al trabajo emprendido por Keynes y Kalecki. Por esta razón creemos conveniente, al igual que en el modelo anterior, exponer los supuestos sobre los cuales está construido el paradigma.

#### ➤ El Proceso de Toma de Decisiones

El proceso de toma de decisiones es un punto medular de divergencia entre las diversas teorías. Es evidente que eventos pasados y presentes tienen afectabilidad sobre las futuras decisiones económicas; las divergencias se centran en la función del tiempo pasado y la manera en que el tiempo futuro es determinado. De aquí surgen dos conceptos: riesgo e incertidumbre. El primero corresponde a un hecho cuantificable mediante el cálculo de probabilidades, el segundo, como un hecho no cuantificable. Para la visión de demanda efectiva, la probabilidad de ocurrencia de un evento no constituye la base sobre la cual un empresario realiza sus procesos de toma de decisiones. Más bien, el empresario toma decisiones en un ambiente de incertidumbre. Paul Davidson (1978)<sup>4</sup> expone dos conceptos antagónicos entre sí: *ergodicidad*, y *no ergodicidad*. El primero constituye la piedra angular de la teoría neoclásica en la toma de decisiones, y tiene como base el uso de los métodos probabilísticos. En un mundo ergódico, siguiendo el concepto de *riesgo*, los eventos pasados concretados en información (p.e. estadística) pueden describir una curva de distribución probabilística, y dicha curva puede ser extendida al futuro debido a la continuidad de la misma. En un mundo no ergódico, la existencia de información previa no provee de un sustrato firme para creer que en un futuro el estado de cosas seguirá igual. Si reconocemos que en vez de riesgo (cuantificable) existe incertidumbre (no cuantificable), entonces el futuro no es predecible. La incertidumbre rompe la suposición de una distribución probabilística continua que pueda extenderse para predecir el futuro.

---

<sup>4</sup> Véase P. Davidson, "Money and the Real World, Macmillan", Londres 1978.

### ➤ **El Papel del Dinero y la Tasa de Interés**

En la visión de la demanda efectiva, el dinero adquiere estrechas repercusiones sobre las variables reales de la economía y por ende no es neutral. Por el contrario, la visión ortodoxa considera que la tasa de interés es un precio formado por la interacción de los flujos de ahorro e inversión en una economía, por lo cual es una tasa determinada por factores reales, y cambios en la cantidad de dinero en circulación no tienen influencia sobre la tasa de interés y sólo se elevarán los precios.

Consecuentemente, la visión de demanda efectiva no supone la existencia de equilibrio con pleno empleo, y centra su atención en las condiciones de demanda en un contexto de relaciones monetarias, de incertidumbre y no neutralidad del dinero.

### **1.2.2.b. Los Determinantes de la Inversión en una Economía Monetaria.**

En esta visión, la inversión es tratada como una variable autónoma, independiente de otras variables macroeconómicas, especialmente del ahorro. Toda decisión de inversión se realiza con la finalidad de obtener un beneficio o ganancia. La aproximación de la demanda efectiva en torno a la decisión de invertir parte del análisis de la rentabilidad de la misma. Para esto, Keynes propone una medición basada en la relación entre el capital adelantado (precio de oferta) y los rendimientos provenientes del capital adelantado; a esta medición se le conoce como eficacia marginal de capital.

### ➤ **Las Ganancias y la Eficacia Marginal de Capital.**

Literalmente, Keynes la definió como "...la tasa de descuento que lograría igualar el valor presente de la serie de anualidades dada por los rendimientos esperados de los bienes de capital, en todo el tiempo que dure, a su precio de oferta, esto nos da las eficiencias marginales de determinados bienes de capital. La mayor de estas eficiencias puede ser considerada como la eficiencia marginal de capital en general."<sup>5</sup>

---

<sup>5</sup> Keynes Maynard, John, "Teoría General de la Ocupación, el Interés y el Dinero". FCE, 1936, pág. 125.



Consecuentemente, la eficacia marginal de capital es una tasa de rentabilidad productiva, y se caracteriza por estar rodeada por expectativas cuyo carácter es incierto.

Si el bien de capital tiene una duración de  $n$  años, y se tiene un flujo de rendimientos probables a través del tiempo, el concepto puede formalizarse de la siguiente manera:

$$(1) P_0 = R_1/(1+m)^1 + R_2/(1+m)^2 + R_3/(1+m)^3 + \dots + R_n/(1+m)^n$$

Donde:

$P_0$  = precio de oferta del bien de capital

$R$ : rendimientos probables

$m$ : eficacia marginal de capital

El precio de oferta del bien de capital, que es distinto al precio de mercado de dicho bien, se define como "el precio que bastaría exactamente para inducir a un fabricante a producir una unidad adicional del mismo, es decir, lo que algunos llaman costo de reposición."<sup>6</sup>

Si admitimos que todo bien de capital, al final de su vida útil tiene un valor de desecho, dicho valor debe adicionarse al flujo de rendimientos esperados que han de ser comparados al precio de oferta, así, podemos reescribir la anterior ecuación como:

$$(2) P_0 = R_1/(1+m)^1 + R_2/(1+m)^2 + R_3/(1+m)^3 + \dots + R_n/(1+m)^n + V_n/(1+m)^n$$

Donde:

$V_n$ : valor de desecho del bien de capital al final de  $n$  años.

Por otra parte, los rendimientos esperados, son aquellos flujos de ganancias brutas esperadas; constituyen un pronóstico de lo que el empresario espera recibir por efectos de su inversión. Alternativamente, como se verá a continuación, Keynes propone la utilización de los precios de oferta y demanda para explicar la racionalidad de la decisión de inversión.

### ➤ El Precio de Oferta y Demanda.

El precio de oferta, que no es sino el costo de reposición del bien de capital, depende del costo directo de los insumos reales y factoriales, y de un margen de ganancia que debe

---

<sup>6</sup> Keynes, 1936, pp. 125

cubrir las expectativas de rendimiento del inversionista, así como los costos financieros que están en función del periodo de producción.

El precio de demanda se utiliza como indicador de ganancias, que son los rendimientos futuros actualizados sobre la base de una tasa de interés (que puede variar de un periodo a otro). Para Keynes, equivale a las ganancias brutas esperadas, que igualan a la diferencia entre ingreso brutos menos costos primos o utilidades más depreciación. Nótese que a las ganancias se le añade el término "esperado", el cual está impregnado de incertidumbre; por el contrario, el tiempo de reposición de un bien de capital sí puede ser calculado con precisión. "Así, los rendimientos futuros (esperados), por ser probables, poseen fuerte dosis de incertidumbre."<sup>7</sup>

Utilizando el concepto de precio de demanda (valor actualizado de los rendimientos futuros de la inversión), se puede determinar el monto de inversión, al comparar este precio con el precio de oferta (precio de reposición del bien de capital).

#### ➤ La Tasa de Interés

Decíamos que la tasa de interés en la visión de demanda efectiva es un fenómeno estrictamente monetario, y constituye el premio por mantener el ingreso no consumido - ahorro- en forma de activos financieros. Consecuentemente, para Keynes, la tasa de interés es determinada por la oferta y demanda de dinero y es el pago por desprenderse de liquidez.

La visión de demanda efectiva considera la oferta de dinero como una variable endógena y responde a las necesidades de transacción, precaución, financiamiento y especulación.

- i) *El motivo transacción* - Dada la propensión marginal a consumir, depende del nivel de actividad económica y responde a la necesidad de solventar los intercambios dentro de la economía. Es función del ingreso efectivo.
- i) *El motivo precaución* - La racionalidad es demandar liquidez -dinero- debido a la existencia de situaciones no previsibles. De igual manera, es función del ingreso efectivo.

---

<sup>7</sup> Levy Orlik N. Op. cit. pág. 20.

- ii) *El motivo financiamiento.* - Constituye una demanda planeada de dinero que obedece a la necesidad de los agentes de obtener recursos para hacer frente a sus proyectos de inversión: se le considera como un factor planeado debido a que incrementos en la decisión de inversión significan un mayor requerimiento de medios de pago. Y si la oferta de dinero se mantiene constante, un incremento en el nivel de actividad económica trae aparejado un alza en los tipos de interés. Es por tanto, función del ingreso planificado.
- iii) *El motivo especulación.* - En un mundo incierto, las expectativas sobre el precio futuro del dinero, denotado por la tasa de interés, y su afectabilidad en sentido inverso sobre el precio de los instrumentos financieros, significan presiones sobre los tipos de interés actuales. En un entorno de incertidumbre, se espera que suba la tasa de interés y *-ceteris paribus-* se supone que bajará el precio de los activos financieros, lo cual resulta en un aumento en la preferencia por la liquidez. De manera inversa, si se espera una reducción en el tipo de interés, el precio de los bonos en el futuro aumentará, lo cual ocasiona un aumento en la demanda de activos financieros con la consiguiente reducción de la preferencia por la liquidez.

### **1.2.2.c. Resultados e Implicaciones**

- La visión de demanda efectiva parte de una concepción distinta de la economía con relación al paradigma ortodoxo, en esta visión adquiere vital importancia el desarrollo de relaciones monetarias en un ambiente de incertidumbre donde el dinero no es neutral.
- La tasa de interés no es un precio formado por la interacción de ahorro e inversión, sino por la interacción de oferta y demanda de dinero, es decir, es un fenómeno monetario.
- En esta visión, la tasa de interés es la recompensa por no atesorar, a diferencia de la visión ortodoxa que la considera como pago por no consumir. Por ende, la demanda de inversión en el sistema de demanda efectiva responde a otros factores (precios de demanda y oferta, eficiencia marginal de capital, tipo de interés).

- La inversión dependerá de la rentabilidad esperada, y en ésta influyen los rendimientos actuales y los futuros, los cuales pueden variar a lo largo del tiempo ya que éstos son inciertos.

### **1.3. Determinantes de la Inversión en una Economía Monetaria en el Planteamiento de Kalecki.**

Michael Kalecki desarrolla un modelo matemático<sup>4</sup> para explicar los determinantes de la inversión en capital fijo, partiendo de la afirmación de que el monto de capital de una empresa determina en gran medida el acceso a la misma al mercado de capitales. Sin embargo, a pesar de contar con la posibilidad de acceso a dicho mercado, muchas empresas no recurren al potencial pleno del mercado de valores debido a un concepto que Kalecki denomina "riesgo creciente", el cual es originado por la emisión accionaria. Esto es, dada la cuantía de capital de la empresa, el riesgo aumenta a medida que es mayor la cantidad invertida. La explicación sigue la siguiente lógica: a mayor inversión con relación al capital, mayor es la reducción de los ingresos del empresario en caso que el rumbo del negocio no resulte favorable; es decir, si el rendimiento generado por la empresa es cero, entonces si ha invertido una parte de la empresa y el resto ha sido fraccionado por medio de la emisión accionaria, entonces obtendrá cierto rendimiento neto sobre su capital. En cambio, en caso de haber pedido prestado, entonces sufrirá una pérdida neta.

De esta forma, la magnitud de una empresa queda circunscrita por el monto de capital de la misma, tanto por la determinación que tiene éste sobre la posibilidad de acceder a mercados de préstamos como por su efecto en el grado de riesgo.

A partir del anterior planteamiento, Kalecki deriva la siguiente afirmación: La capacidad de ampliación de una empresa está en función de la acumulación de capital derivada de las ganancias corrientes. Esto es, del monto acumulado que la empresa puede reinvertir, el cual proviene de los flujos de caja de periodos sucesivos en el tiempo. La reinversión de utilidades permite evadir la dificultad intrínseca (en forma de riesgo) que conlleva la participación en el mercado de valores. Para Kalecki, existe entonces una jerarquía en el orden de elección de las fuentes de financiamiento. A pesar de contar con el capital suficiente para obtener el ingreso al mercado de capitales, se preferirá el financiamiento interno por las razones antes descritas.

---

<sup>4</sup> Michael Kalecki, "Teoría de la Dinámica Económica" FCE, 1984, p. 96-109.

Entonces, una decisión de inversión bajo su planteamiento obedece en primer lugar a la acumulación interna de capital, que no es otra cosa que el ahorro bruto de las empresas, el cual está compuesto por la depreciación y las utilidades no distribuidas. En segundo lugar el aumento en las ganancias por unidad de tiempo tiene afectabilidad sobre la decisión de inversión ya que aquellos proyectos cuyo perfil resultaba inviable, ahora pueden parecer interesantes, extendiéndose según Kalecki los límites de los planes de inversión en el curso del período. En tercer lugar, si existe un incremento en el acervo de capital por unidad de tiempo, la decisión de invertir no será alentada; o bien, desde otra perspectiva, cuando el volumen de bienes de capital aumenta y las ganancias se mantienen constantes, ello significa una reducción en la tasa de ganancia con su consecuente reducción en la tasa de decisiones de inversión en capital fijo.

Si la tasa de decisiones de inversión se le denomina  $D_t$ , y ésta, es una función creciente del ahorro bruto empresarial (fondos internos),  $S_t$ , y de la tasa de variación de las ganancias totales  $P_t$ ; y función decreciente de la tasa de variación del acervo de capital,  $K_t$ , entonces suponiendo una relación lineal entre las variables tendremos:

$$(1) \quad D_t = aS_t + bP_t - cK_t + d$$

Si,  $D_t$  es la cantidad de decisiones de invertir en capital fijo y,  $F_t$ , la inversión en capital fijo:

$$(2) \quad F_t + \theta = D_t$$

Donde el rezago  $\theta$  es la distancia horizontal entre  $D_t$ , la curva de decisiones de inversión por unidad de tiempo, y  $F_t$ , la curva de inversión en capital fijo. Ahora, si se incluye la depreciación y realizamos las transformaciones algebraicas pertinentes, tendremos:

$$(3) \quad (K_t)_t = F_t - \underline{d}$$

Donde  $\underline{d}$  es la depreciación. Sustituyendo en (1) tenemos:

$$(4) \quad F_t + \theta = aS_t + bP_t - c(F_t - \underline{d}) + d$$

Despejando:

$$(5) \quad F_t + \theta + cF_t / 1 + c = (a/1+c)S_t + (b/1+c)P_t + (c\underline{d} + d/1+c)$$

Debido a que  $F_t + \theta + cF_t / 1 + c$  es un promedio ponderado de  $F_t + \theta$  y  $F_t$ , Kalecki lo define como un valor intermedio  $F_t + 1$ , donde 1 es un rezago inferior a  $\theta$ . Se considera que,  $c$ , es

un coeficiente de magnitud muy pequeña,<sup>9</sup> por ello,  $1$  es del mismo orden que  $\theta$ . De esta forma tendremos:

$$(6) F_{t+1} = (a/1+c)S_t + (b/1+c)P_t + (c\bar{K} + d/1+c)$$

Donde el ahorro empresarial: esto es, los fondos internos del periodo anterior y la tasa de variación de las ganancias determinan la inversión. El desincentivante efecto del incremento del acervo de capital queda reflejado en el denominador  $1+c$ .

---

<sup>9</sup> Kalecki argumenta que las fluctuaciones cíclicas del acervo de capital " $K$ " son pequeñas. Las variaciones en la tasa de ganancia que resultan de la variación de este factor son también pequeñas. De esta forma, las fluctuaciones de la inversión se deben mucho más a cambios en " $S$ " y en  $P$ , que a las variaciones de  $K$ .

## **1.4. El financiamiento en las dos visiones contrarias: crítica de la teoría ortodoxa**

### **1.4.1. El Concepto de Financiamiento**

Hasta este momento hemos expuesto dos visiones que explican los determinantes en torno a una decisión de inversión. Cada una de ellas tiene a su vez posturas distintas en torno al financiamiento. Pero antes, es menester definir a éste como aquellos recursos, internos y externos que se destinan a la compra de bienes de inversión. Para la visión ortodoxa, dichos recursos están determinados por los ahorros; en cambio, para la corriente poskeynesiana tales recursos son independientes de los recursos reales.

#### **1.4.1.a. El ahorro como precondition de la inversión.**

La teoría ortodoxa descansa en una serie de supuestos restrictivos que tienen su origen en la más antigua tradición económica: la economía clásica. La abstracción teórica de la prioridad del ahorro nace de un período histórico dominado por economías agrícolas donde aquella parte de la producción no consumida (i.e., semillas) adquiere forma de ahorro y constituye un recurso real. Si la semilla no se consumía, se ahorra; si se sembraba, ello significaba una inversión. De esta forma, la inversión del período siguiente queda determinada *a priori* por la cantidad de producción no consumida, es decir, por el ahorro en especie del período anterior. La explicación de la inversión la dará el stock acumulado de recursos en forma de ahorro (producción no consumida), el cual servirá para financiar la nueva inversión. De ahí que se considere que los ahorradores, al determinar el monto de recursos que dejan de consumir - para ahorrar -, determinan la tasa de acumulación en la economía debido a que proporcionan los recursos para financiar la inversión.

El argumento del "ahorro previo", que como dijimos tuvo su abstracción en un momento histórico previo al capitalismo, se ha mantenido a lo largo de los años, ignorando la evolución de las variables en el capitalismo. Su fruto teórico ha ido desde el desarrollar modelos que afirman la necesidad de ahorro externo para financiar economías en etapas tempranas de desarrollo hasta la creación de modelos que buscan incrementar el ahorro interno para lograr un crecimiento sostenido;<sup>10</sup> empero, estos modelos, a pesar de contener

---

<sup>10</sup> Studart, Roggero, "Investment Finance in Economic Development", 199, p. 24



diversas prescripciones sobre el financiamiento al desarrollo, mantienen en común el principio del ahorro previo.

#### 1.4.1.b. El financiamiento como precondition de la inversión

En primera instancia debemos comprender que el desarrollo del sistema financiero es de gran relevancia en la determinación de las relaciones económicas. Para Keynes, los ahorros no significaban una variable causal en la determinación del financiamiento de la inversión; más aún, dirigió su atención –no hacia los ahorradores- sino hacia los bancos. Según el propio Keynes, ellos “mantienen una posición clave en la transición de una baja actividad (económica) a una de mayor escala...”<sup>11</sup>

Lo anterior debido a que las instituciones financieras no sólo actúan como intermediarios entre agentes deficitarios y superavitarios; por el contrario, son partícipes de la distribución de tales recursos en un ambiente de incertidumbre e información incompleta que no permite en muchas circunstancias que la colocación de recursos sea acorde a los requerimientos del financiamiento al desarrollo.<sup>12</sup> Pero más aún, son capaces de incrementar en el corto plazo los medios de pago al interior de la economía (crean dinero), independientemente de la existencia de recursos reales (ahorro).

#### ➤ La Relación Entre el Ahorro y la Inversión en Keynes

En la visión poskeynesiana, las decisiones de inversión en un momento dado son independientes de la existencia de ahorro, de esta forma los determinantes de la inversión en este marco teórico son muy distintos.

Keynes señalaba la existencia de dos condiciones para llevar a cabo una decisión de inversión: En primer lugar, la existencia de suficiente financiamiento de corto plazo bajo condiciones favorables para el inversionista; y en segundo lugar, que el inversionista tenga la posibilidad de llevar sus obligaciones de corto plazo hacia un tiempo más largo, también

---

<sup>11</sup> Citado en Studart 1995, p.25

<sup>12</sup> Stiglitz y Weiss abordan esta problemática partiendo del concepto de selección adversa y riesgo moral derivados de la existencia de problemas de información, particularmente, información asimétrica.

bajo condiciones que le sean satisfactorias. Esto significa que la decisión del empresario requiere de una base estable en torno al crédito y la accesibilidad al mismo.

Existe así una gran independencia entre las decisiones de inversión con relación al ahorro; puesto de una manera más clara: las decisiones en torno a las inversiones productivas se realizan independientemente de las inversiones en cartera, que es digamos la aplicación del ahorro. En palabras de Baer:

"Así, no existe ninguna relación directa importante entre estos dos mercados que no sea la tasa de interés. No obstante, en ambos mercados cumple funciones distintas."<sup>13</sup>

Esto es, las variables que afectan la preferencia por la liquidez de los agentes son distintas de aquellas que determinan el comportamiento de la inversión.

Las decisiones de inversión de cartera (depósitos), que son el vehículo mediante el cual se difiere el consumo en el tiempo; es decir, se ahorra, dependen de:

- a) *El precio corriente de los activos financieros.* - Donde la tasa de interés será el parámetro bajo el cual se decide mantener el ahorro en forma líquida o en forma de activo financiero; la tasa de interés es pues el precio de la liquidez.
- b) *La expectativa sobre rendimientos futuros* - Donde el valor de las tasas de retorno de los depósitos en forma de activos debe ser mayor al parámetro que se fije el inversionista, pudiendo ser la inflación, el rendimiento en otros activos, etc.

---

<sup>13</sup> BAER, Mónica, "La Crisis Financiera del Estado Brasileño en los Años Ochenta: Una Revisión Teórica", en *Investigación Económica* 206, octubre-diciembre 1993, pp. 95-122.

### 1.4.2. La Inversión Crea el Ahorro

A diferencia del primer paradigma, la visión de demanda efectiva sostiene que la inversión se autofinancia. Esto significa que una vez invertida una determinada cantidad  $\Phi$ , ésta producirá una serie de flujos que en periodos posteriores servirán para financiar el gasto en inversión inicialmente emprendido. Decíamos que es en torno al financiamiento donde ambas visiones alcanzan su mayor polaridad: si afirmamos que la inversión se financia a sí misma, entonces debemos aclarar de dónde proceden los recursos iniciales y cómo es que se genera el financiamiento, que en esta perspectiva son de procedencia distinta al ahorro. Es aquí donde el papel del intermediario financiero adquiere suma relevancia: por una parte las instituciones financieras son capaces de inyectar liquidez al sistema en el corto plazo, independientemente de la existencia de recursos reales (ahorro); y por otra, deben recolectar el ahorro generado por la inversión, creando instrumentos financieros que fondeen el financiamiento inicial de corto plazo.

El proceso de creación del financiamiento decíamos se vincula estrechamente a la actividad de las instituciones financieras, tanto las bancarias como las que no lo son. En palabras de Michael Kalecki:

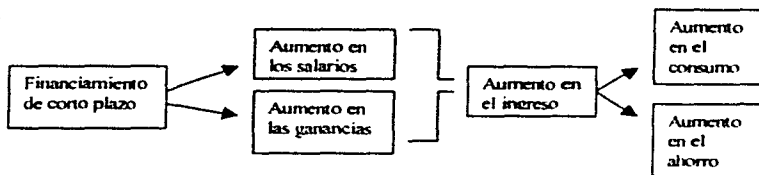
"Los capitalistas pueden (...) aumentar su inversión a pesar de que sus beneficios no han crecido (...). El financiamiento de la inversión adicional se consigue por medio de la llamada creación de poder adquisitivo. La demanda de los créditos bancarios aumenta y los bancos la satisfacen con cargo a sus reservas."<sup>14</sup>

---

<sup>14</sup> Kalecki, Michael, *Op.cit.*, p.39-40.

El proceso de crecimiento inicia de la siguiente forma:

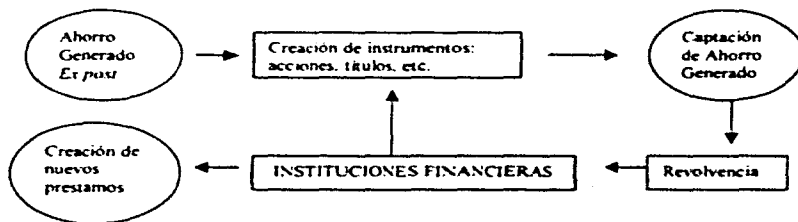
**Gráfico 1.1**  
**Proceso de Crecimiento Económico**



La inversión inicial, creada a partir del mecanismo del multiplicador bancario genera incrementos salariales y en las ganancias de los capitalistas: esto a su vez repercute en un incremento en el nivel de ingreso. Por una parte se demandó fuerza de trabajo, que al ser remunerada incrementa a su vez el consumo y el ahorro. Por otra parte, los empresarios al aumentar su inversión, aumentan sus ganancias y su nivel de ingreso se acrecienta.

La problemática proviene ahora de captar el ahorro generado *ex post*. Las instituciones financieras aquí deben crear instrumentos mediante los cuales puedan canalizar los recursos materializados en ahorro y reintegrarlos al círculo financiero con la finalidad de fondear los préstamos de corto plazo.

**Gráfico 1.2**  
**Proceso de Fondo**



## **1.5. El Papel del Financiamiento**

La disponibilidad de financiamiento tiene un gran peso sobre la decisión de inversión del empresario. Si bien éste requiere de recursos de corto plazo para la compra o reposición de bienes de capital, también requiere de mecanismos que anulen en el largo plazo sus compromisos iniciales. Hablamos pues de dos tipos de financiamiento, a decir, de corto y largo plazo, éste último denominado en la literatura económica como fondeo. En palabras de Keynes:

"el empresario, al decidir la inversión, debe satisfacer dos aspectos. Primero, obtener financiamiento de corto plazo para el periodo de gestación de la inversión; y segundo, un financiamiento de sus obligaciones de largo plazo bajo condiciones favorables. (...). En consecuencia, los términos de la oferta de financiamiento requerido por la inversión ex-ante dependen del estado existente de las preferencias por la liquidez (junto con algunos elementos de predicción de parte del empresario con relación a los términos de fondeo de dicho financiamiento cuando se requiera) en conjunto con la oferta monetaria determinada por las políticas del sistema bancario"<sup>15</sup>

### **1.5.1. El Financiamiento de Corto Plazo como Determinante de la Inversión**

Dado que la relación básica y más característica de una economía monetaria es la relación de préstamo, el financiamiento que adquiere especial importancia al determinar parte de las decisiones de inversión. Bajo la perspectiva keynesiana, el financiamiento puede definirse como aquél crédito de corto plazo que el sistema bancario ofrece para la puesta en marcha de proyectos de inversión. El financiamiento es el aspecto que incide de una manera determinante en las tasas de crecimiento de un país, vía incidencia en las tasas de inversión. En palabras de Minsky: el financiamiento marca el ritmo de la economía.<sup>16</sup>

Ahora bien, en términos agregados, el proceso de financiamiento se concibe dentro de un fondo revolvente donde los ingresos que genera la inversión en periodos subsecuentes

---

<sup>15</sup> Keynes, op.cit. pág.217

<sup>16</sup> Minsky H. "John Maynard Keynes", Columbia University Press, 1975. Citado en de Souza Braga "El Financiamiento de la Riqueza", p. 53 en *Investigación Económica* 206, octubre-diciembre de 1993, pp. 51-91.

brindan los recursos para amortizar el crédito, y así el sistema bancario puede generar nuevos financiamientos de corto plazo para otros proyectos de inversión.

### **1.5.2. El Financiamiento de Largo Plazo como Estabilizador de la Inversión y el Crecimiento (el Problema del Fondo)**

La incertidumbre está en el seno de las decisiones económicas, debido a esto, el sistema financiero ha creado mecanismos para tratar de disminuirla y darle certeza a los agentes en cuanto al futuro desarrollo de las cosas. Así, surgen los contratos como un medio de asegurar el cumplimiento de transacciones; surgen también los marcos regulatorios para darle certeza a los agentes en cuanto a la existencia de un consenso social sobre la validez de las transacciones; las instituciones como agentes garantes; etcétera. Es ante este escenario incierto que el empresario busca contratos que le permitan contar con la posibilidad de convertir sus compromisos de corto plazo en compromisos de largo plazo de una manera favorable. Decíamos que si la existencia de financiamiento de corto plazo condiciona la existencia de inversión, de igual forma la existencia de financiamiento de largo plazo condiciona la existencia de crecimiento con estabilidad.

Aparece aquí el problema del fondeo, entendiéndolo como aquella "movilización de los recursos financieros que necesitan estar a la disposición de los inversionistas productivos por un plazo más largo, y que por esta razón, preceden de la canalización de ahorro..."<sup>17</sup>

Le llamamos problema ya que si bien teóricamente el ciclo debiese cumplirse cuando el ahorro generado ex post de la decisión de inversión fuese captado por los intermediarios financieros y puesto a disposición de los inversionistas en forma de créditos de largo plazo, en realidad esto ocurre con dificultad debido a la interacción entre los elementos al interior del fondeo: el volumen de ahorro y la canalización del mismo. Lo que no debe perderse de vista es que la importancia del ahorro sobreviene en una segunda instancia, ya que éste debe restituir la liquidez bancaria, permitiendo así la creación de nuevos préstamos: "su tarea es cerrar el círculo del financiamiento y la inversión."<sup>18</sup> Así, en el proceso de fondeo

---

<sup>17</sup> Baer Op. cit. p. 98

<sup>18</sup> Levy. Op. Cit. pag. 59

**se da la anulación de créditos de corto plazo; las instituciones financieras deben entonces recolectar el ahorro generado ex-post para continuar con el ciclo de crecimiento.**

Lo agentes, debido al aumento en el ingreso producido a su vez por el incremento en la inversión de corto plazo, disponen de un cierto margen de ingreso no consumido, que pueden mantenerlo en forma líquida o prestarlo a un intermediario financiero y adquirir instrumentos financieros, bonos o acciones. Cuando esto último sucede, la empresa emisora obtiene aportaciones (o participaciones) sobre su capital que se asemejan a un crédito de largo plazo con el cual puede amortizar sus créditos de corto plazo. A su vez, la deuda de largo plazo será saldada en el tiempo por medio de los rendimientos que genere la empresa. La problemática consiste en la accesibilidad de las empresas a los mecanismos por medio de los cuales puede fondear su deuda. La entrada a un mercado de valores poco desarrollado está en función del cumplimiento de requisitos denominados de méritos (capital, historial de operación, utilidades, solvencia, liquidez, etc.) lo cual es un obstáculo al financiamiento de largo plazo para un gran número de empresas con posibilidades de crecimiento pero escaso capital o historial en el mercado.

## **1.6. Las Instituciones del Financiamiento**

Como se ha visto, en el proceso de creación de financiamiento y fondeo de la inversión, las instituciones financieras, bancarias y no bancarias, juegan un papel central. Por sus características, las primeras pueden generar capacidad de compra en el corto plazo por medio en el aumento en el nivel de liquidez (i.e., emisión de créditos bancarios); y las segundas, después del proceso de captación de ahorro gestado como consecuencia del aumento en la inversión, son capaces de generar instrumentos financieros de largo plazo, completando así el ciclo del fondeo y anulando los compromisos de corto plazo.

Existen a grandes rasgos dos tipos de sistemas financieros, a decir, aquellos basados en mercados de crédito (bancarios), y aquellos basados en los mercados de capitales.

### **1.6.1. Mercado Bancario**

Los bancos, tal como los conocemos actualmente son el resultado de un largo proceso de evolución, a lo largo del cual la posibilidad de emisión de dinero por medio de créditos le ha dado al sistema económico la capacidad de satisfacer la demanda de financiamiento de corto plazo, modificando así la función del ahorro como determinante de la inversión y colocando al mismo como estabilizador de ésta.

#### **1.6.1.a. Las Visiones Tradicional y Poskeynesiana de la Actividad Bancaria**

Tradicionalmente, la institución bancaria es vista como aquella que sirve de intermediaria entre dos flujos: aquél proveniente de los entes superavitarios que deciden posponer para el futuro el uso de su poder adquisitivo; y aquél flujo proveniente de entes deficitarios, quienes demandan recursos para realizar sus actividades económicas. Es decir, actúa como un intermediario y canalizador de recursos entre los agentes productivos. Desde esta perspectiva, el proceso de captación de ahorro adquiere suma importancia debido a que en su papel de canalizador, requerirá de recursos para generar a su vez préstamos y cerrar así el círculo de la oferta y la demanda. Así, la pauta de análisis se encamina a determinar la eficiencia y optimalidad bajo la cual se realiza tal actividad (i.e., colocación de recursos entre los proyectos de inversión que compiten por los mismos), hacia el encontrar



distorsionantes a la estructura del mercado, ya que la libre competencia aseguraría que el ahorro se distribuyese entre los proyectos de inversión con máxima eficiencia.

Empero, la visión tradicional de la actividad bancaria no alcanza a describir el aspecto fundamental del negocio bancario, y es aquí donde la visión poskeynesiana adquiere un matiz característico en torno a la actividad bancaria. En primera instancia, es necesario entender que los bancos, si bien actúan como intermediarios entre ahorradores e inversionistas, tienen la capacidad única de crear dinero a partir de la captación, emitiendo préstamos por encima de sus depósitos. Lo que es necesario resaltar es que esta capacidad debe darse de forma tal que se minimice la fragilidad financiera. Entonces, si el banco, por medio de un multiplicador puede prestar recursos por un monto mayor al de sus depósitos se requiere entender cómo es que funciona dicho multiplicador.

#### 1.6.1.b. El Proceso de Creación de Financiamiento: El Multiplicador Bancario

El siguiente modelo Huerta de Soto (1998) nos servirá para comprender el proceso de expansión crediticia en un solo banco aislado. Debe entenderse que debido a su simplicidad, el presente modelo no incluye la relación existente entre el banco y la banca central.

Tenemos que

$a$ : es el monto dinerario depositado en el banco por los ahorradores.

$b$ : es el monto dinerario o de reservas representativas de los préstamos que otorga el banco.

$x$ : es el coeficiente de expansión crediticia dado el monto  $a$  depositado.

$c$ : es el coeficiente de caja que el banco está obligado a reservar para hacer frente a sus obligaciones.

$k$ : es la proporción de préstamos concedidos por el banco, pero que sin embargo no ha sido dispuesta por los prestatarios.

La primera ecuación es:

$$(1) \quad b = (1 - k)x$$

Las reservas que salen del banco  $b$  son iguales a los préstamos que otorga, multiplicado por el porcentaje que es dispuesto por los prestatarios. Del mismo modo, el monto dinerario  $b$

que del banco sale es igual a la cantidad depositada en éste  $a$  menos las reservas que debe mantener, iguales a  $ca$ ; a esto le sumamos  $ckx$  que representa la parte de los préstamos no dispuestos por los prestatarios. De esta forma tendríamos la segunda ecuación:

$$(2) \quad b = a - (ca + ckx)$$

Sustituyendo (2) en (1):

$$(3) \quad (1 - k)x = a - (ca + ckx)$$

Resolviendo para  $x$ :

$$\begin{aligned}(1 - k)x &= a - ca - ckx \\ (1 - k)x + ckx &= a - ca \\ x(1 - k + ck) &= a(1 - c)\end{aligned}$$

Tenemos:

$$(4) \quad x = a(1 - c) / (1 - k(1 + c))$$

$x$  será mayor cuanto menor sea el coeficiente de caja  $c$  y el porcentaje de préstamos que no han sido dispuestos  $k$  sea más grande.

Por ello, la capacidad del banco de crear créditos está dada por el coeficiente de reservas con respecto a los depósitos que le aseguran solvencia. Por otro lado, si la expansión crediticia excede al crecimiento de la producción, entonces ello (en una economía cerrada) provocaría un alza en los precios de los bienes (que se han hecho escasos en comparación a los medios de pago), pudiendo así cambiar la tasa de retiro a que están sujetos los depósitos en el banco (por un aumento en la demanda de dinero), de manera que la estabilidad de precios se presenta como otra limitante básica a la expansión del dinero bancario.<sup>19</sup>

Concluimos pues que una sola institución financiera, en este caso un banco aislado, puede generar recursos por medio de un multiplicador a partir de una cantidad de depósitos inferior. Más que ser un intermediario entre ahorro e inversión, los bancos son capaces de crear (por medio del financiamiento) los recursos que permitirán la puesta en marcha de proyectos de inversión de corto plazo.

<sup>19</sup> Para una revisión de la historia de la banca, véase Mántey, "Lecciones de Economía Monetaria", UNAM 1997.16

Los mercados dominados por la actividad bancaria, se caracterizan por un alto grado de dependencia empresarial a los préstamos bancarios, poca accesibilidad al mercado de capital por la existencia de barreras a la entrada (i.e., requerimientos de capital, altos costos de emisión, etc.) y por ende por una fragilidad financiera constante cuyo origen deviene de la imposibilidad de fondear los compromisos de corto plazo.

Bajo esta estructura, la preferencia por la liquidez de los bancos determinará la cuantía de préstamos que están dispuestos a otorgar; ahora bien, si un sistema financiero con estas características no logra desarrollar los mecanismos necesarios para fondear la inversión, entonces la preferencia por la liquidez de los bancos será mayor y habrá continuos racionamientos crediticios; si por alguna razón los bancos acceden a incrementar la cantidad de créditos (i.e., cumplimiento de expectativas), entonces la economía tenderá a hacerse más vulnerable.

### 1.6.2. Mercado de Capitales

Si por una parte las instituciones bancarias se caracterizan por su cualidad de generar recursos de corto plazo de la manera antes descrita, existe un mercado en el que los valores son la mayor fuente de financiamiento de largo plazo, es decir, de fondeo. Se caracteriza por la existencia de una amplia gama de instrumentos financieros<sup>20</sup>, instituciones<sup>21</sup> y agentes especializados<sup>22</sup> que ofrecen servicios que van desde la asesoría en materia de valores, hasta la colocación, compra y venta de los mismos.

La diferencia más grande entre ésta y la anterior estructura de mercado es la existencia de mecanismos de fondeo; es decir, las condiciones institucionales existentes permiten que la inversión pueda ser financiada y estabilizada. Por ende, esta estructura es capaz de sostener periodos de crecimiento más largos debido a que cuenta con instancias que permiten la emisión de valores de empresas, con lo cual de manera dinámica es posible ir anulando los créditos de corto plazo, sustituyéndolos por compromisos de largo plazo.

---

<sup>20</sup> Como acciones, obligaciones, bonos, certificados de participación, etc.

<sup>21</sup> Como bolsas de valores, casas de bolsa, sociedades de inversión, etc.

<sup>22</sup> Como especialistas bursátiles, colocadores, agentes de transferencia y asesores de inversión, etc.

Los mercados de capitales se componen de dos segmentos, el primero es el denominado mercado primario, y es aquél al cual acuden las empresas con posibilidad de hacerlo a colocar valores nunca antes emitidos. Es ahí donde se intercambian valores por ahorro. Una vez realizada la colocación primaria de títulos, éstos ingresan al segundo segmento, al círculo del mercado secundario, en donde pueden ser revendidos, siendo sus precios determinados por la oferta y demanda de valores individuales, es aquí donde los inversionistas tienen la posibilidad de volver líquida su inversión. Ambos segmentos deben operar de manera uniforme, de manera que se complementen entre sí; esto es, si en el mercado debe darse la canalización de ahorro hacia inversión productiva, entonces las ofertas primarias de valores deben garantizar un cierto grado de bursatilidad en el mercado secundario, de manera que asegure contar con una formación de precios que dé certidumbre y permita la entrada y salida de los agentes participantes, brindando la liquidez necesaria que requiere todo mercado.

### 1.7. Conclusiones

A lo largo del capítulo se mostró que las dos teorías predominantes para la explicación de la inversión y el financiamiento, la ortodoxa y la de demanda efectiva, parten de concepciones diferentes, e inclusive opuestas en torno a la realidad económica. El elemento de la incertidumbre, introducido por los teóricos de la demanda efectiva, así como su efecto sobre las funciones del dinero distinguen sus planteamientos de los expuestos por los ortodoxos. Empero, éstos últimos han desarrollado, desde la vertiente de las expectativas racionales, un nuevo paradigma que trata de incorporar la incertidumbre al análisis empírico, manteniendo la discusión abierta a este respecto. Como afirma Begg, "No obstante, puesto que no podemos decir que la previsión perfecta sea una descripción literal del mundo incierto en que vivimos, es importante formular modelos más generales donde se puedan dirigir los efectos adicionales de la incertidumbre"<sup>23</sup>

La existencia de relaciones monetarias tiene particular importancia sobre las condiciones de estabilidad económica, donde el buen funcionamiento de las instituciones financieras adquiere un papel clave en la consecución del crecimiento con estabilidad. Particularmente,

<sup>23</sup> Begg, David. La revolución de las expectativas racionales en la macroeconomía". FCE, p. 33, 1989.

bajo la teoría de demanda efectiva, se sostiene que las instituciones bancarias, más que ser meras intermediarias, de la manera como señalan los ortodoxos, son capaces de generar financiamiento con independencia del ahorro. Asimismo, para generar la estabilidad financiera, se requiere la existencia de estructuras institucionales que sean capaces de otorgar el fondeo para las empresas.

## CAPÍTULO II. OTROS ESTUDIOS REALIZADOS EN TORNO AL FINANCIAMIENTO DE LAS GRANDES EMPRESAS

Los estudios empíricos en torno al financiamiento de las grandes empresas tienen una diversidad de matices que van desde analizar la estructura de un sistema financiero y ver su repercusión en la disponibilidad de financiamiento (Caprio y Demirgüç-Kunt, 1994), hasta el análisis del financiamiento bajo condiciones de información asimétrica (Stiglitz y Weiss, 1981). Para efectos del presente capítulo hemos escogido una serie de trabajos que consideramos relevantes por su contribución a la explicación del financiamiento de las grandes empresas. Los hemos agrupado por las conclusiones a las que arriban, bajo la siguiente clasificación:

### 2.1. Fondos Externos

➤ Asli Demirgüç y Vojislav Maksimovic en su trabajo "Stock Market Development and Financial Choices of Firms",<sup>23</sup> estudian los efectos que trae consigo el desarrollo del mercado de capitales en la elección de financiamiento de las empresas. Abordan específicamente el financiamiento bursátil cuestionando la existencia de competencia entre los mercados de valores y los bancarios en torno a la oferta de financiamiento; esto es, en qué medida y en qué sentido el desarrollo de un mercado afecta el comportamiento del otro. Ellos utilizan información de empresas que provienen tanto de países industrializados como en desarrollo, para un periodo histórico de 1980 a 1991. Su perspectiva de análisis parte de la existencia de asimetrías en la información e imperfecciones en los mercados de capital, que implican dificultades para que las empresas obtengan fondos y concreten así sus planes de inversión.

Una de las variables centrales del estudio es la relación pasivo capital de las empresas, explicada desde varias perspectivas. Este indicador, afirman los autores, depende del nivel de desarrollo de los mercados financieros nacionales; de los factores macroeconómicos, y; de los factores específicos de cada empresa, que en la literatura de

<sup>23</sup> Asli Demirgüç y Vojislav Maksimovic "Stock Market Development and Financial Choices of Firms" *The World Bank Economic Review* Vol. 10 No. 2 p. 341-369

finanzas corporativas son denominados como determinantes de la estructura financiera de la empresa.

De manera general, ellos encuentran que existe una relación positiva importante entre el desarrollo del sistema bancario y el nivel de apalancamiento, y una relación negativa pero insignificante entre el mercado de capitales y el apalancamiento. Los autores argumentan que en muchos de los países en vías de desarrollo, con mercados de capitales emergentes, las instituciones bancarias, en su racionalidad, se muestran temerosas de un desarrollo del mercado de capitales debido a que ello reduciría el volumen de sus operaciones y negocios; empero, el estudio mostró que las mejoras en el funcionamiento de un mercado de capitales en desarrollo van aparejadas de coeficientes más elevados de pasivos/capital para las empresas, lo cual es indicativo que con el desarrollo del mercado de capitales sobreviene también un mayor negocio para los bancos.

Los resultados del estudio también sugieren que en países con sistemas financieros desarrollados, las instituciones bancarias y los mercados de capitales juegan papeles diferentes pero complementarios. De ahí que políticas encaminadas al desarrollo de éstos últimos no tengan efectos adversos sobre los sistemas bancarios.

- Otro artículo relevante es el presentado por Gerard Caprio Jr. y Asli Demirgüç-Kunt<sup>24</sup> escrito en 1997 e intitulado "The Role of Long Term Finance", donde exponen teórica y empíricamente la importancia del financiamiento externo de largo plazo, partiendo de la idea que en los países en vías de desarrollo es inadecuada la oferta de esta clase de recursos al sector industrial. Los autores analizan la evidencia existente sobre la relación entre el crédito y el desempeño de las empresas, concluyendo con comentarios de política económica y abriendo directrices para ulteriores estudios.

Afirman que existen tres causas potenciales para la existencia de contracciones al crédito: a) los factores macroeconómicos, que afectan el lado de la demanda, - como la inflación y políticas macroeconómicas inestables que provocan el aumento las tasas de

---

<sup>24</sup> Gerard Caprio Jr. y Asli Demirgüç-Kunt, *The Role of Long Term Finance: Theory and Evidence*, Policy Research Department, World Bank, febrero 1997.

interés, las cuales a su vez, reducen la demanda de crédito, inclusive existiendo necesidad de flujos de crédito debido a que los empresarios no están dispuestos a pagar el precio de mercado; b) los factores institucionales, específicamente, fallas de mercado en el sector financiero.- donde los factores estructurales del mercado ocasionan la resistencia de los intermediarios a prestar recursos. Los bancos prestarán recursos de corto plazo, evitando aumentar los plazos de estos debido a las mayores posibilidades de incumplimiento. En esta racionalidad intervienen la facilidad de monitorear y hacer cumplir los contratos mercantiles, y; c) las características de las empresas al interior de la economía, su calificación crediticia, que aunadas al tamaño de la empresa resultan determinantes. Con base en dichos parámetros, los autores concluyen que las empresas en los países desarrollados tienen menor deuda de largo plazo debido a que son distintas a las firmas de los países desarrollados, lo cual no necesariamente implica deficiencias de los mercados de crédito. Los autores miden la escasez de crédito de largo plazo a través de la facilidad/dificultad con que una empresa en un país en vías de desarrollo encuentra acceso a financiamiento de largo plazo, y la comparan a una empresa de similares características en un país desarrollado, en cuanto a las condiciones que dicha empresa debe cumplir para acceder al mismo tipo de financiamiento.

Por otra parte, los autores afirman que las empresas equiparan sus activos y pasivos de una manera tal que éstos sean equilibrados en cuanto a la relación de los plazos. Esto es, una empresa puede no demandar financiamiento de largo plazo si éste no es acorde a su estructura contable (de flujos de efectivo). Ahora bien, aquellas empresas que pertenecen a grupos económicos, se enfrentan a restricciones crediticias menos severas.

La estructura regulatoria -se afirma en este trabajo- también impone costos y beneficios. Una estructura pesada, genera barreras innecesarias de entrada a los mercados financieros. Los autores encuentran que las mejoras a los sistemas legales benefician a todo el universo de empresas en su acceso al financiamiento. Políticas encaminadas a mejorar la liquidez y funcionamiento de los mercados de capitales benefician principalmente a las grandes empresas; en cambio, políticas destinadas a mejorar el sistema bancario, beneficiarán el acceso de las firmas más pequeñas a créditos de largo plazo.



Otro de los problemas a que hacen referencia los autores es al hecho de que el endeudamiento de largo plazo trae distorsiones entre los administradores y los propietarios (accionistas) de las empresas respecto a las preferencias por el riesgo y rumbo de la empresa.

También afirman que una empresa cuyo financiamiento está basado en créditos de corto plazo, puede acrecentar su eficiencia debido a la disciplina que conlleva el continuo escrutinio (por parte de los acreedores) de las operaciones de la firma. Encuentran que el desarrollo de los mercados financieros y la efectividad de un cuerpo legal son fundamentales para proveer a las firmas de un mayor financiamiento externo y así facilitar su crecimiento. Concluyen argumentando que independientemente de las características de las empresas, el crédito de largo plazo, por las razones antes citadas, es escaso en los países en vías de desarrollo, particularmente para las empresas pequeñas.

➤ Otro estudio muy relevante es el escrito en 1994 por Ajit Singh,<sup>24</sup> intitulado "How do Large Corporations in Developing Countries Finance their Growth?". El autor investiga a las cien empresas manufactureras más grandes de ciertos países en desarrollo, conformando su muestra en función de las ventas o activos netos de las empresas de la India, Corea del Sur, Paquistán, Tailandia, Jordán, Malasia, Turquía, Brasil, México y Zimbabwé. Su objetivo es encontrar cómo financiaron su crecimiento durante la década de los años ochenta.

El autor encuentra que a pesar de ser diferentes los patrones de financiamiento al interior de cada uno de los países de la muestra, de manera general, el financiamiento de las compañías descansa en (a) fondos externos, y (b) emisiones accionarias. Esta conclusión resulta extraña ya que, según lo señala el autor, en países desarrollados (Estados Unidos e Inglaterra), las empresas descansan primordialmente en el uso de recursos internos (reversión de utilidades), y si tal financiamiento no cubre las necesidades de la empresa, entonces requerirán financiamiento externo, donde en primera instancia

---

<sup>24</sup> Ajit Singh, "How do Large Corporations in Developing Countries Finance their Growth", *Ames Bank Review Price Essays*, Oxford University Press, 1994

acudirán al financiamiento bancario, luego a la emisión de deuda de largo plazo a través de instrumentos financieros, y por último a la emisión accionaria.

Lo más interesante de la anterior conclusión es que en países en vías de desarrollo, pudiera suponerse que debido al poco desarrollo de los mercados financieros, las empresas harían mayor uso del financiamiento interno. Empero la conclusión es contraria. En la mayoría de los países analizados por este autor, el peso de la emisión accionaria en el financiamiento es mayor al financiamiento externo bancario y al interno. El autor da una posible explicación a lo anterior, derivada de la historia estadounidense, donde en la etapa temprana de industrialización, el mercado de capitales participó activamente en el financiamiento de las empresas. Aún así, dicha explicación no parece del todo convincente debido a la particularidad del caso norteamericano, y por esta razón el autor señala como hipótesis que durante el período de estudio, el alza en el precio de las acciones abarató el costo relativo de la emisión de capital con respecto al financiamiento bancario, el cual en los años ochenta fue particularmente caro; además, los gobiernos en aquellos años promovieron el acceso a los mercados de capitales a través de una serie de políticas que varían de país en país pero bajo la tónica de ampliar la participación de las empresas en el financiamiento bursátil.

- Alfredo Livas Cantú, en su estudio publicado en 1997 denominado "El Financiamiento de la Empresa Grande en México: Tendencias Recientes y Perspectivas",<sup>26</sup> argumenta que las grandes empresas en México han experimentado grandes avances a lo largo de las décadas de los ochenta y noventa. Específicamente, sostiene que las grandes empresas han ampliado su escala de operaciones, mejorado su infraestructura, elevado la capacidad y entrenamiento de la fuerza de trabajo, lo cual ha tenido como resultado mayores niveles de productividad y eficiencia.

El autor expone el cambio en el patrón de financiamiento acaecido en México entre los años de 1989 y 1994, cambio coincidente con una época de transformaciones en la estructura de la economía mexicana. En esos años de marcada desregulación económica,

---

<sup>26</sup> Alfredo Livas Cantú, "El Financiamiento de la Empresa Grande en México: Tendencias Recientes y Perspectivas", en *Ejecutivos de Finanzas*, diciembre 1997, pp. 91-104.

la apertura comercial generó cambios en el entorno empresarial, obligando a las corporaciones a modernizar su planta productiva para poder continuar en el mercado. Así, en esos años argumenta el autor, el monto de recursos invertidos por tales empresas creció en más del doble. El financiamiento estuvo basado en la contratación de crédito externo y la emisión de bonos y acciones en los mercados internacionales. La banca nacional argumenta el autor, no pudo aprovechar esta situación histórica debido al elevado costo del fondeo, el cual se traducía a su vez en elevadas tasas activas de interés.

Con la crisis de 1994, el patrón de financiamiento de la gran empresa sufre cambios: el financiamiento bancario se desploma, la cartera de crédito medida en dólares disminuye, y la emisión de valores nacionales en el extranjero se reduce a un tercio de los montos observados hasta antes de 1994. En consecuencia dice el autor, en 1995 el financiamiento obtenido por las grandes empresas fue en moneda extranjera, la mayoría proveniente de crédito bancario extranjero y de refinanciamientos en el mercado de capitales.

En torno a las perspectivas de la grande empresa, Livas Cantú parte de la expectativa de crecimiento en términos macroeconómicos. Si el producto interno bruto crece a tasas del 5% anual, las empresas financiarán su inversión haciendo uso de sus propios flujos de efectivo; sin embargo, señala el autor, de mantener tal dinámica económica, los requerimientos de financiamiento serán enormes. Unida a la anterior conclusión, el estudio destaca el papel de los bancos en el mercado corporativo, definiendo una serie de condiciones que para el autor son necesarias para lograr el pleno aprovechamiento de las instituciones bancarias. Estas condiciones son: estabilidad macroeconómica; elevación del ahorro voluntario como complemento al ahorro forzoso vigente; aumentar la eficiencia operativa de la banca y llevarla a estándares internacionales; aumentar, con base en una profundización del ahorro, las fuentes de fondeo de las instituciones bancarias de manera tal que la escala de operaciones de las mismas se incremente.

➤ Un año más tarde, en 1998, siguiendo la tónica de Livas, Alejandra Salas-Porras<sup>27</sup> estudia la evolución de las corporaciones mexicanas a lo largo de los años noventa. La autora detecta cuatro campos en los que se han registrado cambios importantes: Primero, se ha dado una creciente diversificación en torno a los giros de las empresas; segundo, las grandes empresas han ingresado al mercado de capitales, separando así la administración de la empresa del control de la misma; tercero, se han adoptado una serie de nuevos mecanismos y patrones de gobierno corporativo, dentro de los cuales destaca la emisión de series accionarias de voto restringido, y; cuarto, aparecen nuevos patrones de interconexión corporativa.

Para los propósitos de nuestra revisión, este trabajo tiene relevancia ya que ubica al financiamiento bursátil de las corporaciones mexicanas en un contexto de estrategia empresarial caracterizado por cambios en la estructura de gobierno corporativo, que a lo largo del periodo de estudio se ha dirigido hacia los esquemas internacionales. Las compañías globales deciden emitir acciones representativas de su capital social, y sin embargo la cantidad de valores en circulación en el mercado es relativamente pequeña, además que las acciones circulando son en su mayoría acciones sin poder de voto o de voto limitado; de esta forma, la estructura de capital al interior de las emisoras se encuentra muy concentrada, por lo cual es enorme el peso de los accionistas mayoritarios al interior del capital social.

La autora argumenta que durante los años noventa, las empresas líderes de los distintos ramos económicos optaron por el financiamiento bursátil como parte de una estrategia de proyección internacional, donde el problema de agencia (separación entre control y administración) se presenta junto con la introducción de nuevos sistemas de administración y organización que resultan en la centralización de los gobiernos corporativos. La existencia de financiamiento externo, particularmente a través del mercado de capitales, por medio de la emisión de valores con voto restringido, permite a los grupos de accionistas mayoritarios mantener su hegemonía al interior de las corporaciones. Más aún, el estudio remarca el hecho de que una gran parte de los valores

---

<sup>27</sup> Salas-Porras Alejandra, "Mexican Corporate Structures, Agents and Constellations in the 1990s", trabajo presentado dentro del Seminario Internacional *Reforma Financiera, Crecimiento Económico y Globalización: México en perspectiva internacional* 6-8 abril de 1998, UANL.

comerciadors circulan "sobre el mostrador" entre inversionistas institucionales, lo cual los previene de la "agresividad" de las operaciones en el mercado abierto (i.e., ofertas hostiles y tomas de control) perpetuando así el control de la sociedad emisora.

La conclusión más relevante en este sentido indica que las empresas con posibilidades de entrada al mercado bursátil han encontrado vías para impedir la disminución del control de su participación en la sociedad. En otras palabras, el sistema financiero bursátil ha proveído de diversos mecanismos a las empresas para limitar los derechos y el poder de voto de los tenedores de valores, permitiendo a las corporaciones financiarse sin que los accionistas mayoritarios de las emisoras vean diluido su control sobre las sociedades.

- En el año de 1998, Patricia Rodríguez López en su trabajo "La Inversión Corporativa en México",<sup>2\*</sup> realiza un estudio cuyo propósito es demostrar, por medio de un modelo de panel general y a través de modelos de panel por grupos de empresas, que el tipo de financiamiento de las empresas depende fundamentalmente de su tamaño. La conformación de la muestra se obtiene con base en el valor de los activos de las diferentes empresas, ya través de rangos conforma tres grupos de empresas grandes, medianas y pequeñas.

En cuanto al modelo de panel general, una de las conclusiones más fuertes a las que arriba la autora es que, el financiamiento no resultó una variable significativa en la explicación de la inversión. Cabe hacer notar que la variable representativa de "financiamiento" utilizada incluía tanto los pasivos de corto como los de largo plazo de las empresas. Y más aún, ninguna de las variables explicatorias del modelo resultó tan significativa como la autora suponía. Esto es, ni la variable de demanda "ventas" o "producto de la rama en que se ubica la empresa", ni la Q de Tobin,<sup>2\*</sup> mostraron relevancia al explicar el nivel de inversión en activos fijos para las empresas de la muestra. La inclusión de la inversión rezagada en un periodo resultó significativa para explicar la inversión corriente. Además, la autora divide los coeficientes de las variables explicatorias entre el coeficiente de 1-1 de inversión para obtener coeficientes de largo

<sup>2\*</sup> Rodríguez López Patricia, *La Inversión Corporativa en México*, Borrador de tesis Maestría, UACPYP, UNAM, 1998.

plazo para cada una de las variables explicatorias, donde los resultados son aún menos significativos.

Una variable que la autora incluye en la explicación metodológica es el tipo de cambio real por gran división económica, la cual aparece después en los resultados del modelo por grupo de empresas, donde ésta resulta significativa para el grupo de empresas más grandes. Según la autora, los anteriores resultados validan la hipótesis anteriormente planteada sobre la imposibilidad de considerar como simétricas a las empresas, ya que a pesar de ser "grandes empresas", líderes en sus ramos económicos y con altos niveles de productividad y tecnología, sus niveles de inversión tienen determinantes particulares.

De manera general, la autora concluye que el mercado de valores mexicano, aunque aglutina a las empresas más grandes de la economía, no tiene relevancia para su valorización, lo cual puede explicarse por el mayor peso que tiene el mercado de dinero, quedando relegado el mercado de capitales, lo cual es observable debido a la poca afluencia de nuevas emisiones por parte de las empresas.

## 2.2. Fondos Internos

Otro grupo de autores encuentran en sus investigaciones que las empresas tienen gran dependencia en el uso de recursos internos para financiar la inversión. Algunos de ellos señalan que existe una jerarquía en cuanto al uso de fuentes de financiamiento, encontrando que la reinversión de utilidades y los flujos de efectivo son las primeras instancias de financiamiento, seguidas por la contratación y emisión de deuda, y por último la emisión accionaria.

- Eduardo Jacobs y Wilson Peres publican en 1983 el trabajo "Tamaño de la Planta y Financiamiento: Dos Problemas Centrales del Desarrollo Industrial",<sup>30</sup> un artículo de particular importancia debido a que se sitúa en los años setenta, en el contexto histórico anterior al cambio en el paradigma económico, donde el análisis de la eficiencia y la

---

<sup>30</sup> Valor teórico del costo de reemplazo sobre el valor en libros de las empresas.

competitividad de la industria nacional cobra particular importancia, siendo necesario revisar los mecanismos de financiamiento empresarial por medio de los cuales la industria habría de proveerse de recursos para lograr los cambios necesarios ante la inserción en los mercados internacionales.

En este trabajo se intenta encontrar cuál es la escala mínima óptima de las industrias de manera que todas las economías de escala relevantes sean logradas a la vez que los costos medios de largo plazo alcancen su valor mínimo. Ellos encuentran que a inicios de los años ochenta, la industria presenta una gran concentración al interior de las diferentes ramas, y así como una gran desconexión entre las mismas, registrándose una tendencia a financiarse por medio de deuda denominada en moneda extranjera, a la vez que la opción de financiamiento vía mercado de capitales es incipiente aún.

Con respecto al tema que nos ocupa, los autores argumentan que a principios de los años ochenta el financiamiento bancario adquirió una mayor importancia reduciendo el peso del financiamiento interno. Para ellos existen dos grandes pautas de relación financiera-industrial: una, presente en los países anglosajones en las que los recursos de largo plazo provienen de fondos propios, y otra, demarcada por Alemania y Japón donde los recursos provienen del sector bancario.

Los autores apuntan que la relación financiera-industrial mexicana no fue la más apropiada para un país de industrialización tardía ya que no permitió sinergias al interior del proceso de industrialización: esto es, el capital bancario se dedicó a hacer negocios bancarios y el industrial hizo lo propio con la industria sin existir una política que encaminase ambos sectores hacia la consecución de objetivos comunes. La ausencia de instancias de planificación estatal, junto con la política de formación de precios industriales que permitió la generación de un margen de ganancia capaz de financiar una parte relevante de la inversión, aunada a la debilidad del mercado de capitales nacional contribuyeron a que las empresas, en un contexto de mercados oligopólicos protegidos, tuvieran en las ganancias acumuladas la alternativa más redituable de financiamiento.

---

<sup>10</sup> Jacobs, E y Peres W., "Tamaño de la Planta y Financiamiento. Dos Problemas Centrales del Desarrollo

La conclusión más relevante apunta a que es necesaria una coordinación de las políticas industrial y crediticia, de manera que exista una vinculación entre ambos sectores, variando las estrategias en función de las especificidades de las ramas con empresas más pequeñas cuyo perfil técnico, social y regional es diverso.

- Cherian Samuel <sup>31</sup> realiza una revisión teórica de cinco diferentes paradigmas que explican la decisión de inversión de una empresa desde la perspectiva de los fondos internos: a decir, la teoría del acelerador; la teoría de los flujos de efectivo; la teoría neoclásica; la teoría de Bischoff; y la Q de Tobin.

El autor explica que bajo estas teorías y en la literatura en general, existe evidencia de la preferencia de las empresas por la utilización de financiamiento interno. Para explicar la razón de este hecho, Samuel expone a la vez dos teorías cuya diferencia se centra en los objetivos de las empresas en la realización de sus negocios. Con base en una muestra de empresas manufactureras estadounidenses para el periodo que va de 1970 a 1990, el autor encuentra que la fuente primordial de financiamiento es la reinversión de utilidades. Tratando de encontrar una explicación teórica, Samuel expone una primera teoría, conocida como "teoría empresarial de la inversión". Esta teoría elimina la maximización de ganancias como un supuesto fundamental, e incorpora otras variables de corte estratégico como las ventas, participación en el mercado, etc. Así, este enfoque dice que las empresas buscan mayores niveles de producto y mayor crecimiento, los cuales no son necesariamente consistentes con la maximización del valor de mercado de la empresa, el cual es tomado como una aproximación de la ganancia del accionista. Esto, aunado a los problemas de agencia (separación del control y la propiedad), significa diferencias de intereses entre los objetivos de los accionistas y los de los administradores. Esta teoría afirma que el financiamiento interno es preferido ya que no sujeta a los administradores de la empresa a la disciplina y escrutinio de un acreedor externo. Asimismo, les brinda mayor libertad para dirigir las operaciones de la empresa sin tener que hacer partícipes a terceros quienes pedirán colateral, participaciones en capital, etc. para asegurar el cobro de préstamos por ejemplo.



La segunda teoría parte del supuesto de maximización de utilidades centra su atención en problemas de información, donde los administradores de una empresa poseen información privilegiada en torno al estado de la empresa. Si los oferentes de financiamiento externos tienen menos información que los administradores acerca del valor de los activos de la empresa, entonces la emisión de capital puede ser subvaluada por la mera apreciación del mercado. Así, una nueva emisión de valores puede obtener recursos a un precio muy elevado, con lo cual los accionistas obtendrían pérdidas directas en sus utilidades. Por esta razón, las empresas preferirán allegarse al financiamiento interno ya que éste no está sujeto a una posible subvaluación por parte del mercado, y por el contrario ofrece un menor riesgo.

El autor revisa el comportamiento de las empresas de la muestra y encuentra, por medio de regresiones econométricas, que las estrategias de éstas a lo largo del periodo no han sido la maximización del valor de mercado de las empresas, sino la utilización de los recursos provenientes del financiamiento para lograr mejores posicionamientos en el mercado. También afirma la existencia de una jerarquización en torno a las fuentes de financiamiento por lo cual los fondos externos no son un sustituto perfecto del financiamiento interno, tal como lo afirma la teoría neoclásica de la inversión. Para Samuel, la teoría que mejor explica el uso de fondos internos para el financiamiento de las empresas, es la teoría de la inversión empresarial.

- Karen Mills, Steven Morling y Warren Tease realizaron en 1994 una investigación<sup>32</sup> sobre la importancia de los flujos de efectivo en el financiamiento de las empresas australianas. Plantean como hipótesis que la política monetaria de un país afecta la inversión a través de los movimientos en la tasa de interés. Para probar esto, los autores construyeron un modelo econométrico donde se incluye la disponibilidad de fondos internos y las presiones de demanda. En este modelo, la inversión de una empresa es explicada por la "q" de Tobin rezagada en un periodo, por los flujos de caja, por los

---

<sup>31</sup> Samuel, Cherran, *Internal finance and investment: Another Look*, Operations Policy Group, World Bank, 1994

<sup>32</sup> Mills K., Morling S. y Tease W., *The Influence of Financial factors on Corporate Investment*, Economic Analysis Department, Reserve Bank of Australia, mayo 1994

activos líquidos de la empresa, rezagados un período; por la deuda contraída rezagada un período, y; por las ventas.

Sostienen que existe una jerarquización en cuanto a la decisión de financiamiento. En primera instancia, una empresa financia su inversión con base en la reinversión de sus utilidades; de hecho, aunque una empresa tenga acceso a financiamiento externo, preferirá el financiamiento interno debido a los costos extras que acarrea financiarse por medio del sistema financiero. Además, otros aspectos de importancia como la dilución accionaria, impuestos y problemas de información, junto con los costos financieros que implica el financiamiento externo, afectan finalmente la decisión de inversión a favor de la utilización de recursos internos. Así, desde la perspectiva de los autores, la jerarquía de financiamiento tiene la siguiente secuencia: fondos internos, debido al bajo costo; deuda, y; emisión accionaria.

Uno de los problemas que afectan la decisión de financiamiento es el relacionado con la información; esto es, el endeudamiento se prefiere a la emisión accionaria debido a que un contrato de deuda puede ser estructurado de forma tal que los problemas de información se minimicen.

En cuanto a los factores financieros, algunas empresas pueden ser más sensibles que otras y afectar así sus decisiones de financiamiento e inversión. Encontraron que un elevado nivel de apalancamiento desincentiva nuevas inversiones puesto que eleva el costo de obtener financiamiento externo. Mayores flujos de caja expandirán la inversión debido a que representan una mayor disponibilidad de fondos baratos para financiarse internamente. Apuntan que el financiamiento interno es de mayor importancia para las empresas pequeñas y para aquellas con altos niveles de apalancamiento.

Las implicaciones de política monetaria son: dado que existe una tendencia a financiarse vía fondos internos, la tasa de descuento de los proyectos de inversión afecta de manera desigual a las empresas. Las más pequeñas, con alto apalancamiento y aquellas cuyo financiamiento primario descansa en los flujos de caja, aparecen ser más sensibles a los cambios en la política monetaria; en cambio, los factores financieros son menos significativos para las empresas más grandes.

### 2.3. Otros Mecanismos de Financiamiento

Los préstamos al interior de los grupos económicos, los préstamos otorgados a los proveedores y fenómenos como la generación de grupos económicos, entre otros, conforman otros mecanismos mediante los cuales las empresas obtienen financiamiento proveniente de instituciones no financieras que a su vez, mediante el otorgamiento de facilidades y créditos, pueden llegar a aminorar los efectos de la política monetaria al prestar recursos a otras empresas que en un momento dado las instituciones bancarias se negaron o fueron reticentes a prestar.

Asimismo, la dinámica económica ha generado un fenómeno denominado "banca de relación", el cual consiste en establecimiento de relaciones económicas, de asesoría e inclusive administrativas o de propiedad de un banco con una empresa,<sup>33</sup> la cual puede obtener ventajas al ser receptora de flujos de entre los cuales destaca el financiamiento. Es en este matiz que se presentan las conclusiones de los trabajos que encontramos más significativos.

Para el caso mexicano, en 1998, Celso Garrido,<sup>34</sup> realiza un estudio intitulado "Estrategias Empresariales ante el Cambio Estructural en México", donde señala los efectos del cambio estructural en la política económica de cambio estructural ocurrida en México en los inicios de los años ochenta, resaltando el comportamiento de ciertas grandes empresas industriales mexicanas. Factores tales como las estrategias de reforma económica y el apoyo gubernamental con sus subsecuentes efectos sobre las condiciones de competencia, la inducción hacia el mercado externo y la especialización de la actividad manufacturera, así como las estrategias de reestructuración de las propias empresas, dieron lugar a un fuerte posicionamiento de los grupos industriales al interior de la economía. La parte que interesa resaltar es la correspondiente a la licitación de la

<sup>33</sup> La banca de relación es la resultante del establecimiento de relaciones estrechas entre un banco determinado y una empresa, obteniéndose así financiamiento, consultoría, etc. La institución bancaria puede ser a la vez el principal acreedor de la empresa, accionista, e inclusive los directivos del banco pueden ser miembros del consejo de administración de la empresa con la que se establece la relación.

<sup>34</sup> Garrido, Celso, "Estrategias Empresariales ante el Cambio Estructural en México", trabajo presentado dentro del Seminario Internacional *Reforma Financiera, Crecimiento Económico y Globalización: México en perspectiva internacional* 6-8 Abril de 1998, U.A.M.

vinculación de las empresas industriales a los grupos financieros, a raíz de la reforma bancaria de inicio de los años noventa. Esto introdujo una ventaja competitiva a ciertos grupos económicos, debido a que participaron de la alta rentabilidad de los bancos en ese inicio de la década, además que tuvieron mayor facilidad para acceder a los mercados de financiamiento internacionales. Más aún, éste fenómeno que algunos autores denominan "banca de relación" significó un mayor flujo de recursos al interior del grupo económico, por lo cual las filiales y subsidiarias se allegaron de financiamiento intragrupo, aunque a finales de 1994 el quebranto bancario se haya convertido en un lastre debido a que algunos grupos (por ejemplo Vitro-Serfin) hayan tenido que capitalizar el segmento financiero, afectando así los planes de inversión del segmento industrial del grupo.

- Pablo Hernández e Ignacio Hernando, realiza en 1999 un estudio intitulado "El crédito comercial en las empresas manufactureras españolas", en el cual analiza a las grandes empresas en una función de proveedoras de financiamiento.<sup>35</sup> El estudio destaca la existencia de flujos financieros internos en el sector de empresas no financieras, donde son especialmente relevantes los créditos que tienen su origen en el aplazamiento de pago por transacciones de bienes y servicios en el curso normal del negocio de las empresas. Esto es, las empresas con mayor liquidez pueden financiar a los agentes restringidos, ya sea incrementando el crédito a sus clientes, o bien extendiendo los periodos de pago. Lo anterior tiene gran relevancia, primero, debido a la importancia que tiene el financiamiento sobre la evolución de las empresas, y en segundo lugar, por su repercusión sobre los mecanismos de transmisión de la política monetaria.

Los autores demuestran que este mecanismo de financiamiento reduce los problemas de información asimétrica entre los oferentes y demandantes de crédito. Lo anterior debido a que en las relaciones comerciales de las empresas, éstas tienen un mayor nivel de conocimiento sobre sus clientes que el que disponen los intermediarios financieros, lo cual coadyuva a una mejor administración del riesgo de crédito, así como una mejor

---

<sup>35</sup> Hernández de Cos y Hernando Ignacio, "El crédito comercial en las empresas manufactureras españolas", en *Moneda y Crédito* N° 209, 1999

supervisión del acreditado. Del mismo modo, este mecanismo de financiamiento reduce los costos de transacción que trae aparejada la información asimétrica.

Por otra parte, una empresa grande puede generar en la parte descendente del ciclo, vía la transmisión de crédito, mejores condiciones económicas para sus socios comerciales, esto debido a que puede aumentar el periodo medio de cobro e inclusive amortiguar las contracciones en el crédito intermediado inducidas por medidas de política monetaria restrictivas.

Los autores encuentran que son las empresas con menores niveles de liquidez y rentabilidad quienes más hacen uso del crédito comercial como una vía alternativa de financiamiento. Asimismo, la tendencia encontrada es que las empresas con mayor rentabilidad y liquidez son quienes alargan los plazos de los créditos concedidos a sus clientes. Estas empresas actúan de manera contracíclica ya que en las fases recesivas, asociadas a una mayor dificultad de acceder a fondos internos y externos, el crédito comercial aparece como una alternativa de financiamiento. Lo anterior tiene relevancia ya que implica que este tipo de crédito puede comportarse de manera autónoma y ser poco sensible a las medidas de política monetaria.

Como hemos visto, existen en la literatura tres grandes esquemas de financiamiento. Los fondos internos; los fondos externos, estos a su vez subdivididos en bancarios y bursátiles; y; otras fuentes de financiamiento, de entre las cuales destacan los préstamos intragrupo y el financiamiento de proveedores. Las conclusiones a las que se arriban varían de un autor a otro, dependiendo de la muestra en estudio, del periodo histórico e inclusive de la metodología. Así, encontramos controvertidos resultados en trabajos como el de Ajit Singh, quien encuentra muy relevante la emisión accionaria para el financiamiento de las corporaciones; y por otro lado aparecen otros estudios como el de Cherian Samuel que afirman lo contrario. De esta forma, la literatura presenta conclusiones variadas, las cuales trataremos de esclarecer con base en la investigación empírica presentada a lo largo de los siguientes capítulos.

### **CAPÍTULO III. CARACTERIZACIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO MEXICANO EN EL PERÍODO**

El objetivo del presente capítulo es describir los cambios ocurridos en el entorno económico-financiero a lo largo de los años 1988 a 1999, con la finalidad de discutir sus efectos en el comportamiento del financiamiento de las grandes empresas. Por esta razón, el análisis comienza cuatro años antes del periodo determinado para el estudio del financiamiento de las grandes empresas. A continuación se discutirá brevemente la evolución de las principales variables macroeconómicas del período, y se expondrán los principales cambios institucionales que modificaron al sistema financiero mexicano y con ello, las formas de financiamiento de las grandes empresas.

#### **3.1. Condiciones macroeconómicas**

El sistema económico mexicano, en el periodo comprendido por los años 1989-1998, se encuentra inmerso en un proceso de transformación como parte de una estrategia de adecuación a las condiciones imperantes en los mercados internacionales. Esta estrategia inicia a principios de los años ochenta, e implicó la desregulación del sistema económico, reduciendo la intervención estatal en diversos rubros de la actividad productiva.

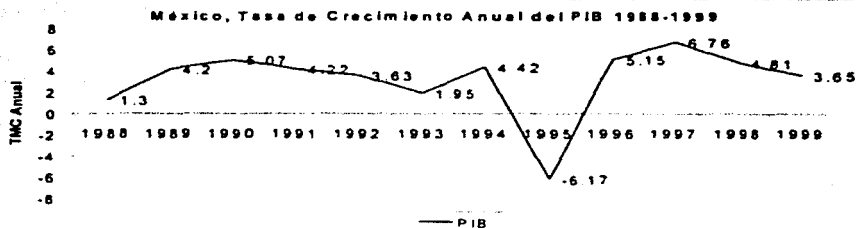
A nivel general, este periodo puede subdividirse en tres etapas: Entre 1988 y 1994 la economía vive un periodo de crecimiento que se interrumpe a finales de 1994, sufriendo una de las peores crisis económicas de este siglo, para recuperarse a partir de 1996.

A fin de corroborar lo anterior, estudiaremos las variables macroeconómicas más importantes, destacando el comportamiento de la tasa de interés y el tipo de cambio.

En la primera etapa de auge, la economía registró una tasa de crecimiento promedio anual de 3.69%. En 1988 el Producto Interno Bruto creció a casi dos puntos porcentuales, en tanto que dos años más tarde registró un crecimiento muy significativo para después desacelerarse y repuntar en 1994 con un 4.4% de crecimiento anual. En 1995, la economía registró una fuerte contracción, como resultado de la crisis estallada en diciembre anterior, para posteriormente "rebotar" en 1996 y mantenerse con tasas de crecimiento positivas a lo

largo del período, iniciando así el proceso de recuperación que habría de obtener su máximo en 1997, año en que la economía creció casi al 7%. Véase gráfico III.1.

Gráfico III.1



Fuente: Elaboración propia con base en datos del cuadro I del Anexo Estadístico.

Los elementos dinamizadores de la economía hasta antes de 1994 fueron principalmente el consumo, la inversión, y el sector exportador, particularmente el maquilador. Asimismo, después de 1994, debido al enfoque exportador delineado en la política económica, el sector exportador se mantuvo como un importante proveedor de recursos ya que obtuvo tasas de crecimiento muy superiores a las del resto de la economía. Por su parte, la dinámica de crecimiento del consumo se vio frenada, mientras que la inversión obtuvo también tasas de crecimiento superiores a las del PIB.

El comportamiento particular de cada uno de ellos se presenta a continuación.

La demanda de consumo registró una dinámica de crecimiento promedio anual de 4.6% hasta 1994; esto debido en parte a la abundancia de créditos dirigidos al consumo de bienes finales, lo cual ubicó al consumo como un elemento dinamizador del producto por la vía de la demanda efectiva, teniendo repercusiones sobre el nivel de endeudamiento de las familias.

Luego de la caída registrada en 1995, el consumo creció a una tasa promedio de 1.63%, inferior a la del periodo anterior. Por su parte, el consumo del gobierno decreció durante 1995 y 1996, en congruencia con lo establecido por los lineamientos de política económica. Así, el resto de los años el consumo gubernamental creció a tasas muy bajas, lo cual aunado

a las menores tasas de crecimiento del consumo privado, ocasionadas por la contracción en el crédito resultaron en un incremento en el ahorro.

Por su parte, la inversión, que es un indicador de particular relevancia, debido a que muestra la evolución en el gasto en capital por parte de los agentes, vino creciendo a tasas importantes durante el período de auge. La inversión bruta fija, en contraste con el comportamiento del ahorro, desde 1989 hasta 1994 registró un crecimiento sostenido, a excepción del año 1993. Un año más tarde, en 1994, se recupera a los niveles anteriores para caer drásticamente en 1995. No fue sino hasta 1996 que se reinicia la etapa de despegue donde la inversión registró tasas superiores a las del PIB. En 1997 se obtuvo el máximo crecimiento, para posteriormente desacelerarse y registrar tasas del 10% y 5.81% en 1998 y 1999, respectivamente.

De 1988 a 1994, las exportaciones crecieron a una tasa promedio superior al 7%, es decir, a una tasa dos veces mayor a la del crecimiento del PIB. Las exportaciones mexicanas tuvieron en el rubro de las manufacturas un importante componente a lo largo de todo el período. La política de apertura comercial implementada desde inicio de los años ochenta abrió mercado para las empresas con orientación exportadora; sin embargo, el régimen cambiario de aquellos años produjo el encarecimiento de las exportaciones, lo cual aunado a la naciente vocación exportadora de las empresas impidió obtener mayores tasas de crecimiento que las de las importaciones. Tuvo que sobrevenir una devaluación para abaratar el precio de los bienes exportados, y es en ese año de 1995 que el valor de las exportaciones creció en un 30% en comparación con el año anterior. Posteriormente se desacelera la tasa de crecimiento, aunque en todo momento el sector externo obtuvo tasas mayores a las del resto de la economía.

Sin embargo, la dinámica de crecimiento de las importaciones resultó mayor que la de las exportaciones a lo largo de todo el período 1988-1998. Los años en que esto se exceptúa son 1993 y 1995. El alto contenido importado de los productos nacionales no pudo ser corregido a lo largo del período de estudio; y fue solo mediante procesos devaluatorios como el de finales de 1994, que el saldo externo se corrige debido al efecto directo que tienen estas medidas sobre los precios relativos. Así, la abrupta devaluación de 1994 trajo



consigo una reducción del 15% en el valor de las importaciones, que hasta antes de 1995 se registraban más baratas por el régimen cambiario.

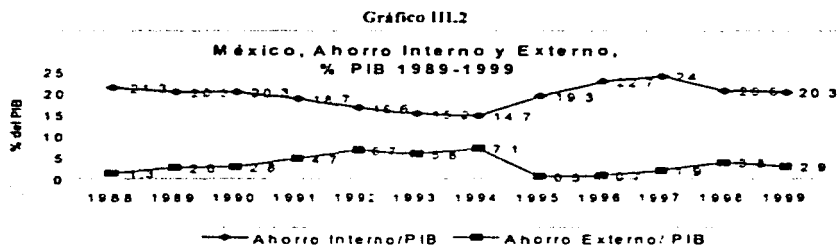
Luego de los acontecimientos de diciembre de 1994 y su efecto corrector del déficit externo, se requirió de sólo un año para que se manifestase de nueva cuenta la debilidad del sector exportador, ya que en 1996 las importaciones crecieron al 22% en tanto que las exportaciones lo hicieron en 18%. En todo caso, los datos históricos muestran que nuestra economía para crecer requiere importar. Este problema, es conocido en la literatura económica como "restricción externa al crecimiento", debido a factores tales como el desencadenamiento productivo y a los menores costos que representa la provisión de insumos por parte del exterior: es pues un cuello de botella que ha estado presente desde el modelo de acumulación anterior.

Por otra parte, a inicios de 1989, las metas económicas para el sexenio publicadas el Plan Nacional de Desarrollo, se fijaron principalmente en torno a dos variables: el crecimiento sostenido del PIB, esperando obtener hacia 1994 tasas del 6% anual, y la reducción al 5% del nivel general de precios, a fin de igualar los niveles de inflación con los de los principales socios comerciales.

Tal como se expuso en el primer capítulo, la visión dominante en torno al financiamiento de la inversión aparece también en México, basada en los principios de flexibilidad de precios y libre movilidad de los factores. Bajo esta estrategia, se requiere la suficiente generación de ahorro interno para financiar la inversión y obtener así las tasas de crecimiento planeadas. Para ello, el sistema financiero debía llegar a una tasa de interés de equilibrio de manera que se incrementase el ahorro, para posteriormente canalizar los recursos financieros a la actividad productiva. Sin embargo, para 1989 la participación del ahorro interno en el PIB se ubicó alrededor del 20%, y a partir de ese año dicha participación se redujo hasta representar el 14.7% en 1994.

Las tasas de crecimiento del ahorro externo fueron más dinámicas, aunque no bastaron para compensar la caída del ahorro interno y mantener así los niveles de ahorro como porcentaje del PIB planteados como necesarios por las autoridades hacendarias. Véase gráfico III.2.

La explicación gubernamental de la crisis de 1994 residió en la carencia de suficiente ahorro interno, y consecuente dependencia del ahorro del exterior; dejando a un lado los efectos que tuvo la liberalización comercial y financiera emprendida como parte de la estrategia de desarrollo económico. Así, en su momento afirmaron que "En los últimos veinte años, México ha enfrentado crisis recurrentes que han interrumpido el crecimiento económico. Estos episodios se han caracterizado por un bajo nivel de ahorro interno y una elevada dependencia en el ahorro externo".<sup>36</sup>



Fuente: Elaboración propia con base en datos del cuadro 1 del Anexo Estadístico.

Por esta razón, la política económica emprendida a partir de 1995,<sup>37</sup> se encaminó a fortalecer tanto el ahorro público como el privado, de tal manera que el ahorro interno fuese la principal fuente de financiamiento. En efecto, en ese año la tasa de participación del ahorro interno en el producto se incrementó notablemente hasta sobrepasar los 20 puntos porcentuales hacia los años de 1994 y 1995.

Con la implementación de los fondos de pensiones administrados por medio de sociedades de inversión, se generó otro mecanismo de captación de ahorro (forzoso) lo cual significó un despegue en el coeficiente de ahorro de la economía. Sin embargo, hacia 1998 se

<sup>36</sup> Poder Ejecutivo Federal, "Programa Nacional de Financiamiento al Desarrollo 1997-2000", México, SHCP.

<sup>37</sup> Poder Ejecutivo Federal, "Plan Nacional de Desarrollo, 1995-2000", México, SHCP.

Se introducen las siguientes estrategias cuya incidencia esperada afectaría positivamente la generación de ahorro: Sistema de pensiones (mecanismo de ahorro forzoso); promoción del ahorro popular, consolidación del ahorro público (en congruencia con el mantenimiento de finanzas públicas sanas); uso del ahorro externo como complemento del interno, fortalecimiento y modernización del sistema financiero.

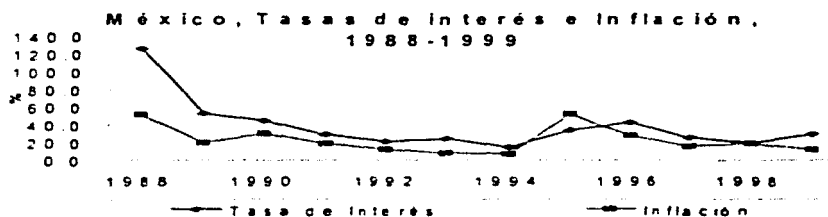
presentó de nuevo una tendencia hacia la disminución del ahorro interno, ya que éste registró una participación de 20.6% en el PIB, menor al 24% observado en 1997.

Por otra parte, las variables monetarias que incidieron en el financiamiento de la inversión tuvieron el siguiente comportamiento:

El control inflacionario durante el sexenio de Carlos Salinas estuvo apoyado en la semifijación del tipo de cambio. La consecución de la meta inflacionaria se logró luego de una baja constante en la tasa de crecimiento de los precios, ya que ésta llegó a ser de tan solo un dígito en 1993 y 1994, a diferencia de 1988 cuando este indicador alcanzó los 52 puntos porcentuales. Sin embargo, el ancla nominal de precios resultó en un constante deterioro con el exterior.

Como puede apreciarse en el gráfico III.3, en 1995 el nivel general de precios regresó al nivel de 1988, para luego presentar una tendencia sostenida a la baja. A diferencia del período de auge, a partir de 1995 la consecución del objetivo inflacionario se da por diversos mecanismos de política monetaria diferentes a la semifijación del tipo de cambio, los cuales inciden del lado del control del gasto gubernamental y de la intervención del Banco de México a través del régimen de saldos acumulados de los bancos.

Gráfico III.3



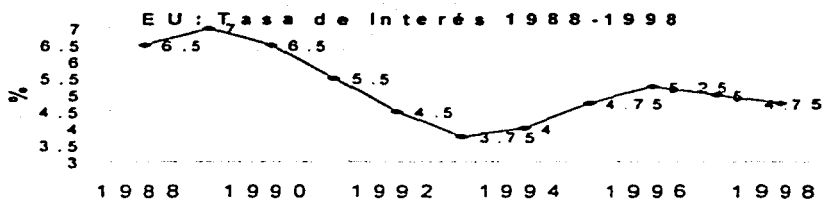
Fuente: Elaboración propia con base en datos del cuadro 2 del Anexo Estadístico.

Nota: La tasa de interés se refiere a la tasa anualizada de Cetes a 28 días.

Por su parte, si bien la tasa de interés registró un marcado descenso de 1989 a 1995, ésta siempre se ubicó en niveles muy por encima de las tasas internacionales, véase gráfico III.4. Lo anterior, aunado a la sobrevaluación cambiaria hizo más atractivo el financiamiento en los mercados del exterior, a la vez que mantener elevadas las tasas de

interés en comparación con el exterior se constituyó como un mecanismo para la atracción de capital externo.

Gráfico III.4



Fuente: Elaboración propia con base en datos del cuadro 2 del Anexo Estadístico.

Nota: Se refiere a la tasa de interés de los instrumentos gubernamentales de corto plazo (30 días)

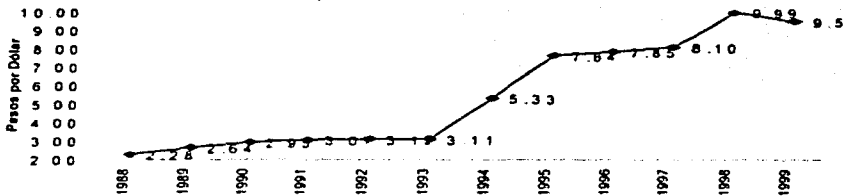
De 1994 a 1996 las tasas de interés se mantuvieron altas, posteriormente a la crisis, su comportamiento estuvo presionado al alza, aunque se registraron pequeños descensos en los años de 1998 y 1999. A partir de 1995, la política monetaria contractionista presionó de manera constante los tipos de interés al alza. El diferencial de tasas activa y pasiva, no se logró reducir a lo largo del periodo de estudio, y con ello quedó perpetuado el elevado costo del financiamiento bancario para las empresas.

Como se muestra en el gráfico III.5., hasta 1994, el nivel del tipo de cambio se mantuvo relativamente estable debido a la semifijación del tipo de cambio, a través de una banda de flotación. Esto tuvo una repercusión positiva sobre la estabilidad de precios, a la vez que se abarató el costo de los insumos importados de las empresas, así como el financiamiento en dólares durante esos años de auge.

No obstante lo anterior, el efecto del manejo del tipo de cambio hasta antes de 1995 encareció los productos exportados e incentivó el consumo de importaciones.

Gráfico III.5

## México. Tipo de cambio 1988-1999



Fuente: Elaboración propia con base en datos del cuadro 2 del Anexo Estadístico

Nota: Datos referentes al tipo de cambio a fin de mes.

Luego de la devaluación de diciembre de 1994, el régimen del tipo de cambio adoptado fue el de libre flotación. Con ello, se renunciaba al uso de esta variable como mecanismo de control inflacionario, además que el banco central, para estabilizar el valor de la moneda, no intervendría haciendo uso de las reservas internacionales. No obstante, el valor del peso con respecto al dólar fue disminuyendo a lo largo del periodo, en parte debido al diferencial de inflaciones con el exterior, en parte debido a las nuevas condiciones del entorno financiero y a la inserción de México en la globalidad.

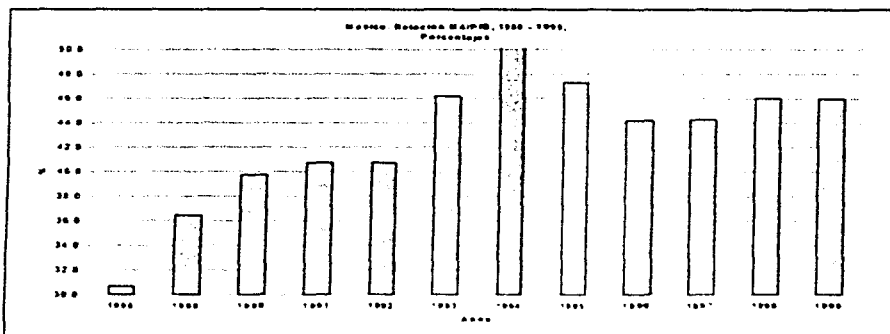
Un indicador relevante es la relación M4/PIB, la cual mide la profundización del sistema financiero, ya que refleja el grado de utilización de títulos financieros de largo plazo que emplea en la economía nacional para financiar los proyectos de inversión productiva. El indicador M4 contiene los activos menos líquidos y engloba a los instrumentos bancarios y no bancarios junto con los fondos del Sistema de Ahorro para el Retiro (SAR) y todos los instrumentos de plazo mayor a un año.<sup>38</sup> De esta manera, entre más grande sea este agregado, mayor serán los recursos con los que contará el sistema financiero para financiar la inversión de largo plazo.

La profundización financiera tuvo la siguiente evolución: de 1988 a 1989 el coeficiente M4/PIB creció en casi seis puntos para ubicarse en 36 por ciento. De hecho, a partir de

<sup>38</sup> M4 está compuesto por Billetes y monedas, captación bancaria, valores del gobierno, captación no bancaria y fondos del SAR. Véase Banco de México, *Informe Anual 1997*.

1988 registró un crecimiento sostenido hasta 1992 donde el indicador representó poco más del 40 por ciento del PIB. Más aún, de 1992 a 1994 la relación M4 a PIB creció hasta representar más del 50 por ciento del producto (Véase Gráfico III.6).

Gráfico III.6



Fuente: Elaboración propia con datos de Banxico [www.banxico.org.mx](http://www.banxico.org.mx)

De 1994 a 1996, la relación M4 a PIB se redujo para significar poco más de 44 por ciento, manteniéndose casi constante por otro año más, lo cual significó un descenso en los recursos captados por el sistema financiero que se emplearon para financiar la inversión de largo plazo. No fue sino hasta 1998 que el indicador creció nuevamente, aunque el dato para 1999 resultó muy similar, por lo que no puede afirmarse que se haya iniciado una trayectoria ascendente de largo plazo.

Por otra parte, la deuda pública externa como proporción del PIB registró una marcada tendencia a la baja de 1988 a 1993. En éste último año, dicho indicador fue igual a 18 por ciento. En 1994, la relación se disparó hasta casi el 30 por ciento del PIB, y un año más tarde, en 1995, sobrepasó el 35 por ciento. A partir de este último año, dicho coeficiente se

redujo hasta que en 1999 se registraron niveles similares a los observados con antelación a la crisis.

Por su parte, de 1988 a 1993, la deuda externa de los particulares registró un incremento de no más de cuatro puntos porcentuales sobre el PIB al pasar de 7 a casi 11 por ciento. Sin embargo, en 1994 dicho valor se incrementó de manera considerable, alcanzando un peso histórico de 17.3 puntos porcentuales en el PIB. A partir de este último año, la tendencia registrada fue a la baja, aunque no se volvieron a alcanzar los niveles anteriores al fenómeno de 1994.

Cuadro III.1.  
México: Deuda Pública y Privada Externas 1988-1999

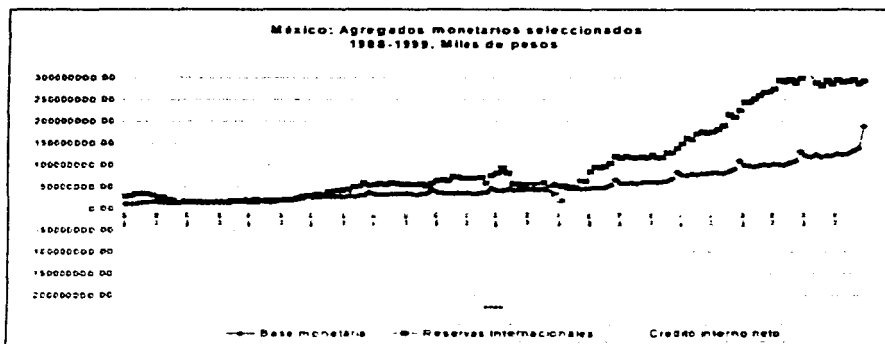
AÑO	Deuda pública externa/PIB	Deuda privada externa/PIB
	Porcentajes	
1988	40.4	7.1
1989	34	5.9
1990	27.3	8.1
1991	23.8	9.2
1992	19.5	9.1
1993	18.3	10.8
1994	29.8	17.3
1995	36.2	16.9
1996	28.7	12.2
1997	20.2	11.8
1998	21.7	14
1999	17.5	13.2

Fuente: Elaboración propia con base en datos de SHCP, Dirección de Deuda Pública.

Recordemos que la política cambiaria hasta antes de 1994 (del último mes de dicho año), consistió en la flotación dentro de bandas determinadas por las autoridades monetarias, revisables periódicamente (Véase Gráfico III.7.), por lo cual el tipo de cambio permaneció relativamente fijo. En este panorama, la entrada de capitales no se veía reflejada en la paridad cambiaria, sino en la balanza comercial. Las autoridades emprendieron una política de esterilización plena de los flujos externos, de manera que influjo de capitales no acrecentase la base monetaria. Como ellos mismos lo afirman: "En este contexto, la discusión de política económica se centraba en cómo evitar la apreciación real del peso

derivada de la entrada de capital internacional, y en cómo y en qué montos convenía llevar a cabo la política de esterilización, ya que ésta implicaba un elevado costo.<sup>39</sup>

Gráfico III.7.



Fuente: Elaboración propia con base en datos de Banxico. [www.banxico.org.mx](http://www.banxico.org.mx)

Hasta antes de 1994, el Banco de México había intervenido en el mercado secundario para contrarrestar el crecimiento de las reservas internacionales (y correspondiente crecimiento de la cantidad de dinero en circulación) mediante la reducción de la liquidez por medio de la contracción del crédito interno neto. El informe del Banco de México lo expresa de la siguiente forma: "El crédito neto del Banco de México se utilizó para suavizar las fluctuaciones temporales en la oferta y la demanda de fondos prestables (...). Posteriormente el crédito neto se contrajo con el fin de esterilizar las mayores entradas de recursos del exterior, tanto del sector público como del sector privado."<sup>40</sup> De esta forma, la política de esterilización buscó impedir la expansión de los agregados monetarios de manera tal que se evitara la apreciación del tipo de cambio ante la entrada de capitales.

El manejo de la política de esterilización a finales de 1994 fue contradictorio. Se trató de un periodo caracterizado por la masiva salida de capitales, misma que fue más que compensada por el alza en el crédito interno neto, resultando en un incremento absoluto de

<sup>39</sup> Tomado de la página del Banco de México [www.banxico.org.mx](http://www.banxico.org.mx), del diario de discursos del secretario de Hacienda. Discurso presentado en Washington, D.C., el 26 de abril de 1995.

<sup>40</sup> Banco de México, *Informe Anual 1990*. Obtenido de la página web [www.banxico.org.mx](http://www.banxico.org.mx).

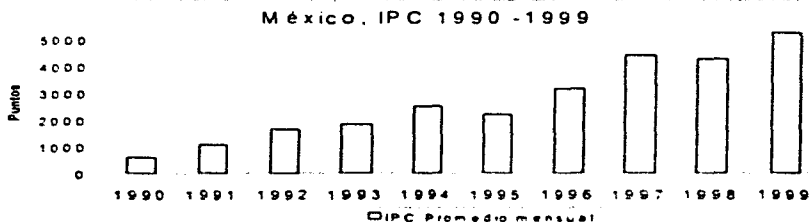


la base monetaria, lo cual exacerbó los desequilibrios de la cuenta externa, desencadenando de manera más abrupta la crisis.

Después de la devaluación de 1994, el régimen cambiario adoptado fue de flotación. La política de esterilización continuó siendo parcial ya que la base monetaria se incrementó de manera sostenida hasta 1999. Tal como se aprecia en el gráfico 5, la entrada de capitales se reflejó directamente en el nivel de reservas, aunque también existió un incremento en la base monetaria. La reducción del crédito interno continuó acomodándose a los incrementos en las reservas internacionales, en una clara señal de la autoridad monetaria por mantener sus objetivos inflacionarios de manera constante.

Un indicador financiero relevante es el Índice de Precios y Cotizaciones<sup>41</sup>, cuyo comportamiento puede estar desligado de la situación real de una gran parte de las empresas debido principalmente a una serie de factores exógenos como el flujo de capitales en bolsa y la volatilidad generalizada de los mercados financieros. Aun así, este indicador resulta interesante debido a que muestra la evolución del entorno económico global desde la perspectiva del mercado. Con la finalidad de tener una mejor perspectiva de su comportamiento en el mediano y largo plazo, se presenta el INPC promedio mensual. Su comportamiento histórico se muestra en el siguiente gráfico:

Gráfico III. 8



Fuente: Elaboración propia con base en datos de Banxico [www.banxico.org.mx](http://www.banxico.org.mx)

Nota: 1978 año base.

<sup>41</sup> La Bolsa Mexicana de Valores lo define de la siguiente forma: "Se considera el indicador del desarrollo del mercado accionario en su conjunto, en función de las variaciones de los precios de una selección de acciones balanceada, ponderada y representativa del conjunto de acciones cotizadas en la BMV." Fuente: BMV.

De 1990 a 1992, el índice casi se triplicó, señalando el cumplimiento de las expectativas económicas por parte de los agentes. En 1993 el crecimiento obtenido fue también importante, en gran medida debido al peso de la inversión extranjera, en un contexto de optimismo generalizado por la reciente firma del Tratado de Libre Comercio, por lo cual el índice alcanzó los 1832.22 puntos; más aún, en 1994 se registró un crecimiento espectacular en el IPC al llegar a los 2502.41 puntos. Sin embargo, la salida de capitales en 1995 representó un importante quiebre en la trayectoria de largo plazo del indicador. No obstante, la recuperación del mercado bursátil fue notoria ya que en el año siguiente tanto el IPC como el volumen de acciones operadas tuvieron un crecimiento muy significativo. La misma tendencia se mantuvo en 1997, a excepción de los últimos meses de ese año debido al efecto de contagio de la crisis asiática. En 1998 la Bolsa Mexicana de Valores registró una tendencia a la baja a lo largo del año, afectada por las secuelas del llamado "efecto dragón"; aunado a lo anterior, sucedieron eventos como la caída en el precio del petróleo y los subsecuentes ajustes presupuestarios, conformando un año gris en los mercados bursátiles.

### **3.2. Transformaciones Institucionales del Sistema Financiero Mexicano entre 1988 y 1998**

A continuación se expondrán las reformas más significativas emprendidas a lo largo del periodo de estudio, cuya finalidad fue por una parte, el incrementar el ahorro interno, y por otra, la canalización del mismo hacia el sistema productivo.

A partir de 1989, como parte de una reforma económica global, se iniciaron una serie de reformas al marco legal del sistema financiero mexicano. En un entorno de globalización e interdependencia con otras economías, los objetivos primordiales de las reformas -según los hacedores de la política económica- eran eficientar al sistema con la finalidad de "aumentar la generación del ahorro nacional, lo que significa ampliar el monto de los recursos disponibles en cantidad suficiente y canalizarlos de manera eficaz y oportuna hacia aquellas actividades productivas más dinámicas que permitan alcanzar los niveles de

crecimiento deseados.<sup>42</sup> Empero, el objetivo intrínseco fue acoplar la economía a los nuevos patrones de acumulación, aumentando como dice Huerta, la relación entre los mercados de capitales internacionales y el libre movimiento de capital.<sup>43</sup>

Para entender la necesidad de las reformas emprendidas, se requiere definir el sistema financiero mexicano de los años ochenta. De esta forma, las características siguientes están presentes en la mayoría de los sistemas financieros de países en vías de desarrollo:

- Mercados eminentemente oligopólicos, basados en el crédito bancario y escaso desarrollo del mercado de capitales.
- Regulación mandatoria, caracterizada por requerimientos bancarios de reserva e impedimentos a la libre fijación de precios (i.e., tasas de interés).
- Elevado costo de financiamiento debido al alto nivel de las tasas de interés.
- Créditos bancarios dirigidos a sectores particulares como parte de estrategias gubernamentales de financiamiento.

Las directrices bajo las cuales se desarrollaron estos procesos de desregulación fueron la captación de ahorro, con la finalidad de financiar la inversión; la reducción de los costos de intermediación mediante la generación de competencia al interior del mercado, y; la internacionalización del sistema, como parte de la estrategia de apertura económica de inicio de los años ochenta. A continuación señalaremos las reformas del período que tuvieron mayor trascendencia para el financiamiento de las empresas.

### 3.2.1. Desregulación financiera

La liberalización no puede verse ajena al proceso de globalización, donde la movilidad del capital es condición necesaria para la valorización del mismo. Luego del rompimiento del sistema monetario internacional de Bretton Woods, marcado por el cese de la convertibilidad del dólar al oro, la liquidez internacional se acrecentó de manera nunca antes vista, teniendo importantes repercusiones sobre las economías nacionales. Como

<sup>42</sup> Ortiz, Martínez, G. *La Reforma Financiera y la Desincorporación Bancaria*, FCE, México 1994.

<sup>43</sup> Huerta G Arturo, "La liberalización económica impide condiciones financieras para el desarrollo", en, Mántey de Anguiano y Levy Orlik, compiladoras *Desorden monetario mundial y su impacto en el sistema financiero mexicano*, UNAM, 1998, p. 167.

señala Levy, "la posibilidad de obtener ganancias especulativas mediante la movilidad del capital entre los diferentes mercados del sistema financiero internacional promovió una política de liberalización financiera..."<sup>44</sup>

Luego de un programa de privatización de instituciones y empresa estatales, en un marco de apertura comercial gestado a inicios de los años ochenta, se impuso la necesidad de replantear la estructura del sistema financiero de tal forma que se generasen condiciones -dada la estrategia de financiamiento gubernamental fincada en la captación de ahorro, y a la insuficiencia del mismo en el corto plazo- para la atracción de capital extranjero.

Para lograr la liberalización financiera, se emprendieron una serie de medidas encaminadas a posibilitar la determinación libre de precios estratégicos en la economía. Se suprimió el encaje legal y se eliminó el coeficiente de liquidez; se permitió la libre determinación de las tasas de interés; se suprimió la canalización obligatoria de créditos y se permitió la libre fijación de los plazos de ciertos instrumentos financieros; asimismo, se generaron condiciones para la conformación de nuevos intermediarios financieros.

### 3.2.1.a. Liberalización de las tasas de interés

La liberalización de la tasa de interés lograría la consecución de un precio, que por una parte fuese capaz de acrecentar el ahorro mediante la utilización de instrumentos financieros, y por otra que fuese una tasa de ganancia mínima, capaz de eliminar aquellos proyectos cuya rentabilidad fuese baja. Se suponía que mediante la liberalización del mercado de dinero, se produciría un nivel de tasas de interés tal, generando dos efectos: el primero sería el incremento en el volumen de ahorro, el segundo una distribución de los recursos entre proyectos cuyas tasas de rendimiento superarían el costo del financiamiento, esto es, entre los proyectos más redituables.

La liberalización de las tasas de interés es el resultado de una serie de reformas que inician en 1983 y culminan en 1991 con la eliminación del encaje legal, que había venido siendo importante fuente de financiamiento gubernamental. A partir de 1989 la tasa de interés de

<sup>44</sup> Levy Orlitz, N. "Efectos sobre el fondeo de la inversión productiva por el acortamiento de los plazos de los activos financieros", en *Desorden Monetario Mundial y su Impacto en el Sistema Financiero Mexicano*.

referencia registra una tendencia a la baja, situación que acaba con la crisis de 1995 cuando las tasas llegan al 33.7%, para luego alcanzar un máximo de 42.4% en 1996, y descender en 1997 para comportarse erráticamente hasta la fecha, debido en parte a los ajustes implementados a la base monetaria por parte del Banco de México.

El financiamiento de las empresas se ve afectado por el alto nivel de las tasas. Esto es, el proceso de liberalización no consigue reducir el costo del financiamiento bancario, ya que la tasa de interés no logra bajar del piso de los 19 puntos porcentuales, que en comparación a las tasas internacionales, siempre resultó elevada.

La liberalización de la tasa de interés queda marcada por la desaparición del encaje legal, mecanismo que afecta directamente sobre la oferta de dinero en la economía, permitiendo la libre determinación de este precio. Este mecanismo se describe a continuación.

### 3.2.1.b. El Encaje Legal

El mecanismo de política monetaria denominado "encaje legal" tenía como objetivo la regulación del crédito que podía ofertar la banca comercial. Consistía en la obligación de depositar, con o sin intereses, de manera obligatoria en el banco central un porcentaje determinado de la captación bancaria. En realidad este mecanismo funcionó hasta antes de 1989 como una fuente de financiamiento del déficit gubernamental, y junto con la canalización obligatoria del crédito hacia las actividades económicas prioritarias,<sup>45</sup> se tenía un fuerte control sobre la canalización y monto de los recursos otorgados por la banca comercial.

En 1988, la restricción a la emisión de aceptaciones bancarias fue eliminada, además que los bancos tuvieron la libertad de disponer libremente de los recursos provenientes de dichas emisiones. Un año más tarde, el régimen del encaje legal se sustituyó por el llamado coeficiente de liquidez, el cual consistió en la obligación de mantener una reserva de liquidez equivalente a cuando menos el 30% de la captación. Los recursos que demandaba el coeficiente estaban integrados principalmente por valores gubernamentales, además de

---

Manley de Anguiano y Levy Orlík, Coordinadoras. UNAM, 1998, p. 214.

<sup>45</sup> Determinadas por los lineamientos de política económica sexenales.

efectivo en caja, depósitos a la vista en el Banco de México, entre otros. De esta forma, los bancos podían generar créditos por el 70% restante. A diferencia del encaje legal, este nuevo mecanismo permitía a las instituciones determinar el monto de depósitos en el banco central, en función de sus requerimientos de liquidez.

Mediante la eliminación del encaje legal, la autoridad pretendía avanzar en la desregulación de la actividad bancaria, a la vez que ello permitiría a las instituciones una más eficiente intermediación, ya que de manera paralela fue derogada la canalización de crédito hacia sectores específicos. De esta forma, la banca comercial estuvo en posibilidad de canalizar recursos hacia las actividades más redituables de la economía, por lo cual las empresas más competitivas obtuvieron mayores posibilidades de acceso a financiamiento. La banca de desarrollo por su parte atendería a aquellos sectores no prioritarios, ofertando créditos a tasas subsidiadas y brindando asesoría en cuanto a proyectos de inversión.

Posteriormente, en 1991, sobrevino el cese a la obligación de mantener un coeficiente de liquidez para los pasivos denominados en moneda nacional de las instituciones bancarias. El coeficiente de liquidez permaneció aún para las posiciones pasivas denominadas en moneda extranjera, donde los requerimientos de reserva debían constar precisamente de instrumentos líquidos en moneda extranjera.

### **3.2.1.c. El Tipo de Cambio**

Entre 1982 y 1988 la moneda nacional estuvo sujeta a constantes devaluaciones. A partir de éste último año, como parte de la política anti inflacionaria, el tipo de cambio se utilizó como ancla nominal para contener la escalada de precios.

Debido al anclaje de esta variable, sobrevino una notable sobrevaluación en los años 1990 a 1994, de manera el uso de la misma contribuyó -junto con los mecanismos de concertación conocidos como pactos económicos- a que el proceso inflacionario pudiera ser controlado. Al mismo tiempo, la inversión extranjera de cartera se vio atraída por las expectativas positivas generadas por el proceso de liberalización, desregulación y privatización de aquellos años, donde el mercado de capitales adquirió mayor importancia al ser el receptáculo de grandes flujos de inversión.

Estos flujos perpetuaron la sobrevaluación cambiaria, la cual a su vez no pudo ser sostenible debido al creciente déficit externo generado por el abaratamiento de las importaciones y el encarecimiento de las exportaciones. Como afirma Levy, "pasado un periodo de tiempo se requieren crecientes niveles de divisas para equilibrar la balanza de pagos que presionan sobre la tasa de interés nominal para atraer mayores montos de inversión de cartera externa provocando déficit financieros en la cuenta pública".<sup>46</sup> No es de extrañarse que la contratación de deuda denominada en moneda extranjera por parte de las empresas haya aumentado durante el lapso en que el tipo de cambio permaneció estable.

Posteriormente a 1994, debido al insostenible valor del peso, se abandona la semifijación del tipo de cambio para adoptar así un régimen cambiario de flotación, donde la oferta y demanda establecerían el precio del dólar en términos de pesos.

### 3.3. Reprivatización de la Banca

Llena de polémica, la reprivatización de las instituciones bancarias ocurrida en 1990 vino a armonizar la política de privatizaciones implementada por el gobierno desde inicios de la década de los años ochenta. Con la Ley para Regular las Agrupaciones Financieras, así como con la Ley de Reglas Generales para la Constitución y Funcionamiento de Grupos Financieros, se estableció el marco legal para la privatización. Con la modificación a los artículos 28 y 123 constitucionales, y la reforma de 1990 a la Ley de Instituciones de Crédito, que sustituiría a la Ley Reglamentaria de Servicio Público de Banca y Crédito, se estableció una nueva configuración en el sistema financiero mexicano. En conjunto, este marco legal permitió la aparición de una figura parecida a la banca universal, por la cual se permitió a las controladoras poseer instituciones de banca comercial y de corretaje de valores. Asimismo, se permitió la inversión extranjera en el capital de los bancos,<sup>47</sup> así como la participación de las instituciones bancarias en el capital de empresas no financieras, esto último facilitando la formación de grupos económicos y de estructuras empresariales que se verían favorecidas por el mayor flujo de crédito.

<sup>46</sup> Levy, Op Cit. P. 224

<sup>47</sup> A excepción del gobierno federal, el Fondo Bancario de Protección al Ahorro, los inversionistas institucionales y las sociedades controladoras de grupos financieros, las participaciones accionarias permitidas

La Ley de Instituciones de Crédito de 1990 estableció las reglas para los créditos relacionados, limitando los montos prestables a compañías y empresas propiedad de los mismos bancos, estos límites se constituyeron como porcentajes del capital social del banco.

La Ley de 1990 se detuvo un paso antes del concepto de *Banca Universal* al no permitir la fusión de las actividades de banca comercial y de corretaje de valores, pero permitiendo que una misma controladora fuera dueña de ambos tipos de instituciones; las casas de bolsa no podían ofrecer cuentas de cheques, mientras que los bancos tenían prohibido operar en el mercado de valores directamente o suscribir valores. Ambas instituciones podían operar en el mercado de dinero, así como asistir a las empresas en la emisión de obligaciones: papel comercial a través de las casas de bolsa y aceptaciones bancarias a través de la banca comercial.

**Principales Reformas Contempladas por la  
Ley de Instituciones de Crédito**

- Las instituciones bancarias podrán denominarse como sociedades anónimas.
- La constitución del capital social de las instituciones bancarias será:
  1. 51% por acciones serie A, suscritas por personas físicas mexicanas, banca de desarrollo, Fondo Bancario de Protección al Ahorro, gobierno Federal, sociedades controladoras.
  2. Hasta el 49% por acciones serie B, suscritas por personas morales mexicanas e instituciones financieras nacionales.
  3. Hasta el 30% por acciones serie C, suscritas por personas físicas y morales extranjeras.

Aquellas instituciones bancarias que no formasen parte de un grupo financiero, iban a estar en posibilidad de tener participación en el capital de organizaciones auxiliares de crédito, así como de intermediarios financieros no bancarios que no fuesen casas de bolsa, instituciones mutualistas de seguros e instituciones de fianzas.

El 7 de junio de 1992 el proceso de desincorporación bancaria fue culminado. Se privatizaron 18 instituciones bancarias, 13 de ellas formando parte de grupos financieros, y el resto enajenadas por personas físicas. Asimismo, se crearon 9 instituciones bancarias y

---

para personas físicas y morales no podía sobrepasar el 5% del capital social, y sólo con previa autorización de la SHCP se podía alcanzar hasta un 10%.



se desarrollaron nuevos participantes del sistema financiero como las Sociedades Financieras de Objeto Limitado.<sup>48</sup> Contemporáneamente nacieron las Sociedades de Ahorro y Préstamo y los Asesores Financieros (*investment advisors*).

**Instituciones Bancarias Privatizadas**

3. Banamex
4. Bancamer
5. Bancom
6. Banpais
7. Banco BCIH
8. Banca Comfia
9. Banca Crema
10. Banco de Oriente
11. Banca Promex
12. Banca Serfin
13. Banco del Centro
14. Banco Internacional
15. Banco Mercantil del Norte
16. Banco Mexicano Suramex
17. Multibanco Mercantil de México
18. Banco de Crédito y Servicios

**Nuevas Instituciones Bancarias**

- Banca Mifel
- Banca Inhuma
- Banco Capital
- Banca Quadrum
- Banco de la Industria

El panorama financiero se modificó considerablemente con posterioridad a 1995. La regulación adquirió el enfoque prudencial, con lo cual se adoptaron requerimientos en materia de administración de riesgos y control interno. Fueron aprobadas reformas encaminadas a consolidar en un solo órgano desconcertado las funciones que correspondían a la Comisión Nacional Bancaria y de Valores y a la Comisión Nacional de Valores, con atribución a todas las instituciones del sistema financiero mexicano, excepción hecha de las correspondientes al sector asegurador y aianizador.

Hacia marzo de 1996, se estableció la prohibición para que los bancos y entidades de grupos financieros otorgaran financiamiento para la adquisición de acciones de grupos a sus

<sup>48</sup> Cuyas funciones serían la captación de recursos mediante emisión de deuda, y la colocación de créditos a sectores específicos.

propios accionistas, con lo que se intentó evitar que los recursos canalizados a la capitalización de los bancos se originara en la propia institución.

Entre 1997 y 1998 se realizaron adaptaciones para un nuevo esquema contable con parámetros de uso internacional, los cuales implicaron mayores niveles de seguridad y oportunidad en la información, y conjuntamente se fortaleció el nivel de revisión por parte de los auditores externos.

Se creó en 1998 el Instituto de Protección al Ahorro Bancario, instancia que vino a sustituir, entre otras actividades a la que venía desarrollando el Fobaproa. De esta manera, dicho instituto concentró los activos y pasivos que por más de 620 mil millones de pesos corresponden al denominado rescate bancario.

Otro aspecto fundamental fue la introducción de un esquema de protección para los depósitos bancarios, el cual considera la reducción gradual del seguro en la medida en que las instituciones también se consoliden, para llegar en el año 2006 a una protección equivalente a 400 mil unidades de inversión por persona, física o moral e institución.

Asimismo, se efectuaron modificaciones al régimen accionario de las instituciones bancarias y eliminó la restricción para que la inversión extranjera o nacional pudiera participar en una mayor proporción en el capital social de los bancos, dando como resultado una serie de fusiones bancarias como la de Grupo Santander y Banco Mexicano, BBV-Probursa-Bancomer, reciente (2001) Citigroup y Banacci.

### **3.4. Apertura del Mercado de Capitales**

El mercado de valores registró una serie de modificaciones, principalmente sobre el marco regulatorio. A partir de 1985 se introducen una serie de reformas a la Ley del Mercado de Valores con la finalidad de generar las condiciones necesarias para su internacionalización. Se permitió la participación extranjera en el capital social de las empresas; esto, mediante la adquisición de acciones serie "B" las cuales otorgan a sus tenedores derechos pecuniarios, mas no patrimoniales. También podrían comprar acciones serie "A" a través de un fondo, obteniendo sólo derechos pecuniarios.

En 1989 se autorizó la operación de un mayor número de instrumentos de captación, como lo fueron los Bonos de la Tesorería de la Federación "Tesobonos" (denominados en dólares), los Bonos Ajustables del Gobierno Federal "Ajustabonos", y los Bonos Bancarios para el desarrollo Industrial "Bondis", éstos últimos emitidos por NAFIN. En 1990 se permite la participación de capital extranjero en el capital social de las casas de bolsa, la cual no podía exceder al 30%. Asimismo, ese mismo año se estableció el Sistema Internacional de Cotización, con el propósito de intermediar valores extranjeros a través de éste. En 1994 se registraron nuevas reformas a la Ley del Mercado de Valores, de las cuales la principal es la referente a las Instituciones para el Depósito de Valores, las cuales tendrían un papel importante en el aseguramiento de las transacciones con valores.

Por otra parte, fueron introducidos una serie de mecanismos mediante los cuales se comenzó a captar inversión de cartera en los mercados del exterior. Sobrevino la colocación de valores de emisoras nacionales en el exterior por medio de los *American Depositary Receipts* además de la aparición de los denominados "fondos país", que permitían a las empresas obtener recursos del exterior.

### 3.5. Autonomía del Banco de México

Una de las medidas que vino a incrementar la certidumbre en cuanto al manejo del déficit gubernamental fue la autonomización del Banco de México. En 1985, con la Ley Orgánica del Banco de México se establecieron los montos máximos de financiamiento a cargo del banco central, de manera que la señal enviada a los mercados era clara en el sentido que el gobierno no utilizaría al Banco de México para financiar su déficit.

A finales de 1993 es presentada al Congreso una iniciativa de ley que habría de ser aprobada un año más tarde, con la cual se reformaría el artículo 28 constitucional, quedando lo concerniente al banco central bajo los siguientes términos:

Artículo 28 - El Estado tendrá un Banco Central que será autónomo en el ejercicio de sus funciones y en su administración. Su objetivo prioritario será procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional fortaleciendo con ello la rectoría del desarrollo nacional que corresponde al Estado. Ninguna autoridad podrá ordenar al Banco conceder financiamiento. No constituyen monopolios las funciones que el Estado ejerza de manera exclusiva, a través del Banco Central en las áreas estratégicas de acuñación de moneda y emisión de billetes. El Banco Central en los términos que establezcan las leyes y con la intervención que corresponda a las autoridades competentes, regulará los cambios, así como la intermediación y los servicios financieros, contando con las atribuciones de autoridad necesarias para llevar a cabo dicha regulación y proveer a su observancia. La conducción del Banco estará a cargo de personas cuya designación será hecha por el Presidente de la República con la aprobación de la Cámara de Senadores o de la Comisión Permanente, en su caso, desempeñarán su encargo por períodos cuya duración y escalonamiento provean al ejercicio autónomo de sus funciones, solo podrán ser removidas por causa grave y no podrán tener ningún otro empleo, cargo o comisión, con excepción de aquellos en que actúen en la representación del Banco y de los no remunerados en asociaciones docentes, científicas, culturales o de beneficencia. Las personas encargadas de la conducción del Banco Central podrán ser sujetos de juicio político conforme a lo dispuesto por el artículo 110 de esta Constitución.

La función primordial del Banco de México quedaría circunscrita al mantenimiento del poder adquisitivo de la moneda nacional. Bajo el esquema de autonomía, se intenta mantener ajeno al Banco de la influencia que pudiera tener el gobierno federal sobre éste al implementar políticas económicas, esto es, librar al ejercicio de la política monetaria de cualquier influencia externa, permitiendo así que el banco central pudiese cumplir sus objetivos particulares sin estar sujeto a posibles conflictos de interés. Este cambio institucional tuvo su efecto sobre el financiamiento de las empresas de una manera indirecta, ya que en primera instancia esta decisión significó una señal a los mercados acerca del manejo del déficit gubernamental. En todo caso, fue una medida que intentó reducir la incertidumbre a fin de atraer y lograr la permanencia de inversión del exterior. La trascendencia es pues que, junto con el cese en la canalización obligatoria de créditos hacia las actividades prioritarias, se intentó eliminar los obstáculos para situar al sistema financiero mexicano a la altura de los requerimientos nacionales.

### 3.6 Liberalización Comercial y Privatización

Las transformaciones institucionales antes descritas formaron parte de un proceso global de apertura y liberalización. Así, a lo largo del periodo encontramos también una serie de acciones que vendrían a tener importantes efectos sobre la estructura de diversos mercados. Dentro del proceso de liberalización, singular importancia tuvo la apertura comercial con el exterior, enmarcado principalmente con la firma del Tratado de Libre Comercio de América del Norte en 1993. Esta serie de acuerdos sometieron al empresariado mexicano a una reacia competencia, ocurriendo así una recomposición del aparato productivo nacional.

Sobrevino así el cierre de múltiples empresas, la absorción de otras, y paralelamente la concentración de la producción. Aquellas empresas con orientación exportadora se multiplicaron e inclusive tuvieron una más pronta recuperación después del fenómeno de diciembre de 1994. Así, quedó remarcada una dicotomía entre aquellas empresas nacionales dedicadas al mercado interno y aquellas con orientación exportadora.

Con la firma del TLC, no solo se abrieron las fronteras comerciales, sino que el acuerdo se constituyó como un mecanismo coercitivo para mantener el rumbo económico implementado.

La privatización de empresas paraestatales fue otra de las acciones emprendidas a lo largo del periodo de estudio. Los resultados de estas acciones son bipolares ya que si bien en algunos casos los resultados fueron alentadores como en el caso de la industria minera, en otros como es el caso de los bancos sobrevinieron fatídicas consecuencias.

Para entender las motivaciones de esta política debe recordarse que a inicios de los años ochenta el gobierno se encontraba inmerso en una severa crisis de deuda. De esta forma, a partir de 1983 el Estado mexicano comenzó a vender empresas como el caso de las aerolíneas, mas no fue sino hasta el sexenio de Carlos Salinas que la política de privatizaciones adquirió un tono selectivo. Ya en 1988 los sectores productores de bienes se encontraban inmersos en la competencia internacional, siendo presionados por el lado de las importaciones. Por el contrario, el sector servicios no fue sometido a la misma competencia, tal fue el caso de los servicios financieros

Los programas de privatización adolecieron de innumerables problemas que fueron desde los aspectos técnicos como la valuación de los activos de las empresas, hasta la falta de una cultura de competencia en la asignación de los mismos activos. Así, sobrevino una gran concentración de la propiedad en un gran número de empresas privatizadas, formándose estructuras oligopólicas como la industria televisiva, y monopólicas como en el caso de Telmex.

Si hubo una carencia, fue la de una regulación de competencia que cuidase la concentración y poder de mercado que tendrían los adquirentes de las antes paraestatales. A su vez, la

apertura comercial fue discriminatoria y existieron sectores que contaron con un mayor plazo y mejores condiciones para adaptarse a la nueva realidad económica, nuevamente tal es el caso de Teléfonos de México. De esta forma, ocurrió un fenómeno por el que los monopolios gubernamentales se volvieron monopolios privados y se consolidaron grandes empresas que hoy día participan de manera activa en la producción de bienes y servicios. De haber efectuado las privatizaciones de las empresas gubernamentales a través de la Bolsa, el mercado de valores nacional hubiera adquirido mayor profundidad, debido al arribo de inversionistas por medio del mecanismo de oferta pública, con lo cual no sólo la estructura de propiedad de las empresas sería distinta a la actual, sino que el proceso de privatización hubiera resultado más transparente.

### 3.7 Conclusiones

Como se puede apreciar, el periodo de estudio se encuentra situado al interior de un proceso ya iniciado de liberalización y cambio estructural económico financiero. De estos cambios devienen una serie de implicaciones inclusive sobre la organización funcional de las grandes empresas, donde luego de una década de reformas legales nacen nuevas estructuras y relaciones económicas, jurídicas y sociales que hoy día conforman el aparato productivo nacional.

La política económica trazada encaminó al país hacia una economía de mercado, donde todas las empresas, particularmente las no financieras, fueron sometidas a la competencia devenida por los acuerdos comerciales y el desmantelamiento de las protecciones arancelarias y de importaciones.

Junto con la estrategia de privatización de empresas paraestatales, la apertura económica conformó un nuevo panorama empresarial mexicano. Las grandes empresas gubernamentales se volvieron grandes empresas privadas, las cuales a diferencia de un sinnúmero de empresas pequeñas y medianas, lograron sobrevivir para después afirmarse y conformar conglomerados económico-financieros, ya sea por medio de la participación accionara en el capital de las empresas o bancos, o bien por la participación de los directivos de las empresas en las instituciones financieras.

Asimismo, la evolución macroeconómica del país tuvo repercusiones sobre las opciones de financiamiento no solo de las grandes empresas, sino en el conjunto de la economía. Así, medidas como la política de esterilización del banco central, semifijación del tipo de cambio, acompañadas de altas tasas de interés y apertura al exterior conformaron escenarios que habrían de definir las fuentes de financiamiento utilizadas por el aparato productivo nacional. Así, el costo financiero en el exterior se mantuvo relativamente estable hasta antes de 1994; aún más, del diferencial de tasas de interés se constituyó como un aliciente para fondearse en el exterior o contratar deuda denominada en dólares.

Asimismo, las modificaciones al régimen legal acaecidas en el período de estudio, permitieron ensanchar las posibilidades de financiamiento, pero como se verá más adelante, estos beneficios se dieron mayormente para las grandes empresas, quienes contaron con la posibilidad de acceder a los mercados financieros del exterior, así como a los servicios de un sistema financiero nacional que a lo largo del período se enfocó hacia el mercado de capitales, al cual desde su creación sólo pudieron participar aquellas empresas que por el monto de su capital y activos se consideraron como grandes empresas. Las repercusiones de estos cambios sobre el financiamiento de las mismas serán discutidas a detalle en el siguiente capítulo.

### 3.8 Anexo Estadístico

Cuadro 1  
México: Indicadores Macroeconómicos Diversos 1988-1999

Año	Ahorro e Inversión PIB						Tasas de crecimiento			
	Ahorro Interno PIB	Ahorro Externo PIB	Inversión Bruta PIB	Inversión Fija Bruta PIB	Cambio en Inversiones / PIB	Financiamiento de la Inversión Bruta PIB	PIB 1970=100	Consumo Total	Consumo Total Privado	Consumo Total Público
1988	21.3	1.3	22.6	18.5	4	22.6	1.3	NS	NS	NS
1989	20.3	2.6	22.9	17.2	5.7	22.9	4.2	6.56	7.28	2.2
1990	20.3	2.8	23.1	17.9	5.3	23.1	5.07	6	6.43	3.33
1991	18.7	4.7	23.3	18.7	4.7	23.3	4.22	4.78	4.68	5.43
1992	16.6	6.7	23.3	19.6	3.7	23.3	3.63	4.3	4.68	1.85
1993	15.2	5.8	21	18.6	2.4	21	1.95	1.59	1.47	2.4
1994	14.7	7.1	21.7	19.4	2.4	21.7	4.42	4.35	4.58	2.85
1995	19.3	0.5	19.8	16.1	3.7	19.8	-8.17	-8.44	-9.51	-1.32
1996	22.7	0.7	23.3	18	5.3	23.3	5.15	1.8	2.22	-0.73
1997	24	1.9	25.9	19.5	6.4	25.9	6.78	5.9	6.36	2.89
1998	20.6	3.8	24.4	21.3	3.1	24.4	4.81	5.03	5.48	2.15
1999	20.3	2.9	23.24	21.01	2.23	23.2	3.65	3.9	4.33	0.99

Fuente: Elaboración propia con base en datos de Banco de México, [www.banxico.org.mx](http://www.banxico.org.mx)



Cuadro 2

## México: Tasas de Interés, Inflación y Tipo de cambio

AÑO	Tasa de Interés (1)	Tasa de Interés real (2)	Inflación Anual (3)	Tipo de cambio (4)
1988	126.3	74.67	52	2.28
1989	52.7	33.01	20	2.64
1990	44.5	14.59	30	2.95
1991	28.8	10.01	19	3.07
1992	20.9	8.94	12	3.12
1993	24.0	16.00	8	3.11
1994	14.6	7.58	7	5.33
1995	33.7	-18.22	52	7.64
1996	42.4	14.73	28	7.85
1997	25.6	9.84	16	8.10
1998	19.4	0.75	18.61	9.99
1999	29.6	17.28	12.32	9.5

Fuente:

Banxico.

Nota:

1. Cetes a 28 días, rendimiento anual.

2. Obtenido de (1) y (3).

3. Tasa de crecimiento del IPC diciembre a diciembre.

4. Valor en pesos por dólar a fin de mes.

## **Capítulo IV. ANÁLISIS EMPÍRICO DE LAS EMPRESAS BURSÁTILES EN MÉXICO**

### **Introducción**

A partir del análisis teórico antes realizado, se puede deducir que la inversión depende de la rentabilidad esperada (donde influyen de manera preponderante los rendimientos futuros y, en menor medida, los rendimientos actuales) y la tasa de interés. Kalecki resalta como principal determinante a la tasa de ganancia, sin negar la importancia de las variables financieras.

Consecuentemente, los exponentes de la escuela de la demanda efectiva sostienen que el financiamiento bancario y bursátil tiene un papel crucial en la dinamización del crecimiento. Keynes abunda en este aspecto diferenciando entre los créditos de corto y largo plazo, planteando que la disponibilidad de crédito dinamiza la inversión y el fondeo estabiliza el crecimiento.

La revisión de la literatura de los estudios empíricos sobre el financiamiento de la inversión, efectuada en el capítulo segundo, corrobora los planteamientos de Kalecki y Keynes, mostrando la existencia de una marcada tendencia a financiar la inversión con base en recursos propios, seguido de créditos bancarios, relegando a un tercer lugar a los mercados de capital.

Considerando estos resultados y las modificaciones institucionales ocurridas en la economía mexicana en los años ochenta y noventa, nuestra hipótesis es que las grandes empresas mexicanas que cotizan en la bolsa de valores, pese a contar con las mayores posibilidades de acceso al financiamiento, se financian con utilidades retenidas, y acceden a financiamiento externo otorgado por instituciones extranjeras, relegando las fuentes nacionales de financiamiento bancarias y no bancarias.

Desde nuestra perspectiva, el sistema financiero mexicano no ha ofrecido las opciones de financiamiento necesarias, obligando a las empresas a apalancarse en el exterior.

A fin de probar nuestra hipótesis, en este capítulo, se realizará un estudio empírico de las empresas bursátiles, para lo cual se hará una caracterización de éstas, a partir de la cual se

definirá una muestra representativa, para posteriormente analizar su financiamiento desde varias perspectivas: componentes, plazo de los pasivos y por tipo de moneda.

#### **4.1. Caracterización de las Empresas Bursátiles en México**

A continuación se presenta una caracterización de las empresas bursátiles en México, comenzando por la definición de una muestra representativa<sup>1</sup> de las sociedades emisoras con valores cotizados en la Bolsa Mexicana de Valores, para después analizar sus sectores de actividad, comportamiento en ventas y orientación mercantil.

##### **4.1.1 Definición de la Muestra**

Para el desarrollo del estudio empírico de las empresas bursátiles, se obtuvo una muestra de sociedades emisoras con valores cotizados en la Bolsa Mexicana de Valores (B.M.V.), cuya cotización permaneció vigente a lo largo del periodo de 1988 a 1999. Este criterio se adoptó debido a que las emisoras presentan una mejor disponibilidad de datos contables desagregados y homogéneos para todo el periodo de estudio. Sin embargo, el número de empresas que cumplió con ese criterio de selección resultó ser inferior a veinte por lo cual el trabajo se encontraba sesgado de inicio, además que la presentación de la información contable tuvo modificaciones a lo largo del periodo por lo cual no fue posible obtener una base de datos homogénea para las pocas empresas que resultaban de este método de selección.

Por lo anterior, se optó por seleccionar aquellas empresas que cotizaron ininterrumpidamente desde 1992 hasta 1999, obteniéndose una muestra de 50 emisoras, de las cuales, sin embargo, no existió información completa para todas, ya que en algunos casos la información no se encontraba desagregada para ciertos rubros del pasivo, o bien era incompleta para todos los años del periodo.

De esta forma, se procedió a conformar la muestra con aquellas empresas que: (1) cotizaron a lo largo del periodo 1992 a 1999, y (2) presentaron información consistente y homogénea para todos y cada uno de los años del periodo. Con ello, se obtuvo una muestra de 38 empresas, las cuales se agruparon por sectores económicos.

---

<sup>1</sup> Como se verá más adelante, la muestra es representativa en términos del activo, pasivo y capital de las empresas cotizadas en la Bolsa Mexicana de Valores.

El primer sector, denominado "Industria Extractiva", quedó conformado por tres empresas mineras, que son: Camesa, Peñoles y San Luis.

El segundo sector, denominado "Industria de la Transformación" aglutina empresas de diversos giros que van desde la producción de alimentos y bebidas, hasta la fabricación de textiles y vidrio. En este sector quedaron incluidas las siguientes 11 empresas: Contal, Gruma, Femsá, Kimberly Clark, Maseca, Parras, Vitro, Geupec, ICH, Tamsa y Bimbo.

El tercer sector, el de la "Construcción", concentró a las empresas dedicadas a la elaboración de materiales de construcción, así como aquellas que se dedican a dicha actividad. En este grupo se aglutinaron las siguientes empresas: Apasco, Corporación Moctezuma, ICA, Cemex y Ceramic.

El cuarto sector fue denominado "Comercio, Hoteles y Servicios", donde se concentraron las empresas con orientación comercial, así como dos empresas hoteleras y una de servicios varios. Las diez empresas que lo integran son: Campus, Grupo Martí, Nadro, Posadas, Situr, Comerci, Liverpool, Soriana, Walmex (antes Cifra) y Aristos.

El quinto sector está formado por dos empresas representativas del sector "Comunicaciones y Transportes", las cuales son: Transportación Marítima Mexicana (TMM) y Telmex.

El último sector, denominado "Controladoras", aglutina siete corporaciones que constituyen *holdings* de un número importante de empresas en distintos sectores económicos, por ello, son también conocidas como "empresas muy diversificadas". Las integrantes son: Cydsa, Sidek, Gissa, Alfa, Desc, Accelsa y Grupo Carso.

Para efectos del siguiente análisis, al hacer mención a los sectores económicos, hacemos alusión a las empresas que conforman la muestra y que son representativas de un sector económico determinado.

Los datos obtenidos proceden del sistema informativo Reuters, y corresponden al cuarto trimestre de cada año. Las cifras se encuentran expresadas en millones de pesos constantes, deflactados a través del Índice Nacional de Precios al Consumidor base 1993.

#### 4.1.2. Comparación de la Muestra con el Total de la B.M.V. 1992 a 1999

Las empresas de la muestra en su conjunto, tienen una elevada representatividad a nivel del total de las emisoras de la B.M.V., ya que al considerar las variables financieras de activo, pasivo y capital, además de ventas netas, se observa, de acuerdo al cuadro IV.1, que las 38 empresas de la muestra representan en promedio un poco más del 50 por ciento de las emisoras que cotizan en la B.M.V.

**Cuadro IV.1**  
**Muestra de Empresas: Indicadores financieros seleccionados 1992-1999**

Años	Millones de Pesos de 1993							
	Activos Totales BMV	Activos de la Muestra	Pasivos Totales BMV	Pasivos de la Muestra	Capital Contable BMV	Capital Contable de la Muestra	Ventas netas Totales BMV	Ventas Netas de la Muestra
1992	356279.39	207048.82	146061.48	85111.60	210217.91	121937.22	232814.97	129173.58
1993	414700.88	229187.59	171553.15	94668.30	243147.73	134519.29	258696.16	142165.02
1994	736373.51	287789.00	335576.46	125695.32	400797.05	162093.67	399116.37	151832.41
1995	591247.14	292687.59	275010.06	133445.15	316237.08	159242.44	324188.09	155537.82
1996	499948.91	251271.74	227218.91	114582.31	272730.00	136689.42	304269.36	156751.05
1997	516588.08	255819.78	241453.64	121943.62	278762.91	133876.15	322487.44	165043.53
1998	456192.12	261459.34	210492.91	117643.81	245699.21	143815.53	295336.23	177399.75
1999	539643.99	264180.60	246023.56	114801.74	293620.43	146378.86	340141.34	181771.31
Promedio	513871.75	256180.56	231673.77	113486.48	282651.54	142694.07	309628.74	157459.31
Desv. Estandar	116101.20	28260.26	59025.17	16028.54	57932.08	57932.08	50770.27	17386.85
Mediana	508268.49	258639.56	234336.27	116222.77	275746.46	140252.48	313368.40	156144.43
Estructura Porcentual								
1992	100	58.11	100	58.27	100	58.01	100	55.48
1993	100	55.27	100	55.18	100	55.32	100	54.95
1994	100	39.08	100	37.46	100	40.44	100	38.04
1995	100	49.50	100	48.52	100	50.36	100	47.98
1996	100	50.26	100	50.43	100	50.12	100	51.52
1997	100	49.52	100	50.50	100	48.03	100	51.18
1998	100	57.31	100	55.89	100	58.53	100	60.07
1999	100	48.95	100	48.66	100	50.87	100	53.44
Promedio		51.0017309		50.3645895		51.4599385		51.5829033
Desv. Estandar		6.09293398		6.54642182		6.9080764		6.53043087
Mediana		49.8902006		50.4660548		50.6151072		52.4785664

Fuente: Elaboración propia con base en datos de Reuters, Zocalo y B.M.V.

Al considerar los activos totales en 1992, la muestra aglutinó el 58 por ciento de éstos, sin embargo hacia 1999 dicha participación se redujo al 48 por ciento. En el caso de los pasivos, en 1992 éstos representan el 58 por ciento en el total de los mismos, reduciéndose en 1999 a 46 por ciento. El capital contable de la muestra, representó el 58 por ciento del total en 1992, cifra que disminuyó en 1999 para ubicarse en 50 por ciento. Finalmente, el indicador de ventas netas en 1992 alcanzó el 55 por ciento de las ventas realizadas por el total de las emisoras inscritas en bolsa, en tanto que en 1999 ese mismo indicador alcanzó un 53 por ciento con respecto al total.

Debido a lo anterior, podemos concluir que la muestra de empresas tiene un adecuado nivel de representatividad para explicar el comportamiento general de las emisoras de la bolsa.

#### 4.1.3. Participación de las Empresas Bursátiles por Sectores de Actividad

El origen de las grandes empresas es diverso, por lo cual resultan también diversos los sectores económicos en los que participan. El cuadro IV.2 indica la configuración de empresas por tipo de actividad:

Cuadro IV.2  
Muestra de empresas: Clasificación por sector de actividad

Numero de emisoras	Emisora	Razon Social	Actividad Económica
1	AMVISA	GRUPO INDUSTRIAL AMVISA S.A. DE C.V.	Muebles y hogares
2	PEPELDES	INDUSTRIAS PEPELDES S.A. DE C.V.	Muebles y hogares
2	KANILDES	INDUSTRIAS COOPERACION S.A. DE C.V.	Muebles y hogares
4	BIMBO	GRUPO BIMBO S.A. DE C.V.	Elaboración de productos alimenticios
5	COMTAL	GRUPO COMTAL S.A.	Elaboración de productos alimenticios
6	FEMSA	GRUPO ECONOMICO MEXICANO S.A. DE C.V.	Cerveza
7	GEUPEC	GRUPO EMVOTEL-LABORATORIAS S.A. DE C.V.	Cerveza
8	GRUMA	GRUMA S.A. DE C.V.	Elaboración de bebidas
9	ICH	INDUSTRIAS ICH S.A. DE C.V.	Elaboración de textiles
10	EMMEX	COMERCIO INDUSTRIAL MEXICO S.A. DE C.V.	Textiles y pape
11	MASECA	GRUPO INDUSTRIAL MASECA S.A. DE C.V.	Elaboración de productos alimenticios
12	PARRAS	COMPAÑIA INDUSTRIAL DE PARRAS S.A. DE C.V.	Textiles y pape
13	AMVISA	TUBOS DE ACERO DE MEXICO S.A.	Elaboración de meta
14	VITRO	VITRO S.A. DE C.V.	Industria vidriera
15	CEMEX	CEMEX S.A. DE C.V.	Industria cementera
16	PERAMIC	INTERNACIONAL DE SEMAMORA S.A. DE C.V.	Elaboración de cerámica para construcción
17	APASCO	COMERCIALIZADORA APASCO S.A. DE C.V.	Industria cementera
18	APASCO	APASCO S.A. DE C.V.	Industria cementera
19	ICA	EMPRESA LASO S.A. CONTROLADORA S.A. DE C.V.	Comercio
20	CONTECO	CONTECO ANDRA COMERCIAL MEXICANA S.A. DE C.V.	Comercio de valores y otros
21	CAMPUS	CAMPUS S.A. DE C.V.	Comercio de valores y otros
22	QUABIT	GRUPO MART S.A.	Comercio de valores y otros
23	LABOR	EL LABORATORIO LABOR S.A. DE C.V.	Comercio de valores y otros
24	LABOR	LABOR S.A. DE C.V.	Comercio de valores y otros
25	WALMEX	WALMEX MEXICANA S.A. DE C.V.	Comercio de valores y otros
26	WALMEX	WALMEX MEXICO S.A. DE C.V.	Comercio de valores y otros
27	PREPARAS	GRUPO PARRAS S.A. DE C.V.	Industria
28	STIUB	GRUPO STIUB S.A. DE C.V.	Industria
29	ABEYTES	COMERCIALIZADORA ABEYTES S.A. DE C.V.	Industria
30	CEMEX	CEMEX S.A. DE C.V. DE C.V.	Industria
31	IMMEX	TRANSACCIONES MARITIMAS MEXICANA S.A. DE C.V.	Industria
32	ACCIFA	ACCIFA S.A. DE C.V.	Industria
33	ALFA	ALFA S.A. DE C.V.	Industria
34	INDREASA	INDREASA S.A. DE C.V.	Industria
35	INDREASA	INDREASA S.A. DE C.V.	Industria
36	INDREASA	INDREASA S.A. DE C.V.	Industria
37	INDREASA	INDREASA S.A. DE C.V.	Industria
38	INDREASA	INDREASA S.A. DE C.V.	Industria

Fuente: Elaboración propia con base en datos de la BMV

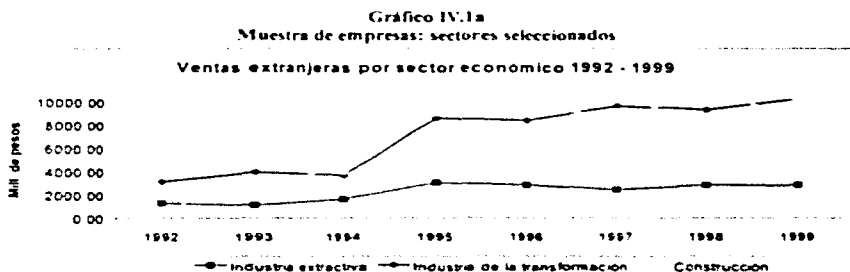
Los sectores en los que las grandes empresas tienen una presencia predominante corresponden a actividades tradicionales productoras de bienes de consumo (Gruma, Bimbo, etc.) o de insumos como bebidas no alcohólicas y cerveza (Geupec y Femsa), vidrio (Vitro), acero (ICH), textiles (Parras), agroindustrias (Maseca), cemento (Cemex, Apasco y

Corporación Moctezuma), celulosa y papel (Kimberly Clark), entre otros. Cabe mencionar que dentro de las empresas que están perfectamente integradas se encuentra Grupo Bimbo, la cual tiene una integración vertical ya que produce parte de sus insumos como el trigo, produce los bienes finales y los distribuye.

Con la política de privatización, fueron abiertas nuevas áreas para la participación de las empresas, ampliándose los sectores que contaron con grandes empresas, como por ejemplo el de las telecomunicaciones. Asimismo, debe mencionarse que en este rubro las empresas nacionales se asociaron con las grandes transnacionales con la finalidad de sobrevivir a la férrea competencia que se efectúa en estos sectores. Dentro de nuestra muestra, Telmex, quien posee un significativo poder de mercado dentro del sector de comunicaciones, es ilustrativo del mencionado fenómeno.

#### 4.1.4. Comportamiento en Ventas y Orientación Mercantil

Debido a un mercado interno constantemente deprimido y a la apertura del sector productivo nacional al mercado externo, muchas empresas se convirtieron en exportadoras al encontrar en los mercados extranjeros nichos para sus productos. El indicador de ventas en moneda extranjera para los primeros tres sectores económicos tuvo un comportamiento ascendente a lo largo de todo el periodo. Véase la grafica IV.1a.



Fuente: Elaboración propia con base en datos de Reuters, Zócalo.

Particularmente, los datos al cuarto trimestre de 1994 permiten apreciar el impacto de la devaluación cambiaria, el cual fue similarmente benéfico para los tres sectores,



incrementándose en todos los casos sus ventas al exterior, presentando menor dinamismo la industria extractiva. Cabe mencionar que el comportamiento de la industria de la transformación y construcción es simétrico a lo largo del periodo de estudio

Las ventas extranjeras de los sectores restantes se comportan de manera dispar. Las empresas controladoras vieron aumentadas sus ventas en más de cien por ciento entre los años de 1994 y 1995. Contrariamente, las empresas comerciales, de hoteles y servicios, durante el periodo, no se vieron beneficiadas por el efecto devaluatorio y mantuvieron la misma tasa de ventas a lo largo del mismo. Ver gráfica IV.1b.

Gráfico IV.1b  
Muestra de empresas: sectores seleccionados  
Ventas extranjeras por sector económico 1992 - 1999



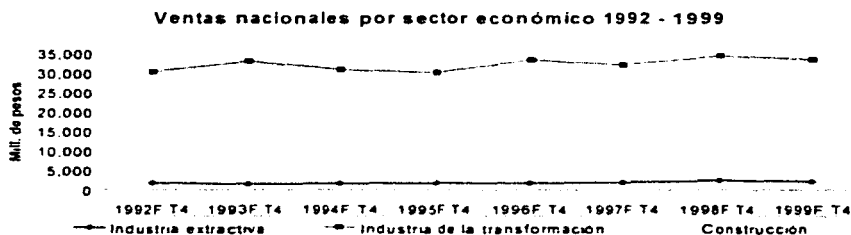
Fuente: Elaboración propia con base en datos de Reuters. Zócalo.

Lo anterior se concluye a partir de la cercanía a cero del coeficiente de ventas extranjeras sobre ventas netas de estas empresas, lo cual es indicativo de la orientación que tienen sus productos hacia el mercado interno. Por otra parte, las ventas de las empresas controladoras, así como las de comunicaciones y transportes vieron reducido el monto de sus ventas después de 1995, siendo de particular atención el comportamiento de éstas últimas ya en 1998 el nivel de ventas al exterior fue inferior al de 1992.

Por otra parte, las ventas internas de los primeros tres sectores permanecen relativamente estables a lo largo del periodo. La industria de la construcción resintió los estragos de la crisis de 1995, sin lograr recuperar los niveles de ventas de 1992, dirigiéndose parte de su producción al exterior. Específicamente, empresas como Cemex, Apasco y Ceramic incrementaron sus exportaciones.

La industria extractiva mantuvo su tasa de crecimiento en ventas nacionales, pero como se expuso anteriormente, incrementó sus ventas al exterior luego de 1994. Véase gráfico IV.2a. Por su parte, la industria de la transformación se mantuvo en un rango de 30 a 33 millones de pesos anuales y, después de 1994, también incrementó sus ventas al exterior.

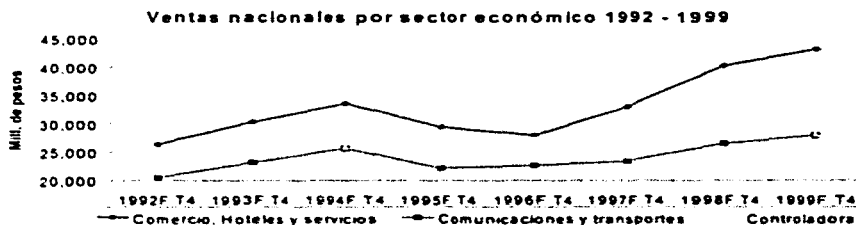
Gráfico IV.2a  
Muestra de empresas: sectores seleccionados



Fuente: Elaboración propia con base en datos del cuadro 1A

Las ventas de los restantes tres sectores presentan la misma tendencia cíclica, la cual implicó un incremento sostenido en los años anteriores a la crisis, y un descenso entre 1994 y 1995, para posteriormente recuperarse en 1996. Cabe mencionar que las empresas controladoras resintieron menos el fenómeno de aquellos años y sus ventas sólo se desaceleraron para recuperarse en 1995 y mantener una tasa similar hacia el final del periodo. Véase gráfico IV.2b.

Gráfico IV.2b  
Muestra de empresas: sectores seleccionados



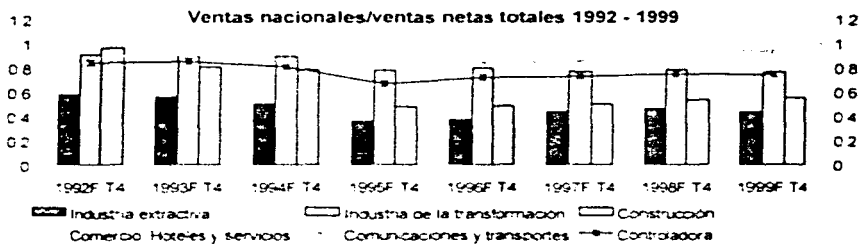
Fuente: Elaboración propia con base en datos del cuadro 1A

Contrario a lo anterior, las empresas pertenecientes al sector de Comercio, hoteles y servicios registraron un repunte muy significativo después de 1996, lo cual es indicativo del dinamismo que adquirieron los sectores terciarios en la economía luego de la crisis de 1994.

Para medir la importancia de los mercados interno y externo de las grandes empresas, así como la capacidad de adaptación de las mismas ante cambios macroeconómicos (v.g. la devaluación de 1994), se construyó un coeficiente que mide la participación de las ventas al exterior como proporción de las ventas totales. Los resultados se muestran en el gráfico IV.3a, donde se aglutina a los seis sectores en estudio. Cuando el coeficiente de ventas extranjeras resulta mayor a 0.5, ello quiere decir que la participación de las ventas al exterior es mayor a la participación correspondiente de ventas nacionales en el total de las ventas netas. Por el contrario, si dicho índice resulta inferior a 0.5, ello significa que la empresa o sector atiende principalmente al mercado interno.

Para una mejor apreciación de la orientación de cada una de las empresas de nuestra muestra, véase el cuadro 1A dentro del Anexo 1.

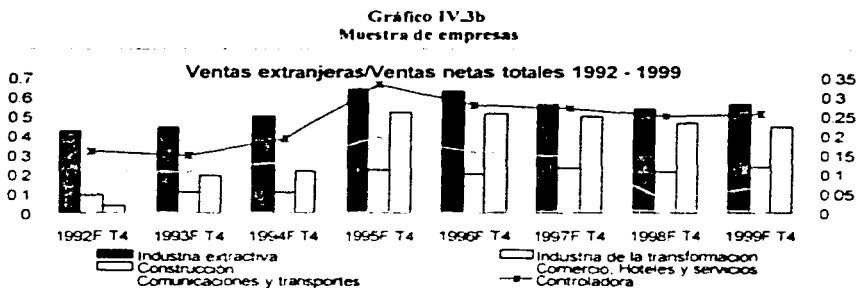
Gráfico IV.3a  
Muestra de empresas: sectores seleccionados



Fuente: Elaboración propia con base en datos del cuadro 1A.

Las empresas que enfocaron su atención hacia los mercados del exterior a lo largo del periodo fueron las extractivas, cuyo coeficiente fue superior a 0.5 en 1994, manteniéndose en dicho dígito por el resto del periodo. Asimismo, la industria de la construcción se ubicó

por encima de 0.5 en los años 1995, 1996 y 1997, para regresar al mercado interno en 1998 y 1999.



Fuente: Elaboración propia con base en datos del cuadro 1A

El resto de los sectores, salvo el de Comercio, Hoteles y Servicios, quien presenta un coeficiente igual a cero, incrementaron su presencia en los mercados externos, ya que sus coeficientes se acercaron a 0.5, pero se mantuvieron inferiores a éste, lo cual es indicativo de la orientación nacional que tienen sus productos.

El coeficiente ventas extranjeras a ventas netas es disímil al interior de las empresas de la muestra, aunque en el agregado se encontró que las empresas atienden al sector interno principalmente. Se contabilizaron 7 empresas cuyo coeficiente resultó mayor a 0.5 para la mayor parte de los años del periodo. Peñoles y San Luis tienen una clara definición exportadora, así como Cemex, Ceramic y Accelsa. El resto de las empresas atienden primordialmente al mercado interno aunque también exportan una parte importante de su producción. De manera característica el sector extractivo contiene a las empresas exportadoras de la muestra, mientras que el sector de la Construcción dirigió su oferta de bienes y servicios hacia el mercado externo de forma estacional durante la crisis de mediados de los noventa.

Existen algunas empresas cuyo dinamismo y fortaleza les ha permitido expandirse hacia los mercados del exterior, convirtiéndose no sólo en exportadoras de bienes y servicios, sino de capital. Este grupo de empresas ha venido realizando a lo largo de la década de los años

ochenta una serie de inversiones directas en el exterior, creando nuevas empresas o bien adquiriendo empresas existentes, efectuando fusiones y alianzas estratégicas. El resultado es la existencia de un gran número de filiales que obedecen a estrategias de posicionamiento ya que atienden mercados específicos en diversas latitudes. Cemex y Vitro son ejemplos de este tipo de empresas.

En conclusión, las reformas estructurales emprendidas en México desde inicio de los años ochenta generaron nuevas estructuras de mercado, las cuales si bien fueron pensadas con la finalidad de crear un nuevo patrón de libre competencia, menor intervención estatal y apertura con el exterior, en la práctica fomentaron la creación de grupos económicos y grandes empresas, dando origen o consolidando mercados oligopólicos. Lo anterior, por una parte, se debió a la predación de empresas grandes, nacionales y extranjeras, sobre otras de menor tamaño; y por otra, debido a los esquemas de privatización que engendraron grandes empresas privadas.

De esta forma, las grandes empresas han entrado en procesos de profundas transformaciones en materia de organización, estrategia e inversión, con la finalidad de adaptarse a las nuevas condiciones de mercado que plantearon las políticas de inicio de los años ochenta. Si bien existieron algunos sectores, especialmente el de comunicaciones, que recibieron un mayor apoyo por parte de las políticas públicas en el sentido de obtener aperturas más paulatinas o rezagadas con respecto a otros sectores (Telmex), existen también empresas grandes que fueron sometidas a fuertes procesos de competencia, mismas que en ocasiones perdieron su posicionamiento en el mercado (Dina, Argos), y otras que mantuvieron su mercado prácticamente cautivo como en el caso de Moderna.

Hacia finales de los años noventa se registraron tomas de control por parte de empresas transnacionales, particularmente en el sector financiero. Así también, existen empresas que resolvieron su posicionamiento en sus respectivos mercados por medio de alianzas con otras empresas nacionales y extranjeras, e inclusive algunas como el caso de Cemex y Carso han aumentado su presencia en los mercados externos.

La dinámica económica actual asegura la permanente competencia al interior de los sectores que atienden las grandes empresas, los requerimientos de financiamiento por ende

seguirán siendo vigentes y previsiblemente mayores. Los años venideros constituirán, sin lugar a duda, un verdadero enigma en torno al futuro de nuestro objeto de estudio; como afirman Garrido y Péres en torno a los grandes grupos industriales latinoamericanos, éstos "...se ven confrontados al siguiente dilema: desarrollar cambios en sus estrategias, modos de organización y de producción, de financiamiento, comercialización y de ubicación en los mercados mundiales, para asumir la competencia de carácter global, o por el contrario mejorar su posición actual para aumentar el valor de mercado de sus empresas con el fin de venderlas a la competencia extranjera al mejor precio posible aprovechando las eventuales coyunturas de sobrevaluación de la moneda nacional en sus países..."<sup>46</sup>

---

<sup>46</sup> Garrido Celso y Peres Wilson Op. Cit, p. 35

## 4.2. El Financiamiento de las Empresas Bursátiles en México

En este apartado se estudiará el financiamiento de las empresas, para lo cual dividiremos las fuentes de recursos en: ingresos o recursos propios, financiamiento bancario y bursátil, y emisión de capital.<sup>47</sup> Asimismo, se efectuará el análisis de la composición de los pasivos de corto y largo plazo, diferenciándolos por tipo de moneda.

El análisis se hará con base en la siguiente estructura: (1) Una exposición de los recursos totales obtenidos por las empresas considerando las tres fuentes de financiamiento, que incluye, la reinversión de utilidades, deuda y aumentos de capital; (2) un análisis del financiamiento interno mediante la reinversión de utilidades, seguido de las mediciones de deuda, para posteriormente presentar el financiamiento accionario; (3) determinación del nivel de apalancamiento de las empresas; (4) el análisis de la composición de los pasivos corto y largo plazo, y; (5) se distingue el endeudamiento por denominación monetaria.

Con la finalidad de poder comparar los montos obtenidos por medio de las distintas fuentes de financiamiento, y encontrar un significado económico a las variables, se presentan los datos en flujos como proporciones de participación en el financiamiento del flujo del activo total.

Para efectos del presente trabajo, se optó por estudiar el financiamiento del activo total, ya que los coeficientes utilizados con base en este indicador mostraron ser más parsimoniosos.<sup>48</sup>

Conviene aclarar que el activo total es la suma de los activos circulantes, diferidos y de largo plazo. Consideramos que el financiamiento del activo total responde a los intereses del presente trabajo ya que al interior de la muestra se encuentran empresas cuyo giro implica un peso significativo de los activos circulantes en el activo total, como en las empresas comerciales donde el coeficiente activos de corto plazo/activo total es superior al 30 por ciento, en tanto que la participación de los activos de largo plazo equivalen al uno

---

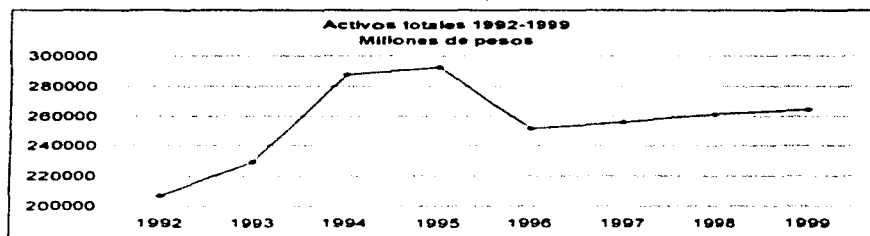
<sup>47</sup> Dentro y fuera de los mercados de valores

<sup>48</sup> Se realizaron ejercicios para determinar cuál sería la variable más significativa para contrastar el financiamiento. Se estudiaron el activo fijo, activo de largo plazo, la inversión neta fija e inversión bruta fija, esta última con base en la definición de Mendoza (2001).

por ciento del activo total. Asimismo, el peso de los activos diferidos en el activo total tiende a ser mayor al 50 por ciento para todas las empresas. Por estas razones, el destino o aplicación de los fondos obtenidos por el financiamiento variará de una empresa a otra, dependiendo el giro y dinámica de la misma.<sup>49</sup> Por ello, mediante el financiamiento del activo total es posible obtener resultados comparables al interior de los sectores.

La evolución de los activos totales de la muestra se presenta en el gráfico IV.4.

Gráfico IV.4  
Muestra de empresas



Fuente: Elaboración propia con base en datos de Reuters, Zocalo.  
Nota: datos en stocks.

Se aprecia con claridad que hasta antes de 1995 los activos de las empresas venían acrecentándose de manera significativa. Un año más tarde se aprecia el efecto de la crisis, donde se registra una importante caída que duraría tan solo ese año, ya que a partir de éste se inicia de nueva cuenta una trayectoria ascendente, aunque con mucho menor celeridad que con antelación a 1995.

#### 4.2.1. Recursos Totales

Entendemos por recursos totales a la sumatoria de los flujos constituidos por la reinversión de utilidades,<sup>50</sup> aumentos de deuda<sup>51</sup> y aumentos de capital,<sup>52</sup> los cuales son susceptibles de financiar una empresa.

<sup>49</sup> Por ejemplo, una empresa extractiva puede invertir grandes cantidades en mantener su volumen de producción, o bien, empresas comerciales como Walmart tienen en inventarios casi la totalidad de sus activos ya que su giro no requiere de grandes instalaciones y su operación diaria (ventas al menudeo) es muy dinámica.

<sup>50</sup> Para el cálculo de los montos que las empresas reinvierten año con año, se utilizó la definición de Mendoza, restándole además el rubro "pago de dividendos". Véase Mendoza, Gabriel, 2001 *Liquidity Constraints on*



Como se expuso en el capítulo primero, Kalecki argumenta que las empresas prefieren financiarse mediante fondos internos (ahorro empresarial) debido a la presencia del riesgo creciente. De esta forma, los recursos internos determinarán a los fondos externos (bancarios) y la emisión de capital. Posteriormente han existido otras formalizaciones al planteamiento kaleckiano, las cuales se han denominado Hipótesis de la Jerarquización del Financiamiento.<sup>53</sup> (HJF) [Myers 1983].<sup>54</sup>

Como puede verse en el cuadro IV.3, el monto de recursos más importante de la muestra proviene de la reinversión de utilidades, seguida de la contratación de deuda, relegándose la emisión de capital al último lugar. Cabe señalar que los datos contenidos en la cuadro IV.3 corresponden al promedio del periodo.

**Cuadro IV.3**  
**Muestra de empresas: Recursos Totales, valores medios del periodo 1992-1999**

Sector	Reinversión de Utilidades/Recursos totales	Deuda/Recursos Totales	Aumentos de capital/Recursos totales
Industria extractiva	86	15	-1
Industria de la transformación	99	-17	18
Construcción	132	-20	-12
Comercio, Hoteles y servicios	58	34	7
Comunicaciones y transportes	101	0	-1
Controladora	86	9	6
<b>Total Muestra</b>	<b>92</b>	<b>5</b>	<b>3</b>

Fuente: Elaboración propia con base en datos de Reuters, Zocalo.

De esta forma, constatamos que al interior de las empresas de la muestra la jerarquía del financiamiento expuesta por Kalecki,<sup>55</sup> se cumple cabalmente. De hecho, el peso que tiene el autofinanciamiento al interior de la muestra resulta muy significativo, lo cual es

*Investment, A Study of Non-Financial Enterprises in Mexico 1990-1998*. Tesis Doctorado, New School University.

<sup>53</sup> Aumentos en los pasivos totales.

<sup>54</sup> Se refiere al rubro del estado de cambios de la situación financiera denominado "Aumentos de capital"

<sup>55</sup> La hipótesis supone que las fuentes de financiamiento no son sustitutas perfectas entre sí, y por tal motivo los fondos externos no sustituyen al financiamiento interno, y viceversa, tal como lo afirma la teoría neoclásica de la inversión. Así también, afirma que el financiamiento interno es preferido sobre cualquier otra fuente de financiamiento ya que el mismo le permite a las empresas contar con un mayor grado de autonomía y libertad. Le sigue la contratación de deuda, la cual es preferida sobre la emisión de capital ya que a diferencia de esta última, los créditos no implican el arribo de nuevos accionistas o la dilución del control de los accionistas mayoritarios de las sociedades.

<sup>56</sup> Myers, Stewart 1983, "The Capital Structure Puzzle" en *Journal of Finance*, Vol. XXXIX, No. 3, Julio de 1984, pp. 575-592

<sup>57</sup> Recuérdese que Myers expone la misma noción en 1983.

explicable por el dinamismo exportador de las empresas de la muestra. Cabe señalar que el peso de la reinversión de utilidades en el total de los recursos es 19 veces mayor al de la deuda, y 30 veces mayor que la emisión de capital. Un caso especial es el sector de la transformación, donde, en promedio, el peso de la emisión de capital es mayor al de la deuda. Aunque la jerarquía del financiamiento se cumple para la muestra, la participación del endeudamiento, así como de la emisión de capital resulta muy similar al interior de la misma.

#### 4.2.1.a. Financiamiento interno: Reinversión de Utilidades

Con respecto a la definición presentada de reinversión de utilidades, cabe aclarar que se le ha definido como el cálculo de flujos de caja generados por la operación de la empresa, los cuales son iguales a la suma del ingreso o resultado neto del ejercicio, más la depreciación para el año fiscal correspondiente. A la definición anterior propuesta por Mendoza (2001) le fue restado también el rubro de "pago de dividendos", de manera que nuestra medición resumiera los recursos que pueden ser susceptibles de reinversión.

Como proporción del activo total se obtuvieron los resultados expresados en el cuadro IV.4:

Cuadro IV.4  
Muestra de empresas:

	Reinversión de Utilidades/Activo Total									
	Porcentajes									
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	Promedio	Mediana	Desv. Estándar
Industria extractiva	41.6	9.2	145.1	-291.7	132.2	228.7	-143.3	17.4	41.6	180.8
Industria de la transformación	165.8	-172.0	49.4	-80.4	-1372.6	738.7	3073.7	457.5	49.4	1634.8
Construcción	303.6	23.8	1977.1	102.4	-424.2	-491.0	2005.8	3049.2	23.8	7546.1
Comercio, hoteles y servicios	50.9	20.3	-47.5	-45.6	117.0	310.2	225.8	90.2	50.9	135.2
Comunicaciones y transportes	168.0	77.5	-108.2	-176.9	-1407.8	5052.0	1435.5	136.6	77.5	3076.4
Contructores	234.0	9.2	176.8	-70.4	107.4	258.7	1839.0	493.4	234.0	4976.8
Total Muestra	145.7	44.7	622.7	-48.4	925.3	857.6	1735.5	622.4	622.7	547.2

Fuente: Elaboración propia con base en datos de Reuters, Zocalo

Se encontró que, en promedio, las empresas hicieron uso de la reinversión de utilidades a lo largo del periodo, al pasar del 145 al 622 por ciento como proporción del activo total, alcanzando su máximo en 1999. Esto es indicativo que el nivel de utilidades fue suficiente para el pago de dividendos y financiar la inversión total de las empresas. Particularmente, la industria de la construcción financia sus activos a través de este mecanismo, pese a que

entre 1996 a 1998 los flujos reinvertidos fueron negativos, indicando así la dificultad de las empresas de este sector para superar la crisis de 1995. Asimismo, 1996 fue un año significativo ya que el flujo de recursos reinvertidos fue negativo para todos los sectores, lo cual se explica por la disminución de las utilidades en el período posterior a la crisis.

Los otros dos sectores que cuentan con importantes montos susceptibles de reinversión son las controladoras y la industria de la transformación. Ésta última registra una recuperación a partir de 1998, alcanzando su máximo en 1999 en un claro reflejo de la recuperación del sector.

#### 4.2.1b. Deuda

En promedio, la razón de deuda a activos totales de la muestra se ubicó en 40 por ciento para todo el período. Debe recordarse que entre 1991 y 1994 los créditos otorgados por la banca comercial fluyeron en gran medida hacia los agentes privados, incluidas las grandes empresas, aunque como se verá más adelante, las empresas de la muestra contrataron altos porcentajes de sus pasivos en moneda extranjera, afectando fuertemente la devaluación sobre sus niveles de endeudamiento.

Cuadro IV.5  
Muestra de empresas: Razón de Deuda a Activo 1992-1999

	Deuda Activo Total									
	Porcentajes									
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	Promedio	Mediana	Desv. Estánd.
Industria extractiva	149.3	75.8	19.7	74.6	95.2	58.6	53.3	75.2	74.6	38.7
Industria de la transformación	44.1	45.9	55.7	77.8	314.4	79.9	-710.1	56.2	55.7	145.1
Construcción	23.7	63.9	88.3	56.6	80.5	52.3	-8995.1	-854.8	63.9	2445.4
Comercio, Hoteles y servicios	39.6	71.4	-63.4	37.1	48.8	-320.6	31.8	-22.2	37.1	132.9
Comunicaciones y transportes	49.3	18.0	65.1	33.1	-3070.2	40.8	53.1	-256.7	40.8	767.6
Controladoras	70.0	64.3	165.7	30.8	128.8	-45.1	-187.6	23.7	30.8	112.7
<b>Total Muestra</b>	<b>43.2</b>	<b>52.9</b>	<b>158.2</b>	<b>45.5</b>	<b>151.9</b>	<b>-75.2</b>	<b>-104.4</b>	<b>40.1</b>	<b>45.5</b>	<b>95.8</b>

Fuente: Elaboración propia con base en datos de Reuters, Zocalo

A partir del cuadro IV.5, se advierte que los sectores Construcción, Comunicaciones y Transportes, así como Comercio Hoteles y Servicios muestran en promedio una razón negativa de deuda a activos a lo largo del período, lo cual indica que el endeudamiento de estos sectores se reduce de manera importante con respecto al incremento en los activos. Particular atención merece el sector Comunicaciones y Transportes, quien en 1997 registra una tasa de apalancamiento negativa de 2070 por ciento, lo que significa que la

disminución de pasivos fue mayor al crecimiento de los activos. En ese mismo sentido, en 1999, el sector de la Construcción tuvo una fuerte reducción en este indicador. Pese a lo anterior, sólo a partir de 1997 los pasivos medidos en flujos comienzan a disminuir, ello significa que las empresas empezaron a pagar más de lo que obtenían por préstamo.

Por otra parte, los estados financieros de las empresas, no indican los mercados en los cuales se efectúan las colocaciones de deuda. Según estudios de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, se han registrado 55 emisiones de instrumentos de deuda, tanto en Eurobonos como en Eurodólares. Particular atención merece el hecho que del número citado de emisiones, aproximadamente el 70 por ciento se encuentra colocada en la Bolsa de Valores de Luxemburgo, muy probablemente debido a facilidades fiscales. La Bolsa de valores de Nueva York le sigue en importancia, donde se encuentran listadas 5 emisiones de deuda. Véase Anexo 1, cuadro 3A.

#### 4.2.1.c. Emisión de Capital

Los recursos obtenidos por las empresas por concepto de emisiones accionarias se registran contablemente dentro del Estado de Cambios en la Situación Financiera, en el rubro de "incrementos en el capital social", presentándose a través de flujos anuales. Es necesario aclarar que los aumentos en el capital social de una empresa pueden corresponder a una emisión accionaria o a la capitalización de obligaciones.<sup>46</sup> Asimismo, los decrementos en el mismo se pueden deber a la intervención del fondo de recompra de la emisora.<sup>47</sup>

En general, encontramos que durante el periodo observado, las emisiones en el mercado nacional han sido escasas, véase el cuadro IV.6. Para evaluar la importancia relativa del financiamiento accionario, calculamos su participación en los aumentos del activo total, de manera que pudiese ser comparado con el financiamiento interno y externo (deuda).

---

<sup>46</sup> Existen instrumentos financieros denominados obligaciones convertibles en acciones, las cuales se emiten originalmente como instrumentos de deuda, los cuales pueden convertirse en participaciones de capital que pueden ser ejercidas por el tenedor.

<sup>47</sup> Las emisoras pueden, según el artículo 14 Bis fracción I de la LMFV, adquirir las acciones representativas de su capital social, siempre que la compra se realice con cargo al capital social y, en su caso, a una reserva proveniente de las utilidades netas, denominada reserva para la adquisición de acciones propias. Los recursos que pueden destinarse a este fin no pueden exceder el saldo total de las utilidades netas de la sociedad.

**Cuadro IV.6**  
**México: emisiones en bolsa 1990-1999**

Año	Número de emisiones totales (primarias y secundarias) en la BMV
1990	1
1991	14
1992	8
1993	14
1994	17
1995	1
1996	14
1997	1
1998	0
1999	6

Fuente: Elaboración propia con base en datos de Morgan Stanley y BMV.

Las emisoras de la muestra efectuaron incrementos poco significativos en el capital social. Tal como puede apreciarse en el cuadro IV.7, la emisión accionaria no ha sido una fuente de financiamiento muy utilizada. Los datos muestran que después de que las empresas acceden al mercado de capitales, no son proclives a utilizarlo como fuente de financiamiento debido al elevado costo de recaudación de capital, sobre todo al tomarse en cuenta la pérdida de flexibilidad para el administrador y la dilución de la propiedad para los accionistas controladores. Más bien, la tendencia parece ser contraria, teniendo los fondos de recompra una participación activa. Los aumentos en el capital social como proporción del activo total, en promedio, resultaron negativos y, por ende, inferiores a la participación que las otras fuentes tienen en la estructura de financiamiento, esto quiere decir que una porción muy reducida de los activos totales se encuentra financiada mediante la emisión accionaria.

**Cuadro IV.7**  
**Muestra de empresas: Razón de Incrementos de Capital a Activo 1993-1999**

	Emisión de capital Activo Total							Promedio	Mediana	Desv. Estánd.
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999			
Industria extractiva	-2.0	1.5	1.6	17.0	9.0	8.5	3.4	5.6	3.4	6.4
Industria de la transformación	22.3	-31.8	0.9	-36.9	-1.4	87.1	832.2	122.9	0.9	310.2
Construcción	0.0	1.7	-0.7	-1.5	82.4	63.9	127.7	36.1	1.7	52.4
Comercio, hoteles y servicios	16.1	13.1	0.0	0.1	30.1	-221.3	-97.8	-36.2	0.1	90.9
Comunicaciones y transportes	0.0	0.4	1.2	1.2	20.5	-51.7	-31.7	-8.6	0.4	24.4
Contratadora	98.5	5.0	12.3	-6.4	-36.6	-8.9	-40.9	-1.3	-6.4	36.8
<b>Tota Muestra</b>	<b>14.8</b>	<b>5.6</b>	<b>7.1</b>	<b>-8.7</b>	<b>0.3</b>	<b>-41.0</b>	<b>3.3</b>	<b>-2.6</b>	<b>3.3</b>	<b>18.4</b>

Fuente: Elaboración propia con base en datos de Reuters, Zocalo.

De manera singular, en 1993 se registró la mayor participación del financiamiento accionario en los aumentos del activo total. Entre 1996 y 1998 se registraron flujos negativos, sin embargo, en 1997, la razón aumentos de capital sobre activo total resultó positiva, aunque no muy diferente de cero (0.3 por ciento). Ello significa que en los años posteriores a la crisis, las empresas prácticamente no accedieron al financiamiento accionario, tanto dentro como fuera del país. Inclusive, se presenta una acentuada participación de los fondos de recompra de las emisoras hacia finales de la década de los noventa.

Los primeros tres sectores financian de manera regular sus incrementos en el activo total por medio de emisiones de capital. Particularmente, la industria de la transformación realiza importantes emisiones en los años 1993, 1998 y 1999, de las cuales, una gran parte del capital fue colocado en mercados del exterior.

A diferencia de los sectores anteriores, los tres restantes presentan razones negativas. El sector Comunicaciones y Transportes sólo efectúa una emisión significativa en 1997 y, posteriormente, registra flujos negativos, lo cual, se explica por la intervención de los fondos de recompra. Así, las empresas controladoras emiten un monto significativo en 1993, continúan con flujos positivos hasta 1995, y a partir de 1996 la emisión de capital tiene participaciones negativas en el financiamiento del crecimiento del activo total.

Cabe señalar que los estados financieros, en el rubro "aumentos en el capital social" contienen los montos respecto a la emisión accionaria de las sociedades, sin precisar éstas fueron efectuadas en el mercado nacional o en el extranjero. Con la finalidad de establecer la importancia de la emisión en el extranjero para las empresas de la muestra, se presenta el cuadro 4a, dentro del anexo 1.

Cabe señalar que las emisiones accionarias en el exterior primordialmente han estado a cargo de empresas de reciente expansión, tal como lo señala el cuadro 5A del Anexo 1. Particularmente, empresas como Sidek, Dese y San Luis tienen porcentajes muy significativos de capital colocado en el exterior; y Telmex, quien representa

aproximadamente el 25 por ciento del valor total de capitalización de la Bolsa Mexicana de Valores, registra un 80 por ciento de su capital colocado en el exterior.<sup>58</sup>

A nivel general, entre 1991 al 2000, se han registrado 36 inscripciones en la sección especial de valores del RNV,<sup>59</sup> correspondientes a empresas de los sectores comercial, industrial y de servicios; asimismo, en ese lapso, se han registrado tres grupos financieros. Mediante el esquema de certificados de participación ordinaria CPOs, se han inscrito 11 empresas. Véase el cuadro 5A en el Anexo 1.

#### 4.2.1.d. Síntesis de Resultados

Como se puede apreciar en el cuadro IV.8, que recoge los resultados del análisis antes realizado, encontramos que la primera fuente de financiamiento del activo total fue la reinversión de utilidades, relegando al segundo lugar al financiamiento vía deuda. Por último, la participación de los aumentos de capital en el financiamiento del activo total resultó en promedio negativa, confirmándose plenamente la hipótesis sostenida al principio del presente capítulo.

**Cuadro IV.8**  
Muestra de empresas: Participación de las fuentes de financiamiento en el Activo Total 1992-1999  
Valores medios del período. Porcentajes

	Industria Extractiva	Industria de la Transformación	Construcción	Comercio, Hoteles y Servicios	Comunicaciones y Transportes	Controladoras	Total
Reinversión de utilidades/ Activo Total	17.4	457.5	3049.2	90.2	139.6	466.4	622.4
Deuda/ Activo Total	75.2	58.2	-894.8	-22.2	-258.7	23.7	40.1
Aumento de capital/ Activo Total	5.6	122.9	39.1	-36.2	-8.6	-1.3	-2.6

Fuente: Elaboración propia con base en datos de Reuters, Zocalo

#### 4.2.2. Apalancamiento

Cuando una empresa realiza el pago de sus activos mediante algún tipo de financiamiento, se dice que la empresa está haciendo uso del apalancamiento financiero.

<sup>58</sup> Fuente: Comisión Nacional Bancaria y de Valores.

<sup>59</sup> La Sección Especial de Valores del Registro Nacional de Valores es donde se lleva el asiento de los valores emitidos por emisoras nacionales, los cuales cotizarán en bolsas de valores del exterior.

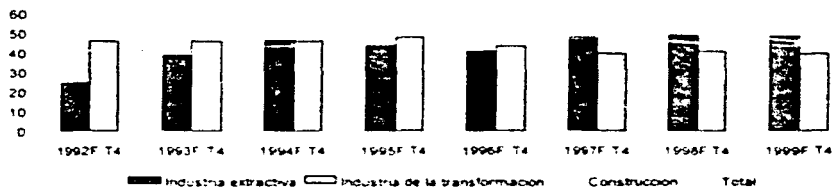
Para efectuar la medición del nivel de endeudamiento de los sectores económicos y estudiar su evolución en el tiempo, se calcularon las razones financieras de deuda (pasivo total sobre activo total).

La razón de deuda mide la proporción de los activos totales de una empresa que está financiada con deuda. A menos que se señale lo contrario, el término deuda abarca tanto a los pasivos de corto como de largo plazo.

En el gráfico IV.4a se aprecia que el sector de la Construcción fue el más apalancado. Lo anterior puede ser explicado por la elevada participación del capital de trabajo en los costos totales, aunque, debe llamarse la atención que su nivel de endeudamiento se mantuvo relativamente estable a lo largo de todo el periodo, registrando un pequeño descenso de poco menos del 5 por ciento con respecto al valor de 1992. Recuérdese que, como se vio en la sección anterior, esta industria es el sector que más reinvierte utilidades, lo cual indica la dinámica de la misma, en tanto que es capaz de generar recursos a corto plazo y, a la vez, mantener elevados niveles de endeudamiento.

En general, el apalancamiento de la muestra se mantuvo estable alrededor del 40 y 50 por ciento del activo total. Esto quiere decir que entre 40 y 50 por ciento de los activos de las empresas se encuentran financiados por acreedores externos. Por su parte, las empresas extractivas incrementaron su nivel de endeudamiento de manera importante entre 1992 a 1994, creciendo en cien por ciento la proporción de deuda a activos totales.

Gráfico IV.5a  
Muestra de empresas: sectores seleccionados  
Apalancamiento de la muestra 1992-1999

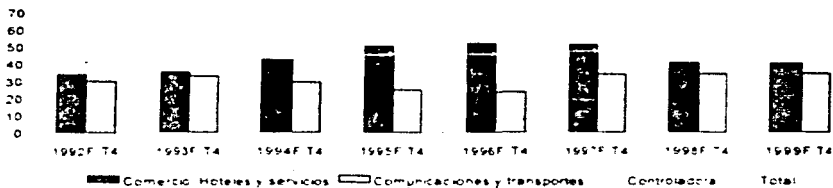


Fuente: Elaboración propia con base en datos de Reuters, Zocalo.



Las empresas de comercio, hoteles y servicios, así como las controladoras incrementaron sus razones de deuda a partir de 1994, para presentar un comportamiento simétrico entre sí (véase Gráfico IV.4b). En cambio el sector Comunicaciones y Transportes redujo significativamente su endeudamiento a partir de 1994 para elevarse en 1997 y mantenerse estable hacia el final de periodo. Como se vio anteriormente, en los años posteriores a la crisis, estas empresas aumentaron el monto de recursos reinvertidos, particularmente en 1995.

**Gráfico IV.5b**  
**Muestra de empresas: sectores seleccionados**  
**Apalancamiento de la muestra 1992-1999**



Fuente: Elaboración propia con base en datos de Reuters, Zocalo

Resulta también notorio el proceso de endeudamiento en que incurren las controladoras a partir de 1993, ubicándose, inclusive, por encima de los niveles de apalancamiento de la industria de la construcción. Sintómicamente, las empresas de estos sectores presentaron un grave deterioro en el periodo posterior a la crisis de 1994, ya que en promedio el 55 por ciento de sus activos se encontraba financiado mediante deuda, y sólo hasta 1998 lograron disminuir sus razones de deuda, aunque nunca por debajo del promedio de las demás empresas.

### **4.3. Estructura de los Pasivos de Corto y Largo Plazo de las Empresas Bursátiles**

Recordemos que Keynes señalaba la existencia de dos condiciones para llevar a cabo una decisión de inversión: En primer lugar, la existencia de suficiente financiamiento de corto plazo bajo condiciones favorables para el inversionista; y en segundo lugar, que el inversionista tenga la posibilidad de llevar sus obligaciones de corto plazo hacia un tiempo más largo, también bajo condiciones que le sean satisfactorias. Esto significa que la decisión del empresario requiere acceso al crédito y a la posibilidad de empatar el mismo con las utilidades generadas por la inversión.

Las empresas normalmente utilizan una combinación de créditos de corto y largo plazo para financiar sus activos. Un préstamo de corto plazo se puede utilizar para financiar una operación de inversión sólo cuando ésta genera los flujos líquidos con la suficiente celeridad para efectuar el pago de las amortizaciones del crédito; o bien, cuando existe la posibilidad de acceder a fuentes de fondeo para trasladar los compromisos de corto a largo plazo. Por estas razones, se subdivide el análisis en financiamiento de corto y largo plazo. Cabe subrayar que en esta parte del trabajo los datos se presentan en stocks debido a que se analizan las participaciones o pesos de los rubros en el total de los pasivos.

#### **4.3.1. La Estructura de Pasivos de Corto Plazo.**

Para efectos de este apartado, se estudian determinadas cuentas del rubro de pasivo circulante, las cuales, representan las obligaciones de la empresa provenientes de diversas fuentes cuyo período de amortización es inferior a un año. Los pasivos de corto plazo se dividen en préstamos de proveedores, créditos bancarios, créditos bursátiles y otros créditos.

Para una apreciación gráfica de la evolución histórica de cada uno de los rubros, véase el Anexo 2, las cifras se encuentran contenidas en el cuadro IV.9.

Cuadro IV.9

## MUESTRA DE EMPRESAS: PARTICIPACIÓN DE CRÉDITOS DE PROVEEDORES, BANCARIOS, BURSÁTILES Y OTROS CRÉDITOS EN EL PASIVO TOTAL DE CORTO PLAZO 1992-1999

	1992 T4				1993 T4				1994 T4				1995 T4				media periodo	media periodo
	Prov Pcp	Cban Pcp	Cburs Pcp	Op/P cp	Prov Pcp	Cban Pcp	Cburs Pcp	Op/P cp	Prov Pcp	Cban Pcp	Cburs Pcp	Op/P cp	Prov Pcp	Cban Pcp	Cburs Pcp	Op/P cp		
Institución	20	54	4	23	20	54	0	26	21	61	0	17	22	53	0	25		
Ind. Transform.	27	41	9	24	27	38	11	24	27	38	11	24	22	41	14	23		
Construcción	11	39	14	35	10	32	18	39	11	26	26	37	12	26	26	36		
Comercio, Hoteles y servicios	62	5	5	28	67	6	4	23	51	15	14	21	29	18	34	19		
Comunic. y transportes	22	8	0	70	24	6	3	67	23	14	0	63	2	46	0	52		
Controladora	14	56	11	18	20	43	12	24	16	51	13	20	13	49	19	19		
Total	24	36	9	29	29	30	10	31	24	35	13	28	17	38	20	25		

	1996 T4				1997 T4				1998 T4				1999 T4				media periodo	media periodo
	Prov Pcp	Cban Pcp	Cburs Pcp	Op/P cp	Prov Pcp	Cban Pcp	Cburs Pcp	Op/P cp	Prov Pcp	Cban Pcp	Cburs Pcp	Op/P cp	Prov Pcp	Cban Pcp	Cburs Pcp	Op/P cp		
Institución	31	46	0	23	27	49	0	24	29	50	0	21	31	48	0	22	24.6	25
Ind. Transform.	27	42	16	15	36	29	11	23	35	35	14	17	41	28	10	21	29.8	27
Construcción	15	35	1	59	18	35	9	36	17	32	1	50	19	29	0	52	14.0	15
Comercio, Hoteles y servicios	42	29	19	10	61	5	5	28	59	6	5	30	63	7	4	25	52.5	59
Comunic. y transportes	2	27	4	67	2	57	0	41	1	50	2	46	2	19	18	61	4.6	2
Controladora	13	49	17	20	24	35	13	28	21	44	8	28	23	39	11	26	17.6	19
Total	21	35	13	27	29	33	8	31	27	34	6	33	30	27	9	35	24.6	25

Nota: Prov Pcp = Proveedores Pasivo de corto plazo  
 Cban Pcp = Créditos bancarios/Pasivo de corto plazo  
 Cburs Pcp = Créditos bursátiles/Pasivo de corto plazo  
 Op/Pcp = Otros pasivos/Pasivo de corto plazo

Fuente: Elaboración propia con base en datos de Reuters, Zocalo

Nota\*: La sumatoria de los porcentajes pueden ser diferente de 100 debido al redondeo de cifras.

## 4.3.1.a. Financiamiento de Proveedores

El financiamiento otorgado por proveedores es mejor conocido como "crédito comercial", y tiene lugar cuando el proveedor entrega la mercancía a la empresa que lo solicitó, señalando éste un lapso específico para la liquidación. Dependiendo del giro de la empresa, los créditos otorgados por proveedores pueden ser la fuente más importante de financiamiento de corto plazo. Por esta razón las empresas comerciales son las que mayor uso hacen de este recurso. En particular, las empresas más pequeñas son las que se apoyan en el crédito comercial para financiar sus operaciones, puesto que a menudo no encuentran condiciones de acceso a fondos bancarios u otros acreedores en los mercados financieros. El funcionamiento de este tipo de créditos se sujeta únicamente al escrutinio del proveedor, ya que al aceptar la mercancía entregada por éste, la empresa se compromete a pagar el

monto adeudado de acuerdo con las condiciones de ventas incluidas en la factura. Los asientos contables analizados dentro del rubro proveedores incluyen: documentos e intereses por pagar, conociéndose a este rubro bajo el nombre de "cuentas por pagar".

Como se aprecia en el cuadro IV.9, en general, las empresas de la muestra han incrementado el uso de estos créditos desde 1995, desplazando al financiamiento bancario, convirtiéndose en una importante fuente de recursos. Particularmente, 1999 el monto de estos créditos resultó mayor al correspondiente de créditos bancarios. En promedio, su peso en el total de pasivos de corto plazo fue igual a 25 por ciento, aunque existen sectores como el de Comercio Hoteles y Servicios, el cual al estar integrado en su mayoría por empresas comerciales (v.g. Liverpool) presentan una vinculación directa con el público consumidor y con los proveedores, lo cual explica que éstos representaron el 54% del pasivo de corto plazo. Asimismo, la industria de la transformación, aumentó el uso de los créditos mercantiles después de la contracción crediticia de 1995.

En cambio, después de 1994, el sector Comunicaciones y Transportes no volvió a utilizar estos créditos, ya que como se verá más adelante, accedió al endeudamiento bancario de corto plazo y en menor medida al bursátil. Véase Anexo 2.

Podría esperarse que el sector controlador tuviese una elevada proclividad a este tipo de créditos, debido a las relaciones productivas que establece con las empresas sobre las cuales ejerce el control. Sin embargo, esto no es así, inclusive se ubicó por debajo del promedio de la muestra, lo cual se explica por la dependencia que tienen estas empresas de los créditos bancarios.

#### **4.3.1.b. Créditos Bancarios**

Los créditos bancarios de corto plazo son utilizados por las empresas de manera primordial para cubrir faltantes en sus operaciones cotidianas, o bien, si existen expectativas respecto a obtener fuentes de fondeo; asimismo, estos créditos pueden usarse para iniciar proyectos de inversión. Como se vio en el capítulo primero, el propio Keynes señalaba la importancia de las instituciones bancarias en el financiamiento. Una de las razones por las cuales las empresas acuden a las instituciones de crédito en busca de financiamiento de corto plazo es

a fin de satisfacer las necesidades estacionales de fondos de las empresas, entre los que se encuentra el financiamiento a la acumulación de inventarios y de las cuentas por cobrar.<sup>60</sup> Los créditos bancarios contenidos en este rubro son generalmente otorgados mediante la firma de pagarés.<sup>61</sup>

Como puede verse en el cuadro IV.9, en promedio, los créditos bancarios ocuparon el primer lugar en importancia en el financiamiento de corto plazo (34%), lo cual indica el importante papel que tienen los bancos para la liquidación de obligaciones corrientes, los cuales, sin embargo, mantuvieron una tendencia a la baja desde 1996.

Por su parte, la industria extractiva, es la que más acudió a este tipo de financiamiento, aunque a partir de 1994, redujo su proclividad al endeudamiento bancario. Cabe recordar que en los años 1995 y 1996 las tasas de interés internas se elevaron considerablemente y estas empresas, caracterizadas por su orientación exportadora, hicieron un mayor uso de la reinversión de las utilidades, las cuales, debido al efecto devaluatorio crecieron como resultado del aumento en las ventas.

Las empresas controladoras también usaron de manera considerable el financiamiento bancario de corto plazo, aunque hacia el final del periodo se presenta una reducción, y un correspondiente aumento en los créditos de proveedores.

La industria de la transformación prácticamente permaneció sin cambios, sólo registró un descenso en 1997, explicado por una marcada tendencia a la reducción del apalancamiento total. Véase Anexo 2.

Las empresas de la Construcción, de Comercio Hoteles y Servicios, así como las de Comunicaciones y transportes no acudieron en primera instancia al crédito bancario de corto plazo; en su lugar, demandaron créditos mercantiles y otros créditos. Sin embargo, a partir de 1994, el endeudamiento bancario se elevó significativamente para las empresas de Comunicaciones y Transportes, lo cual indica que en el periodo posterior a la crisis debieron hacer uso del crédito en el exterior para cubrir los costos que les generó el

---

<sup>60</sup> Moyer Charles, McGugan James y Kretlow William, *Administración Financiera Contemporánea*, Ed. Thompson, pp. 853, México 1998

estancamiento de sus ventas internas. La acumulación de cuentas por cobrar y los costos que ello implica, se reflejan en el sector comercial, donde la proporción de pasivos bancarios en el financiamiento de corto plazo se duplicó en el lapso 1994 - 1996 para después descender de manera acentuada, lo cual, es un claro indicio del aumento en el nivel de liquidez de estas empresas.

En general, los niveles de endeudamiento bancario de corto plazo son similares antes y después de la crisis de 1994.

#### 4.3.1.c. Créditos Bursátiles

Se entiende por créditos bursátiles al financiamiento obtenido por la empresa a través del mercado de valores, mediante la emisión de pagarés y papel comercial.<sup>62</sup> Para efectos contables, se ubican también dentro de este rubro los pagarés a mediano plazo y la porción circulante de obligaciones emitidas por la empresa; esto quiere decir que dentro del rubro de créditos bursátiles se incluyen las porciones de deuda bursátil cuya amortización corresponde al año de que se trate.

Pese a la disímil composición del financiamiento entre los sectores, resalta la creciente utilización de estos instrumentos entre 1992 y 1995, la cual se redujo a partir de 1996. Los créditos bursátiles resultaron ser, en importancia, la última fuente de financiamiento de corto plazo de las empresas de la muestra, participando con el 11 por ciento en el total de los recursos de corto plazo.

En comparación a los otros sectores, las empresas que utilizaron en mayor proporción dichos recursos fueron las controladoras (13%), aunque, también, esta fuente de financiamiento se encontró en último lugar.

---

<sup>61</sup> Su duración puede ir de 30 días a 1 año.

<sup>62</sup> El papel comercial consiste en pagarés a corto plazo sin garantía, los cuales con antelación a la emisión deben ser calificados por instituciones calificadoras de valores. Se trata de un instrumento emitido a descuento, liquidable al vencimiento.

Como puede verse en el Cuadro IV.9, la industria extractiva casi no hizo uso de este recurso, en tanto que la industria de la transformación utilizó estos créditos de manera constante.

Resulta notorio el abandono que adquirieron estos instrumentos a partir de 1996 por parte de la industria de la construcción, debido al mayor uso de otros créditos. El mismo descenso se presentó para las empresas comerciales, quienes no volvieron a hacer uso del recurso bursátil.

Los últimos tres sectores presentaron, a partir de 1996, una disminución en el uso de estos créditos y sólo las empresas de comunicaciones y transportes realizaron emisiones de corto plazo en 1999.

En general, la utilización de los créditos bursátiles se reduce a partir de 1995.

#### 4.3.1.d. Otros Créditos

En el corto plazo, el rubro otros créditos incluye aquellas obligaciones que la empresa contrata por otras fuentes distintas de las bancarias, bursátiles o de proveedores, no especificando su origen. Debe llamarse la atención que el plazo de estos créditos es menor a un año.

La importancia de este rubro resultó enorme dentro de los pasivos de corto plazo (29%). Incluso, a raíz de la crisis, su participación se incrementó sostenidamente para llegar a ser el rubro más importante del pasivo de corto plazo, lo cual es indicativo del origen no bancario de este tipo de créditos.

El sector de Comunicaciones y Transportes, así como la industria de la Construcción fueron los sectores que hicieron un mayor uso de estos recursos, ubicándose siempre por encima del promedio de la muestra. Los sectores Extractivo, de la Transformación, Comercio Hoteles y Servicios, así como las Controladoras hicieron uso de estos recursos en proporciones muy similares con respecto a sus pasivos de corto plazo (21%).

#### 4.3.1.e. Síntesis de Resultados

En el cuadro IV.10, se sintetizan los resultados obtenidos en cuanto a la composición del pasivo de corto plazo, encontrando que los créditos bancarios ocuparon el primer lugar en importancia en el financiamiento de corto plazo (34%), siguiendo otros créditos<sup>63</sup> (29%), los cuales, después de un incremento sostenido a partir de 1995 se consolidaron como el rubro más importante del pasivo de corto plazo. Los préstamos de proveedores (25%) se convirtieron en una importante fuente de financiamiento, registrando en 1999 un monto mayor al correspondiente de créditos bancarios. Por último, se encontraron los créditos bursátiles, los cuales, representaron el 11 por ciento del pasivo de corto plazo, teniendo desde 1996 una marcada tendencia a la baja.

**Cuadro IV.10**  
**Participación de los Créditos de Proveedores, Bancarios, Bursátiles y Otros Créditos**  
**en el Pasivo Total de Corto Plazo 1992-1999**  
**Valores medios del período, Porcentajes**

	Industria Extractiva	Industria de la Transformación	Construcción	Comercio, Hoteles y Servicios	Comunicaciones y Transportes	Controladoras	Total
Proveedores /Financ de corto plazo	24 99	30 40	14 38	54 19	9 75	18 03	25.29
Financ Bancario/ Financ de corto plazo	51 80	36 49	30 67	11 37	28 55	45 90	34.13
Financ bursátil/ Financ de corto plazo	47	11 98	11 79	11 36	3 37	13 05	11.06
Otros créditos/ Financ de corto plazo	22 72	21 11	43 14	23 06	58.31	23.00	29 99

Fuente: Elaboración propia con base en datos de Reuters, Zocalo.

<sup>63</sup> Como se expuso anteriormente, el origen de estos últimos no es claro, aunque puede corresponder a préstamos otorgados por arrendadoras, autofinanciamientos, u otras figuras diversas.



### 4.3.2. La Estructura del Financiamiento de Largo Plazo

Los pasivos de largo plazo, contablemente son aquellos cuyo vencimiento es mayor a un año, donde se incluyen asientos similares a los de pasivo circulante, incluido el residual de "otros créditos". Específicamente, está integrado por: créditos bancarios, créditos bursátiles y otros créditos.

Para una apreciación gráfica de la evolución histórica de cada uno de los rubros, véase el Anexo 3. Las cifras se encuentran contenidas en el cuadro IV.11.

**Cuadro IV.11**  
**MUESTRA DE EMPRESAS: PARTICIPACIÓN DE CRÉDITOS BANCARIOS, BURSÁTILES Y OTROS CRÉDITOS EN EL PASIVO TOTAL DE LARGO PLAZO 1992-1999**

	1992F T4			1993F T4			1994F T4			1995F T4			mediana periodo	mediana periodo
	C.ban/ P.Ip	C.burs/ P.Ip	O.c/ P.Ip	C.ban/ P.Ip	C.burs/ P.Ip	O.c/ P.Ip	C.ban/ P.Ip	C.burs/ P.Ip	O.c/ P.Ip	C.ban/ P.Ip	C.burs/ P.Ip	O.c/ P.Ip		
Industria extractiva	44	48	8	99	0	1	98	0	2	97	0	3		
Ind. Transform.	78	10	12	75	10	16	75	10	16	69	9	22		
Construcción	34	3	63	38	8	53	23	18	58	29	13	58		
Comercio, Hoteles y servicios	69	16	15	51	39	9	65	24	12	52	28	20		
Comunic. y transportes	33	7	60	45	4	51	42	2	55	99	1	0		
Controladoras	62	35	3	53	44	3	69	27	4	56	39	5		
<b>Total</b>	<b>55</b>	<b>12</b>	<b>33</b>	<b>56</b>	<b>17</b>	<b>27</b>	<b>52</b>	<b>16</b>	<b>33</b>	<b>58</b>	<b>16</b>	<b>26</b>		

	1996F T4			1997F T4			1998F T4			1999F T4			mediana periodo	mediana periodo
	C.ban/ P.Ip	C.burs/ P.Ip	O.c/ P.Ip	C.ban/ P.Ip	C.burs/ P.Ip	O.c/ P.Ip	C.ban/ P.Ip	C.burs/ P.Ip	O.c/ P.Ip	C.ban/ P.Ip	C.burs/ P.Ip	O.c/ P.Ip		
Industria extractiva	95	0	5	98	0	2	100	0	0	100	0	0	89	98
Ind. Transform.	86	13	1	91	9	1	91	8	0	91	8	1	82	82
Construcción	40	14	46	38	12	50	53	11	36	57	10	33	38	38
Comercio, Hoteles y servicios	32	37	31	75	24	1	74	24	2	67	30	2	59	66
Comunic. y transportes	100	0	0	100	0	0	57	43	0	45	55	0	60	51
Controladoras	54	43	3	68	30	2	73	25	2	77	21	2	63	65
<b>Total</b>	<b>62</b>	<b>19</b>	<b>18</b>	<b>70</b>	<b>16</b>	<b>14</b>	<b>71</b>	<b>20</b>	<b>9</b>	<b>71</b>	<b>21</b>	<b>9</b>	<b>61</b>	<b>60</b>

Nota: C.ban/ P.Ip= Créditos bancarios Pasivo de largo plazo  
 C.burs/ P.Ip= Créditos bursátiles Pasivo de largo plazo  
 O.c/ P.Ip= Otros créditos Pasivo de largo plazo

Fuente: Elaboración propia con base en datos de Reuters. Zúñiga

Nota\*: La sumatoria de los porcentajes pueden ser diferente de 100 debido al redondeo de cifras

#### 4.3.2.a. Créditos Bancarios

A diferencia de los créditos bancarios de corto plazo, que son usados básicamente para financiar los incrementos temporales del activo circulante, tales como inventarios y cuentas por pagar, el financiamiento bancario de largo plazo es utilizado para financiar el activo o inversión fija de una empresa, además de la parte más estable del activo circulante (capital de trabajo): La gestión de estos créditos suele tener un costo menor que la emisión accionaria o de obligaciones, inclusive, el tiempo empleado en conseguir los recursos es inferior, por lo cual no sería inusual que las grandes empresas busquen estos recursos mientras se gestionan otras fuentes de financiamiento con la finalidad de no detener la inversión programada, en el entendido que lo recaudado con una emisión accionaria, reintegra el préstamo bancario.<sup>14</sup>

En el agregado, encontramos que en la estructura del pasivo de largo plazo, el financiamiento bancario ocupó el primer lugar (67%), mismo que continuó creciendo para mantener una tendencia al alza desde 1994. Véase cuadro IV.11.

La industria que más hace uso de estos recursos es la Extractiva, quien posteriormente a 1992, aumentó su endeudamiento en más de un 100 por ciento. Esto significa que a pesar de la contracción crediticia resultante de la crisis de 1994, estas empresas lograron asirse de créditos bancarios, quizá en su mayor parte para refinanciar deudas anteriores ante el incremento de las tasas de interés internas; de hecho, la mayor parte de los créditos contratados en este periodo se registró en el exterior.

En 1993 resulta significativo el aumento del endeudamiento bancario, mismo que permaneció constante el resto del periodo. La industria de la Transformación elevó su nivel de endeudamiento bancario en 1996 para pasar a un nivel superior al 90 por ciento y mantenerse así durante la segunda mitad de los noventa. Los sectores de Comercio Hoteles y Servicios, las Controladoras, así como las empresas de Comunicaciones y Transportes presentan una utilización similar de estos créditos (alrededor del 60%). Véase Anexo 3.

<sup>14</sup> Suárez, Andrés, "Decisiones óptimas de inversión y financiación en la empresa". Ed. Pirámide, pp. 950. Madrid 1996.

Otro de los aspectos relevantes encontrados es el rápido endeudamiento bancario que adquirió el sector de Comunicaciones y Transportes, el cual se incrementó en más de dos veces en 1995, manteniéndose estable los siguientes tres años para regresar a niveles logrados con antelación a la crisis.

Las empresas que menos hicieron uso del recurso bancario del sector de la Construcción, quienes, como se verá más adelante, utilizaron principalmente "otros créditos".

#### 4.3.2.b. Créditos Bursátiles

Los asientos contables representativos de este rubro son "obligaciones" y "pagarés de mediano plazo", los cuales son emitidos a través de la bolsa de valores por medio de una o varias casas de bolsa. Cabe señalar que así como las acciones representan una participación en el capital de una empresa, las obligaciones representan una parte alicuota de una deuda. Se trata de un valor que representa una parte de un crédito concedido a una empresa, de manera que los tenedores de obligaciones se constituyen acreedores de la sociedad de la cual detentan los títulos.

La emisión de obligaciones y pagarés de largo y mediano plazo fue el tercer rubro más importante en el pasivo de largo plazo (17%). En general de acuerdo al cuadro IV.11, los créditos bursátiles resultaron ser una fuente estable de recursos, ya que su volumen no tuvo grandes variaciones, lo cual indica que una parte constante de las necesidades de inversión se financió de esta forma.

Los créditos bursátiles permanecieron relativamente estables para los primeros tres sectores. La industria extractiva realizó emisiones bursátiles en 1992 y no volvió a registrar ninguna el resto del periodo. Los otros dos sectores alcanzaron su máximo en 1996, el cual, sin embargo, se ubicó tan solo tres puntos porcentuales por encima del promedio registrado en el periodo. Véase Anexo 3.

Los restantes tres sectores hicieron un mayor uso de los recursos bursátiles, ya que su participación en el total del financiamiento de largo plazo resultó más significativa. El

sector de Comunicaciones y Transportes merece particular atención, ya que en 1998 y 1999 obtuvo recursos por un monto equivalente a los registrados por la vía bancaria.

Las empresas controladoras, así como, las comerciales, hoteleras y de servicios utilizaron recursos bursátiles por encima del promedio de la muestra. De hecho, mantuvieron la misma tendencia, con incrementos y decrementos en magnitudes similares para los mismos años, lo cual habla acerca de la adopción de las mismas estrategias empresariales.

Podría esperarse que los sectores que requieren de grandes cantidades de recursos como el de la Construcción y la Industria Extractiva hicieran uso de estos financiamientos, pero en el primer caso los montos fueron inferiores al promedio, y en el segundo caso no existió *de facto* financiamiento bursátil.

#### 4.3.2.c. Otros Créditos

El rubro otros créditos incluye aquellas obligaciones que la empresa contrata por otras fuentes distintas de las bancarias o bursátiles, cuyo origen no está especificado. Contablemente incluye préstamos con y sin costo para las empresas; sin embargo el monto de préstamos sin costo resultó casi siempre igual a cero para todas las empresas. Debe llamarse la atención que el plazo de estos créditos es mayor a un año.

Estos créditos ocuparon, después del financiamiento bancario, el segundo lugar en magnitud dentro del pasivo de largo plazo, al registrar una participación del 21%. Como se ha mencionado con anterioridad, este asiento residual aglutina los créditos no bancarios ni bursátiles, lo cual nos hace suponer que los elementos contenidos aquí corresponden a fuentes alternativas de crédito, cuya utilización descendió a partir de 1996, de manera que este rubro ha venido perdiendo importancia, en sentido inverso a la mayor utilización de créditos bancarios.

De acuerdo con el Cuadro IV.11, las empresas que más hicieron uso de estos recursos fueron las de la Construcción, ya que prácticamente tuvieron un peso de 50% en el total del pasivo de largo plazo, aunque se observó una tendencia a la reducción a partir de 1996. Las empresas de este sector utilizaron estos créditos previsiblemente debido a que su

orientación no bancaria los constituye como una fuente de recursos disponible en tiempos de contracción crediticia.

En la industria Extractiva, la participación de estos créditos resultó muy poco significativa y no presentó variaciones importantes a lo largo del periodo. La industria de la Transformación dejó de usar estos créditos desde 1996, cuando la tendencia general de la muestra se dirigió hacia una mayor participación de los mismos en el financiamiento total de largo plazo. El caso más significativo fue la industria de la Construcción, quien en 1992, obtuvo por esta vía el 60 por ciento de su financiamiento de largo plazo. Posteriormente registró un descenso, que fue suplido con créditos bancarios, sin embargo, hacia 1999, el monto de recursos obtenidos por ese sector se mantuvo en el orden del 33 por ciento, véase el Anexo 3.

Los restantes tres sectores también presentaron tendencias a la baja en la utilización de estos créditos. Lo anterior se explica por dos razones: La primera es que otras fuentes de financiamiento se presentaron como mejores opciones, y la segunda es que hacia los mismos años en los cuales se presentó un descenso en la utilización de otros créditos, se hizo uso de una mayor utilización de recursos propios.

El único sector que presentó un incremento en la utilización de estos recursos fue el de Comercio, Hoteles y Servicios (1996), pero al igual que los demás sectores decreció al año siguiente. La caída más significativa le correspondió a las empresas de Comunicaciones y Transportes, quienes luego de registrar una utilización de estos recursos por cantidades que representaron entre un 50 y 60 por ciento del financiamiento de largo plazo, abandonaron en 1995 esa fuente de financiamiento. La explicación a esto se encuentra en una mayor contratación de deuda bancaria en 1995, 1996 y 1997, siendo acompañada en los años subsiguientes por endeudamiento bursátil. También se presume que existió una reclasificación contable de los rubros que integran el asiento "otros créditos", razón por la cual, la suma del mismo desaparece de un año para otro.

Las controladoras por su parte, mantuvieron cercana a cero la participación de estos créditos en el total del financiamiento de largo plazo, ya que como se vio con anterioridad, estas empresas dependieron mayormente del financiamiento bancario.

#### 4.3.2.d. Síntesis de Resultados

En el cuadro IV.12, se sintetizan los resultados obtenidos en cuanto a la composición del pasivo de largo plazo. Se encontró que los créditos bancarios ocuparon, al igual que en el corto plazo, el primer lugar en importancia en el financiamiento de largo plazo (67%), siguiendo el rubro de otros créditos<sup>65</sup> (21%), los cuales, desde 1994, presentaron un descenso sostenido disminuyendo su participación hasta llegar al 9% en 1999, por lo cual se presentó un cambio en la composición del financiamiento. Los créditos bursátiles se constituyeron como el tercer rubro más importante del pasivo de largo plazo (17%), y fueron identificados como un rubro relativamente estable a lo largo del periodo de estudio.

**Cuadro IV.12**  
**Muestra de Empresas: Participación de los Créditos Bancarios, Bursátiles**  
**y Otros Créditos en el Pasivo Total de largo Plazo 1992-1999**  
**Valores medios del Periodo, Porcentajes**

	Industria Extractiva	Industria de la Transformación	Construcción	Comercio, Hoteles y Servicios	Comunicaciones y Transportes	Controladoras	Total Muestra
Financ Bancario/ Financ de largo plazo	91.25	82.98	39.32	61.84	65.84	64.93	67.06
Financ bursátil/ Financ de largo plazo	5.97	9.61	11.06	27.59	14.17	33.12	17.10
Otros créditos/ Financ de largo plazo	2.77	8.41	49.61	11.56	20.73	2.94	21.07

Fuente: Elaboración propia con base en datos de Reuters. Zócalo.

<sup>65</sup> Como se expuso anteriormente, el origen de estos últimos no es claro, aunque puede corresponder a préstamos otorgados por arrendadoras, autofinanciamientos, u otras figuras diversas.

### 4.3.3. Pasivos de Corto Plazo en Moneda Extranjera y en Moneda Nacional

Estos pasivos expresan el endeudamiento de las empresas por denominación monetaria. Debido a la imposibilidad de detectar todas las subcuentas que integran el rubro "pasivo en moneda extranjera", se asume (1) que la totalidad del pasivo ha sido contratado en el exterior;<sup>66</sup> y (2), que la totalidad del rubro "pasivo en moneda nacional" ha sido contratado en el interior del país.<sup>67</sup> Su importancia radica en que muestran el acceso de las grandes empresas a mercados financieros y acreedores del exterior, y la medida en que este financiamiento sustituye al financiamiento proveído por el sistema financiero nacional, particularmente en las etapas de estabilidad macroeconómica. La sumatoria de ambos rubros es equivalente al total del pasivo circulante, por lo cual son indicativos de los montos en los cuales la empresa se financia en el corto plazo con deuda contratada en moneda nacional<sup>68</sup> o extranjera.

Cuadro IV.13

Muestra de Empresas Estables de Pasivo de Corto Plazo según moneda nacional y extranjera 1980-1985

	Porcentaje																					
	1980		1981		1982		1983		1984		1985		Promedio		Mediana		Des. Est.					
	Extr.	Nac.	Extr.	Nac.	Extr.	Nac.	Extr.	Nac.	Extr.	Nac.	Extr.	Nac.	Extr.	Nac.	Extr.	Nac.	Extr.	Nac.				
Ind. extractiva	70	30	75	24	82	18	75	25	72	28	68	32	73	27	74	26	74	26	44	44		
Ind. Transform.	47	53	49	51	49	51	65	35	54	46	55	45	58	42	52	48	54	46	53	47	56	56
Construcción	59	41	61	39	67	33	73	27	71	29	73	27	69	31	70	30	68	32	69	31	54	54
Comercio																						
Hoteles y servicios	12	88	16	84	20	81	52	48	55	44	56	44	56	44	55	45	55	45	53	47	17.9	17.8
Comunic. y transportes	32	68	36	64	42	58	52	48	36	64	59	41	49	51	50	50	41	59	39	61	12.5	12.5
Corredorías	70	30	62	38	59	41	72	28	65	34	53	47	53	47	47	53	60	40	61	39	8.9	8.9
Total	52	48	49	51	51	49	65	35	59	41	50	50	50	50	41	59	52	48	50	50	7.2	7.2

Nota: P m e / P c = pasivo en moneda extranjera / pasivo circulante

P m n / P c = Pasivo en moneda nacional / pasivo circulante

Fuente: Elaboración propia con base en datos de Reuters.

Con base en el cuadro IV.13, es posible determinar que en promedio las empresas de la muestra financiaron sus activos circulantes con montos similares de pasivos en moneda

<sup>66</sup> Existe la posibilidad que una parte del pasivo en moneda extranjera haya sido contratado mediante un crédito interno denominado en moneda extranjera.

<sup>67</sup> El pasivo en moneda extranjera de corto plazo integra (a) los pasivos de exigibilidad inmediata, (b) la parte corriente de los pasivos a plazo, y (c) la parte pagadera o corriente de los títulos o bonos emitidos en el exterior. Todos los rubros son pagaderos en moneda extranjera.

<sup>68</sup> Evidentemente, los pasivos de corto plazo denominados en moneda nacional tendrán un comportamiento "de espejo" con respecto a los denominados en moneda extranjera, esto debido a que sumados dan lugar al pasivo circulante.

nacional (46%) y moneda extranjera (54%), a partir de lo cual resaltaron dos aspectos: (1) el tipo de empresas que acuden mayormente al financiamiento en moneda extranjera, y (2) la evolución de la composición al interior del periodo.

En torno al primer aspecto, en promedio las empresas extractivas (74%), de la construcción (68%), así como las controladoras (60%) acudieron marcadamente al financiamiento externo. La industria de la transformación lo hizo de manera equilibrada (54%) y el sector comunicaciones y transportes presentó una menor cantidad de pasivos de corto plazo en moneda extranjera (25%). En general se registró un aumento de aproximadamente el 10 por ciento en los pasivos extranjeros en 1995, pero la mayoría de las empresas regresaron en 1996 al nivel de 1994.

En torno al segundo, hacia 1995 existe un marcado aumento en el monto de deuda de corto plazo contratada en moneda extranjera, con el correspondiente descenso del denominado en moneda nacional. Particular atención merece el caso de las empresas comerciales, hoteleras y de servicios, ya que éstas tenían pactado en 1994, el 20% de sus compromisos en moneda extranjera, y tan solo un año más tarde ampliaron ese monto al 52 por ciento. Esto se explica principalmente por el efecto que tuvo la devaluación sobre los pasivos en divisas, ya que sus compromisos se elevaron en el mismo sentido que el dólar, por lo cual se registra ese marcado y súbito aumento. Sin embargo, no todos los sectores ven incrementados sus pasivos de corto plazo en la misma magnitud lo cual puede significar también que debido a la contracción crediticia de aquellos años, éstas empresas pudieron contratar más deuda en el exterior.

En el corto plazo, los resultados encontrados corroboran nuestra hipótesis de que las empresas acuden principalmente al financiamiento a través de instituciones del exterior.



#### 4.3.4. Pasivos de Largo Plazo en moneda extranjera y en moneda nacional

El mismo supuesto utilizado para el financiamiento de corto plazo por denominación monetaria es hecho en el de largo plazo. Dado lo anterior, es relevante conocer la combinación de financiamiento externo e interno de largo plazo, ya que indica en qué medida las empresas se financian en los mercados nacionales o del exterior. La sumatoria de ambos rubros es equivalente al total del pasivo de largo plazo. La contratación de deuda en moneda extranjera<sup>69</sup> o nacional indica la preferencia por financiar sus inversiones dentro o fuera del país.

Cuadro IV.14

Muestra Empresarial Estructura del Pasivo de Largo Plazo según moneda nacional y extranjera 1980-1989

	Porcentaje																					
	1980										1989											
	Finca PUP	Finca PUP	Finca PUP	Finca PUP	Finca PUP	Finca PUP	Finca PUP	Finca PUP	Finca PUP	Finca PUP	Finca PUP	Finca PUP	Finca PUP	Finca PUP	Finca PUP	Finca PUP	Finca PUP	Finca PUP	Finca PUP	Finca PUP		
Ind. Estable	50	50	59	1	59	1	98	2	95	4	99	1	100	0	100	0	98	7	99	1	15	15
Ind. Transform.	64	35	71	29	71	29	78	22	65	34	89	11	88	12	90	10	77	23	77	23	93	93
Comercio	85	15	92	9	87	13	95	5	16	3	97	1	94	3	98	5	92	7	98	5	39	45
Comercio Mayor y Servicios	59	41	79	21	82	18	92	8	61	39	95	5	89	11	90	10	81	19	82	18	12	12
Comercio y Transportes	92	8	95	4	97	3	98	2	100	0	73	27	95	44	80	20	85	14	92	8	14	14
Comercio	63	37	75	25	87	13	83	17	78	22	90	10	91	9	85	14	81	19	83	17	8	8
Total	74	25	82	18	85	15	88	12	84	16	90	9	88	13	88	11	85	15	85	15	4	5

Nota: Finca PUP = pasivo en moneda extranjera pasivo de largo plazo

Finca N.PUP = Pasivo en moneda nacional pasivo de largo plazo

Fuente: Elaboración propia con base en datos de Reuters / Zocalo

A diferencia del corto plazo, en promedio las empresas de la muestra tienen pactadas en moneda extranjera el 85% de su deuda de largo plazo. Este dato resulta importante considerando la fragilidad de la moneda nacional ante movimientos especulativos y situaciones de contagio financiero ocurridos en la década de los noventa. Asimismo, resulta relevante si se recuerda que estas empresas, por sus características, pueden acceder sin complicaciones al sistema financiero mexicano.

Los elevados montos de deuda contratada en moneda extranjera colocan a las empresas en una posición de riesgo cambiario muy alta, pese a que pueden generar los flujos para el pago de la amortizaciones de sus obligaciones, una súbita devaluación afectaría

grandemente su posición financiera. Un elemento a su favor es la posibilidad que tienen éstas empresas de acceder a mecanismos de fondeo, los cuales, ante situaciones imprevistas pueden ayudarles a solucionar los problemas de liquidez de corto plazo. Asimismo, estas empresas tienen también acceso a los mercados de derivados, donde por medio de contratos de futuros de dólares pueden cubrir su riesgo cambiario.

Luego de incrementarse de 1992 a 1995 la deuda externa de las empresas, éstas tienden a reducir su deuda en moneda extranjera en 1996, especialmente las pertenecientes a la industria de la Transformación.

Como se aprecia en el cuadro IV.14, las empresas que se apalancan mayormente en el exterior son las Extractivas y de la Construcción, ya que sus pasivos en moneda extranjera representan el 92% de sus pasivos de largo plazo.

Las empresas que presentan el menor apalancamiento extranjero son la industria de la Transformación (77%), aunque como decíamos, se trata de un nivel muy elevado, dadas las condiciones macroeconómicas del país. Asimismo, el sector Comunicaciones y Transportes redujo considerablemente su apalancamiento en moneda extranjera en 1997 y 1998, sustituyéndolo por endeudamiento interno.

El año de 1996 se presenta como un año excepcional dentro de la tendencia a la reducción de los pasivos en moneda nacional. La explicación a esto viene dada por una reducción del rubro "otros créditos de largo plazo", una parte importante de los cuales se encuentran presumiblemente denominados en moneda extranjera.

La apreciable reducción de los pasivos en moneda extranjera en comparación con los correspondientes en moneda nacional del sector Comunicaciones y Transportes puede deberse a la liquidación de pasivos externos. Sin embargo, en 1999 este sector regresó a la tendencia global y reinició la contratación de deuda en moneda extranjera. Independientemente de las desviaciones coyunturales, es evidente que el sector financiero nacional no presenta las opciones de financiamiento de largo plazo suficientes para los

---

<sup>64</sup> El pasivo en moneda extranjera de largo plazo integra (a) los pasivos a plazo, que corresponden a los préstamos a plazo, y (b) los títulos o bonos emitidos en el exterior. Todos los rubros son pagaderos en moneda

requerimientos de inversión de las grandes empresas, razón por la cual éstas presentan un mercado apalancamiento en moneda extranjera.

Con base en los datos del cuadro IV.14, podemos concluir que, también en el largo plazo, nuestra hipótesis de que las grandes empresas se encuentran mayormente apalancadas en el exterior se cumple totalmente.

#### 4.4. Conclusiones

Los resultados encontrados en el presente capítulo, fueron obtenidos a partir del estudio de una muestra de 38 empresas que cotizaron ininterrumpidamente de 1992 a 1999 en la B.M.V.. Al considerar las variables financieras de activo, pasivo y capital, además de ventas netas, dicha muestra resultó representativa de un poco más del 50 por ciento de las emisoras que cotizan en bolsa, por lo cual podemos afirmar que los resultados explican el comportamiento general del mercado.

De la caracterización de las empresas efectuada en la primera sección del capítulo, podemos concluir que las empresas que cotizan en bolsa tienen una presencia muy importante dentro de sus respectivos sectores de actividad. De hecho, se presentan como líderes de sus ramos, situación que en algunos casos fue resultado de la modernización e integración de las empresas al proceso de apertura económica, donde por medio de alianzas, fusiones y acuerdos de cooperación con otras empresas nacionales y extranjeras, consolidaron su posicionamiento en el mercado, logrando en ocasiones establecer grandes encadenamientos productivos, e inclusive, algunas de estas empresas establecieron subsidiarias y filiales en mercados del exterior, por medio de la adquisición de empresas en otras latitudes de manera que se volvieron grandes transnacionales, como en el caso de Cemex y Carso. Por otra parte, existen empresas que tuvieron su posicionamiento a partir de la estrategia de privatización de los años ochenta, donde grandes empresas estatales como Telmex, se convirtieron en grandes empresas privadas.

Se encontró que las empresas que conforman la muestra atienden principalmente al mercado interno, aunque, a excepción del sector Comercio, Hoteles y Servicios, todas  

---

extranjera.

resultaron ser empresas exportadoras, destacando las empresas Extractivas y de la Construcción, las cuales, presentaron montos similares de ventas internas y externas. Como se vio con anterioridad, la demanda agregada de los consumidores nacionales se encontró deprimida desde 1995, lo cual, aunado a la apertura externa, propició que las empresas buscaran colocar sus productos en los mercados del exterior. Encontramos que debido al efecto devaluatorio, en 1995, las ventas extranjeras crecieron en más del 100 por ciento, donde sectores como el Extractivo y el de la Construcción resultaron ampliamente beneficiados. En general, el coeficiente de ventas extranjeras sobre ventas netas totales registrado en 1999, resultó mayor al correspondiente en 1992; por ello, puede afirmarse que estas empresas se han consolidado como exportadoras.

Con respecto a la segunda sección del capítulo, se obtuvieron resultados que coinciden con los resultados encontrados en la revisión de otros estudios empíricos. Se corroboró la hipótesis planteada en términos de financiamiento por parte de las empresas, ya que los datos indican que éstas financiaron su activo con una proporción muy elevada de utilidades reinvertidas, las cuales se han consolidado a través del tiempo como la principal fuente de financiamiento del crecimiento. El aumento en las exportaciones ocurrido con posterioridad a la crisis de 1994, se tradujo en un aumento en las utilidades netas de las empresas, por lo cual el financiamiento por medio de recursos internos creció hacia el final del periodo.

En concordancia con lo planteado en la hipótesis, a la reinversión de utilidades le siguió en importancia la contratación de deuda, la cual fue suscrita principalmente en los mercados financieros del exterior, denotando la incapacidad del sistema financiero nacional para proveer recursos para el crecimiento de las empresas. La industria Extractiva, juntamente con la industria de la Transformación es la que más utilizó el recurso de la deuda, ubicándose por encima del promedio de la muestra. Casos contrarios fueron la industria de la Construcción y Comunicaciones y Transportes, quienes redujeron la utilización de la deuda en el financiamiento del activo.

Otro dato muy sobresaliente fue la baja participación de la emisión accionaria en el total de recursos obtenidos para el financiamiento, lo cual también es indicativo de la débil función que los mercados de capitales han tenido para proveer de recursos para el fondeo de la

inversión de las empresas. En este punto es necesario aclarar que los estados financieros de las empresas registran aumentos de capital pero no indican si las colocaciones se efectuaron fuera o dentro del país. Sin embargo, los datos de la C.N.B.V. muestran que una gran parte de las colocaciones accionarias de las empresas ocurre en el exterior, particularmente en la bolsa de valores de Nueva York, lo cual también indica que el mercado de valores nacional es menos atractivo para el fondeo de la inversión. Lo anterior se confirma con el estancamiento en el número de nuevas emisiones a través de la B.M.V.

En cuanto a la estructura de los pasivos de corto plazo, se encontró que los instrumentos bancarios fueron su principal componente. El rubro "otros créditos", al ser un registro residual, contiene todas aquellas formas de crédito restantes, como préstamos de arrendadoras y factoraje, o aquellos otorgados por intermediarios no bancarios. Su participación aumentó de manera importante hacia la segunda mitad de los noventa, colocándose al final como la principal fuente de financiamiento del capital de trabajo. Descontando este rubro, fueron los préstamos mercantiles o de proveedores los que cobraron importancia desde 1995, lo cual es indicativo de dos cuestiones. La primera se refiere al desplazamiento que han tenido las fuentes de financiamiento de corto plazo ofertadas por el sistema financiero nacional e internacional, ya que en el balance de pasivos por denominación monetaria, dicho endeudamiento resultó ligeramente más favorable hacia el lado de los pasivos en moneda extranjera. Esto último, es también indicativo de la incapacidad del sistema financiero para proveer los suficientes créditos de corto plazo por lo cual las empresas deciden apalancarse en el exterior. La segunda cuestión corresponde a la aversión al riesgo por parte del empresariado nacional, presentada como fenómeno devenido de la crisis, y a la vez a la existencia de racionamiento de crédito generalizado al interior del país; asimismo, las altas tasas de interés en México y la estabilidad del tipo de cambio se combinaron para que las empresas buscaran más créditos en el exterior, y utilizaran un mayor volumen de préstamos otorgados por proveedores.

Por último, los instrumentos bursátiles no fueron muy socorridos para el financiamiento de corto plazo, lo cual se puede explicar por la complicada gestión que tienen los mismos ya que la emisión de títulos debe hacerse a través de bolsa y por medio de un intermediario colocador.

En cuanto al plazo de los pasivos se refiere, al igual que en el corto plazo, las instituciones bancarias fueron las que se mantuvieron como la principal fuente de financiamiento de largo plazo. A pesar de la contracción crediticia ocurrida con posterioridad a la crisis, el monto de los créditos bancarios creció sostenidamente, lo cual significa que las grandes empresas accedieron a créditos en el exterior.

Los resultados encontrados muestran una fuente de financiamiento de largo plazo denominada "Otros créditos", la cual obtuvo su máxima participación en el total en el año de 1994, lo cual es indicativo de la orientación no bancaria de esta fuente. De hecho, su comportamiento resultó opuesto al del financiamiento bancario de largo plazo, así también es probable que al ser un registro residual el mismo varíe debido a reclasificaciones, las cuales desafortunadamente no están claras debido a la indefinición del rubro.

Le sigue la emisión de títulos bursátiles, cuyo monto permaneció relativamente estable a lo largo del periodo. Fueron las empresas Controladoras las que hicieron mayor uso de este mecanismo de financiamiento, en tanto que la industria Extractiva fue el sector que menos utilizó dichas emisiones.

Con respecto a la segunda hipótesis planteada, en la cual sostuvimos que las empresas se apalancan en mayor medida en el exterior, la evidencia empírica lo corrobora enteramente. En el corto plazo la situación resultó balanceada (54% en moneda extranjera y 46% en moneda nacional) lo cual es indicativo de que el sistema financiero mexicano no provee para las necesidades de corto plazo de las empresas. En el largo plazo se encontró la existencia de una total preferencia por el apalancamiento externo ya que sólo el 15% de la deuda se encuentra denominada en pesos. Lo anterior indica que existe un gran nivel de fragilidad dentro de las empresas de la muestra por el riesgo cambiario a que están expuestas. No existe un cambio en la preferencia a financiarse en pesos antes y después de la crisis de 1994, lo cual significa que estas empresas pudieron sortear el fenómeno en cuestión, lo cual se constata de alguna manera por su permanencia en el listado de la B.M.V.

## V. Conclusiones Generales

A lo largo del presente trabajo, fueron estudiados los dos cuerpos teóricos principales en torno a la inversión y el financiamiento: la teoría ortodoxa y el planteamiento de la demanda efectiva, resaltándose que ambas parten de supuestos totalmente diferentes para el desarrollo de sus planteamientos.

Particularmente, los ortodoxos suponen el desarrollo de relaciones económicas en un entorno donde el dinero es neutral, por lo cual no tiene afectabilidad sobre las variables reales, desde esta perspectiva, la tasa de interés es el precio que equilibra ahorro e inversión.

Por su parte, la teoría de la demanda efectiva supone la predominancia de relaciones monetarias en un ambiente de incertidumbre, lo cual provoca que el dinero afecte las relaciones de producción, rechazándose su posición de neutralidad. La tasa de interés es un fenómeno monetario, formado por la interacción de la oferta y demanda de dinero, por lo que en este contexto se considera como el precio por desprenderse de liquidez. Asimismo, para esta corriente, la inversión depende fundamentalmente de la rentabilidad, donde influyen los rendimientos actuales y los futuros, los cuales pueden variar a lo largo del tiempo ya que éstos son inciertos.

Encontramos que para la visión ortodoxa, los recursos que constituyen el financiamiento son determinados por los ahorros que captan las instituciones financieras; en cambio, para la corriente de demanda efectiva, el financiamiento es independiente de los recursos reales, por lo cual el papel de los intermediarios financieros resulta fundamental en el crecimiento económico.

Con base en las diferencias anteriores, el sistema bancario adquiere connotaciones distintas. Para la visión ortodoxa su función fundamental es la intermediación financiera, estando determinado el volumen de los créditos por los ahorros. La corriente de demanda efectiva enfatiza la creación de dinero por parte de los bancos, suponiéndose independiente de los recursos reales. Empero, esta misma corriente advierte que los créditos bancarios deben ser de corto plazo, pudiéndose genera inestabilidad financiera a raíz de la dispanidad entre el

vencimiento de las deudas y la recepción de las utilidades por parte de las empresas. Consecuentemente plantean la necesidad de financiamiento de largo plazo, el cual debe estar avalado por el ahorro, por lo cual éste tiene la función de estabilizar el crecimiento económico.

Así, la primera conclusión de este trabajo es que la inversión requiere de financiamiento de corto plazo, otorgado por las instituciones bancarias, el cual debe estar avalado por financiamiento de largo plazo (fondeo) generado a través de las instituciones no bancarias.

A partir de lo anterior, se deduce una segunda conclusión teórica, las instituciones financieras tienen un papel fundamental en el crecimiento. Los bancos generan financiamiento de corto plazo, y el mercado de capitales se vuelve fundamental en la emisión de créditos de largo plazo. No obstante el planteamiento teórico, particularmente Keynes, quien considera que la función de fondeo debe ser llevada a cabo por el mercado de capitales; en nuestro país, ocurrió un desarrollo institucional distinto, donde dicho mercado se ha caracterizado por tener un pobre desarrollo, por lo cual el fondeo ha sido efectuado por las instituciones bancarias, de forma que éstas generan los créditos de corto plazo y recolectan el ahorro generado por la actividad de inversión.

Del análisis de los trabajos empíricos en torno al financiamiento de las grandes empresas, realizado a fin de contar con un parámetro de comparación para el financiamiento de las empresas mexicanas, encontramos que los autores clasifican en tres grandes esquemas al financiamiento: (1) Los fondos internos; (2) los fondos externos, estos a su vez subdivididos en bancarios y bursátiles, y; (3) otras fuentes de financiamiento, de entre las cuales se destacan los préstamos intragrupo y el financiamiento de proveedores. Resumiendo, los autores encontraron que la primera fuente de financiamiento la constituyen los recursos internos de la empresa, en segundo lugar el endeudamiento bancario, y por último, la emisión de capitales.

Por lo anterior, la tercera conclusión es que los resultados de los trabajos empíricos avalan lo expresado por Myers y los teóricos de la demanda efectiva, particularmente por Kalecki en el sentido que existe una jerarquía del financiamiento, donde la capacidad de ampliación



de una empresa está en función de la acumulación de capital derivada de las ganancias corrientes, así como del financiamiento externo de las empresas.

Con la finalidad de comprender las características del periodo de estudio (1992 a 1999), se estudiaron los cambios ocurridos en dichos años, encontrándose que el mismo se ubicó al interior de un proceso de modificaciones estructurales iniciadas en la década de los ochenta, donde a través de políticas de liberalización, comercial y financiera, así como de privatizaciones se dio un cambio en la organización financiera y económica, donde el mercado de capitales fue impulsado, sin lograr su consolidación, mostrando gran inestabilidad debido al movimiento en los flujos de capital, implicando la ausencia de mecanismos de fondeo.

El periodo de estudio contiene tres etapas: una de auge (1992 a 1994), otra de crisis (1995), y otra de recuperación (1996 a 1999). La etapa de auge se caracterizó, entre otras cosas, por la existencia de estabilidad cambiaria, disminución de tasas de interés y crecimiento en el producto. La crisis estuvo matizada por la devaluación del tipo de cambio, la elevación abrupta de la tasa de interés como mecanismo ante la salida de capital, e inflación. Asimismo, la recuperación presenta un descenso paulatino en la tasa de interés e inflación, acompañada de crecimiento en el producto, y devaluación cambiaria. Por consiguiente, la cuarta conclusión del trabajo es que las condiciones, tanto al interior como al exterior del país, determinaron en gran medida el comportamiento empresarial de aquellos años. Ello explica la variación en las fuentes de financiamiento, generadas a consecuencia de la interacción de una serie de factores de diverso índole.

Específicamente, variaciones en la tasa de interés y la estabilidad del tipo de cambio (hasta 1994) incentivaron a las empresas en la búsqueda de financiamiento en los mercados del exterior. Específicamente, las empresas se endeudaron en mayor medida en el exterior debido al diferencial de tasas de interés internas y externas, y a la sobrevaluación del tipo de cambio, acentuándose dicha tendencia en la segunda parte del periodo debido a la desaparición de financiamiento por parte de las instituciones nacionales. Debe llamarse la atención que la devaluación de 1994 provocó un aumento en las ganancias por concepto en

las exportaciones, lo cual permitió el crecimiento de las utilidades susceptibles de ser reinvertidas.

Asimismo, debe destacarse que en los últimos años, dada la dinámica económica generada por la crisis, las empresas adquirieron nuevas estrategias dirigidas a afirmar su posicionamiento o alcanzar nuevos nichos de mercado, para lo cual siguieron procesos de fusión con capital nacional y extranjero. Ello modificó la estructura de propiedad de las empresas, consolidándose también como líderes de sus respectivos sectores económicos.

En este contexto, se encontró que en el periodo de estudio las empresas crecientemente atendieron al mercado externo, generando un cambio estructural en la demanda que atienden. Específicamente, el monto de las exportaciones creció año con año, resultando éste mayor en 1999 en comparación a 1992, lo cual refleja la orientación exportadora que de las empresas en estudio. Como era de esperarse, todos los sectores, excepto el de Comercio Hoteles y Servicios exportan una parte importante de su producción.

Esta tendencia se vio reforzada por la devaluación cambiaria de diciembre de 1994, con lo cual sus ventas extranjeras aumentaron, y con ello sus utilidades. Asimismo, las empresas generaron un circuito de crecimiento marcado por la disminución en la dependencia de las instituciones financieras nacionales, dejándolas de lado como opción de financiamiento.

Lo anterior explica que las empresas financian su activo con una proporción muy elevada de utilidades retenidas, las cuales se han consolidado a través del tiempo como la principal fuente de financiamiento del crecimiento. Así a partir de 1995 existió un dramático incremento en la retención de utilidades, lo cual es explicable por la necesidad de conservar recursos líquidos para el servicio de la deuda denominada en dólares por medio de pesos devaluados.

Como se esperaba, la reinversión de utilidades fue seguida por la contratación de deuda, la cual resultó ser aproximadamente 19 veces menor al monto de utilidades reinvertidas; y por último se ubicó la emisión accionaria, la cual representó un poco menos del doble del monto de deuda. Consideramos que las empresas prefirieron la reinversión de utilidades debido a que el costo de dichos recursos es inferior a las demás fuentes de financiamiento.

además, permite a las empresas contar con un mayor grado de autonomía y libertad. Por otro lado, la contratación de deuda es preferida sobre la emisión de capital ya que a diferencia de ésta última, los créditos no implican la dilución de la propiedad. Como lo planteamos en la hipótesis, las grandes empresas, a pesar de contar con la posibilidad de acceso a los mercados financieros, no recurren al potencial pleno del mercado de valores, lo cual se constata tanto por el escaso número de emisiones primarias, y por el reducido monto de capital colocado en bolsa, el cual ha tendido a reducirse debido a la actuación de los fondos de recompra de las empresas.

De esta forma, la quinta conclusión del trabajo es que las empresas bursátiles, a pesar de contar con las mayores posibilidades de acceso a fuentes de financiamiento, utilizan en mayor medida recursos propios para financiarse.

Particularmente el mercado de valores nacional, debido a su reducido tamaño, no ha asumido la función de fondeo de la manera como lo planteaba Keynes, por lo cual han sido las instituciones bancarias, especialmente las del exterior, las que han generados los créditos de largo plazo. Por lo mismo, los bancos son la principal fuente de financiamiento, con la característica que éste proviene del Sistema Financiero Internacional y no de la banca nacional.

Una cuestión relevante, en el análisis de los pasivos de corto plazo, es que destacó la importancia de los instrumentos bancarios como el principal componente de los mismos, los cuales hacia el final del periodo perdieron importancia, ya que descontando el rubro residual de Otros Créditos, los préstamos mercantiles o de proveedores aumentaron considerablemente su participación desde 1995, con lo cual se registró un desplazamiento de los créditos bancarios de corto plazo. Esto adquiere gran relevancia para el caso de las grandes empresas ya que se podría suponer que las pequeñas y medianas hacen uso de este mecanismo por la imposibilidad de acceder a los mercados financieros.

En lo que respecta a los pasivos de largo plazo, a diferencia de lo que plantea Keynes, son las instituciones bancarias, particularmente las del exterior, quienes otorgan la mayor parte del financiamiento. Inclusive, a diferencia de cómo ocurre en el corto plazo, aquí se acentúa la tendencia a su utilización hacia el final del periodo, lo cual se explica por la contratación

de créditos en el exterior a tasas de interés más bajas. Lo anterior adquiere singular relevancia, ya los mercados de valores, tanto el nacional como el extranjero no han proveído los recursos para la estabilización del crecimiento de las empresas.

Por otra parte, los créditos bursátiles se mantuvieron estables todo el período, por lo cual suponemos que fueron utilizados para financiar una parte estable de las necesidades de inversión.

Se constató que en el corto plazo, el 54 por ciento de los pasivos se encontraron denominados en moneda extranjera, y en el largo plazo el porcentaje fue de 85 por ciento, lo cual significa que el sistema financiero mexicano no ha sido la principal fuente de recursos para las empresas bursátiles. Incluso, la devaluación de 1994 no modificó esta tendencia. Como se vio con anterioridad, los porcentajes de participación de la deuda en moneda extranjera con respecto a la deuda total se mantuvieron en niveles similares.

Contrario a lo que pudiera suponerse, la competencia a la que fueron sometidas las instituciones bancarias nacionales no logró que éstas aumentaran su participación en el financiamiento de las grandes empresas, de hecho, la tendencia continuó siendo hacia la elevación de apalancamiento con el exterior.

Dado lo anterior, la sexta conclusión del trabajo es que las empresas se apalancan en mayor medida en el exterior, tanto para el corto como para el largo plazo.

Resumiendo, podemos concluir que en México, las reformas emprendidas a la estructura del sistema financiero no generaron financiamiento y fondeo para la inversión. Las empresas bursátiles se financiaron primordialmente con recursos propios, después por medio de la contratación de deuda, la cual fue efectuada mayormente en el exterior y, por último hicieron uso de la emisión de capital en un porcentaje muy pequeño. De hecho, el número de colocaciones en el mercado nacional, durante los últimos cinco años resultó muy escaso, perpetuando así su adelgazamiento. Se encontró una marcada tendencia en los pasivos de corto plazo al mayor uso de recursos otorgados por agentes no financieros, en un claro desplazamiento de los recursos ofertados por parte del sistema financiero.

A partir de lo anterior, cabe mencionar que los resultados encontrados abren nuevas posibilidades de investigación sobre las tendencias de fuentes alternativas de financiamiento como son los créditos de proveedores y su repercusión en el crecimiento, así como políticas tendientes al financiamiento y fondeo de inversión en el mercado nacional.

## **ANEXOS**

Anexo 1

**Cuadro 1A**  
**Muestra de Empresas. Relación de ventas netas a ventas extranjeras, 1992-1999**  
**Ventas Extranjeras Ventas Netas**

Empresa	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	Promedio	Mediana	Desv. Estándar
Peñoles	0.39	0.39	0.40	0.60	0.59	0.49	0.52	0.53	0.49	0.50	0.09
Gamasa	0.43	0.42	0.65	0.62	0.55	0.60	0.72	0.73	0.47	0.51	0.17
San Luis	0.57	0.65	0.77	0.82	0.79	0.76	0.84	0.85	0.76	0.78	0.10
sector 1	0.42	0.44	0.50	0.64	0.63	0.56	0.54	0.56	0.54	0.55	0.06
Contiel	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.01	0.02	0.00	0.00	0.00	0.00
Symsa	0.38	0.37	0.38	0.54	0.33	0.55	0.42	0.64	0.45	0.40	0.11
Femsa	0.03	0.03	0.02	0.19	0.15	0.17	0.14	0.14	0.11	0.14	0.07
Kimberly	0.02	0.02	0.02	0.06	0.07	0.08	0.08	0.07	0.05	0.06	0.03
Maasera	0.00	0.00	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Parras	0.09	0.10	0.10	0.47	0.20	0.44	0.45	0.30	0.27	0.25	0.17
Vitro	0.12	0.15	0.15	0.24	0.23	0.25	0.24	0.27	0.21	0.23	0.06
Grudac	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
ICH	0.01	0.10	0.10	0.27	0.35	0.32	0.35	0.34	0.23	0.25	0.14
Tamsa	0.42	0.65	0.65	0.65	0.62	0.58	0.57	0.48	0.58	0.60	0.09
Bimbo	0.01	0.00	0.00	0.12	0.16	0.18	0.24	0.27	0.12	0.14	0.11
sector 2	0.06	0.11	0.11	0.22	0.20	0.23	0.23	0.24	0.15	0.21	0.06
Apaace	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.04	0.02	0.03	0.02	0.03
Comcolez	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
ICA	0.05	0.05	0.07	0.32	0.21	0.26	0.34	0.37	0.21	0.24	0.13
Cemes	0.02	0.33	0.35	0.63	0.68	0.63	0.59	0.55	0.48	0.57	0.23
Ceramic	0.21	0.34	0.40	0.50	0.57	0.53	0.63	0.50	0.48	0.52	0.13
sector 3	0.04	0.19	0.22	0.52	0.51	0.50	0.46	0.45	0.36	0.45	0.18
Campus	0.13	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.09	0.00	0.20
Gmart	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Nadpro	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Posadas	0.17	0.14	0.14	0.15	0.13	0.11	0.20	0.25	0.17	0.15	0.06
Situr	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.09	0.08	0.07	0.03	0.00	0.04
Comerci	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Liverpool	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Soriana	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Walmas	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Aristos	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
sector 4	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.01	0.01	0.01	0.00	0.00	0.00
TMM	0.21	0.27	0.40	0.52	0.42	0.51	0.67	0.45	0.36	0.42	0.16
Teimes	0.10	0.09	0.10	0.16	0.13	0.10	0.07	0.06	0.10	0.10	0.04
sector 5	0.11	0.10	0.13	0.20	0.16	0.15	0.03	0.07	0.12	0.12	0.05
Cydsa	0.23	0.22	0.27	0.42	0.32	0.29	0.24	0.24	0.28	0.25	0.07
Sidpa	0.01	0.02	0.03	0.16	0.12	0.10	0.07	0.06	0.07	0.07	0.05
Grasa	0.28	0.15	0.49	0.56	0.52	0.53	0.53	0.52	0.44	0.51	0.15
Alfa	0.17	0.19	0.23	0.35	0.27	0.24	0.20	0.24	0.24	0.22	0.06
Debs	0.16	0.19	0.21	0.34	0.32	0.36	0.38	0.45	0.30	0.33	0.06
Accelisa	0.67	0.59	0.61	0.64	0.64	0.63	0.65	0.64	0.60	0.60	0.04
Campo	0.00	0.07	0.07	0.18	0.18	0.16	0.17	0.14	0.13	0.12	0.05
sector 6	0.16	0.15	0.19	0.33	0.28	0.27	0.25	0.25	0.24	0.25	0.06
Total	0.09	0.11	0.13	0.25	0.22	0.22	0.16	0.19	0.17	0.16	0.06

Fuente: Elaboración propia con base en datos de Reuters, Zocalo

**Cuadro 2A**  
**Muestra de empresas: Razón de Deuda a Activos Totales 1992-1999**

	Razón de Deuda (Porcentajes)										
	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	Promedio	Mediana	Dev. Estándar
Industria extractiva	24	39	46	44	41	48	49	48	42	45	8.12
Industria de la transformación	46	46	46	46	43	40	41	39	44	45	3.29
Construcción	49	48	53	53	53	52	51	46	50	51	2.67
Comercio, Hoteles y servicios	34	35	42	50	52	51	41	40	43	41	7.19
Comunicaciones y transportes	30	33	29	25	24	34	34	34	30	31	4.28
Contratadoras	46	46	50	55	61	62	55	55	54	55	6.19
<b>Tota</b>	<b>41</b>	<b>41</b>	<b>44</b>	<b>46</b>	<b>46</b>	<b>48</b>	<b>46</b>	<b>43</b>	<b>44</b>	<b>44</b>	<b>2.25</b>

Fuente: Elaboración propia con base en datos de Reuters, Zocalo

**Cuadro 3A**  
**Muestra de Emisoras con Títulos de Deuda en el Exterio 1992-1999**

SECTOR	EMISORA	VALOR	FECHA DE INSCRIPCIÓN	MONTO AUTORIZADO	MONEDA
2	TAMSA	EURO MEDIUM TERM NOTES	21-Ene-92	200 000 000	Dólar Americano
4	COMERCI	EURO COMMERCIAL PAPER PROGRAMME	16-Ago-92	100 000 000	Dólar Americano
2	KIMBER	SENIOR NOTES DUE 1999 TERM A AND B	17-Sep-92	150 000 000	Dólar Americano
6	ALFA	EUROCOMMERCIAL PAPER	21-Oct-92	150 000 000	Dólar Americano
6	GCARSO	NEGOTIABLE EURO COMMERCIAL PAPER PROGRAMME	21-Oct-92	300 000 000	Dólar Americano
3	CEMEX	MEDIUM TERM NOTES	28-Abr-93	200 000 000	Dólar Americano
5	TMM	YANKEE BONDS	28-Abr-93	200 000 000	Dólar Americano
6	DESC	MEDIUM TERM NOTES	21-Jun-93	300 000 000	Dólar Americano
6	SIDER	MEDIUM TERM NOTES	21-Jun-93	500 000 000	Dólar Americano
5	TMM	YANKEE BONDS	22-Sep-93	150 000 000	Dólar Americano
3	CEMEX	8 99% NOTES DUE NOVEMBER 1 2009	20-Oct-93	200 000 000	Dólar Americano
1	PEMOLES	NOTES	20-Oct-93	100 000 000	Dólar Americano
6	SIDER	MEDIUM TERM NOTES	16-Feb-94	500 000 000	Dólar Americano
6	ICA	CONVERTIBLE SUBORDINATED DEBENTURES DUE MARCH 15 2004	28-Feb-94	500 000 000	Dólar Americano
2	FEMSA	FLOATING RATE NOTES	18-Ago-94	200 000 000	Dólar Americano
2	GRUMA	BONDS	25-Nov-94	200 000 000	Dólar Americano
6	ALFA	CONVERTIBLE DEBENTURES	22-Sep-95	175 000 000	Dólar Americano
3	CEMEX	FLOATING RATE NOTES	16-Ene-96	140 000 000	Dólar Americano
2	FEMSA	EURO COMMERCIAL PAPER PROGRAMME	17-Jun-96	100 000 000	Dólar Americano
2	GRUMA	EURO MEDIUM TERM NOTES	17-Jun-96	350 000 000	Dólar Americano
3	CEMEX	EURO MEDIUM TERM NOTES	24-Jun-96	1 300 000 000	Dólar Americano
6	ICA	EURO COMMERCIAL PAPER	18-Oct-96	300 000 000	Dólar Americano
2	FEMSA	8 99% NOTES DUE NOVEMBER 1 2009	28-Oct-96	200 000 000	Dólar Americano
4	POSADAS	MEDIUM TERM NOTES	28-Oct-96	57 000 000	Dólar Americano
5	TMM	10% SENIOR NOTES DUE 2009	15-Nov-96	200 000 000	Dólar Americano
6	ICA	MULTICURRENCY MEDIUM TERM NOTES PROGRAMME	22-Ene-97	500 000 000	Dólar Americano
6	CYDSA	EURO MEDIUM TERM NOTES	11-Abr-97	300 000 000	Dólar Americano
1	PEMOLES	PAGARES QUINQUENARIOS	12-Jun-97	300 000 000	Dólar Americano
3	CERAMIC	EUROBONDS	26-Jul-97	80 000 000	Dólar Americano
2	GRUMA	1 825 % NOTES DUE 2007	15-Sep-97	300 000 000	Dólar Americano
1	SAN LUIS	NOTES	28-Ene-98	200 000 000	Dólar Americano
4	COMERCI	NOTES	6-Abr-98	150 000 000	Dólar Americano
5	TMM	EURO COMMERCIAL PAPER PROGRAMME	16-Abr-98	150 000 000	Dólar Americano
5	TELMEX	CONVERTIBLE SENIOR DEBENTURES	07-Jun-98	1 100 000 000	Dólar Americano
3	CEMEX	PAGARES CON TASA DE INTERES FIJO	14-Jul-98	400 000 000	Dólar Americano
3	CEMEX	EURO COMMERCIAL PROGRAMME	14-Jul-98	300 000 000	Dólar Americano
2	KIMBER	GLOBAL BONDS	28-Jul-98	200 000 000	Dólar Americano
3	CEMEX	PAGARES CON TASA DE INTERES FIJO	27-Ago-98	400 000 000	Dólar Americano
2	FEMSA	SENIOR NOTES	27-Sep-98	200 000 000	Dólar Americano
1	Industria extractiva		4	Comercio, Hoteles y servicios	
2	Industria de la transformación		5	Comunicaciones y transportes	
3	Construcción		6	Contratadoras	

Fuente: Elaboración propia con datos de la C.N.B.V.



Cuadro 4a

## Emisión accionaria de las empresas de la muestra en el extranjero 1993-1999

Emisora	Importe Pesos (000)	Fecha de emisión	% de Capital Colocado	Número total de emisiones en el año
<b>Total 1993</b>	<b>7,173,715</b>			<b>16</b>
Gcarso*	729,600	27-01-1993	4.23	
<b>Total 1994</b>	<b>4,656,967</b>			<b>17</b>
Sidek	151,640	12-07-1994	33.79	
Desc	187,956	14-07-1994	39.34	
<b>Total 1995</b>	<b>411,950</b>			<b>1</b>
<b>Total 1996</b>	<b>3,448,992</b>			<b>13</b>
San Luis	337,500	16-02-1996	11.32	
Desc	413,679	19-07-1996	29.78	
Comerci	364,000	11-11-1996	4.84	
Comerci	54,600	11-11-1996	0.73	
Gruma	532,800	31-11-1996	4.13	
Gruma	79,920	31-11-1996	0.62	
<b>Total 1997</b>	<b>5,660,000</b>			<b>12</b>
<b>Total 1998</b>	<b>0</b>			<b>0</b>
<b>Total 1999</b>	<b>1,526,970</b>			<b>2</b>

\*Colocación Privada

Fuente: Elaboración propia con base en datos de la BMV.

Cuadro 5A

México: Emisoras con valores inscritos en la Sección Especial del RNV1 1993-2000		
1. ACCIONES INDUSTRIALES, COMERCIALES Y DE SERVICIOS		
EMISORA	FECHA DE INSCRIPCIÓN	Integrante de la muestra
1 ACER COMPUTEC LATINOAMERICA S A DE C V	19-Jul-96	
2 CINTRA S A DE C V	31-May-96	
3 COCA-COLA FEMSA S A DE C V	14-Sep-93	*
4 CONSORCIO ARA S A DE C V	26-Sep-98	
5 CONSORCIO G GRUPO DINA S A DE C V	16-Feb-93	
6 CONSORCIO HOGAR S A DE C V	23-May-97	
7 CONSORCIO INTERNACIONAL HOSPITAL S A DE C V	17-May-94	
8 CONTROLADORA COMERCIAL MEXICANA S A DE C V	22-Sep-95	*
9 CORPORACION GEC S A DE C V	28-Jul-94	
10 CORPORACION INTERAMERICANA DE ENTRETENIMIENTO, S A DE C V	3-Ago-99	
11 DESC S A DE C V	25-Abr-94	*
12 ELAMEX S A DE C V	19-Mar-96	
13 EMPRESASICA SOCIEDAD CONTROLADORA, S A DE C V	9-Abr-92	*
14 GRUMA S A DE C V	31-Oct-96	*
15 GRUPO CASA AUTREY S A DE C V	6-Ago-83	
16 GRUPO CONTINENTAL S A	09-Sep-94	
17 GRUPO ELENTRA S A DE C V	23-Nov-83	
18 GRUPO GIGANTE S A DE C V	22-May-00	
19 GRUPO IMSA S A DE C V	11-Dic-98	
20 GRUPO INDUSTRIAL MASECA S A DE C V	18-Ago-93	*
21 GRUPO MEXICANO DE DESARROLLO S A DE C V	27-Abr-93	
22 GRUPO MINSA S A DE C V	18-Mar-97	
23 GRUPO PALACIO DE HIERRO S A DE C V	16-Nov-83	
24 GRUPO POSADAS S A DE C V	24-May-96	*
25 GRUPO SIDER S A DE C V	12-Jul-94	*
26 GRUPO SIMEC S A DE C V	8-Dic-94	
27 GRUPO TRIBASA S A DE C V	22-Sep-83	
28 G ACCION S A DE C V	20-Jun-87	
29 HYL S A DE C V	27-Oct-84	
30 INDUSTRIAS BACHOCO S A DE C V	25-Nov-94	
31 INTERNACIONAL DE CERAMICA S A DE C V	03-Nov-94	*
32 NUEVO GRUPO IUSACELL S A DE C V	07-Jul-99	
33 SYNKRO S A DE C V	18-Feb-82	
34 TELEFONOS DE MEXICO S A DE C V	09-May-91	*
35 TRANSPORTACION MARITIMA MEXICANA S A	19-May-92	*
36 TUBOS DE ACERO DE MEXICO S A	13-Jul-96	*
37 TV AZTECA S A DE C V	13-Ago-87	
GRUPOS FINANCIEROS	EMISORA	FECHA DE INSCRIPCIÓN
1 GRUPO FINANCIERO BANCOMER S A DE C V		17-May-84
2 GRUPO FINANCIERO GB ATLANTICO S A DE C V		23-Mar-84
3 GRUPO FINANCIERO INBUISA S A DE C V		04-Feb-00

**Continuación Cuadro 5A**

**México: Emisoras con valores inscritos en la Sección Especial del RNVI 1993-2000**

**2.- CERTIFICADOS DE PARTICIPACION ORDINARIOS NO AMORTIZABLES  
INDUSTRIALES COMERCIALES Y DE SERVICIOS.**

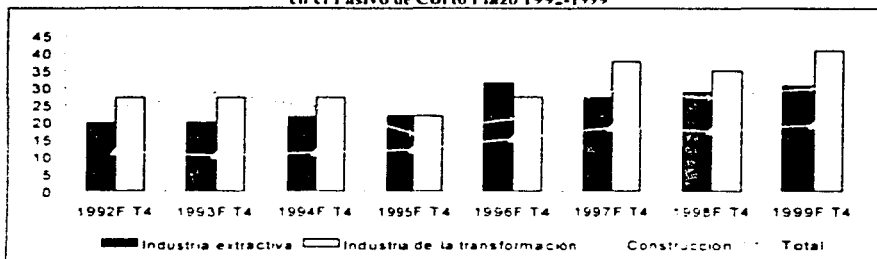
FIDEKOMITENTE	FECHA DE INSCRIPCION	Integrante de la muestra
1 BUFETE INDUSTRIAL S A DE CV	04 Nov 93	
2 CEMEX S A DE CV	17 Sep 95	•
3 GRUPO ELEKTRA S A DE CV	04 Jul 94	
4 GRUPO INDUSTRIAL DURANGO S A DE CV	15 Jul 94	
5 GRUPO RADIO CENTRO S A DE CV	01 Jul 93	
6 GRUPO TELEvisa S A DE CV	14 Dic 93	
7 PERSIGEMEX S A DE CV	29 Mar 94	
8 SANLUIS CORPORACION S A DE CV	08 Nov 95	•
9 SAVIA S A DE CV (ANTES EMPRESAS LA MODERNA S A DE CV)	16 Nov 93	
10 TV AZTECA S A	15 Ago 97	
11 VITRO S A DE CV (ANTES VITRO S A)	15 Oct 91	•

Fuente: Elaboración propia con datos de la C.N.B.V.

## Anexo 2: Evolución de los Rubros Integrantes del Pasivo de Corto Plazo

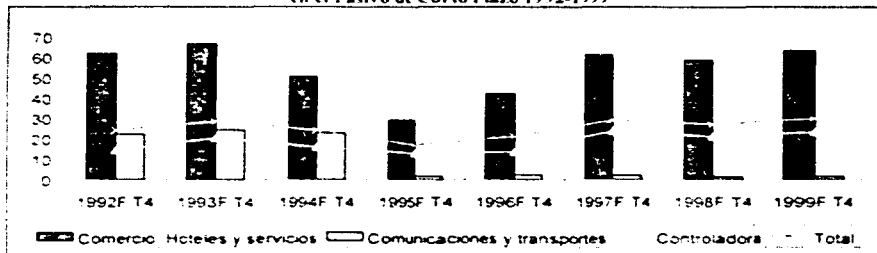
### A) Créditos de Proveedores

**Gráfico 1a**  
**Muestra de Empresas, Sectores Seleccionados:**  
**Evolución de la Participación de los Créditos de Proveedores**  
**en el Pasivo de Corto Plazo 1992-1999**



Fuente: Elaboración propia con base en datos de Reuters, Zocalo

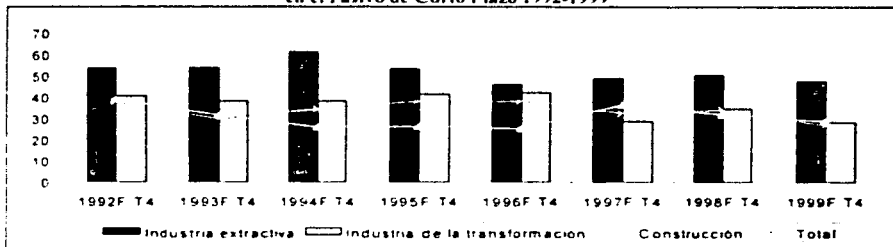
**Gráfico 1b**  
**Muestra de Empresas, Sectores Seleccionados:**  
**Evolución de la Participación de los Créditos de Proveedores**  
**en el Pasivo de Corto Plazo 1992-1999**



Fuente: Elaboración propia con base en datos de Reuters, Zocalo.

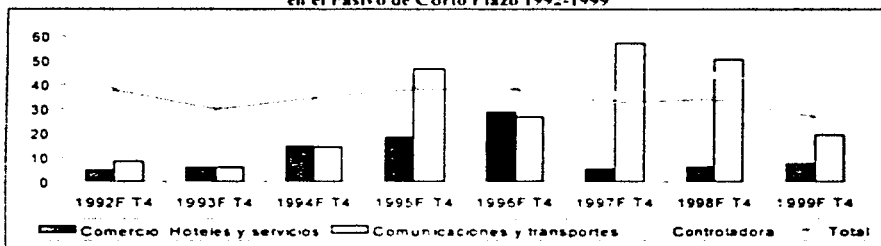
## B) Créditos Bancarios

**Gráfico 2a**  
**Muestra de Empresas, Sectores Seleccionados:**  
**Evolución de la Participación de los Créditos Bancarios**  
**en el Pasivo de Corto Plazo 1992-1999**



Fuente: Elaboración propia con base en datos de Reuters, Zocalo.

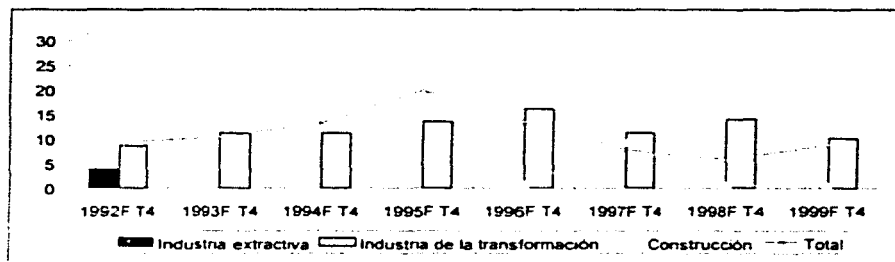
**Gráfico 2b**  
**Muestra de Empresas, Sectores Seleccionados:**  
**Evolución de la Participación de los Créditos Bancarios**  
**en el Pasivo de Corto Plazo 1992-1999**



Fuente: Elaboración propia con base en datos de Reuters, Zocalo.

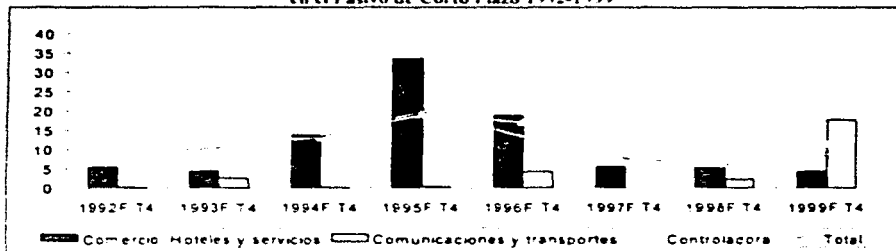
### C) Créditos Bursátiles

**Gráfico 3a**  
**Muestra de Empresas, Sectores Seleccionados:**  
**Evolución de la Participación de los Créditos Bursátiles**  
**en el Pasivo de Corto Plazo 1992-1999**



Fuente: Elaboración propia con base en datos de Reuters, Zócalo.

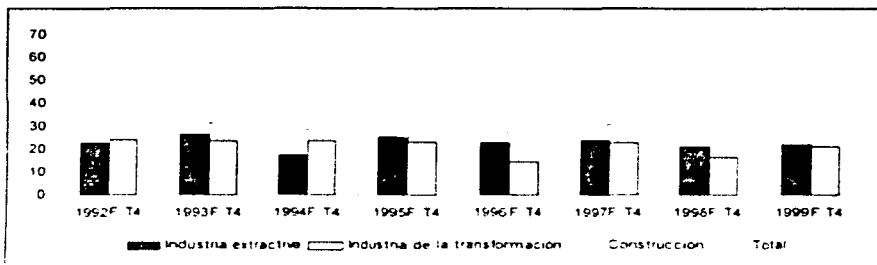
**Gráfico 3b**  
**Muestra de Empresas, Sectores Seleccionados:**  
**Evolución de la Participación de los Créditos Bursátiles**  
**en el Pasivo de Corto Plazo 1992-1999**



Fuente: Elaboración propia con base en datos de Reuters, Zócalo.

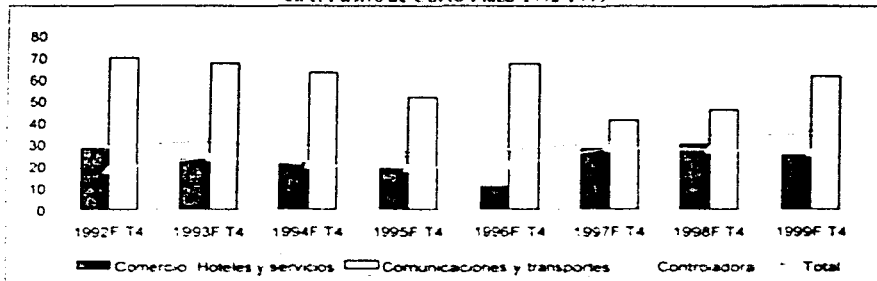
## D) Otros Créditos

**Gráfico 4a**  
**Muestra de Empresas, Sectores Seleccionados:**  
**Evolución de la Participación de Otros Créditos**  
**en el Pasivo de Corto Plazo 1992-1999**



Fuente: Elaboración propia con base en datos de Reuters. Zocalo.

**Gráfico 4b**  
**Muestra de Empresas, Sectores Seleccionados:**  
**Evolución de la Participación de Otros Créditos**  
**en el Pasivo de Corto Plazo 1992-1999**

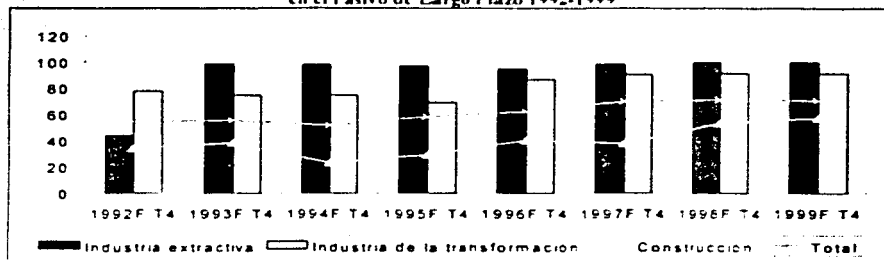


Fuente: Elaboración propia con base en datos de Reuters. Zocalo.

### Anexo 3: Evolución de los Rubros Integrantes del Pasivo de Largo Plazo

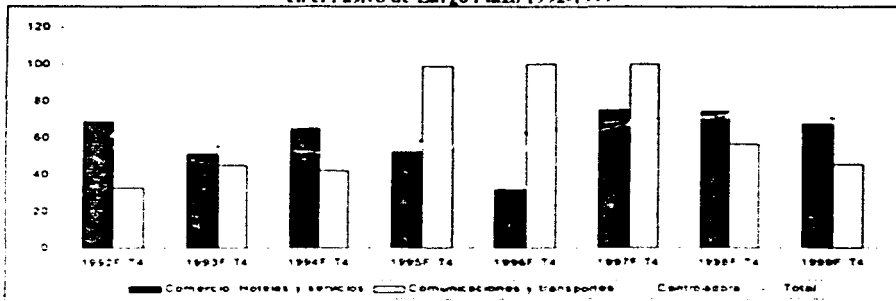
#### A) Créditos Bancarios

**Gráfico 1a**  
**Muestra de Empresas, Sectores Seleccionados:**  
**Evolución de la Participación de los Créditos Bancarios**  
**en el Pasivo de Largo Plazo 1992-1999**



Fuente: Elaboración propia con base en datos de Reuters, Zócalo.

**Gráfico 1b**  
**Muestra de Empresas, Sectores Seleccionados:**  
**Evolución de la Participación de los Créditos Bancarios**  
**en el Pasivo de Largo Plazo 1992-1999**

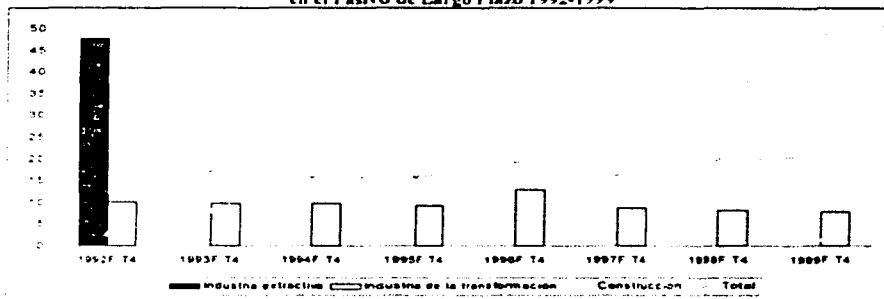


Fuente: Elaboración propia con base en datos de Reuters, Zócalo.



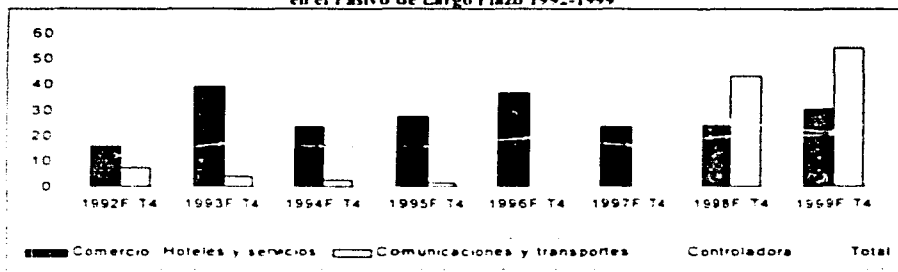
## B) Créditos Bursátiles

**Gráfico 2a**  
**Muestra de Empresas, Sectores Seleccionados:**  
**Evolución de la Participación de los Créditos Bursátiles**  
**en el Pasivo de Largo Plazo 1992-1999**



Fuente: Elaboración propia con base en datos de Reuters, Zócalo.

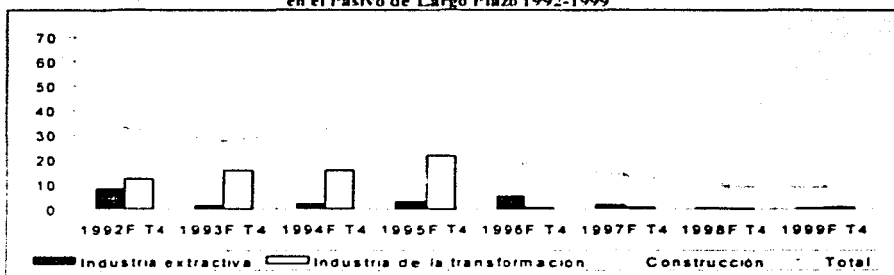
**Gráfico 2b**  
**Muestra de Empresas, Sectores Seleccionados:**  
**Evolución de la Participación de los Créditos Bursátiles**  
**en el Pasivo de Largo Plazo 1992-1999**



Fuente: Elaboración propia con base en datos de Reuters, Zócalo.

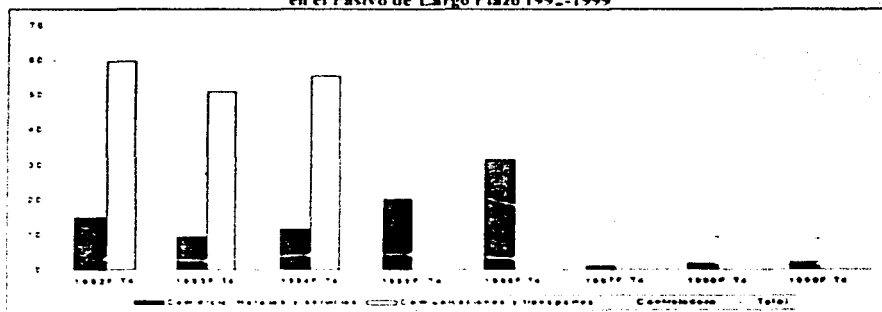
### C) Otros Créditos

**Gráfico 3a**  
**Muestra de Empresas, Sectores Seleccionados:**  
**Evolución de la Participación de Otros Créditos**  
**en el Pasivo de Largo Plazo 1992-1999**



Fuente: Elaboración propia con base en datos de Reuters, Zócalo.

**Gráfico 3b**  
**Muestra de Empresas, Sectores Seleccionados:**  
**Evolución de la Participación de Otros Créditos**  
**en el Pasivo de Largo Plazo 1992-1999**



Fuente: Elaboración propia con base en datos de Reuters, Zócalo.

## Bibliografía

1. Ajit, Singh, "How do Large Corporations in Developing Countries Finance their Growth", en *Amex Bank Review Prize Essays*, Oxford University Press, 1994.
2. Baer, Mónica. "La crisis Financiera del Estado Brasileño en los Años Ochenta: Una Revisión Teórica", en *Investigación Económica* 206, octubre-diciembre, pp. 93-122, 1993.
3. Barro, Robert, *Macroeconomía*. Alianza Editorial 1984
4. Caprio, Gerard., y Demirgüç, A., *The Role of Long Term Finance: Theory and Evidence*. Policy Research Department, World Bank, febrero 1997.
5. Cherian, Samuel, *Internal finance and Investment: Another Look*. Operations Policy Group, World Bank. 1994
6. Davidson, Paul, *Post Keynesian Macroeconomic Theory*, Mc Millian, 1994
7. Davidson, Paul, *Money and the Real World*, Macmillan, Londres, 1978.
8. Demirguc A. y Maksimovic, V. "Stock Market Development and Financial Choices of Firms" en *The World Bank Economic Review* Vol. 10 No. 2 p. 341-369.
9. de la Rosa, José Trinidad, "El nuevo rostro de la banca mexicana", en *Boletín Tecnológico* No. 245., diciembre de 1999.
10. Garrido, Celso, "Estrategias Empresariales ante el Cambio Estructural en México", trabajo presentado dentro del Seminario Internacional *Reforma Financiera, Crecimiento Económico y Globalización. México en perspectiva internacional*. 6 -8 abril de 1998, UAM.
11. Hernández de Cos, A., "El crédito comercial en las empresas manufactureras españolas", en *Moneda y Crédito* N° 209, 1999.
12. Huerta, Arturo, "La liberalización económica impide condiciones financieras para el desarrollo", en, Mántey de Anguiano y Levy Orlik compiladoras *Desorden monetario mundial y su impacto en el sistema financiero mexicano*. UNAM, p. 167. 1998.
13. Huerta de Soto, Jesús, *Dinero, crédito bancario y ciclos económicos*, Unión Editorial, Madrid., 1998.
14. Jacobs, Eduardo y Pérez, Wilson, "Tamaño de la Planta y Financiamiento: Dos Problemas Centrales del Desarrollo Industrial" en *Economía Mexicana, Análisis y Perspectivas*, CIDE, No. 5, octubre 1983
15. Kalecki, Michael, *Teoría del Crecimiento Económico*, FCE. 1971

16. Keynes, John Maynard, *Teoría General de la Ocupación, el Interés y el Dinero*, FCE, 1986
17. Levy, Noemí, "El debate sobre la dicotomía real monetaria de la escuela neoclásica y sus implicaciones para la política monetaria y fiscal", en *Investigación Económica* 215, enero-marzo pp.77-96, 1996.
18. Levy, Noemí, "Determinantes de la Inversión Privada en México 1960-1985 Ideas Generales", en *Investigación Económica* 204, abril-junio, . p. 143-147, 1993.
19. Levy, Noemí "Efectos sobre el fondeo de la inversión productiva por el acortamiento de los plazos de los activos financieros", en *Desorden Monetario Mundial y su Impacto en el Sistema Financiero Mexicano*, Mántey de Anguiano y Levy Orlik, Coordinadoras, UNAM, 1998.
20. Livas, Arturo, "El Financiamiento de la Empresa Grande en México: Tendencias Recientes y Perspectivas", en *Ejecutivos de Finanzas*, pp. 91-104, diciembre 1997..
21. López, Patricia, *La Inversión Corporativa en México*, Tesis Maestría UACPYP, UNAM, 1998.
22. Mántey, Guadalupe, *Lecciones de Economía Monetaria*, UNAM 1997.
23. Mendoza, Gabriel, *Liquidity Constraints on Investment, A Study of Non-Financial Enterprises in Mexico 1990-1998*, Tesis Doctorado, New School University, 2001.
24. Minsky, Hyman., *Can "It" Happen Again?, Essays on Instability and Finance..* M. E. Sharpe Inc., Armonk, 1982.
25. Mills, Karen, . Morling, S y Tease, *The Influence of Financial factors on Corporate Investment*, Research Paper Economic Analysis Department, Reserve Bank of Australia, mayo 1994.
26. Minsky, Hyman, *Stabilizing an Unstable Economy*, Twenty Century Fund, Estados Unidos, 1985.
27. Minsky, Hyman, *John Maynard Keynes*, Columbia University Press, 1975. Citado en De Souza Braga "El Financiamiento de la Riqueza", p. 53 en *Investigación Económica* 206, octubre-diciembre de 1993.
28. Moyer, Ch., McGuigan J., Kretlow, W. *Administración Financiera Contemporánea*, Thompson Editores, 1998.
29. Ortiz, Guillermo, *La Reforma Financiera y la Desincorporación Bancaria*, FCE, México 1994.
30. Pérez, Wilson, y Garrido, Celso, *Las grandes empresas y grupos industriales latinoamericanos en los años noventa*, CEPAL, 1998.

31. Poder Ejecutivo Federal, *Programa Nacional de Financiamiento al Desarrollo 1997-2000*, México, SHCP.
32. Poder Ejecutivo Federal, *Plan Nacional de Desarrollo, 1995-2000*, México, SHCP.
33. Salas-Porras, Alejandra, "Mexican Corporate Structures, Agents and Constellations in the 1990s", trabajo presentado dentro del Seminario Internacional *Reforma Financiera, Crecimiento Económico y Globalización. México en Perspectiva internacional*, 6-8 abril de 1998, UAM.
34. Studart, Rogerio, *Investment Finance in Economic Development*, Ed. Routledge, 1995.
35. Suárez, Andrés, *Decisiones óptimas de inversión y financiación en la empresa*, Ed. Pirámide, Madrid, 1996
36. Tobin, James, "Asset Markets and the Cost of Capital", en *Essays in Economics*, Vol 3 MIT Press 1982, p. 235.

#### **Leyes y Circulares**

- Ley del Mercado de Valores
- Ley de Instituciones de Crédito
- Ley para Regular las Agrupaciones Financieras
- Ley de Reglas Generales para la Constitución y Funcionamiento de Grupos Financieros
- Ley Reglamentaria de Servicio Público de Banca y Crédito
- Ley Orgánica del Banco de México
- Constitución de los E.U.M.
- Circular 11-31 C.N.B.V.
- Circular 11-22 C.N.B.V.

#### **Fuentes Estadísticas**

**Banco de México**  
**Sistema Informativo Reuters, Zócalo.**  
**Sistema Informativo Económica**