



UNIVERSIDAD NACIONAL  
AUTÓNOMA DE MEXICO

FACULTAD DE ESTUDIOS SUPERIORES  
"ACATLÁN"

POSGRADO EN ECONOMÍA



DISPONIBILIDAD DE FINANCIAMIENTO DE LAS GRANDES  
EMPRESAS BURSÁTILES DURANTE EL PERIODO DE  
GLOBALIZACIÓN FINANCIERA: SIMILITUDES Y DIFERENCIAS  
ENTRE EMPRESAS EXPORTADORAS Y NO EXPORTADORAS  
(1993 - 2001)

T E S I S

QUE PARA OPTAR POR EL GRADO DE  
MAESTRO EN ECONOMÍA  
P R E S E N T A :  
MILDRED YÓLATL ESPÍNDOLA TORRES

ASESOR: DRA. NOEMÍ LEVY ORLIK

ACATLÁN, EDO. DE MEXICO

2005

UN: 349320



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.

## AGRADECIMIENTOS

A mis padres:  
Dea y Eduardo,  
por su amor y apoyo incondicional.

A mi hermana y a mi abuelita:  
Minú y Ofelia,  
porque siempre están junto a mí.

A Gabriel Montes:  
Por compartirme sus experiencias.

A Bertin Ponce:  
Por compartir conmigo la alegría de vivir.

A mis compañeros y amigos:  
Ericka, Adrian,  
Por los inolvidables momentos.

A César Salazar:  
Por los momentos de reflexión.

A mis maestros:  
Por su tiempo.

A mi tutora:  
Dra. Noemí Levy,  
por sus valiosos consejos.

Autorizo a la Dirección General de Bibliotecas de la  
UNAM a difundir en formato electrónico e impreso el  
contenido de mi trabajo recepcional.

NOMBRE: Espindola Torres  
Mildred Yolani

FECHA: 13.10.05

FIRMA: [Firma manuscrita]

AGRADEZCO EL APOYO ECONÓMICO OTORGADO POR EL CONSEJO NACIONAL DE CIENCIA Y TECNOLOGÍA Y POR LA DIRECCIÓN GENERAL DE ESTUDIOS DE POSGRADO DE LA UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO, A LO LARGO DE LA MAESTRÍA Y PARA LA REALIZACIÓN DE ESTE TRABAJO.

Dedicado a mis sobrinitos  
Andrea, Gabriel y Alejandra

## ÍNDICE

### DISPONIBILIDAD DE FINANCIAMIENTO DE LAS GRANDES EMPRESAS BURSÁTILES DURANTE EL PERIODO DE GLOBALIZACIÓN FINANCIERA: SIMILITUDES Y DIFERENCIAS ENTRE EMPRESAS EXPORTADORAS Y NO EXPORTADORAS (1993-2001)

INTRODUCCIÓN	V
--------------	---

#### CAPÍTULO I

##### VISIÓN TEÓRICA DEL FINANCIAMIENTO

INTRODUCCIÓN	1
<b>Determinantes del financiamiento externo</b>	
1 Keynes: Financiamiento de corto plazo y fondeo	3
1.1 Importancia de los bancos en la creación de dinero y otorgamiento de financiamiento de corto plazo	4
1.2 El fondeo y la anulación del financiamiento de corto plazo	6
1.3 Asimetría de vencimientos y divergencias entre los plazos de deuda y rendimiento	7
2 Davidson: Disponibilidad de financiamiento, contratos y liquidez.	9
2.1 Importancia de los contratos y diferencia entre la tasa de descuento y la tasa de interés	9
3 Minsky: Financiamiento y proceso de apalancamiento.	10
3.1 Riesgo en las variaciones del precio de oferta y demanda	10
3.2 Ciclo económico y el proceso de apalancamiento	12
3.3 Clasificación de las empresas según su nivel de apalancamiento y su impacto en la fragilidad del sistema financiero	13

## **Determinantes del financiamiento interno**

4 Kalecki: Fondos internos y oligopolio	15
4.1 Financiamiento interno	15
4.2 Riesgo creciente	17
5 Steindl: Apalancamiento y oligopolio	19
5.1 Generación de ganancias y su relación con el financiamiento interno	19
5.2 El apalancamiento	20
6 Eichner: Financiamiento interno y precios	21
6.1 Determinación del precio y generación de financiamiento para la inversión	21
6.2 Limitantes en la elevación del precio	22
Conclusiones	24

## **CAPÍTULO II**

### **LAS GRANDES EMPRESAS EN EL CONTEXTO DE LA APERTURA COMERCIAL Y LA DESREGULACIÓN FINANCIERA**

<b>INTRODUCCIÓN</b>	<b>26</b>
1 Antecedentes de la desregulación del sistema financiero	27
2 Desregulación	29
2.1 Privatización bancaria	33
2.2. Extranjerización	34
2.3 Autonomía del banco central	35

3 Desarrollo histórico del mercado bursátil	36
3.1 Reformas al sector bursátil	37
4 Apertura comercial	39
Conclusiones	44

### **CAPÍTULO III**

#### **ANÁLISIS EMPÍRICO DE LAS EMPRESAS BURSÁTILES**

<b>INTRODUCCIÓN</b>	<b>47</b>
1 Definición de la muestra	49
2 Fuentes de financiamiento de las Empresas Bursátiles exportadoras y no exportadoras	53
3 Análisis de las fuentes susceptibles de financiar la inversión en Empresas exportadoras	55
3.1 Análisis de los recursos totales de las Empresas exportadoras que cotizan en la bolsa mexicana de valores	55
3.2 Composición de la deuda de las Empresas exportadoras	59
3.3 Composición de pasivos en moneda nacional y extranjera en los recursos de las Empresas exportadoras	63
4 Análisis de las fuentes susceptibles de financiar la inversión en Empresas no exportadoras	67
4.1 Análisis de recursos totales de las Empresas no exportadoras que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores	67

4.2 Composición de deuda de las Empresas no exportadoras	70
4.3 Composición de los pasivos en moneda nacional y extranjera en los recursos de las Empresas no exportadoras	73
5 Análisis comparativo Empresas Bursátiles exportadoras y no exportadoras	77
Conclusiones	78
<b>CONCLUSIONES GENERALES</b>	<b>83</b>
<b>ANEXOS</b>	<b>89</b>
<b>ANEXO DE DEFINICIONES</b>	<b>90</b>
<b>ANEXO ESTADÍSTICO</b>	<b>94</b>
<b>REFERENCIAS</b>	<b>98</b>

## INTRODUCCIÓN

El objetivo del presente trabajo es analizar la estructura financiera de las empresas exportadoras y no exportadoras que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores, para determinar si existen diferencias entre la estructura de financiamiento de las empresas que perciben su ingreso en moneda nacional y las que lo hacen en moneda extranjera. Recordemos que la literatura económica presenta puntos de vista discordantes acerca de la forma de financiamiento de las empresas y las vías para superar la restricción de moneda extranjera, necesaria para financiar las importaciones que requiere cada país para crecer.

Las reformas institucionales ocurridas desde de la década de 1980 y, profundizadas en los años noventa, modificaron la estructura económica en dos formas, afectando el financiamiento de la inversión, particularmente de las grandes empresas.

Por un lado, se argumenta que en los años noventa a raíz de la apertura comercial, que tuvo lugar desde mediados de los ochenta y, posteriormente con la firma del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN), se incrementó la importancia de las exportaciones en el ingreso nacional. La apertura dio origen al desarrollo de importantes empresas nacionales dedicadas a la actividad de la exportación, cuya ventaja comparativa con respecto al resto de las empresas, de igual tamaño, ha sido percibir ingresos en monedas de reservas internacional y, no estar sujetas a riesgos por crisis devaluatorias.

Por otro lado, hubo importantes cambios institucionales en el sistema financiero nacional que modificaron la forma de financiamiento de la inversión. Los créditos bancarios y las instituciones financieras nacionales fueron desplazados del financiamiento a la inversión, adquiriendo mayor importancia el capital extranjero.

Específicamente, la globalización ha permitido a las empresas acceder a nuevas formas de financiamiento externo a la empresa, que van desde crédito bancario internacionales, de proveedores, mercado de capitales, instrumentos de financiamiento no bancarios y acreedores, inexistentes en el periodo de regulación. La presencia de financiamiento externo se ha incrementando fuertemente a lo largo de los últimos cinco lustros, lo cual,

ha generado mayor riesgo cambiario para aquellas organizaciones productivas que no perciben el ingreso, por concepto de ventas en monedas extranjeras.

Por consiguiente, la serie de reformas efectuadas a lo largo de este periodo dio acceso a las grandes empresas (exportadoras y no exportadoras) al mercado de capitales internacional y con la entrada en vigor del Tratado de Libre Comercio, se incrementó el ingreso de las empresas exportadoras en moneda extranjera, lo que dio lugar a marcadas diferencias entre ambas organizaciones productivas, en cuanto acceso y disponibilidad de financiamiento.

De manera general la literatura señala que las empresas bursátiles tienen un mayor acceso a los sistemas financieros tanto nacionales como internacionales, porque cuentan con importantes niveles de capital, disponen de grandes colaterales para garantizar el pago de sus deudas y generan mayores flujos de efectivo. A este respecto se debe determinar, en las grandes exportadoras y no exportadoras, cuan importante es la presencia del financiamiento interno a la empresa proveniente de fondos internos y, qué importancia tienen los fondos externos, identificando si son de origen nacional o internacional, determinando, en este ultimo punto, si estos provienen del sistema bancario o del mercado de capitales internacional.

Con base en el planteamiento anterior la hipótesis de trabajo es que las grandes empresas exportadoras acuden en mayor medida al financiamiento externo en el mercado internacional porque están sujetas a menor riesgo cambiario y las grandes empresas no exportadoras aunque tienen acceso al mercado financiero internacional optan por financiamiento proveniente del mercado nacional.

Específicamente, se pretende corroborar si existen diferencias en las estructuras de financiamiento de las empresas bursátiles exportadoras y no exportadoras, considerando su orientación comercial. Asimismo, se desea conocer el papel del sistema financiero nacional y extranjero, incluyendo bancos e instituciones financieras no bancarias, en el financiamiento de las empresas. Específicamente si estas instituciones promueven el financiamiento de la inversión.

El periodo de estudio es peculiar ya que abarca de 1993 a 2001, etapa de cambios institucionales que incluyeron modificaciones en la política económica y en la estructura financiera y comercial del país, que dieron origen a la crisis económica de 1994 y a una de las recesiones económicas más profundas en la historia mexicana. Además, contempla la extranjerización de la banca y la caída en el crecimiento económico de los Estados Unidos, principal socio comercial de México. Todos estos aspectos influyeron en las decisiones y disponibilidad de financiamiento de las grandes empresas exportadoras y no exportadoras.

Considerando que la información disponible, estaba completa hasta el año 2001, se eligió terminar el periodo de estudio en este año.

En cuestiones metodológicas se realizó una investigación exhaustiva para identificar a las grandes empresas exportadoras y no exportadoras que cotizaron ininterrumpidamente en la Bolsa Mexicana de Valores de 1993 a 2001, se incluyeron aquellas que presentaron información completa para todo el periodo de estudio.

Las variables seleccionadas se obtuvieron de la base de datos Económica. La información está expresada en miles de pesos, a precios constantes de 1999, deflactados por el índice nacional de precios al consumidor (IPC), se presentan en flujos, y corresponden al último trimestre de cada año, ya que en dicho trimestre se muestran los movimientos anuales acumulados.

En el contexto de la liberalización comercial y financiera, se analiza el comportamiento de la deuda de las empresas bursátiles, considerando plazo y tipo de moneda. Además, se examina la importancia del financiamiento interno a la empresa y del mercado de valores, este último, como promotor de financiamiento de largo plazo.

Con el propósito de contar con un sustento teórico que considere tanto financiamiento interno como externo a la empresa, este trabajo se basa en el planteamiento de la teoría de la demanda efectiva, la cual, postula que no se necesita ahorro previo para financiar la inversión, es decir, el sistema financiero puede generar el financiamiento demandado por las empresas. Es decir, no se examina la teoría del ahorro ex – ante, que sostiene que las instituciones financieras tiene como principal función intermediar recursos financieros

entre ahorradores e inversionistas. En este trabajo se subraya que las instituciones financieras, particularmente bancarias, tiene como característica distintiva crear dinero, por consiguiente, la inversión puede ser limitada por falta de financiamiento que es resultado de expectativas negativas de los empresarios y de políticas monetarias y crediticias equivocadas. Empero, no se desconoce que los fondos internos de las grandes empresas, juegan un papel fundamental en el crecimiento de las empresas, lo cual, incluso, les permite acceder a mayor financiamiento externo, originándose una estructura productiva industrial; o bien, la propia estructura oligopólica induce políticas de financiamiento mediante la determinación de precios.

Considerando lo anterior, en el marco de la teoría de la demanda efectiva, se revisaran dos propuestas teóricas, que debe adelantarse, no son contradictorios entre sí. Una se enfoca en el análisis del financiamiento externo a la empresa y, la otra, considera como fundamental el financiamiento interno a la empresa.

El trabajo se divide en tres capítulos. En el primero se presenta el marco teórico en torno al financiamiento de la inversión, enmarcado por la teoría de la demanda efectiva, parte del análisis de los determinantes de la inversión, para demostrar que el ahorro no limita el gasto de la inversión y, con base en los dos planteamientos referidos anteriormente, se discute el financiamiento de la inversión. Por un lado, Keynes, Davidson y Minsky resaltan las fuentes de financiamiento externas a la empresa y discuten la creación del créditos, el fondeo o la inducción de crisis financieras; y, por otro, se exponen los planteamientos de Kalecki, Steindl y Eichner, quienes resaltan el financiamiento interno de las empresas y la vía de acumulación interna de estas organizaciones productivas, destacan a los precios como herramientas fundamentales para incrementar el ingreso en periodos de alto gasto de inversión.

En el segundo capítulo, se estudia el espacio histórico en que se desarrollaron las grandes empresas y su financiamiento. Particularmente se resaltan las distintas reformas institucionales que tuvieron lugar a partir de 1982, que es el parte aguas entre el modelo de regulación y desregulación económica, que modificó la orientación de las entidades productivas y el financiamiento del sistema financiero.

En el tercer capítulo, se realiza un análisis empírico a partir de la revisión de los estados financieros de las empresas exportadoras y no exportadoras. Con el propósito de conocer similitudes y diferencias entre éstas, se presenta un cuadro comparativo que muestra la participación de las diferentes fuentes de financiamiento, susceptibles de financiar la inversión. La herramienta de análisis de esta investigación son las hojas de balance de las grandes empresas que cotizan en la bolsa de valores. Allí se identificó el financiamiento interno y las fuentes de financiamiento externo de las empresas disponibles. Debe resaltarse que las empresas requieren recursos para financiar capital de trabajo e, incluso, para comprar títulos financieros y, de esa manera, obtener ganancias de capital que alejan los recursos de las empresas de la actividad productiva.

De manera específica, en la primera parte del capítulo tres se analizan, de forma general, las fuentes de financiamiento internas (reinversión de utilidades) y externas a la empresa (deuda y aumentos de capital). La segunda parte se analiza de manera desagregada la deuda de corto y largo plazo y, en la tercera, se discute los pasivos por tipo de moneda y, finalmente, en la cuarta parte, se presenta el cuadro comparativo de las empresas exportadoras y no exportadoras.

El último capítulo está destinado a presentar las conclusiones generales derivadas del trabajo.

## CAPÍTULO I

# VISIÓN TEÓRICA DEL FINANCIAMIENTO

### INTRODUCCIÓN

El objetivo de este capítulo es hacer una revisión teórica de las fuentes de financiamiento a las que pueden acceder las empresas. Con el propósito de contar con un sustento teórico que considere tanto al financiamiento interno como externo a la empresa y además, tenga un punto de encuentro, se analizan los planteamientos teóricos de seis autores que toman como base a la teoría de la demanda efectiva.

En esta teoría se analiza el financiamiento de la inversión dentro de una estructura financiera monetaria, y supone que no es necesaria la existencia de ahorro previo para financiar la inversión, que es importante garantizar financiamiento y que la estabilidad del sistema económico depende de la captación financiera del ahorro proveniente del ingreso generado por la inversión.

Bajo estas consideraciones, el marco teórico quedó conformado por las propuestas de los siguientes autores: Keynes, Davidson, Minsky, Kalecki, Steindl y Eichner, quienes parten de los mismos supuestos de la teoría de la demanda efectiva, pero se diferencian al determinar el predominio de las fuentes de financiamiento para la inversión. Keynes, Davidson y Minsky se enfocan al análisis del financiamiento externo a la empresa, mientras Kalecki, Steindl y Eichner otorgan mayor importancia al financiamiento interno de la empresa.

Con el fin de contar con los elementos teóricos que permitan analizar las fuentes de financiamiento de las empresas, este capítulo se divide en dos partes:

En la primera parte se presentan las propuestas teóricas que parten del estudio de las fuentes de financiamiento externas a la empresa, representadas por Keynes, quien resalta la importancia del financiamiento de corto plazo, el fondeo y el problema de la asimetría de vencimientos; Davidson introduce el establecimiento de contratos para eliminar la

incertidumbre y Minsky, con base en su hipótesis central, señala la existencia de inestabilidad del sistema financiero, explicada por la modificación de la estructura financiera a lo largo del ciclo económico.

En la segunda parte se desarrollan las teorías que basan su análisis en las fuentes internas de financiamiento a la empresa, representadas por Kalecki, quién enfatiza que las empresas deben financiarse con sus propios recursos, debido al riesgo creciente que implica el financiamiento externo; Steindl, que se enfoca a la generación de ganancias para financiar la inversión y resalta el problema del apalancamiento y Eichner, quién considera a la variable precios como la principal fuente de financiamiento interna de las empresas oligopólicas.

Finalmente se presentan las conclusiones.

## DETERMINANTES DEL FINANCIAMIENTO EXTERNO

### 1 Keynes: Financiamiento de corto plazo y fondeo.

Keynes sostiene que la decisión de invertir depende del valor presente de la ganancia futura, calculada a partir de la comparación del precio de demanda con el precio de oferta. Define al precio de demanda<sup>1</sup> como el valor actualizado de los rendimientos futuros y equivalente al valor de las acciones en el mercado financiero y al precio de oferta, como el costo de reponer una unidad de capital, determinada por los costos directos, el margen de ganancia y la tasa de interés.

Alternativamente Keynes desarrolla el concepto de Eficiencia Marginal del Capital (EMC), que es la relación entre el rendimiento esperado de una clase de capital y el costo de producirla o la tasa de descuento interna que lograría igualar el valor presente de la serie de anualidades, dada por los rendimientos esperados del bien de capital en todo el tiempo que dure a su precio de oferta, y lo compara con la tasa de interés, que es la forma alternativa en la que un monto de capital inicial puede obtener ganancias.

Es importante señalar que los movimientos en la tasa de interés afectan tanto al precio de demanda, por tratarse del valor de las acciones en el mercado financiero, cuyo precio tiene una relación inversa con la tasa de interés, como al precio de oferta, porque para producir bienes de capital se requiere financiamiento externo.

El precio de demanda es afectado por las oscilaciones del mercado bursátil, donde existe incertidumbre en las percepciones futuras y las variaciones en la tasa de interés.

Un aumento en la tasa de interés puede provocar una caída en el precio de demanda y por lo tanto, una disminución en el flujo de ganancia. Para que el volumen de inversión no disminuya se debe impedir que la tasa de interés suba mediante una política monetaria acomodaticia. Además, se debe limitar el movimiento del precio de las acciones.

---

<sup>1</sup> Algebraicamente el precio de demanda, para una economía privada y para un año de dotación de capital se presenta como:  $Pd = R / (1 + ti)$ , donde Pd: Precio de demanda y ti: tasa de interés.

En cuanto a la comparación de la EMC y la tasa de interés, Keynes considera que la primera debe ser mayor a la tasa de interés, en este caso los empresarios obtendrán flujos de ganancias positivos con los que tendrán acceso al financiamiento de corto plazo.

### 1.1 Importancia de los bancos en la creación de dinero y otorgamiento de financiamiento de corto plazo

Keynes sostiene que la inversión requiere en un principio financiamiento de corto plazo, los encargados de otorgarlo son los bancos, quienes son los únicos capaces de crear dinero independientemente de los recursos reales existentes.

La creación de dinero es posible debido a la improbabilidad de que todos los clientes retiren simultáneamente sus depósitos y por la capacidad de los bancos de generar dinero privado – cuentas de cheques- permitiéndoles conceder créditos sin la necesidad de tener efectivo, ya que el dinero privado es ampliamente aceptado por el conjunto de los agentes económicos.

El proceso de creación de dinero en el transcurso del desarrollo financiero capitalista ha evolucionado, lo cual, ha permitido a los bancos liberarse de regulaciones en la emisión de dinero privado. Inicialmente el multiplicador bancario<sup>2</sup> fue un elemento de contención, a través del requerimiento de reservas. Con la globalización del sistema financiero, los bancos vía la securitización<sup>3</sup> de los préstamos, dejaron de tener límites en la creación de dinero. Entonces, la emisión de créditos bancarios depende de la confiabilidad que éstos tengan sobre la realización de los préstamos.

<sup>2</sup> Empleando una versión simple de la hoja de balance bancario, en el lado de los activos se encuentran las reservas (R), activos líquidos (A) y préstamos (L), los cuales deben igualarse, a los pasivos (Dp). Entonces tenemos:  $R+A+L=Dp$  (1)  
El monto de reservas está compuesto por una parte reglamentaria de carácter obligatorio, que indica las reservas mínimas bancarias (re) y otra, definida por los bancos, con base en sus estrategias competitivas y sus preferencias por liquidez ( $\Phi$ ). Empleando la ecuación (1), los préstamos se pueden determinar de la siguiente manera:  $L = (1-\Phi -re) Dp$  (2)

Donde:  $re=R/Dp$  y  $\Phi=A/Dp$

La ecuación (2) implica que: a) mientras existan activos líquidos ( $\Phi > 0$ ), se podrán ampliar los montos de deudas sin agotar las reservas, es decir, el factor (re) se mantiene constante, b) sin embargo, a partir de que  $\Phi$  se aproxima a un nivel determinado ( $\Phi \approx re$  o  $\Phi \approx 0$ ), se acelera la caída de la liquidez bancaria.

<sup>3</sup> Titulación de activos crediticios (en inglés securitización) y consiste en la transformación de préstamos otorgados por una entidad financiera en títulos valores ofertados entre el público inversor.

Este método le sirve a la entidad financiera como medio de obtención de fondos para el otorgamiento de nuevos créditos. Generalmente, este tipo de instrumentación de créditos surge de quienes tienen en su activo una importante cartera de derechos susceptibles de cobro (créditos), instrumentados bajo condiciones homogéneas (similares tasas, plazos, etc.), tales como créditos hipotecarios, prendarios, o cupones de tarjetas de crédito (Martín, 1996)

Keynes, siguiendo a Robertson, explica el financiamiento bancario como si fuera un fondo revolvente, y afirma que para crear este fondo no es necesario tener recursos previos porque se trata únicamente de transacciones contables que no absorben ni agotan recursos. Empero, los créditos deben ser pagados por los demandantes de financiamiento a fin de que se siga otorgando financiamiento.

El proceso de emisión de crédito puede describirse de la siguiente manera, el **productor** de bienes de capital fijo pide prestado para cubrir los gastos de capital circulante, a fin de producir la mercancía, y el **comprador** de bienes de capital fijo pide prestado para pagar las máquinas. La deuda de los productores de bienes de capital fijo se anula cuando el demandante de bienes de capital fijo le paga al productor de estos bienes, de esta manera la deuda de los compradores es la única que prevalece, la cual, según el autor de la teoría general se anula con la venta de acciones por parte de los demandantes de bienes de capital.

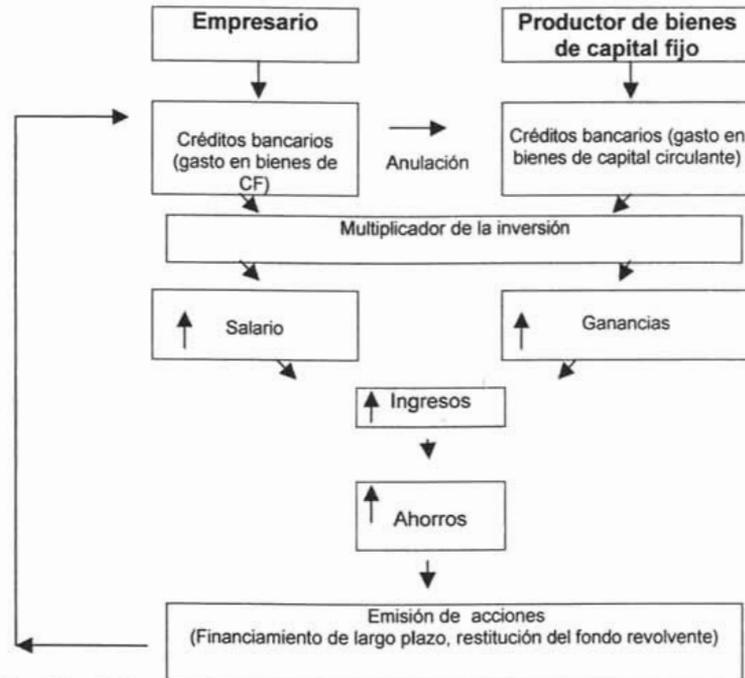
Es decir, Keynes afirma que el crédito tiene un carácter revolvente porque los créditos del productor de bienes de capital, se anulan con los créditos del empresario que demanda dichos bienes. Con los créditos solicitados por el empresario en la primera fase, se generan gastos de inversión que mediante el multiplicador del ingreso, dan lugar a un aumento en el salario y las ganancias. Bajo el supuesto de que el consumo se considera constante y, por consiguiente, el ingreso adicional no se gasta en su totalidad, se genera ahorro. En caso de que dicho ahorro se canalice al sector financiero y se emplee en la compra de acciones, los demandantes de bienes de capital obtienen ingresos que les permiten saldar sus deudas con el sistema bancario. Ello provoca que las utilidades se igualen a las deudas.

Desde otra perspectiva puede señalarse que los empresarios demandantes de capital fijo emiten acciones con el fin de anular sus deudas de corto plazo, las acciones pueden ser compradas gracias al crecimiento del ahorro generado por la inversión. (Ver figura 1)

FIGURA 1

**Carácter Revolvente del Crédito**

ANULACION



Fuente: Levy(2001)

**1.2 El fondeo y la anulación del financiamiento de corto plazo.**

El proceso de fondeo implica la recolección del ahorro generado por la inversión y el intercambio de éste por títulos de propiedad, que a su vez, se irán saldando con los rendimientos que fluyan de la propia inversión (Ver figura 1).

El fondeo se debe entender como: " la 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..."(Baer, 1993:100).

"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 en relación con los términos de fondeo de dicho financiamiento cuando se requiera) en conjunto con la oferta monetaria determinada por las políticas del sistema bancario" (Keynes, 1937, citado en Levy, 2001)

"El proceso de fondeo – tiene tres características relevantes: 1) transforma las deudas de corto plazo en largo plazo porque los títulos y acciones son participantes en utilidades de las empresas; 2) anula las deudas de corto plazo, permitiendo al sistema bancario proseguir financiado nuevos proyectos de inversión y 3) las expectativas inciertas sobre las ganancias esperadas se diluyen entre varios agentes"(Levy, 2001:91).

El fondeo garantiza la estabilidad del sistema financiero ya que tiene el poder de anular los créditos de corto plazo, mediante la emisión de acciones, que recaudan el incremento de ingresos provenientes de la inversión, permitiendo empatar las deudas con las utilidades (Levy, 2001).

Para que el proceso de fondeo y el proceso de acumulación, que éste promueve, se lleven a cabo satisfactoriamente, es necesario que el pago de los créditos de corto plazo se equipare con la obtención del financiamiento de largo plazo.

### **1.3 Asimetría de vencimientos y divergencias entre los plazos de deuda y rendimiento.**

La asimetría de vencimientos proviene de los distintos plazos con que se obtienen los rendimientos y deben pagarse las deudas bancarias.

A partir del planteamiento de Keynes, se señala que el rendimiento de la inversión fija fluye a lo largo de todo el periodo de duración del capital fijo (i.e. vida productiva de la máquina). Mientras que las deudas de los empresarios, derivadas del fondo revolvente son de corto plazo. Por consiguiente, el propio Keynes señala que la estabilidad del

sistema financiero proviene del fondeo, es decir, de la transformación de las deudas de corto en largo plazo.

Particularmente la emisión de acciones empata las utilidades, y las deudas adquieren la misma estructura de tiempo, volviéndose simétricas temporalmente.

Empero, el proceso de financiamiento de corto plazo – fondeo puede interrumpirse debido a la posibilidad de que el emisor de los activos financieros no pueda cumplir con sus obligaciones, lo cual está relacionado directamente con la capacidad del prestatario de solventar sus deudas (Studart,2002).

Si las autoridades aplican una política monetaria restrictiva que eleva la tasa de interés, el fondo revolvente se alterará por la incapacidad de los empresarios para hacer frente a sus obligaciones. La elevación de la tasa de interés llevará a una reducción del precio de demanda (precio de las acciones), lo que obstaculizará el proceso de fondeo, ya que los ahorradores al observar una caída en el precio de las acciones no destinarán sus ahorros a la compra de éstas, de tal manera que el financiamiento de corto plazo no se podrá anular con el financiamiento de largo plazo y la asimetría entre vencimientos dará lugar a crisis financieras.

Una política monetaria laxa que permita incrementar la liquidez a una tasa de interés compatible con la tasa de fondeo de largo plazo, motivará a los ahorradores a comprar acciones y con ello se logrará anular el financiamiento de corto plazo y aumentar el crédito mediante el fondo revolvente, con estas políticas se podrá cerrar el círculo de financiamiento e inversión y evitar crisis financieras (Levy,2001).

## 2 Davidson: Disponibilidad de Financiamiento, contratos y liquidez.

### **2.1 Importancia de los contratos y diferencia entre la tasa de descuento y la tasa de interés.**

Una forma alternativa de analizar la relación entre el sistema financiero y la inversión, es la propuesta de Davidson, del establecimiento de contratos<sup>4</sup> mediante los cuales, los empresarios (compradores) demanden bienes de capital. Los contratos aseguran a los productores de bienes de capital (vendedores) que los compradores les pagarán los bienes de capital, a un precio fijado en el contrato<sup>5</sup>, una vez entregado el bien. Además, con esos contratos, los productores de bienes de capital pueden pedir financiamiento de corto plazo a su banquero para cubrir sus costos de producción (capital trabajo), mientras fabrican bienes, y con los mismos contratos los compradores pueden pedir prestado a los bancos para pagar sus deudas a los productores. Con los mismos contratos también se pueden emitir acciones para asegurar suficiente liquidez para saldar las cuentas bancarias. (Davidson, 1986).

La inversión no requiere de ahorro previo. Los contratos permiten entrelazar el financiamiento con los flujos previstos, antes de iniciar la venta de bienes y servicios que se producen con la maquinaria. Si los bancos satisfacen la demanda de dinero por financiamiento y ésta es cubierta con la venta de acciones, es posible incrementar el ahorro, aún antes de que el bien físico no se incorpore al proceso de acumulación (Levy, 2001).

Mediante la emisión de acciones de largo plazo, se garantizan los fondos para liquidar los créditos de corto plazo (fondeo). Las tasas de interés de corto y largo plazo se equiparan cuando el productor de bienes de capital carga al precio de oferta la tasa de interés que le cobra el banco por hacer préstamos de corto plazo y el empresario inversionista – comprador- utiliza a la tasa de interés de largo plazo, como tasa de descuento, al vender los títulos financieros(Levy, 2001).

---

<sup>4</sup> Davidson al igual que Keynes considera la existencia de incertidumbre y plantea que una manera de contrarrestarla es mediante los contratos, que permitan diferir ingresos monetarios presentes al futuro y actúen como financiamiento para la inversión, para ello las deudas privadas deben operar como medio de cambio y deben existir instituciones de compensación (Levy,2001)

<sup>5</sup> La fijación de precios le permite al comprador asegurar el control de costos.

*Si el suscriptor de las acciones tiene éxito en la flotación de las nuevas acciones, a la tasa de rendimiento pactada en el convenio de suscripción, que actúa como el costo del fondeo, obtiene ganancias. A esta tasa de interés de largo plazo, miembros del público ceden su liquidez en un monto proporcional a la liquidez extra, creada por el sistema bancario y es utilizada por los productores de bienes de capital para hacer frente a sus costos de producción. El comprador de inversión tendrá suficiente fondeo para enfrentar su compra contractual con la respectiva orden de pago. El vendedor, una vez pagado su recibo por parte del comprador, podrá pagar su deuda bancaria. El repago de dicha deuda podrá ser utilizado como un fondo revolvente de financiamiento de corto plazo (Davidson, 1986).*

### **3 Minsky: Financiamiento y proceso de apalancamiento.**

#### **3.1 Riesgo en las variaciones del precio de oferta y demanda**

Minsky a partir del planteamiento de Keynes considera que las dos variables relevantes en la inversión son el precio de demanda, y el precio de oferta (precio de reposición), los cuales pueden alterarse durante el ciclo económico.

Sostiene que los precios de demanda pueden ser afectados por la disminución de la capitalización, provocada por aumentos en la magnitud invertida que llevan a incrementar los pasivos, propiciando la elevación de la tasa de apalancamiento de las empresas. El incremento en la tasa de apalancamiento causa inseguridad entre los deudores, quienes reducen la tasa de capitalización que aplican a los rendimientos probables.

"la tasa de descuento de los rendimientos futuros baja por la mayor inseguridad proveniente de un aumento del monto de la inversión y por la relación de endeudamiento. Es decir, aumenta el margen de inseguridad, reduciendo con ello la tasa de capitalización que el deudor aplica a los rendimientos probables. Entonces el riesgo del prestatario provoca que la curva de precio de demanda (dada una tasa de interés y expectativas determinadas) tenga un tramo descendente" (Levy,2001:61).

El precio de oferta es afectado por la posibilidad de incumplimiento de pago, en este caso, el prestamista exigirá un pago mayor tomando en cuenta las experiencias pasadas y presentes y las expectativas futuras. El riesgo aumenta conforme aumenta el apalancamiento (relación de deuda a activos totales), en este caso el costo del riesgo es transferido al comprador de bienes de capital, debido al incremento de los costos financieros<sup>6</sup> provocados por el mayor riesgo, mientras que el precio de oferta del vendedor de bienes de capital se mantiene sin cambios.

De lo anterior se puede afirmar que: la posibilidad de aumentar el volumen de inversión mediante endeudamiento externo, incrementa la posibilidad de inestabilidad económica, es decir, tomando en cuenta la incertidumbre, es más seguro invertir únicamente los fondos internos de la empresa, con el fin de evitar la inestabilidad financiera, a partir de lo cual Minsky plantea la hipótesis de inestabilidad financiera que considera crisis recurrentes en el sistema económico.

Minsky parte del supuesto que los precios de oferta y demanda son constantes cuando no está presente el financiamiento externo. Dados los recursos propios, la inversión será lo (ver gráfico 1). Pero si en este punto el precio de demanda es mayor que el precio de oferta, lo cual indica que si el inversionista amplía su volumen de inversión vía endeudamiento aumenta sus ganancias. La presencia de capital externo, vía endeudamiento, incrementa el precio de oferta, dados los costos financieros; y reduce el precio de demanda, debido a la mayor tasas de capitalización de los activos financieros. El punto de equilibrio será donde el precio de demanda y el precio de oferta (ya incluido el costos de la deuda) se igualen I1 (ver gráfico 1), aunque esto represente un mayor riesgo, tanto para el prestamista, como para el prestatario.

---

<sup>6</sup> El costo financiero que se incluye en el precio de oferta depende de las características de la empresa, demandantes de bienes de capital, en cuanto a tamaño, apalancamiento y percepción del prestamista sobre la rentabilidad del bien de capital en específico.



preferentemente protegidos, como los valores gubernamentales, desplazando a los títulos de las empresas cuyos precios relativos tenderán a disminuir (Mántey,2000).

Finalmente, la asimetría temporal de los vencimientos y los ingresos de las empresas, origina inestabilidad financiera. Los bancos aumentan la tasa de interés, esto provoca un descenso en el precio de demanda y un aumento en el coste de endeudamiento, que eleva el precio de oferta, lo cual, puede provocar incumplimiento de pagos por parte de las empresas (dependiendo de la estructura de sus deudas) cuyo resultado es una crisis por deflación de deuda en el mercado de capitales (Levy,2000).

De ahí que la reacción del mercado de préstamos a la creciente demanda de financiamiento para la inversión, puede modificar los términos en que éste se conceda y a la larga puede frenar el impulso de la acumulación de capital si la tasa de interés se eleva.

### **3.3 Clasificación de las empresas según su nivel de apalancamiento y su impacto en la fragilidad del sistema financiero.**

Minsky clasifica a las empresas de acuerdo al nivel de apalancamiento y al impacto de éstas frente a una elevación de las tasas de interés por incrementos en las necesidades de refinanciamiento, de la siguiente forma:

- 1) Empresas cubiertas, para las cuales los flujos de caja siempre exceden los compromisos de pago. Las empresas cubiertas son las menos afectadas por un alza en los tipos de interés, pues no requieren contratar nuevos financiamientos.
- 2) Empresas especulativas, en las que durante un breve período inicial, el flujo de caja sólo alcanza para cubrir los intereses pero no las amortizaciones, de modo que requieren refinanciamiento. Una unidad especuladora refinancia constantemente una porción de su estructura de obligaciones. Su funcionamiento normal depende del funcionamiento normal del mercado financiero. En particular, un incremento en la tasa de interés sobre deuda, incrementará las obligaciones aunque no haya cambios en las cuasirentas (Minsky,1982).

- 3) Empresas Ponzi, en las que la porción de ingresos corrientes de compromisos de pago, excede a la porción de ingreso corriente de efectivo recibido, y el compromiso de pago excede la recepción de efectivo anticipado para todo el período excepto algunos periodos finales.

El divorcio entre el ingreso y el compromiso de pagos de las empresas especulativas y, especialmente, Ponzi se explica por la realización de los flujos de ingreso. Bajo estas condiciones, aumentos en el tasa de interés vuelven más onerosas las deudas de las empresas, las cuales, al no contar con disponibilidad de crédito, se enfrentan a la imposibilidad de cumplir con sus compromisos de pago. Ello induce a una caída en la inversión y se desata una crisis financiera que puede desencadenar una deflación por deuda.

Minsky hace esta clasificación con el fin de esclarecer la manera en la que el sistema financiero transita de una etapa robusta a una frágil.

"Un sistema financiero inicialmente robusto, argumenta Minsky, tiende a convertirse en un sistema frágil por la evolución natural de las prácticas financieras durante los periodos de prosperidad. En esta etapa del ciclo existe un doble incentivo para que las empresas cubiertas se transformen en especulativas o Ponzi. En primer lugar, porque éstas, siendo las más solventes, son a las que los banqueros tratan de persuadir para que lleven a cabo proyectos de inversión de largo plazo financiados con crédito. En segundo porque a ellas también les conviene aumentar su rentabilidad y valor de mercado invirtiendo en proyectos de largo plazo financiados con deuda (si la tasa de interés es menor que la tasa de ganancia)" (Mántey, 2000:1072).

Debe resaltarse que Minsky no considera la posibilidad del fondeo de la inversión, centrándose principalmente en el financiamiento de corto plazo. Es decir, desde esta perspectiva el mercado de capitales no cumple una función relevante en el financiamiento de largo plazo o fondeo de las grandes empresas, ya que considera que antes de que se pueda llevar a cabo el proceso de fondeo el sistema capitalista caerá en crisis.

## Determinantes del Financiamiento Interno

### 4 Kalecki: Fondos Internos y Oligopolio

#### 4.1 Financiamiento interno

Kalecki y Steindl consideran que los fondos internos juegan un papel central en el financiamiento de la inversión, sostienen que éstos determinan los recursos totales, es decir, la suma de fondos internos y externos a los que tienen acceso las empresas.

Las decisiones de invertir están relacionadas con la acumulación interna de capital, es decir con el ahorro bruto de las empresas. Los empresarios tenderán a financiar las inversiones con el ahorro de las empresas (Kalecki, 1984).

Para Kalecki los fondos internos se originan de las ganancias del periodo anterior, y están en función del ahorro corporativo de las empresas, cuyos componentes son: utilidades no distribuidas y depreciación, esta última se considera constante <sup>7</sup>(Kalecki, 1984).

<sup>7</sup> La depreciación se considera como el monto que se retiene por consumo de capital fijo, para reponer la maquinaria desgastada y se supone constante, considerando que no hay variaciones en la demanda, ni acelerados cambios tecnológicos.

Partiendo de lo anterior las utilidades retenidas, son las responsables de explicar las variaciones de los fondos internos, que están en función de la suma de los beneficios empresariales y el monto de tasa de interés. El monto de tasa de interés se determina por la tasa de interés y el grado de monopolio.

Tomando en cuenta que el dinero puede adoptar la forma de capital productivo – produciendo ganancias, y puede prestarse – generando intereses -, los beneficios empresariales (BE) son iguales a la diferencia del trabajo impago (G) y los intereses (II).

$$BE = G - II$$

Las utilidades no distribuidas (UnD) son iguales a la diferencia de las utilidades netas (UN) y las utilidades distribuidas (UD).

$$UnD = UN - UD$$

Por lo mismo las utilidades no distribuidas son función de las utilidades netas y los beneficios empresariales, o sea:

$$UnD = f(UN, BE)$$

Por otro lado, el monto de intereses depende del costo y monto de los préstamos, es decir, de la tasa de interés ( $t_i$ ) y el grado de endeudamiento ( $ge$ ).

$$II = (t_i, ge)$$

Tenemos entonces que BE es función inversa de la tasa de interés.

$$BE = f(t_i^{-1})$$

$$UnD = f(t_i^{-1})$$

Por lo que los fondos internos (FI) son función inversa de la tasa de interés.

Kalecki sostiene que los fondos internos están en función de:

- Los movimientos de la tasa de interés, si se mantienen constantes las ganancias y el monto que se retiene por consumo de capital fijo;
- Los movimientos de depreciación, de mantenerse constante la tasa de interés y la ganancia.

Como los fondos internos causan variaciones en el gasto de inversión. Kalecki afirma que el coeficiente de los fondos internos debe ser menor a la unidad, esto como resultado del riesgo creciente que implica una mayor inversión. A mayor inversión con relación a los fondos internos de la empresa, mayor será la reducción de los ingresos del empresario en caso de un fracaso de sus negocios, por ello preferirá invertir un monto inferior a sus fondos internos e invertir el resto en bonos que lo cubran del riesgo.

Cuando el gasto de inversión es mayor a los fondos internos se considera la existencia de crédito, en este caso el autor debería concluir que el grado de endeudamiento amplía los fondos totales<sup>8</sup> por sobre los fondos internos, aunque ello provoca mayor incertidumbre o probabilidad de quiebra (Levy,2001).

El monto de capital propiedad de una empresa es un factor determinante para conocer el tamaño de la misma, pues éste le permitirá acceder a fuentes externas de financiamiento, es decir, el acceso que una firma tenga al mercado de capitales está en función de su capital propio. (Kalecki 1984). Ello implica que hay disponibilidad desigual de fondos, induciendo el grado de monopolio de la empresa.

El tamaño de la empresa es importante para determinar su costo de financiamiento externo, mientras más grande sea, menor será su costo de financiamiento. Esto da cabida a que el financiamiento se distribuya desigualmente entre las empresas, con costos diferenciados, dando lugar a la formación de estructuras oligopólicas. Kalecki, parte de una economía oligopólica, pues considera que no existe la competencia perfecta.

Las grandes empresas tienen mayor disponibilidad de financiamiento interno con menores costos y, dado su capital, son sujetos de crédito en el sector bancario y pueden ser emisoras de acciones. Por lo tanto, una empresa grande tiene mayor acceso al mercado de capitales en comparación con una pequeña, lo que les permite generar mayores ganancias que produce, en periodos subsiguientes, mayores fondos internos que, a su

---

• Los movimientos de las ganancias, de mantenerse constante la tasa de interés y el monto retenido por consumo de capital fijo (Levy, 2001)

<sup>8</sup> El destino de los recursos totales dependerá de la relación entre los rendimientos de los activos financieros y reales. Los dueños del capital tienen que considerar las diferencias entre las tasas de interés activas y pasivas y su relación con la tasa de beneficio empresariales. Si la tasa de interés activa es mayor que la tasa de beneficios empresariales, los recursos se destinarán a la inversión financiera. Si la tasa de interés activa es menor que los beneficios empresariales estos se utilizarán para aumentar la inversión real.

vez, determinan mayores volúmenes de financiamiento con menores costos. Ello ocasiona la diferenciación entre los tamaños de las empresas y la generación de concentración de capitales (Levy,2000).

*" El acceso que una empresa tiene al mercado de capitales, o sea, a la cantidad de capital rentista que puede obtener, está determinado en gran medida por la cuantía de su capital de empresa [ por ello] el requisito más importante para convertirse en empresario es ser propietario de capital"(Kalecki, 1984:93)<sup>9</sup>*

El proceso de acumulación depende del continuo gasto de inversión. Si se reduce el gasto de inversión, se reducen las ganancias y, en caso de presencia de capital externo, puede provocarse que no se logre la acumulación, o bien la reducción de la inversión, induce recesión económica.

Sin embargo los empresarios que deseen aumentar su inversión, deben considerar que dada la cuantía de capital de la empresa, el riesgo será mayor a medida que aumente la inversión. Si la empresa además de invertir el total de sus fondos internos, se endeuda externamente y su negocio no genera rendimientos, entonces, el riesgo de esa inversión será mayor a medida que el monto de la préstamo sea más grande, tanto para el prestamista como para el prestatario.(Kalecki,1984).

#### 4.2 Riesgo creciente

Kalecki explica que el riesgo del prestatario se incrementa a medida que es mayor la cantidad invertida en relación con los fondos internos, si no obtiene rendimiento alguno de su negocio, tornándose peligrosa la situación al existir capital de préstamo. En

---

<sup>9</sup> Kalecki considera el financiamiento por acciones, la emisión de bonos y obligaciones de rendimiento fijo, como una alternativa de financiamiento externo. Considera que, la emisión de acciones está limitada por factores como que:

1) El grupo dirigente de grandes accionistas limita la emisión destinada al público al querer ejercer el control total de la empresa.

2) Existe el riesgo de que al financiarse por acciones no se eleven las ganancias de la compañía en la misma medida en que se eleve el capital por acciones y las reservas. Si la tasa de rendimiento de la nueva inversión no es por lo menos igual a la vieja tasa de ganancia, entonces se mermarán los dividendos de los antiguos accionistas y del grupo contralor en particular (Kalecki,1984).

La suscripción de acciones por el propio grupo contralor, relacionadas con los ahorros personales del grupo, son otra forma de acumulación de capital, ésta permite la emisión de cierta cantidad de acciones al público sin afectar el control mayoritario.

Si se reduce la emisión de acciones esto tendrá dos efectos:

- 1) Reducción de la tasa de crecimiento del capital empresarial.
- 2) Caída de los montos que las compañías pueden pedir en préstamo, si desean mantener constante su rotación.

consecuencia, construye el concepto de riesgo creciente por medio del cual señala que a mayores volúmenes de inversión incrementa el riesgo, el cual se acelera cuando el financiamiento de la inversión está constituido por fondos externos a la empresa (Levy,2001).

"Supóngase que el empresario no obtiene rendimiento alguno de su negocio; si ha invertido sólo parte de su capital en la empresa y el resto lo ha colocado en el mercado firme obtendrá aun algún rendimiento neto sobre su capital; si ha invertido todo su capital, su ingreso será cero y si ha pedido prestado, sufrirá una pérdida neta que, de persistir bastante, acabará por desaparecer el negocio" (Kalecki, 1999,citado en Levy,2000:1059)

El financiamiento externo, por medio del riesgo del prestatario, afecta el precio de demanda<sup>10</sup>, con lo que la tasa de actualización se incrementa, reduciéndose dicho precio. El riesgo del prestatario se basa en la posibilidad de fracaso de la inversión si no se obtienen los ingresos esperados, contabilizándose mediante la tasa de capitalización, que está en función creciente de la cantidad invertida y del grado de endeudamiento.

Entre los efectos que tiene el riesgo creciente sobre la inversión según Kalecki están:

- a) El empresario, al partir de expectativas inciertas, tenderá a diversificar su riqueza en distintos proyectos y sectores con el fin de evitar el riesgo creciente<sup>11</sup>.
- b) los préstamos se obtienen en función de la riqueza acumulada, y así el tamaño de la empresa se vuelve una variable importante, y
- c) El que la empresa se financie con capital externo aumenta la incertidumbre.

"La presencia de los créditos externos aumenta el precio de oferta por el monto de intereses pactados entre el prestamista y el prestatario, es decir, incluye el riesgo del prestamista que está relacionado con la posibilidad de incumplimiento de los pagos de deuda. El cálculo de este riesgo no ofrece tanto misterio ni problemas, pues es un costo explícito que aparece en los contratos y se realiza con base en la evolución que hacen los

<sup>10</sup> Si el prestatario aumenta la tasa de interés se reduce el precio de demanda.

<sup>11</sup> Este riesgo es el que se corre cuando el negocio fracasa y se han invertido la totalidad de los fondos internos y/o además se ha recurrido al financiamiento externo.

agentes financieros sobre los flujos de efectivo esperados de la empresa y la probabilidad de que no se materialicen, teniendo en cuenta el estado actual de las finanzas de la empresa y la situación económica general" (Levy, 2000:1059).

## **5 Steindl: Apalancamiento y Oligopolio**

### **5.1 Generación de ganancias y su relación con el financiamiento interno.**

Al igual que Kalecki, Steindl considera una economía oligopólica<sup>12</sup> caracterizada por la existencia de barreras a la entrada y un margen de beneficio mayor al normal, dado el tamaño de la empresa en comparación con la industria. Relaciona la forma de financiamiento para la inversión con la capacidad de generar ganancias y con la tasa de apalancamiento.

La generación de ganancias depende de la tasa de crecimiento de las empresas de una industria. Al reducirse los costos de producción, por la existencia de economías de escala o, por técnicas de innovación se generan mayores márgenes de ganancias brutas; aumenta el margen de beneficio neto; los fondos internos y la tasa de acumulación aumenta más que en el caso de las empresas no innovadoras.

Al aumentar el margen de ganancias, producto de una reducción en el costo motivada por la innovación, los fondos empresariales suben, siempre y cuando no se modifique la proporción de capital prestado, se inducirá un aumento en la relación ahorro / ganancias(Steindl, 1952).

Sin embargo, en un contexto en el que no hay salidas de empresas chicas, el aumento en el margen de ganancias puede ser neutralizado por el aumento de los precios, es decir, si una empresa que ha aumentado su acumulación crece por encima de la tasa de la industria, tendrá que reducir sus precios en comparación con las empresas marginales, o incrementar la calidad y venderlos al mismo precio que las empresas marginales o

---

<sup>12</sup> Steindl señala que en una estructura oligopólica los empresarios tienen temor a inducir aumentos indeseados en la capacidad productiva ociosa que provoquen efectos negativos a la inversión, por ello existe lentitud en la respuesta de la inversión a la capacidad excedente.

incrementar sus gastos de publicidad, con el fin de incrementar su participación en el mercado.

La reducción de precios conducirá a una reducción en el margen bruto y neto de ganancias y el mayor gasto en publicidad, incrementará los gastos reduciendo el margen de beneficios.

Para evitar la reducción de las ganancias y con ello la reducción del financiamiento interno para la inversión, Steindl afirma que una condición necesaria, es que la innovación tecnológica no se generalice en el conjunto de las empresas de la industria.

Si la tasa de crecimiento de la empresa crece más rápidamente que la industria se genera un proceso de concentración absoluta, se eliminan las empresas marginales mediante la reducción de sus ventas, ya que éstas no pueden reducir costos y/o tienen menos resistencia financiera, lo que permite eliminarlas de la industria y con ello las empresas innovadoras pueden absorber su mercado y de esta manera elevar sus ventas, su ganancias netas e incrementar su nivel de acumulación y su nivel de inversión (Steindl, 1952).

La expansión de las empresas innovadoras, multiplicado por la proporción de sus ventas en el mercado, no debe ser mayor a la tasa de expansión de la industria. Steindl concluye que existe un límite en la expansión de dichas industrias por que su expansión es función de su tasa interna de acumulación que depende del margen de ganancia.

## **5.2 El apalancamiento.**

Steindl, sostiene que el financiamiento es afectado por las variaciones de la tasa de endeudamiento, que es el cociente de proporción de deuda a capital propio (apalancamiento). El capital propio está determinado por la acumulación interna y la emisión de nuevas acciones. La acumulación interna depende de la tasa de ganancia neta, que es función de la proporción marginal al ahorro empresarial. La propensión es explicada por la variación de la ganancia y la diferencia entre la tasa de ganancia y el monto de consumo (Levy, 2001).

La inversión, tomando en cuenta el financiamiento, está en función del grado de endeudamiento y de la tasa de fondos internos, determinada por la tasa de utilización de la capacidad instalada, la tasa de ganancia y los hábitos de ahorro empresarial.

Steindl previene que una reducción del gasto de la inversión (manteniendo constante la utilización de la capacidad instalada, las propensiones empresariales al ahorro y la tasa de interés), afectan negativamente la capacidad de pago de las empresas. La reducción del gasto de la inversión provocará que en un primer periodo se utilicen los fondos internos para reducir la tasa de endeudamiento porque los empresarios, en vez de invertir, pagarán la deuda. Sin embargo, Steindl supone que la tasa de acumulación interna tenderá a caer de manera más acelerada que las deudas y consecuentemente, la tasa de endeudamiento tenderá a elevarse.

## **6 Eichner: Financiamiento Interno y precios.**

### **6.1 Determinación del precio y generación de financiamiento para la Inversión.**

Eichner, con base en el planteamiento de Kalecki sobre los determinantes de la inversión, considera que las empresas utilizan la variable precios para alterar los flujos intemporales de los ingresos, lo cual, aunado al grado de monopolio provoca que las grandes empresas que son fijadoras de precios, debido a su poder de mercado, puedan incrementar el margen sobre los costos, a fin de obtener mayores fondos internos. Es decir, el aumento de precios genera un flujo de efectivo mayor cuyo objetivo es financiar la inversión, lo cual modifica el grado de oligopolio predominante en la economía (Eichner, 1976).

Las grandes corporaciones fijan sus precios sin considerar explícitamente las condiciones de demanda corriente, centrandose su atención en la demanda futura.

En este modelo, la variable precio es la que altera los flujos de ingresos intertemporales. Específicamente, se argumenta que el poder de mercado, poseído en conjunto con miembros de la industria, puede incrementar el margen sobre los costos con el fin de obtener más fondos internos para aumentar la inversión, lo que implica un mayor impuesto corporativo (corporate levy) (Eichner, 1976).

El impuesto corporativo es el monto de fondos disponibles de la corporación de fuentes internas para los gastos de financiamiento. Incluye no sólo lo que se refiere a sus negocios como los flujos de caja – depreciación más ganancias retenidas – también cualquier corriente gastada en investigación y desarrollo.

El impuesto corporativo puede verse también como la diferencia entre el total del ingreso de la megacorporación y los pagos que son obligados a hacer.

Como resultado de cualquier ajuste de precios, los flujos de ingreso serán alterados en dos sentidos: 1) por el retorno de la inversión, con el cual fueron financiados. y 2) por la caída de las ventas en el tiempo por aumento de precios (Eichner, 1976).

Si el promedio de costos variables y los costos fijos son constantes, un ajuste en el nivel de precios de una industria oligopólica, refleja un cambio en el impuesto corporativo requerido. Cuya función es proveer de financiamiento interno para los gastos de capital, un cambio en los requerimientos de éste debe reflejar un cambio en la demanda por fondos de inversión, tomando en cuenta los planes del siguiente periodo (Eichner, 1976).

Un cambio en el nivel de precios en una industria oligopólica debe estar en función de un cambio en la inversión adicional sobre el plan del siguiente periodo.

## 6.2 Limitantes en la elevación del precio.

El incremento en el nivel de precios para fondos de inversión internos tiene un límite, que esta dado por el costo real en el que incurre la empresa como resultado de una subida de precios de la industria. Este costo se deriva: a) del efecto sustitución, b) de la entrada de un factor y c) de la posibilidad de una intervención gubernamental.

**Efecto sustitución.** Si el precio relativo de un producto aumenta, perderá parte de su mercado de competencia de bienes, esto porque al elevarse su precio otros bienes serán más atractivos y el bien será sustituido. Como resultado de la sustitución las ventas caerán.

**El factor de entrada:** Si el precio del bien aumenta y permanece constante su costo, habrá incentivos para la entrada de nuevas firmas en la industria. De esa manera los rivales potenciales tendrán una mejor oportunidad de vencer la desventaja de costos, lo cual constituye una barrera a su entrada.

Las barreras a la entrada pueden dividirse en tres tipos, dependiendo si están relacionadas con :

a) economías de escala, b) ventaja en costos absolutos, c) productos diferenciados.

La barrera de costos absolutos refleja la habilidad de las firmas establecidas para obtener cierta inversión en términos más favorables que los nuevos empresarios potenciales. La firma establecida, por ejemplo, controla técnicas superiores de producción a través de patentes o procesos secretos.

Adicionalmente, emplean todas las habilidades disponibles del poder humano, incluyendo la experiencia de los ejecutivos. Las firmas deben pagar un sueldo alto a los empleados o sufrir la desventaja, teniendo que operar con trabajadores menos competitivos, pueden ser capaces de obtener fondos de inversión externos, más fácilmente, con una tasa de interés más baja que la de los nuevos empresarios.

Esto es un reflejo no sólo de las alianzas con varios intermediarios financieros que las firmas han cultivado a través de los años, sino también del gran riesgo de prestar a una firma que empieza, especialmente en una industria dominada por corporaciones.

**La posibilidad de una intervención gubernamental.** ante un incremento de precios que sea visto como contrario al interés público, probablemente implique una intervención del gobierno federal. La intervención puede ser mediante: a) nacionalización, b) regulación del precio, c) impuestos, d) reducción de tarifas, d) restricciones de todo tipo.

Cabe destacar que si bien Eichner reconoce que la corporación puede obtener fondos externos a través de nuevo financiamiento con deuda, le otorga una importancia marginal.

## CONCLUSIONES

En este capítulo se ha podido constatar que, tanto los teóricos que se enfocan en el financiamiento externo, como los que se centran en el financiamiento interno, resaltan que no es necesario el ahorro previo para financiar la inversión.

Keynes, Davidson y Minsky se enfocan en el impacto del financiamiento externo a la empresa y coinciden en que los bancos son de gran importancia en el otorgamiento de crédito de corto plazo para financiar la inversión.

Sin embargo, al interior de la concepción del financiamiento externo existen discrepancias, pues mientras Davidson y Keynes reconocen que el proceso de fondeo permite la anulación del financiamiento de corto plazo, que se da con la ayuda de contratos que equiparan las deudas de corto y largo plazo, lo cual impide la reducción del fondo revolvente, que promueve la continuación del proceso de financiamiento, Minsky considera que antes de que se pueda dar esta anulación, la evolución natural de las prácticas financieras y los altos niveles de apalancamiento, promovidos en la etapa de prosperidad, llevarán a la crisis al sistema financiero. Es decir, cuestiona el proceso de fondeo de la inversión.

Kalecki, Steindl y Eichner plantean que la mayor parte del financiamiento se origina internamente, previa generación de ganancias, o bien, vía aumentos en los precios, lo que se logra por la existencia de mercados oligopólicos. Es decir, el financiamiento interno proviene del creciente margen de ganancia logrado vía aumento de precios, favorecido por la estructura de mercado oligopólica. Al interior de esta corriente teórica se evidencia un acuerdo en el que se resalta la relación precio, financiamiento interno y crecimiento de la inversión, lo cual, empero, es limitado por la acumulación interna y utilización de la capacidad productiva. Estos autores aunque se enfocan en el financiamiento interno no menosprecian el financiamiento externo a la empresa. Éste es considerado como una variable importante, aunque suponen que estará disponible cuando se demande, y coinciden con Keynes, Davidson y Minsky, respecto a la importancia de los bancos. Esto se evidencia porque los seis autores toman como base los supuestos de la teoría de la demanda efectiva, como se señala al principio de este capítulo.

Las grandes empresas forman grandes oligopolios que tienen la capacidad de manipular los precios y de esa manera aumentar sus ingresos, lo cual les permite financiarse con sus propios recursos. Sin embargo, al considerar al segmento de las empresas exportadoras mexicanas, se debe considerar que éstas deben competir en precio y calidad en el resto del mundo, por consiguiente, son tomadoras de precios. Por lo que, puede ser que la determinación del precio no sea muy efectiva, a no ser que estén integradas a empresas transnacionales, o bien, integren cadenas mundiales.

Sin embargo, las empresas exportadoras tienen la ventaja de obtener ingresos en moneda extranjera, lo cual, implica un mayor acceso al financiamiento internacional, por reducir el problema de la asimetría entre monedas (entre recursos nacionales y extranjeros).

## **CAPÍTULO II**

### **LAS GRANDES EMPRESAS EN EL CONTEXTO DE LA DESREGULACIÓN FINANCIERA Y LA APERTURA COMERCIAL EN LA DÉCADA DE LOS NOVENTA.**

#### **INTRODUCCIÓN**

El presente capítulo tiene como objetivo analizar los cambios que en materia de desregulación financiera y apertura comercial se efectuaron entre la década de los ochenta y noventa en México, para determinar si modificaron la forma de financiamiento de las grandes empresas. Específicamente, de las grandes empresas bursátiles exportadoras y no exportadoras.

Para ello, el capítulo se divide en cinco partes. En la primera se describen los antecedentes de la desregulación financiera, en la segunda se discuten las modificaciones del sector bancario, incluyendo los cambios efectuados en materia de tasas de interés, tipo de cambio y encaje legal. La tercera, cuarta y quinta partes se destinan a revisar los efectos de la apertura comercial, sus objetivos y el efecto en la promoción de exportaciones. También se resaltan las modificaciones institucionales que permitieron la presencia de fuentes adicionales de financiamiento de origen externo. Finalmente se presentan las conclusiones.

## **1 Antecedentes de la Desregulación Financiera**

El rompimiento del sistema monetario internacional Bretton Woods en 1971, finalizó con el acuerdo de convertibilidad oro – dólar y el sistema de tipo de cambio fijo, lo que permitió la emisión descontrolada de monedas y originó una disponibilidad abundante y creciente de recursos financieros en el mercado mundial.

Los países industrializados adoptaron un sistema de tasas de cambio flexibles que combinadas con las altas tasas de interés, que siguieron a la caída del sistema Bretton Woods, redujeron sus tasas de crecimiento económico y alentaron el movimiento especulativo de capital.

Por otro lado, tuvo lugar un desalineamiento de las paridades de las monedas de reserva respecto a la productividad de sus economías, lo que provocó movimientos importantes de capitales, así como sobrevaluaciones y subvaluaciones del tipo de cambio de estas monedas (Levy,2001). Además, los países industrializados impusieron políticas comerciales proteccionistas, lo que afectó los ingresos de los países en desarrollo, entre ellos México.

En la década de los setentas en México, se siguió una política de intervención en la producción, financiando al sector productivo, lo que causó un acelerado crecimiento de la inversión pública. Ello originó un aumento en el endeudamiento interno como consecuencia de los altos subsidios a la producción y a la baja recaudación fiscal.

Por otro lado, en ese mismo periodo, el Estado mexicano fue el principal canal de endeudamiento externo para fondar la inversión, lo que dio lugar a un mayor déficit externo. El sector privado siguió la misma práctica, especialmente los grandes consorcios financieros y productivos, lo cual provocó un aumento vertiginoso de la deuda externa mexicana.

Aunado a esto, los bancos múltiples al exigir mayores rendimientos por el encaje legal, incrementaron el costo del fondeo gubernamental. Esto incrementó el déficit público que sumado al endeudamiento externo, dificultó las condiciones macroeconómicas de crecimiento.

Este conjunto de situaciones, combinadas con la estructura de corto plazo de los créditos privados, provocaron la crisis de la deuda de 1982. Esta crisis fue aprovechada por los países industrializados para presionar a los países en desarrollo para llevar a cabo la liberalización financiera y comercial.

Los principales promotores de la desregulación financiera fueron Mc Kinnon y Edward Shaw. Ellos sostuvieron que la represión al sistema financiero, mediante políticas de encaje legal, topes a las tasas de interés y asignación del crédito, reducían el atractivo de poseer derechos sobre el sistema bancario local. El resultado era la fragmentación del mercado monetario, cuyos efectos más importantes eran la reducción del ahorro financiero y canalización insuficiente de los créditos bancarios al sector productivo.

Las bajas tasas de interés (por la política de topes a la tasa de interés de depósitos y la reducción de recursos disponibles para los bancos) desincentivaría la promoción de títulos financieros con rendimientos atractivos y líquidos para los ahorradores; y, la segmentación del mercado (diversos precios para una actividad), desincentivaría la demanda crediticia, promoviendo un ambiente empresarial de autofinanciamiento y bajo ahorro financiero.

La liberalización financiera tenía como objetivo liberar las tasas de interés. Había consenso en que estas se incrementarían, pero induciendo un efecto positivo sobre el ahorro sin afectar a la inversión, porque ésta es inelástica con respecto a los aumentos de la tasa de interés (Mc Kinnon, 1974).

Estas medidas se enfocaban a crear el dinamismo financiero requerido para lograr el desarrollo, provocando un nuevo ahorro neto, un aumento en el número de préstamos y un estímulo a la inversión y a la tecnología.

Por otro lado, la liberalización comercial tenía como objetivo equiparar los precios internos y externos con el fin de reducir la inflación y elevar la productividad, lo cual se lograría mediante la atracción de inversión extranjera de cartera que complementaría el ahorro doméstico y, la inversión extranjera directa que potenciaría la inversión nacional.

## **2 Desregulación**

El primero de septiembre de 1982, se llevó a cabo la nacionalización de la banca, y el conjunto de reformas que siguieron a ésta respondieron a las presiones especulativas, a la desaceleración de la economía nacional, al agudo déficit de las finanzas públicas y a la existencia de un mercado bursátil deficiente, reflejo del proceso de desregulación del sistema financiero mundial y la regulación del sistema financiero mexicano dominante hasta dicho período.

El objetivo original de la nacionalización bancaria era lograr una mejor canalización del dinero creado (crédito) al sector productivo de cuya tarea sería encargada la banca comercial y de desarrollo. Esta última tendría como función evitar la especulación financiera en el sector bancario y financiar a la industria. Esta reforma permitiría que la industria se beneficiara directamente con la creación de crédito, lo que daría lugar a un mayor crecimiento económico.

Sin embargo, tomando en cuenta el proceso de desregulación financiera que se daba a nivel internacional y las presiones del FMI, el objetivo principal de la nacionalización de la banca no tuvo larga vida. De hecho, desde 1982, se inicia un proceso de desregulación bancaria y financiera y, con ello una serie de medidas enfocadas a liberalizar la economía mexicana, aunado a una política destinada a pagar la deuda externa.

Las principales reformas al sistema financiero se enfocaron a la privatización de la economía, a cambios en la política monetaria, a reducir el déficit y a la reestructuración del mercado de valores.

La reprivatización del sistema financiero inició en 1983, permitiendo a los particulares participar con hasta un 34% de las acciones de la banca nacionalizada; y se invitó a los anteriores funcionarios de la banca privatizada a participar en la administración del sistema financiero no bancario.

La desregulación también incluyó la desaparición del encaje legal, que permitió la liberalización de las tasas de interés pasivas de los bancos (1988), la desaparición de la política de canalización selectiva del crédito, para que los bancos dispusieran de sus

recursos y los distribuyeran eficientemente en los proyectos de inversión con mayor rendimiento.

La liberalización de la tasa de interés tenía como objetivo el incremento del ahorro a través de títulos del mercado financiero y la canalización de sus recursos al sector privado.

La desregulación de la tasa de interés fue un proceso largo. Inició con la eliminación paulatina del encaje legal desde 1985, año en el que se redujo del 50 al 10 por ciento, seguido por un acuerdo entre bancos comerciales y gobierno federal, que consistió en destinarle a éste el 35% de sus recursos.

Al mismo tiempo tuvo lugar un incremento en la colocación de deuda interna con el fin de sustituir el encaje legal. Ello permitió al sector privado tener cierto control sobre las acciones del Estado a través de la presión de las tasas de interés de los CETES<sup>1</sup>.

Finalmente en 1991, se elimina el requisito de encaje legal, con lo que aumentó la disponibilidad de fondos prestables para el sector privado y se dio una mayor autonomía de gestión a las instituciones bancarias.

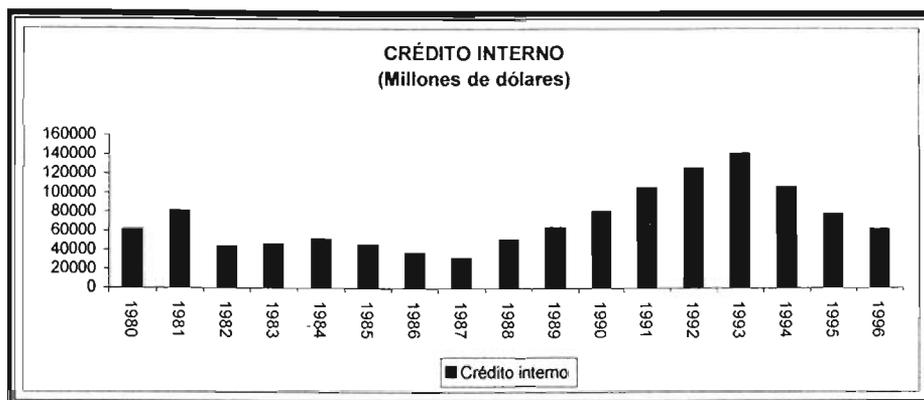
La eliminación del encaje legal y la amortización de la deuda pública interna entre 1990 y 1993, permitió a los bancos comerciales expandir el crédito al sector privado, registrando un crecimiento anual entre 1988 y 1994 de 30% (Clavijo y Valdivieso, 2000).

El resultado de estas medidas fue que entre 1990 y 1994, el crédito interno creció a un ritmo casi 10 veces mayor que el conjunto de la economía latinoamericana. Se calcula que en este periodo, el crédito interno al sector privado como proporción del PIB, aumentó en 68.3% (Arias, 2000) (Véase gráfico 1).

---

<sup>1</sup>“En la medida en que las reservas obligatorias se remuneraban a la tasa de mercado y que se realizaban operaciones de mercado abierto en un mercado con reducida o nula competencia de bonos privados, se desplegó un mecanismo de sostén de los beneficios bancarios cuando se reducía la demanda privada de crédito. Así, cuando los bancos tenían un exceso de liquidez debido a la débil demanda de crédito del sector privado aumentaban sus depósitos en el Banco Central para asegurar un buen margen de rentabilidad. En estas condiciones, la tasa de remuneración de las reservas representaba un auténtico subsidio a los bancos” (Guillén, 2002).

GRÁFICO 1



Fuente: Indicadores Gráficos de Inestabilidad Financiera, en América Latina y el Sudeste de Asia, 1999.

La entrada de capital extranjero ocasionó la sobrevaluación del peso y con ello un desequilibrio de la cuenta corriente y un creciente endeudamiento interno, denominado en dólares. Ello indujo un creciente riesgo-país que revirtió el movimiento de capitales externos que culminó con la macro-devaluación de 1994 y la crisis financiera de 1995.

La política cambiaria altamente ligada a la globalización financiera – más adelante se discute– tuvo un cambio radical a partir de la política de pactos (1987), que anunciaba el monto del tipo de cambio y de los precios claves de la economía. Su objetivo fundamental fue el abatimiento de las expectativas de inflación.

Esta política tuvo varias fases. En la primera (1988) se mantuvo un tipo de cambio fijo y, posteriormente, en 1989 se estableció un ritmo de deslizamiento gradual con respecto al dólar estadounidense que equivalía a .10 centavos diarios, reduciéndose paulatinamente a .08 y .04 centavos diarios entre 1989 y 1991 (Clavijo y Valdivieso, 2000).

En 1991, con el objetivo de dar mayor flexibilidad a la política cambiaria se establece un sistema de bandas cambiarias, a partir del cual el tipo de cambio podía fluctuar dentro de ciertos rangos. En caso que el tipo de cambio se encontrará muy cerca de las bandas, las autoridades debían intervenir para evitar que se saliera del objetivo de política monetaria.

Entre 1991 y 1993 el tipo de cambio tendió a apreciarse como consecuencia de las grandes entradas de capital externo, lo cual, se reflejó en la cuenta de capital que registró un ingreso de 90 mil millones de dólares por concepto de inversión extranjera directa y de portafolio, colocación de bonos públicos y privados, y repatriación de capital (Clavijo y Valdivieso, 2000).

La política cambiaria aplicada a principios de los noventa cumplió con el objetivo de controlar la inflación, sin embargo, representó un alto costo, porque requirió de un proceso de esterilización a fin de controlar la oferta monetaria y de esa manera neutralizar el efecto inflacionario de la creciente entrada de capitales. El desequilibrio de cuenta corriente y el endeudamiento interno en dólares, culminó con la depreciación del peso y la crisis de 1994.

A consecuencia de la crisis, se interrumpe la emisión de créditos que se había dado en años anteriores. El crédito privado pasó de 27.1% del PIB en el periodo 1990-1994 a 10.1% de 1995 a 2000 (Levy y Girón, 2005) Por otro lado, la cartera vencida se triplicó entre 1995 y 2000, debido a que los prestatarios no contaron con un mecanismo de fondeo.

La restricción crediticia llevó a los agentes económicos, las empresas entre ellos, a buscar nuevas fuentes de financiamiento, debido a que las condiciones de la banca, después de la crisis, le impedían proporcionar recursos para la inversión.

Las reformas al sistema financiero permitieron el acceso de empresas a nuevas fuentes de financiamiento, cuya ventaja radicaba en la obtención de grandes montos de recursos con tasas de interés bajas, que reducían su riesgo cambiario, si sus ingresos eran en moneda extranjera.

Por consiguiente, las grandes empresas exportadoras tuvieron ventajas comparativas respecto a las no exportadoras, ya que su acceso al sistema financiero internacional era menos riesgoso, pues contaban con ingresos en moneda extranjera que reducía el riesgo cambiario (Martínez, 2002).

Otras fuentes alternativas de financiamiento importantes, a las que recurrieron las empresas, fueron el crédito de proveedores intraempresarial, el crédito en el mercado internacional y el autofinanciamiento.

## 2.1 Privatización Bancaria

En el periodo 1991 – 1992 se llevó a cabo la privatización de los bancos comerciales. Ese proceso se distinguió por la venta de los bancos a grupos privados nacionales desligados de los antiguos propietarios de la banca a un precio por encima del valor de libros, con fuertes préstamos gubernamentales.

La Ley para Regular las Agrupaciones Financieras y la Ley de Reglas Generales para la Constitución y Funcionamiento de Grupos Financieros conformaron el marco legal para la privatización. La reforma a la Ley de Instituciones de crédito de 1990 reemplazaba a la Ley Reglamentaria de Servicios Público de Banca y Crédito, dando lugar a una nueva estructura en el sistema financiero mexicano.

El nuevo marco sentó las bases para la restitución y formación de la banca universal, permitiendo a las controladoras conjuntar operaciones de banca comercial, de corretaje de valores y de cambio. Cabe destacar que la Ley de Instituciones de Crédito no permitió la fusión de las actividades de banca comercial y de corretaje de valores, pero autorizó que una misma controladora fuera dueña de ambos tipos de instituciones<sup>2</sup>. Tanto los bancos como las casas de valores podían operar en el mercado de dinero y emitir obligaciones de las empresas: papel comercial, a través de las casas de bolsa y aceptaciones bancarias a través de la banca comercial.

Por otro lado, se modificó el régimen accionario de las instituciones bancarias y se flexibilizó la restricción de fusiones en el sector bancario<sup>3</sup>.

El proceso de privatización culminó en 1992, con la privatización de 18 instituciones bancarias, 13 de ellas formaron parte de grupos financieros y el resto fueron enajenadas por personas físicas; y se crearon 9 instituciones bancarias y se autorizó la figura de

---

<sup>2</sup> “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” (Levy, 2002).

<sup>3</sup> Entre las principales fusiones estuvieron la de el Grupo Santander y Banco Mexicano, BBV-Probursa- Bancomer, Citigroup y Banaci.

sociedades financieras de objeto limitado, cuya función sería la captación de recursos mediante emisión de deuda y su colocación en sectores específicos.

## **2.2 Extranjerización**

La participación de la inversión extranjera directa en el sistema financiero fue uno de los acuerdos a los que se comprometió México con la firma del TLCAN, por lo que, a partir del primero de enero de 1994, inició el proceso de apertura del sector financiero a la competencia internacional, con ello se dio acceso al capital extranjero a las instituciones financieras nacionales que, inicialmente, sería en etapas, previo fortalecimiento de las instituciones financieras bancarias y no bancarias nacionales.

El acceso del capital extranjero a las instituciones nacionales debería ocurrir por fases. En la primera se abrieron las instituciones de fianzas, almacenes generales de depósito, uniones de crédito, sociedades de inversión y controladoras de sociedades de inversión. En la segunda, las instituciones de crédito, casas de bolsa, sociedades financieras de objeto limitado, instituciones de seguros, empresas de factoraje financiero y arrendadoras. La apertura de estas últimas sería gradual, iniciada el 1ro de enero de 1994 y finalizada el 31 de diciembre de 1999, este periodo podría extenderse hasta 4 años más.

La apertura gradual de las instituciones financieras nacionales tenía como objetivo el fortalecimiento del sistema bancario y no bancario nacional para que, una vez finalizado el proceso, estuvieran en posibilidad de competir con el capital internacional.

Sin embargo, el proceso de maduración de las instituciones se vio interrumpido, pues después de la crisis de 1994 se permitió el acceso de los inversionistas institucionales extranjeros, sin respetar el calendario de apertura, con el propósito de fortalecer el capital social de las instituciones financieras nacionales. Este proceso provocó la desaparición de las instituciones bancarias de capital nacional, se vendió casi la totalidad de los bancos a grupos extranjeros y se mantuvo la alta concentración del sector.

Con la aceleración de la apertura financiera, la banca nacional aún inmadura, tuvo que enfrentar la competencia internacional, lo que dio lugar a un proceso acelerado de extranjerización y a la desaparición de la mayoría de los intermediarios nacionales. Los

bancos nacionales que quedaban para el año 2001 eran BITAL y BANORTE – BANCRECER, INBURSA, IXE, INVEX, MIFEL, INTERACCIONES entre otros.

### **2.3 Autonomía del Banco Central**

La autonomía del Banco Central entró en vigor en 1994, tuvo como objetivo controlar los precios y limitar el financiamiento público para evitar que el Estado incurriera en déficit. Mantener el poder adquisitivo de la moneda y una tasa de cambio estable se convirtió en el objetivo a seguir.

De esta manera la principal función del Banco Central es controlar la liquidez casi de forma exclusiva mediante operaciones de mercado abierto, con el objetivo de influir indirectamente en el gasto de los agentes e impedir presiones sobre el tipo de cambio. Con esta medida se pretende controlar la inflación y, por esa vía, dar certidumbre para atraer inversión del exterior y garantizar su permanencia en el mercado financiero nacional.

Por consiguiente, la autonomía del Banco de México le da la facultad exclusiva para manejar el crédito interno, libre de presiones gubernamentales y, de esta manera, mantener estable el tipo de cambio.

La política seguida por el Banco de México ha sido definir el monto de reservas internacionales y, con base en ello, establecer el monto necesario de deuda pública para así mantener su objetivo de estabilidad de precios, de esta manera se determina la tasa de interés de los CETES, que influye en las demás tasas.

La implementación de la política monetaria con base en operaciones de mercado abierto, utilizando casi exclusivamente títulos a cargo del gobierno federal (adicionando posteriormente BREMS Y BPAS) provocó que la tasa de rendimientos de dichos títulos se incrementara cuando se deseaba reducir la liquidez de la economía, es decir, se incentivó la entrada de capital, lo que mantuvo inlfujos de capital hasta 1994.

La presencia de fuertes inlfujos externos permitió el incremento del crédito bancario, especialmente porque la fuerte presencia de inversión extranjera de cartera mantuvo baja

la tasa de interés de los CETES y del fondeo aunque con fuertes diferenciales entre la tasa de interés activa y pasiva.

Cabe llamar la atención que, pese a la desregulación financiera, se mantuvo sumamente reducida la tasa de interés de depósitos, incluso con respecto a la tasa de CETES, lo cual permitió importantes márgenes de ganancia, que crecieron después de la crisis de 1995.

Es decir, los bancos no incrementaron las tasas de interés sobre depósitos para incentivar el ahorro financiero, por el contrario, aprovecharon su poder oligopólico para reducir las tasas de interés pasivas y ampliar sus cuasirentas<sup>4</sup>. Particularmente, el aumento de la tasa de interés de CETES después de 1994, permitió a los bancos recuperar sus utilidades sin generar préstamos.

Todo esto llevó a que se generara un sobreendeudamiento público cuyo objetivo no fue un mayor gasto público en el sector productivo, ya que se utilizó para enfrentar el pago de intereses, resultado de la creciente inversión en títulos públicos.

### **3 Desarrollo histórico del mercado bursátil**

En 1975 se inicia la promoción del mercado bursátil con la fusión de la bolsa de valores de México, Guadalajara y Monterrey creándose la Bolsa Mexicana de Valores.

Con el fin de apoyar el crecimiento de este mercado y convertirlo en una fuente de financiamiento directa a la inversión, se promovieron políticas como la exención fiscal de ganancias de capital de operaciones bursátiles y cajones para estimular la inversión en acciones de los departamentos de ahorro.

Sin embargo, el impulsó al mercado bursátil no tuvo el éxito esperado a consecuencia de que su crecimiento se basó en el movimiento de títulos del mercado secundario y, no en la emisión de nuevas acciones, además de que la emisión de éstas coincidió con el primer desplome bursátil, lo que restó credibilidad como fuente generadora de recursos para la inversión.

---

<sup>4</sup> Las cuasirentas se entienden como el diferencial entre la tasa de valores gubernamentales (TCETES) y la tasa de depósito bancario (Levy, 2001).

Otros factores que impidieron el despegue del mercado bursátil fueron; la inexistencia de reformas fiscales, la recesión mundial y la falta de supervisión de las autoridades. Además no se promovió al mercado de valores como parte de la estructura para fundear la inversión, lo que provocó que el mercado de crédito siguiera siendo el principal encargado de esta función y que el número de competidores en el mercado bursátil se redujera a un pequeño grupo de agentes financieros que especulaban con el precio de las acciones.

### **3.1 Reformas al sector bursátil**

Como resultado de que en 1984 se prohibió la intervención de la banca en el mercado bursátil y los ex banqueros se agruparon en el sector bursátil, el Estado implementó las siguientes políticas:

- a) Aumento de la colocación de deuda interna, especialmente títulos de deuda de corto plazo en el mercado financiero, por la necesidad de obtener recursos para el pago del servicio de la deuda externa y por la reducción del encaje legal,
- b) Prohibición a la banca para realizar operaciones directamente en el mercado de valores y participar patrimonialmente en las casas de bolsa. Esta política fue temporal;
- c) Impulso a las sociedades de inversión para dinamizar el mercado bursátil.

Estas políticas tenían como objetivo apoyar a las instituciones financieras no bancarias para equilibrar un sistema financiero dominado por los bancos, lo que provocó que las casas de bolsa ganaran terreno, de tal manera que la captación del sector bursátil pasó de 2.8% del PIB en 1982 a 10.7% en 1987 (Guillén, 2002). Sin embargo, el dinamismo de la bolsa no se debió a un aumento de la tasa de crecimiento de las acciones, ya que la recesión económica y la captación de recursos para pagar la deuda externa no permitieron su crecimiento, sino al mercado de dinero, principalmente a los CETES.

La importancia de los CETES en el dinamismo del mercado bursátil se debió a que el sector bancario adquirió en promedio, entre 1985 – 1987, prácticamente la mitad de los

instrumentos gubernamentales, los cuales no fueron destinados a financiar la actividad productiva, de esta manera los Bancos recibían altos rendimientos con un bajo riesgo (Clavijo y Valdivieso, 2000).

Es decir, el dinamismo bursátil se debió a la emisión de CETES por parte del gobierno para hacer frente a sus obligaciones con el exterior y no a una mayor emisión de acciones ligada a la actividad productiva. Por lo tanto, el aparente dinamismo no sirvió como palanca para impulsar el fondeo de la inversión privada ni pública.

Por otro lado, en 1987 el mercado accionario de renta variable cobró fuerza, dando lugar a que las acciones representaran el 8% de las colocaciones netas y el valor de las operaciones totales del mercado variable representara el 83%. Esto provocó nuevamente un aumento en la actividad del mercado secundario, sin inducir a incrementos significativos en la emisión de títulos en el mercado primario. Es decir, el índice de precios y cotizaciones se incrementó debido a la especulación.

El carácter especulativo y poco profundo del mercado bursátil, así como el crac bursátil internacional, provocó el desplome del índice de precios y cotizaciones en octubre de 1987, poniendo de manifiesto la incapacidad del mercado bursátil para captar el ahorro financiero y fomentar el crecimiento económico. Esto llevó a las autoridades a plantear la necesidad de modernizar el mercado de valores.

Es así como en 1989 tuvo lugar una de las reformas más importantes en el mercado bursátil, la internacionalización de las operaciones del mercado financiero la cual permitió que las empresas mexicana emitieran acciones que podían comprar los no residentes<sup>5</sup>, y además, se aceptó la colocación de títulos de empresas mexicanas en el exterior, promoviendo la creación de fondos de inversión mexicanos en otras monedas.

La emisión de títulos de las empresas mexicanas en el extranjero (1989) tenía como objetivo: "Promover la participación de los intermediarios en el exterior, incorporar nuevas formas de intermediación y atraer flujos de capital. Regular, la actividad de las personas que en él intervenían, el Registro Nacional de Valores y las autoridades y servicios en

---

<sup>5</sup> Los no residentes pueden comprar las acciones mediante fideicomisos que no den derechos patrimoniales sobre las empresas, pero no se permiten obtener dividendos y realizar ganancias con las acciones (Levy, 2001).

materia de mercado de valores. Dar protección a los intereses de los inversionistas, el desarrollo de un mercado de valores equitativo, eficiente, transparente y líquido, así como minimizar el riesgo sistémico y fomentar la competencia" ( Banco de México, 1995). De esta manera se atraerían capitales foráneos para completar el ahorro interno y se canalizarían esos recursos a la producción<sup>6</sup>.

Además se estableció un fondo para apoyar a las casas de bolsa y las instituciones que estuvieran en problemas para evitar las crisis bursátiles y se creó un mecanismo de autorregulación para evitar las especulaciones ocurridas en periodos anteriores.

Aunque los indicadores confirman una consolidación de la actividad bursátil, tomando en cuenta el valor de las operaciones, que aumentaron de 2,360 millones de dólares en 1985 a 52,646 millones en 1997, la aceleración de la actividad bursátil en México, sólo contribuyó de manera insignificante al financiamiento de las empresas gracias a nueva emisión de títulos (Guillén, 2002).

Debido a la alta volatilidad del mercado de capitales, éste no pudo funcionar como un espacio para generar financiamiento para las empresas a precios estables, además de que privilegió la especulación sobre la producción.

#### **4 Apertura comercial**

El proceso de apertura comercial formó parte del conjunto de reformas que se iniciaron en los años ochenta. La liberalización comercial tenía como objetivo: a) dar eficiencia y modernizar la economía nacional, b) reprimir el crecimiento en precios<sup>7</sup> asociados con los elevados aranceles c) dinamizar la inversión productiva y c) reducir el déficit en cuenta corriente( Clavijo y Valdivieso, 2000).

---

<sup>6</sup> El mercado de valores incrementó en 1991 el ahorro externo producto de estas reformas, generándose una fuerte inflación en el mercado de valores. Con ello se inició la integración de la economía al mercado financiero externo, principalmente estadounidense.

<sup>7</sup> Otra de las medidas para controlar la inflación fue la creación del Pacto de Solidaridad económica (1987) cuyo objetivo era reducir rápidamente la inflación a través del congelamiento temporal de los precios, salarios y tipo de cambio. Además bajo este acuerdo se enfatizó la intención del gobierno de reducir el crecimiento de los precios mediante la apertura comercial (Clavijo y Valdivieso, 2000)

"Se creyó que la apertura comercial generaría una competencia entre los bienes transables internos y externos, imponiéndose la "ley de un solo precio", lo cual posteriormente afectaría a los bienes no transables. Eliminada la inflación, la entrada de recursos se dirigiría hacia el sector productivo, aumentando el volumen de la inversión y asegurándose su realización debido a la apertura comercial"(Levy,2001: 231).

La apertura comercial tuvo varias fases, la primera inició con la eliminación de restricciones al comercio internacional mediante la reducción gradual del nivel y dispersión de los aranceles. Sin embargo, se mantuvieron los permisos a las importaciones, que se empezaron a eliminar en 1984. De esta manera las importaciones controladas disminuyeron a 83.5% del total en 1984.

En 1985 se dieron incentivos a las exportaciones mediante la creación del Programa de Importación Temporal para Producir Artículos de Exportación (PITEX) con lo cual las empresas podrían importar temporalmente, libres de aranceles, maquinaria y equipo para la producción de artículos de exportación. Además en 1987, el gobierno otorgó incentivos fiscales y arancelarios para los exportadores con el programa de Empresas Altamente Exportadoras (ALTEX).

Con la primera reducción arancelaria no se logró el objetivo inflacionario perseguido por el gobierno mexicano, en parte debido a que en la primera fase de apertura la reducción de los permisos de importación fue pequeña, por lo que en 1985 se decidió seguir una política más estricta mediante la reducción de las importaciones controladas que pasaron de 37.5% del total en 1985 al 30.9% en 1986.

Estas políticas originaron las bases para la entrada de México al GATT (Acuerdo General sobre Aranceles Aduaneros y Comercio). Este acuerdo tenía como finalidad: a) eliminar los precios oficiales de referencia; b) sustituir los controles directos por aranceles; c) reducir el arancel máximo a 50% (Clavijo y Valdivieso, 2000); d) contar con una instancia de negociación para lograr un acceso más seguro a los mercados internacionales e) participar en la reforma del sistema comercial internacional ( Mateo, 1988)<sup>8</sup> . Además se

---

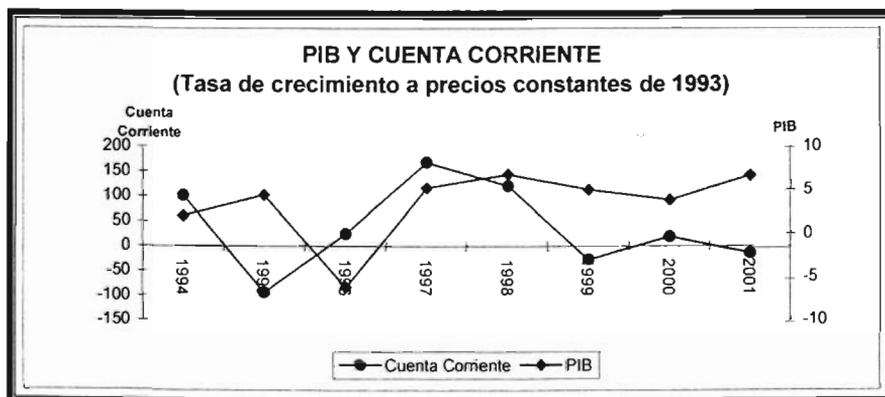
<sup>8</sup> Es importante señalar, que el acuerdo permitía a México mantener temporalmente licencias de importación sobre algunos productos agrícolas, y sobre otros bienes sujetos a programas de promoción industrial.

buscaba, aumentar el ingreso real y la demanda efectiva, mediante la reducción de aranceles y eliminación de barreras impuestas al comercio exterior.

Debe resaltarse que la apertura comercial se empleó como instrumento para atraer divisas por una vía diferente a la inversión de cartera, lo cual, no fue neutralizado por la sobrevaluación del peso, debido a la alta participación de insumos importados en las exportaciones.

Específicamente, el comercio exterior representó la palanca que impulsara del crecimiento económico después de la crisis de 1994, reflejándose en un aumento en el PIB y en una disminución del déficit en cuenta corriente, como se puede apreciar en el gráfico 2.

GRÁFICO 2



Fuente: Banco de México

Cabe destacar que el crecimiento del PIB tuvo que ver con el ciclo de expansión del principal socio comercial en el Tratado de Libre Comercio de América del Norte (1996-2000), y con la competitividad del tipo cambio que impulsó el crecimiento de las exportaciones.

Esto se refleja en el saldo de la cuenta corriente mexicana, que después de registrar un saldo negativo de 20 000 millones de dólares en el periodo 1990 - 1994, registró entre 1995 y 2000 un saldo promedio de 10 000 millones de dólares <sup>9</sup> (Gazol,2004).

<sup>9</sup> Cabe señalar que aunque aumentó el ritmo de las exportaciones aún el saldo en cuenta corriente era deficitario (Gazol,2004).

Al respecto, Clavijo y Valdivieso (2000:62) señalan, "No es sorprendente por ello que, desde 1996, el papel del sector externo en la recuperación haya sido tan importante, secundado desde 1997 por el consumidor mexicano, que al igual que el estadounidense, está en una fase expansiva".

Empero, Vidal (2000) advierte que los cambios en materia de comercio exterior y el aumento de la inversión extranjera son parte del proceso impulsado por un grupo de grandes empresas y no necesariamente se vinculó con el resto de la economía. Es decir, las grandes empresas exportadoras han crecido y obtenido beneficios de las reformas financieras y comerciales, pero no están conectadas con cadenas productivas nacionales que propicien un efecto de arrastre sobre el resto de la economía, dando lugar a que las exportaciones sean la palanca de crecimiento económico.

Cabe destacar que, a pesar del mayor ritmo de las exportaciones, persistió el déficit en cuenta corriente y en el año 2001, debido a la desaceleración en el crecimiento de nuestro principal socio comercial; cayó el ritmo de crecimiento de las exportaciones, reduciendo el ingreso de las empresas exportadoras.

El TLCAN ofreció mayores oportunidades de crecimiento a las grandes empresas, ya que éstas tuvieron un mayor acceso al financiamiento en el periodo posterior a la crisis por el potencial de crecimiento que representaban, pero no implicó un efecto de arrastre al conjunto de la economía.

Además, el TLCAN representó la puerta de acceso al financiamiento externo ya que, anteriormente, cuando existía cierta garantía de que el gobierno mexicano otorgaría un seguro implícito ante movimientos cambiarios, con un tipo de cambio fijo, los acreedores externos y las empresas daban una menor ponderación a los riesgos del tipo de cambio para otorgar créditos a los empresarios y ponían mayor atención en el tamaño de la empresa.

A nivel de las empresas exportadoras el comercio internacional abrió una fuente adicional de financiamiento que fue el comercio internacional, el cual, debe llamarse la atención, estuvo libre de riesgo cambiario porque se empataron el tipo de monedas en ingresos y deudas.

En este contexto, las empresas exportadoras consiguieron un mayor financiamiento que las no exportadoras en el periodo que siguió a la crisis, no sólo porque implicara un riesgo cambiario menor, sino por el potencial de crecimiento que tenían (Martínez, 2002).

No obstante, las grandes compañías exportadoras experimentaron pérdidas a finales de 1994 y en la primera mitad de 1995; se recuperaron para obtener crecimiento sostenido en sus beneficios a partir de finales de 1995 (López, 1999), lo que permitió un mayor endeudamiento en dólares. La participación de la deuda en dólares para las empresas exportadoras cambió de 52% a 58% durante el periodo 1994 – 2000 (Martínez, 2002).

## Conclusiones

A raíz de la desregulación del sistema financiero mexicano, se implementaron políticas que favorecieron un clima de aparente estabilidad en el tipo de cambio, lo que atrajo una gran cantidad de flujos de capital del extranjero, promoviendo el crecimiento del crédito. Sin embargo, sólo una parte de éste se destinó al financiamiento de la inversión productiva.

Pese a los intentos por desarrollar al mercado financiero no bancario, para convertirlo en una fuente de financiamiento directa a la inversión, éste no logró cubrir las necesidades de financiamiento de las empresas, debido a que el crecimiento en este sector no fue producto del incremento en la colocación de valores en el mercado primario, sino de la especulación promovida en el mercado secundario y los altos diferenciales entre la tasa de interés nacional y extranjera.

La política de altos diferenciales de tasas de interés, empleada por las autoridades, con el fin de atraer capital externo para mantener el tipo de cambio sobrevaluado, favoreció la estabilidad de precios. Sin embargo, la sobrevaluación ocasionó un gran déficit en cuenta corriente y un incremento en la deuda gubernamental, éste último provocado por la emisión de CETES, cuyo principal objetivo era esterilizar la afluencia de capitales para evitar aumentos en precios y obtener ganancias de capital.

La serie de incidentes generados al interior de la economía mexicana, provocados por políticas cuyo principal objetivo era el control de precios, desembocó en la crisis económica y la devaluación del peso en diciembre de 1994.

Ante la crisis económica, el gobierno visualizó al TLCAN como la alternativa para reactivar la economía, es decir, se pretendía que el comercial internacional se convirtiera en la palanca de crecimiento económico.

A partir de la entrada de México al GATT y la crisis de 1994 y, como resultado de la incorporación del TLCAN, las empresas exportadoras se vuelven fundamentales en el crecimiento económico de México. Sin embargo, la captación de divisas no fue suficiente para impulsar el crecimiento, además se requería que las empresas exportadoras

promovieran encadenamientos productivos con el resto de la economía y que el contenido importado de las exportaciones se redujera, lo que no sucedió después de la crisis del 94. Es importante señalar que el impacto de la apertura comercial sobre el crecimiento económico nacional, se asocia principalmente a las etapas de mayor crecimiento de la economía de Estados Unidos.

A raíz de la crisis de 1995 se conoce la débil estructura del Sistema Financiero Nacional y la imposibilidad de éste para proporcionar a las empresas los recursos necesarios para financiar sus inversiones, por lo que los empresarios se vieron en la necesidad de recurrir a fuentes alternativas de financiamiento.

La secuencia de reformas programadas en el sistema financiero nacional, cuyo principal objetivo era cubrir la necesidades de financiamiento de las empresas, se adelantaron por la abrupta entrada de la competencia del mercado financiero internacional, complicando el proceso de maduración del mercado nacional. Esto dio lugar a que éste fuera incapaz de ofrecer préstamos con tasas de interés competitivas, orillando a las grandes empresas a recurrir al financiamiento exterior.

A la inmadurez del sistema financiero nacional, se sumó la oportunidad de los bancos de obtener altos rendimientos con bajo riesgo mediante la compra de CETES, actividad promovida por el Banco de México con el propósito de controlar la inflación. Esta política propició el desplazamiento de parte de los recursos bancarios, cuyo posible destino sería financiar la inversión productiva, a la compra de bonos gubernamentales. Cabe señalar que esto no implica que el financiamiento bancario para la inversión de las grandes empresas haya desaparecido por completo (como se mostrará en el siguiente capítulo).

Por otro lado, el potencial crecimiento de las empresas exportadoras y la desregulación financiera, que culminó con la globalización del mercado, permitió que las grandes empresas pudieran acceder a los mercados financieros internacionales para cubrir sus necesidades de financiamiento, aún después de la crisis del 94.

La particularidad de las empresas exportadoras es que gracias a que cuentan con ingresos en monedas aceptadas en el mundo, pueden cumplir con sus obligaciones con acreedores internacionales, eliminando el problema de la asimetría entre monedas.

Se puede afirmar que la desregulación financiera y comercial permitió el acceso a nuevas fuentes de financiamiento a las grandes empresas, empero éstas no se convirtieron en una palanca de desarrollo económico, porque se encontraron desvinculadas de las empresas nacionales y, generaron una fuerte demanda de importaciones, que indujo fuertes desequilibrios en la cuenta externa.

## CAPÍTULO III

### ANÁLISIS EMPÍRICO DE LAS EMPRESAS BURSÁTILES

#### INTRODUCCIÓN

Las exportaciones y las empresas exportadoras han presentado un crecimiento acelerado en respuesta a la liberalización comercial que ha tenido lugar en México. Esto inició con la suscripción de México al GATT y se profundizó con la firma del TLCAN, en 1986 y 1994, respectivamente.

El objeto de estudio de este capítulo, será conocer las fuentes de financiamiento de las grandes empresas, porque por un lado se tiene información sobre sus estados financieros y, por otro, son las más favorecidas por el acceso a fuentes de financiamiento externas a la empresa, de origen nacional y extranjero.

La hipótesis planteada, basada en las modificaciones económicas descritas en el capítulo anterior, es que la globalización financiera debería ser un elemento adicional que impulsara el crecimiento de las grandes empresas, en tanto que éstas pudieran acceder al financiamiento en el mercado internacional. La captación de ingresos en moneda aceptada mundialmente por concepto de exportación, les permitiría eliminar el problema de la asimetría entre monedas, desapareciendo el riesgo de la fluctuación cambiaria en el pago de sus obligaciones.

En consecuencia, la apertura comercial y financiera debería promover a las grandes empresas, especialmente a las exportadoras, para obtener montos de financiamiento creciente a costos más reducidos. En otras palabras, las empresas exportadoras pueden obviar la debilidad del sistema financiero mexicano, integrándose al mercado financiero globalizado.

A fin de verificar si efectivamente la apertura del mercado financiero permitió a las empresas exportadoras crecer con base en montos de endeudamiento elevados, en este capítulo se analiza a las empresas que cotizan en bolsa, diferenciando entre las empresas

exportadoras y no exportadoras. De manera particular se estudiará su hoja de balance para determinar la composición de sus recursos que son susceptibles de ser invertidos.

La diferencia sustancial entre las grandes empresas exportadoras y no exportadoras, es que las últimas tienen que asumir el riesgo cambiario.

Para conocer las fuentes de financiamiento de los dos tipos de empresas, el análisis se basará en las teorías desarrolladas en el primer capítulo que consideran que las fuentes de financiamiento pueden ser de origen externo o interno a la empresa.

La importancia de estas dos fuentes de financiamiento se conocerá a partir del análisis de los recursos totales que son susceptibles de financiar la inversión, entre los que se encuentra la reinversión de utilidades (financiamiento interno), composición de la deuda y aumentos de capital (financiamiento externo).

Posteriormente, con base en la teoría keynesiana, se efectuará el análisis de las fuentes de financiamiento externas, dividiéndolas de acuerdo a su plazo, en corto y largo plazo, a su origen, proveedores, bancario, bursátil, otros pasivos, acreedores y el tipo de moneda, nacional y extranjera.

Con el propósito de lograr el objetivo antes señalado se dividirá este capítulo en cinco secciones. En la primera se define la muestra que será sometida a estudio, en la segunda se presentan las fuentes de financiamiento de las empresas bursátiles exportadoras y no exportadoras, en la tercera y cuarta parte se presenta el análisis de las fuentes de financiamiento susceptibles de financiar la inversión para las empresas exportadoras y no exportadoras, en la quinta parte se presenta un cuadro comparativo de los dos tipos de empresas para finalmente, en la quinta parte, presentar las conclusiones.

## **1 Definición de la muestra**

Los cambios que se dieron en materia comercial y financiera a principios de los ochenta, así como después con la crisis de 1994, tuvieron entre sus objetivos, influir en el crecimiento de las empresas bursátiles, así como en su forma de financiamiento.

Por lo anterior, se optó por iniciar el análisis en el año 1993, un año antes de que las políticas liberales aplicadas desencadenaran la crisis financiera de 1994, y se concluyó en 2001, por contarse con información hasta dicho año. Para ello se eligieron a aquellas empresas que cotizaron ininterrumpidamente en la Bolsa Mexicana de Valores entre 1993 y 2001 y que presentaron información completa para todo el periodo.

Se hizo una revisión exhaustiva, en la publicación Mundo Ejecutivo, en la página de la Bolsa Mexicana de Valores, en el directorio de empresas exportadoras y en la página de BANCOMEXT, con el fin de separar y seleccionar a las empresas bursátiles no exportadoras de las exportadoras.

Una vez que se contó con una muestra homogénea de empresas bursátiles exportadoras y no exportadoras, se procedió a subdividir las por sectores. Después de la depuración realizada, la muestra quedó conformada por 18 empresas pertenecientes al sector exportador y 5 empresas no exportadoras, obteniendo un universo de 23 empresas bursátiles.

El grupo de empresas exportadoras está integrado de la siguiente manera; Sector 1: Alimentos y Bebidas, Sector 2: Cementos, Sector 3: Metalurgia y Siderurgia, Sector 4: Holding y Sector 5: Papel.

Específicamente cada sector está integrado por las siguientes empresas:

- Alimentos y Bebidas: Grupo BIMBO, Grupo Herdez y Grupo la Moderna.
- Cementos: Apasco y Cemex.
- Metalurgia y Siderurgia: Peñoles y Tubacero.

- Holding, definida como aquella sociedad cuya única finalidad es la posesión de participaciones de otras sociedades: ALFA, ACCELSA, CAMESA, DESC, GCARSO, GISSA, ICA, San Luis y CYDSA.
- Papel: Kimberly y Empaques Ponderosa.

Las empresas no exportadoras se dividieron en:

- Alimentos y Bebidas: Grupo Embotelladoras Unidas S.A. de C.V.
- Comercio: SORIANA.
- Construcción : Grupo Tribasa.
- Metalurgia: GRUPO Simec e Industrias ICH.
- Servicios: Consorcio Aristos.

En la tabla 1 y 2, se presentan, el sector, la clave de cotización, el nombre de la emisora y la fecha de listado en la Bolsa Mexicana de Valores de cada una de las empresa que forma parte de la muestra.

TABLA 1

EMPRESAS NO EXPORTADORAS			
SECTOR	Clave de cotización	Nombre de la emisora	Fecha de listado en BMV
ALIMENTOS Y BEBIDAS	GEUPEC	GRUPO EMBOTELLADORAS UNIDAS, S.A. DE C.V.	08/09/87
COMERCIO	SORIANA	ORGANIZACIÓN SORIANA, S.A. DE C.V.	30/09/87
CONSTRUCCIÓN	TRIBASA	GRUPO TRIBASA, S.A. DE C.V.	22/09/93
METALURGIA	SIMEC	GRUPO SIMEC, S.A. DE C.V.	21/01/91
	ICHB	INDUSTRIAS CH, S.A. DE C.V.	05/07/62
SERVICIOS	ARISTOS	CONSORCIO ARISTOS, S.A. DE C.V.	09/11/90

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

TABLA 2

EMPRESAS EXPORTADORAS			
SECTOR	Clave de cotización	Nombre de la emisora	Fecha de listado en BMV
ALIMENTOS Y BEBIDAS	BIMBO	Grupo BIMBO, S.A. DE C.V.	19/02/80
	HERDEZ	GRUPO HERDEZ, S.A. DE C.V.	31/10/91
	GMODERNA	GRUPO LA MODERNA, S.A. DE C.V.	27/08/87
CEMENTOS	APASCO	APASCO, S.A. DE C.V.	01/12/81
	CEMEX CPO	CEMEX, S.A. DE C.V.	05/01/76
METALURGIA Y SIDERURGIA	PEÑOLES	INDUSTRIAS PEÑOLES, S.A. DE C.V.	05/09/61
	TUBACERO	TUBACERO, S.A. DE C.V.	24/07/59
HOLDING	ALFA	ALFA, S.A. DE C.V.	15/08/78
	ACCELSA	ACCEL, S.A. DE C.V.	21/10/88
	CAMESA	GRUPO INDUSTRIAL CAMESA	18/09/78
	DESC	DESC, S.A. DE C.V.	26/08/75
	GCARSO	GRUPO CARSO, S.A. DE C.V.	19/06/90
	GISSA	GRUPO INDUSTRIAL SALTILLO, S.A. DE C.V.	24/08/76
	ICA	EMPRESAS ICA SOCIEDAD CONTROLADORA, S.A. DE C.V.	09/04/92
	SAN LUIS	SAN LUIS CORPORACIÓN, S.A. DE C.V. (autopartes)	01/10/84
	CYDSASA	CYDSA, S.A. DE C.V.	15/01/73
PAPEL	KIMBERLY	KIMBERLY -CLARK DE MÉXICO S.A. DE C.V.	24/08/61
	EMPAQ	EMPAQUES PONDEROSA, S.A. DE C.V.	07/05/79

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

La Información estadística se obtuvo de la base de datos Económica, y está expresada en miles de pesos constantes de 1999, deflactados por el Índice Nacional de Precios al Consumidor. Las variables seleccionadas corresponden al último trimestre de cada año, ya que en dicho trimestre se presentan los movimientos anuales acumulados.

Con el propósito de contar con una base de datos que permitiera realizar un análisis económico consistente, todos los datos se presentan en flujos.

La información de las empresas se presenta agregada por sectores y tipos de empresa, exportadoras o no exportadoras. Se calculó la media de esta agregación tomando en cuenta el número de empresas que integraban cada sector y el tipo de empresa, para evitar una falsa ponderación.

El análisis de las fuentes internas y externas de financiamiento se calculó, a partir de la suma de las variables susceptibles de financiar la inversión, (aumento de pasivos, aumento de capital y reinversión de utilidades) denominada recursos totales. Posteriormente, se obtuvo el cociente de reinversión de utilidades a recursos totales, para conocer la disponibilidad del financiamiento interno para la inversión, el de pasivo total (deuda total) a recursos totales y aumento de capital a recursos totales para conocer la disponibilidad de financiamiento externo susceptible de financiar la inversión.

Se realizó un análisis minucioso del financiamiento externo, considerando los plazos de los diferentes pasivos y el tipo de moneda. Para ello, se calculó la relación pasivo de corto plazo a pasivo total y pasivo de largo plazo a pasivo total, tanto de forma agregada como desagregada, para conocer la relevancia de las variables en conjunto y de forma individual respecto al pasivo total.

Con el fin de determinar la importancia del financiamiento en moneda nacional y extranjera de acuerdo con su plazo, se obtuvieron los cocientes, pasivo en moneda nacional de corto plazo a pasivo total, pasivo en moneda nacional de largo plazo a pasivo total, pasivo en moneda extranjera de corto plazo a pasivo total y pasivo en moneda extranjera de largo plazo a pasivo total.

Se calculó para cada una de las variables: la media, tasa de crecimiento, así como la tendencia, a fin de analizar su comportamiento y su posible influencia en el comportamiento de la inversión.

Para evitar un análisis espurio, se descartaron las variables que, aun cuando estaban dentro de los pasivos, no representaban un monto importante de financiamiento para las empresas, además de que no formaban parte de los pasivos por tipo de moneda, de ahí que la suma de los cocientes de las variables en ocasiones no sumen cien por ciento.

## **2 Fuentes de financiamiento de las empresas bursátiles exportadoras y no exportadoras.**

En el primer capítulo se concluyó que las empresas acceden a fuentes de financiamiento que son de origen interno o externo. A partir de esta consideración, se analizará el comportamiento de los fondos internos y externos para determinar el orden de importancia y así inferir su relevancia en las empresas bursátiles exportadoras y no exportadoras.

De acuerdo a la teoría, las fuentes de financiamiento interno se originan a través de aumentos en el margen de ganancias, promovido por el aumento de precios, posibilidad con la que cuentan las empresas oligopólicas para aumentar sus utilidades. Alternativamente, el financiamiento externo surge en el mercado financiero, proveniente del sector bancario, el mercado de capitales y de dinero.

Empero, existen otras fuente de financiamiento tanto internas como externas a la empresa, como son las que surgen a partir de incrementos en el ingreso empresarial, resultado de aumentos en la demanda y las que provienen de créditos de proveedores y acreedores.

Los cambios institucionales de los últimos años han favorecido a que el financiamiento externo a la empresa provenga principalmente del mercado internacional, que incluye el financiamiento intra- empresarial, que ocurre al interior de los grandes grupos industriales.

Para conocer el comportamiento de las empresas exportadoras y no exportadoras frente a las fuentes internas y externas de financiamiento, a continuación, se presenta un análisis de las variables que conforman los recursos totales susceptibles de financiar la inversión.

En primer término se analizarán las fuentes de financiamiento de las empresas exportadoras y, en segundo lugar, se estudiarán las empresas no exportadoras y se finalizará con un análisis comparativo.

Cabe señalar, que todo el análisis se hará bajo el supuesto de que los pasivos son fuentes de financiamiento **susceptibles de financiar la inversión**, es decir, no necesariamente son destinados a ese fin.

### 3 Análisis de las fuentes susceptibles de financiar la inversión en empresas exportadoras

#### 3.1 Análisis de los recursos totales de las empresas exportadoras que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores

De acuerdo al análisis de los activos e inversión total de las empresas exportadoras, se encontró que presentaron un comportamiento inestable. En 1994 ambos registran un crecimiento importante 33 y 69 por ciento respectivamente.

Posteriormente, como resultado de la crisis económica, en 1995 y 1996, tanto los activos como la inversión caen. Sin embargo, el periodo 1998 - 2001 se caracterizó por la variabilidad en el crecimiento de los activos y la caída en la inversión total (Véase la gráfica 1).

GRÁFICO 1



Fuente: Elaboración propia con base en datos Económica

Cabe destacar que el periodo de estudio es atípico, ya que inicia dentro de un contexto en el cual, la economía mexicana presenta una de las crisis económicas más grave

(1994), cuyos efectos se observan a lo largo del periodo. Además, después del cambio de gobierno en el año 2000, la economía presentó un bajo crecimiento como consecuencia de la desaceleración de la economía norteamericana.

Producto de la crisis, el mercado interno se contrajo, provocando una caída de 4.8 por ciento en el ingreso nacional de las empresas exportadoras. Sin embargo, éstas lograron incrementar sus ingresos totales, como consecuencia de la devaluación del peso, permitiendo que los ingresos externos crecieran en 119 por ciento en 1995.

Es decir, las políticas de liberalización comercial iniciada con la firma del GATT en 1986 y que continuó con la adopción del TLCAN en 1994, promovieron el incremento de los ingresos externos de las empresas exportadoras. Así, la liberalización comercial aunada a la devaluación del tipo de cambio, promovió el crecimiento de los ingresos por exportación, entre 1995 y 1999.

El crecimiento de las exportaciones permitió que en este periodo la reinversión de utilidades fuera la fuente de financiamiento más importante, representando en promedio 75 por ciento de los recursos totales (Véase cuadro 1).

**CUADRO 1**  
**FUENTES DE FINANCIAMIENTO INTERNAS Y EXTERNAS A**  
**LA EMPRESA SUSCEPTIBLES DE FINANCIAR LA INVERSIÓN**  
**(Porcentaje)**

EMPRESAS EXPORTADORAS									
	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	Promedio %
<b>Deuda/RT</b>	101	5	-51	0	-7	-27	33	71	14
<b>Aumentos de k/RT</b>	-4	-5	-5	-1	0	12	-1	1	0
<b>Reinuti/RT</b>	3	100	156	101	107	114	68	27	75

RT: Recursos totales =Reinuti+aumentos de K+aumento de deuda

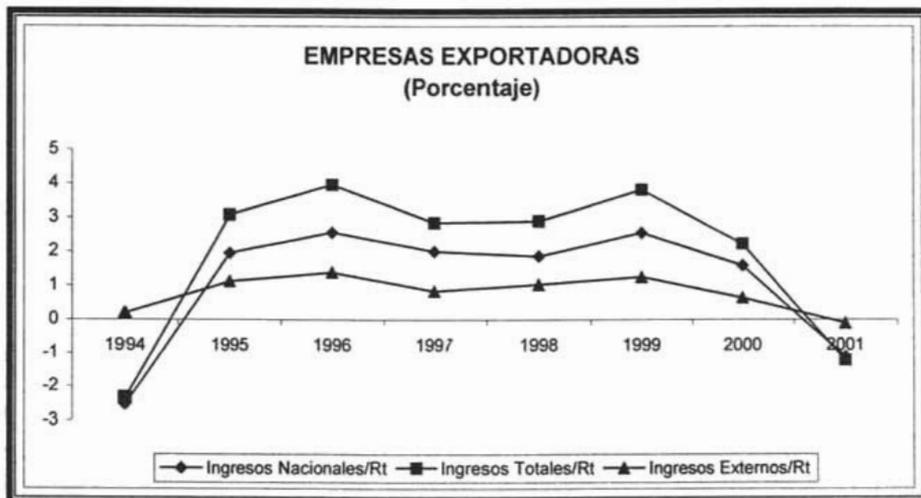
Reinuti: Reinversión de utilidades

Fuente: Elaboración propia con base en datos Económica.

Al respecto debe resaltarse que las relaciones ingresos totales, nacionales y extranjeros a recursos totales sigue la misma secuencia de comportamiento que la reinversión de utilidades (Véanse gráfico 2 y 3), es decir, cuando las empresas cuentan con suficientes ingresos internos evitan el financiamiento externo.

Las empresas exportadoras tuvieron disponible un monto creciente de utilidades, promoviendo que la reinversión de utilidades fuera la fuente más importante susceptible para financiar la inversión, respecto a esto López (1999) llega a una conclusión similar al señalar que en la década de los noventa, las empresas eran más rentables, por lo que recurrían a los fondos internos en mayor medida .

GRÁFICO 2



Rt : Recursos totales

Fuente: Elaboración propia con base en datos Económica.<sup>1</sup>

Las empresas exportadoras al disponer de recursos propios de manera creciente, 75 por ciento de los recursos totales, redujeron el riesgo de quiebra proveniente del financiamiento con recursos externos, que representó únicamente, en promedio, el 14 por ciento de los recursos totales (Véase cuadro 1).

En orden de importancia, la deuda se encuentra en segundo lugar en la composición de los recursos totales. Éste, representa en promedio el catorce por ciento de los recursos totales. Debe señalarse que la variable ha mostrado fuertes variaciones. Tuvo una gran importancia antes de la devaluación, tornándose negativa a partir de 1996. Ello indica que hubo una cancelación de deuda a partir de dichos años.

La importancia de la deuda en 1994 y los años 2000 y 2001 puede relacionarse con la sobrevaluación del tipo de cambio, los altos diferenciales de tasas de interés, México – Estados Unidos, sobretudo al final del periodo y las perspectivas de reducción de la demanda de exportaciones (particularmente relevante a partir del año 2000). En el año 2000 la deuda representó treinta y tres por ciento de los recursos totales y en 2001 setenta y uno por ciento.

Un factor que explica la caída de la reinversión de utilidades y el aumento de la presencia de la deuda en el total de recursos, a partir de año 2000, es la reducción de las importaciones norteamericanas, a cuyo mercado se canaliza el 80% de las exportaciones mexicanas.

El aumento de capital, generado a través de la emisión de acciones, tuvo una importancia poco significativa en el financiamiento de las empresas exportadoras, registrando un promedio menor al 1 por ciento de los recursos totales a lo largo del periodo. Esto refleja, que los cambios que se dieron en el mercado de valores, no contribuyeron de manera importante en la disponibilidad de financiamiento de dichas empresas.

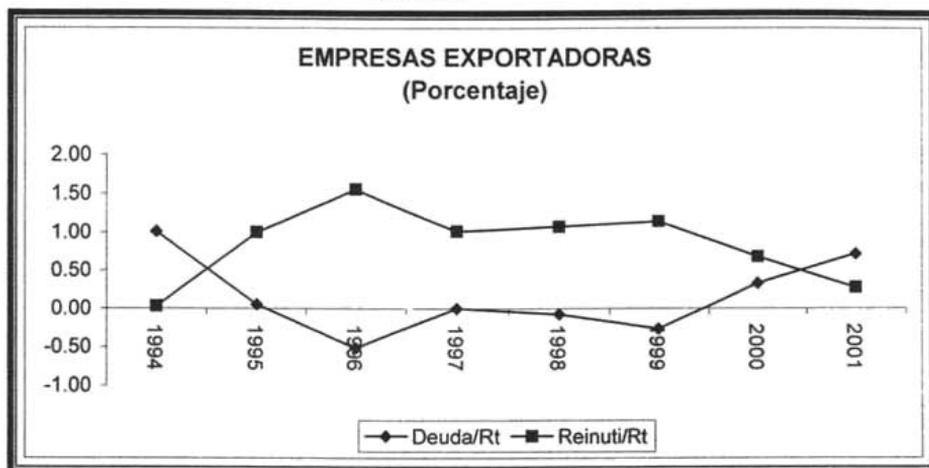
Lo anterior puede deberse a que: "La mayor volatilidad de los precios de las acciones ha impedido que esta fuente de financiamiento se pueda usar para la acumulación de capital de las empresas y tiene además el efecto perverso de eleva las tasas de interés de otras fuentes de financiamiento al incrementar los riesgos de mercado" (Mántey, 2004:103), además el financiamiento interno, es menos costosa que la emisión de acciones y el financiamiento por deuda.

Fazzari, Hubbard y Petersen (1989), indican que las grandes empresas recurren preferentemente a recursos internos, entre otras cosas por los costos de operación, las ventajas impositivas, los problemas de acceso, los costos de quiebra financiera y la información asimétrica, esta última referida a los conflictos entre los administradores y los posibles nuevos inversionistas o acreedores.

---

<sup>1</sup> Cabe destacar que aunque se trata de empresas exportadoras, el cociente ingresos nacionales a recursos totales es mayor al cociente ingresos extranjeros a recursos totales, debido a que las empresas que conforman la muestra de empresas exportadoras, tienen una gran importancia en el mercado nacional.

GRÁFICO 3



Rt: Recursos totales

Reinuti: Reinversión de utilidades

Fuente: Elaboración propia con base de datos Económica.

Los resultados revelan que entre la deuda y las utilidades hubo un efecto de sustitución, tomando en cuenta que el aumento de capital prácticamente fue nulo; aunque siempre las utilidades constituyeron la principal fuente disponible de financiamiento, registraron un cambio considerable al final del periodo, cuando la deuda empezó a crecer en importancia en relación con los recursos totales (Véase gráfico 3).

### 3.2 Composición de la deuda de las empresas exportadoras

En promedio, la razón deuda (financiamiento externo a la empresa) a recursos totales de la muestra, representó el 14 por ciento de los recursos totales, en el periodo, ubicándose como una alejada, segunda posible fuente de financiamiento de las empresa exportadoras, (61 puntos porcentuales por debajo de la reinversión de utilidades).

En términos analíticos el monto correspondiente a la deuda con relación a los recursos totales (14 por ciento), se consideró como el 100 por ciento del pasivo o deuda total, para determinar la importancia del pasivo de corto y largo plazo.

El pasivo de corto plazo correspondió al 44 por ciento del pasivo total de las empresa exportadoras. Al considerar los componentes del pasivo de corto plazo, se encontró que,

el crédito bancario fue la fuente de financiamiento más importante, representado en promedio el 16 por ciento del pasivo total, seguido muy de cerca, por el crédito de proveedores: 12 por ciento y otros pasivos 11 por ciento, siendo el crédito bursátil el menos relevante con 3 por ciento del pasivo total (Véase cuadro 2).

CUADRO 2  
DEUDA CORTO PLAZO  
(Porcentaje)

EMPRESAS EXPORTADORAS										
Deuda / Rt 14%	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	Promedio %
Pasivo CP a pasivo total	49	47	52	44	39	46	43	41	36	44
Proveedores CP a pasivos total	10	12	10	13	13	13	13	11	10	12
Crédito Bancario CP a pasivos total	16	20	25	16	13	16	14	15	10	16
Crédito Bursátil CP a pasivos total	6	3	6	3	1	2	1	1	1	3
Otros pasivos CP a pasivo de total	12	10	9	11	10	12	13	13	11	11

Rt: Recursos totales

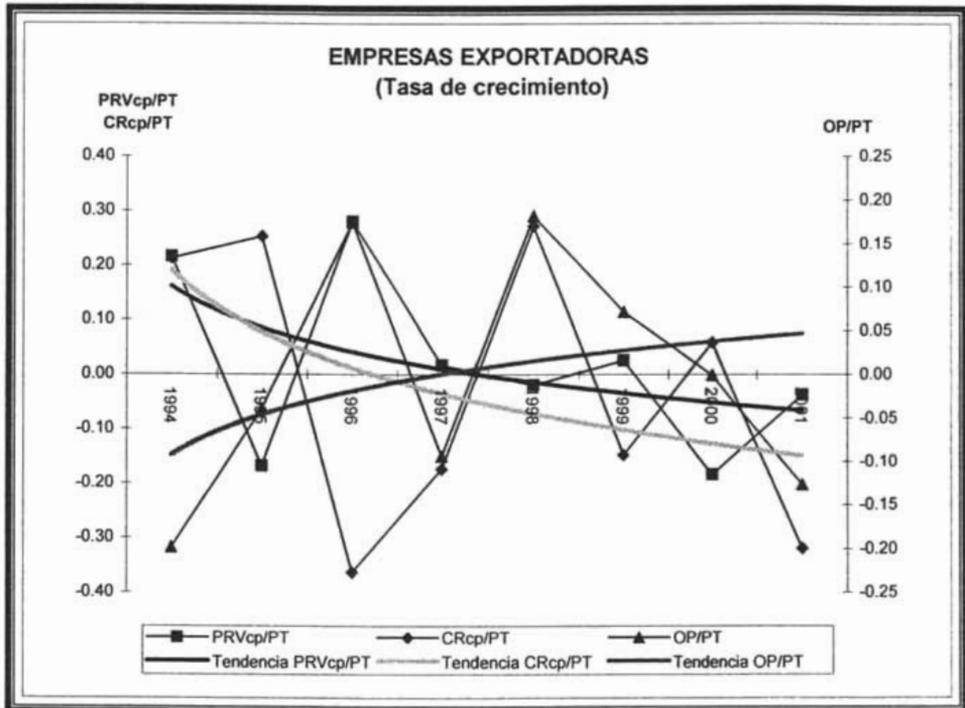
Fuente: Elaboración propia con base en datos Económica.

Nota. La suma de los pasivo de corto plazo y largo plazo a pasivo total, no suma cien por ciento debido a que el pasivo total no comprende el pago de impuestos, variable que no se consideró como una fuente de financiamiento, además de que su importancia es marginal en el total de los pasivos de corto plazo.

Aunque la principal fuente disponible de financiamiento del pasivo de corto plazo fue el crédito bancario, se observa una tenencia a la baja a lo largo del periodo, al igual que en caso del crédito de proveedores. Por el contrario, se muestra que el rubro otros pasivos<sup>2</sup> presentó una tendencia a la alza (Véase gráfico 4). A partir de lo anterior puede señalarse que las empresas exportadoras de la muestra no muestran diferencias importantes entre los pasivos de corto plazo.

<sup>2</sup> Otros pasivo corresponde a fuentes de financiamiento distintas de las bancarias, bursátiles o de proveedores, y no especifican su origen

GRÁFICO 4



PT: Pasivo total  
 PRV: Proveedores  
 CR: Crédito  
 OP: Otros pasivos

Fuente: Elaboración propia con base de datos Económica.

Por otro lado, la poca relevancia del crédito bursátil reafirma la hipótesis de que las empresas no consideran atractivas dichas fuentes de recursos externos, reafirmandose la postura de Kalecki y Steindl.

El pasivo de largo plazo representó el 47 por ciento del pasivo total, 3 puntos porcentuales mayor que la deuda de corto plazo, reflejando que las empresas exportadoras tienen una pequeña preferencia por el financiamiento de largo plazo en relación con el de corto plazo.

CUADRO 3  
DEUDA LARGO PLAZO  
(Porcentaje)

EMPRESAS EXPORTADORAS										
Deuda/Rt 14%	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	Promedio %
Pasivo LP a pasivo total	48	50	44	49	54	48	51	36	42	47
Crédito bancario de LP a pasivos total	32	30	29	33	39	39	44	29	35	35
Crédito bursátil LP a pasivos total	6	8	5	7	6	3	2	2	2	4
Acreedores LP a pasivos total	10	12	10	9	9	5	5	4	5	8

Fuente: Elaboración propia con base en datos Económica.

El crédito bancario fue el componente más importante del pasivo de largo plazo, representando el 35 por ciento del pasivo total, seguido por la participación de los créditos provenientes de los acreedores (8 %) y del crédito bursátil (4%) (Véase cuadro 3).

La importancia del financiamiento bancario de largo plazo se acentuó con la apertura de la economía mexicana, permitiendo a las empresas acceder al financiamiento en los mercados internacionales de capital y a la deuda denominada en moneda extranjera.

Martínez y Werner señalan que, " Las empresas exportadoras tuvieron un mayor acceso al crédito bancario ya que su ritmo de crecimiento aumentó como resultado de la firma del TLCAN, esto permitió que, aun después de la crisis, pudieran acceder al endeudamiento en dólares sin aumentar el peso cambiario, gracias a que contaban con ingreso con mayor valor que empleaban como colaterales" (Martínez y Werner,2002:23).

Con la apertura comercial, 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, debido a la aplicación de políticas económicas que apoyaban su desarrollo, lo cual permitió que la economía mexicana se recuperara después de la crisis financiera. Después de registrar una caída de 6.2 por ciento en 1995, en 1996 esta presentó un crecimiento de 5.2 por ciento.

### 3.3 Composición de pasivos en moneda nacional y extranjera en los recursos de las empresas exportadoras

La suma de los pasivos de corto plazo en moneda nacional y extranjera equivalen al pasivo corriente y la suma de estos mismos en el largo plazo son iguales al pasivo no corriente.

CUADRO 4  
COMPOSICIÓN DE LOS PASIVOS POR TIPO DE MONEDA Y PLAZO  
(Porcentaje)

Años	EMPRESAS EXPORTADORAS								Promedio %
	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	
Pasivo moneda extranjera CP a pasivo total	29	35	24	21	25	22	24	18	25
Pasivo moneda nacional CP a pasivo total	18	16	20	18	20	21	16	18	19
Pasivo moneda extranjera LP a pasivo total	46	41	47	52	46	49	34	38	44
Pasivo moneda nacional LP a pasivo total	4	2	2	1	1	2	2	4	2

Fuente: Elaboración propia con base de datos Económica.

Nota: El pasivo de corto plazo y largo plazo en monedas nacional y extranjera a pasivo total, están integrados por créditos otorgados y diferidos, variables que no están contempladas en los pasivos por tipo de moneda, por lo tanto, su sumatoria no alcanza el cien por ciento.

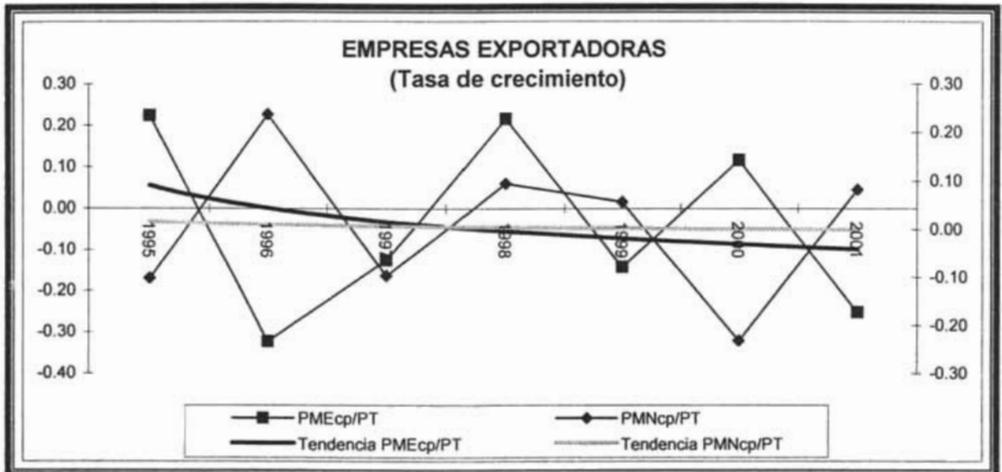
El financiamiento en moneda extranjera de corto plazo representó el 25 por ciento del pasivo total, mientras que el pasivo en moneda nacional de corto plazo constituyó el 19 por ciento.

En cuanto al pasivo de largo plazo, se encontró que el pasivo en moneda extranjera fue superior al pasivo en moneda nacional en 42 puntos porcentuales (Véase cuadro 4).

A partir de lo anterior, se puede inferir que el financiamiento con moneda extranjera fue significativamente más importante que en moneda nacional, sobretudo en el largo plazo.

Con respecto al financiamiento de corto plazo, se observa una clara tendencia a reducir el financiamiento con moneda extranjera, mientras el pasivo en moneda nacional no tuvo modificaciones drásticas en el periodo (Véase gráfica 5).

GRÁFICO 5



PME: Pasivo moneda extranjera  
 PMN: Pasivo moneda nacional  
 PT: Pasivo total

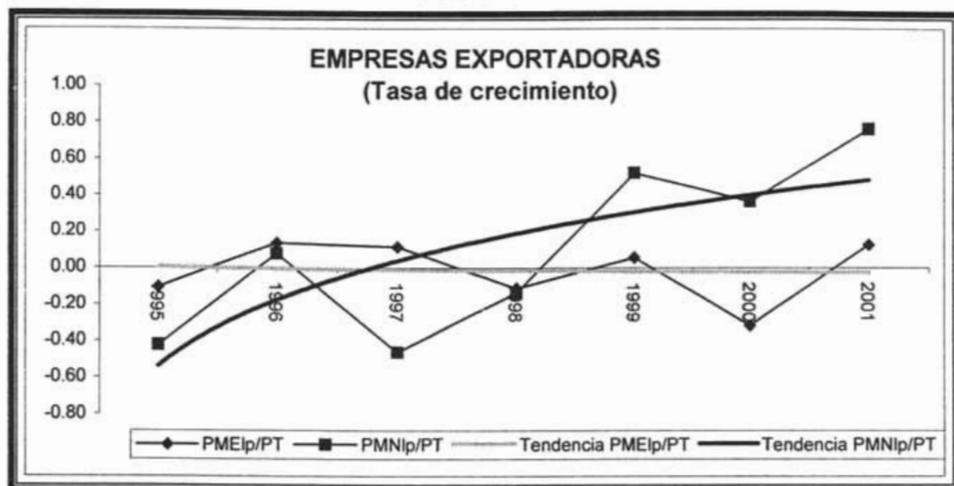
† Fuente: Elaboración propia con base de datos Económica.

Las empresas exportadoras no sólo accedieron a créditos en moneda extranjera, sino que además pudieron contratar deuda a largo plazo, que representaba un menor costo ya que las tasas de interés nacionales eran superiores a las extranjeras, además, por tratarse de empresas exportadoras, tenían la capacidad de cubrirse ante el riesgo cambiario.

En cuanto al financiamiento en moneda nacional de corto plazo, éste representó en promedio el 19 por ciento del pasivo total y el 2 por ciento en el largo plazo, reflejando que las empresas exportadoras tienen una mayor disponibilidad o preferencia por el endeudamiento en moneda extranjera que en moneda nacional.

Es importante señalar que el financiamiento en moneda extranjera de largo plazo tiende a caer al final del periodo. En 1999, mientras el pasivo en moneda nacional de largo plazo a pasivo total creció a una tasa de 52%, el pasivo en moneda extranjera de largo plazo a pasivo total apenas lo hizo en un 6%, para los años 2000 y 2001 la diferencia entre estas dos variables se hizo más notoria (Véase el gráfico 6).

GRÁFICO 6



PME: Pasivo moneda extranjera

PMN: Pasivo moneda nacional

PT: Pasivo total

Fuente: Elaboración propia con base de datos Económica.

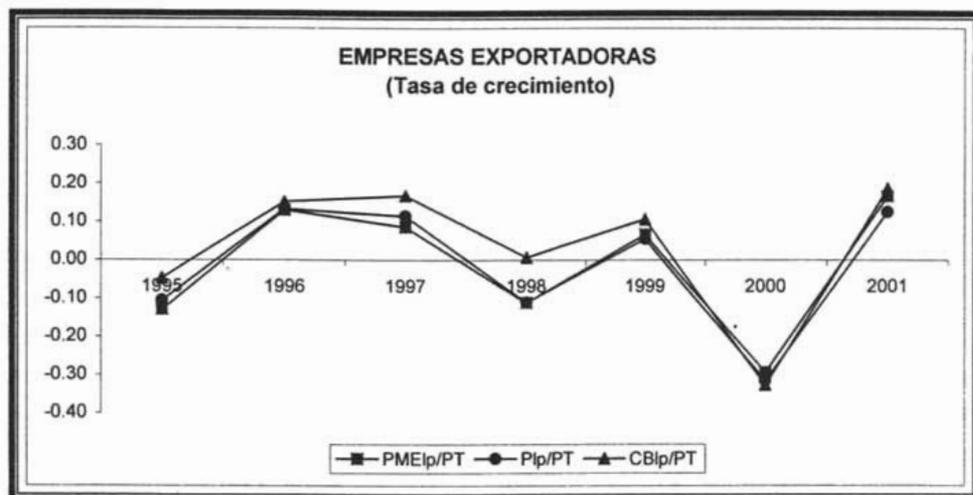
Sin embargo, hasta el año 1997 el monto de endeudamiento en moneda nacional se ubica por debajo del endeudamiento en moneda extranjera. La tendencia al alza del financiamiento en moneda nacional, empieza a ser importante hacia el final del periodo (Véase gráfico 6). Ello puede explicarse por la reducción del crecimiento económico estadounidense que redujo la demanda de las empresas exportadoras y por la preferencia de las empresas por el financiamiento en moneda nacional

El cambio en la composición entre deuda en moneda nacional y extranjera, tiene lugar, en un periodo de nulo crecimiento (0.3% en 2001 y 2002) y caída de las exportaciones hacia Estados Unidos, principal socio comercial mexicano. Al respecto debe recordarse que a principios de 2001, cuando Estados Unidos reduce su crecimiento, sus importaciones que mensualmente ascendían a más de 106 000 millones de dólares entre septiembre y octubre del 2000, descendieron a 104 000 entre diciembre y febrero y a partir de marzo de ese año disminuyeron consistentemente hasta una cifra mensual de aproximadamente 85 000 millones de dólares.

Esto coincide con la reducción de los ingresos externos de las empresas exportadoras y el endeudamiento bancario en moneda extranjera de largo plazo.

De lo anterior se puede deducir que el crecimiento de las exportaciones es un factor importante para obtener pasivos en moneda extranjera de largo plazo, por ello en el año 2000, cuando se redujo el nivel de las exportaciones hacia Estados Unidos, la tasa de crecimiento del pasivo de largo plazo en moneda extranjera a pasivo total se redujo en 32 por ciento (Véase gráfico 6).

GRÁFICO 7



PME: Pasivo moneda extranjera  
 PT: Pasivo total  
 Plp: Pasivo largo plazo  
 CB: Crédito bancario  
 Fuente: Elaboración propia con base de datos Económica.

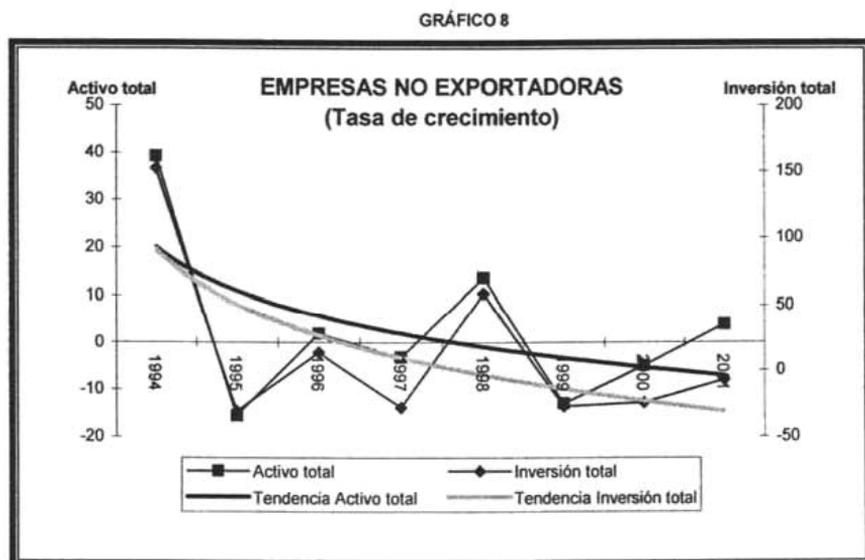
El pasivo de largo plazo fue contratado, por las empresas exportadoras, principalmente en moneda extranjera.

En el gráfico 7 se observa que, del total del pasivo de largo plazo, el crédito bancario sigue la misma tendencia de crecimiento que el pasivo en moneda extranjera de largo plazo, a partir de lo cual se deduce que la mayor parte del crédito bancario al que recurrieron las empresas fue contratado en moneda extranjera. Ello indica que este tipo de empresas aprovechó las ventajas que abrió la liberalización financiera y la obtención de ingresos en moneda extranjera (Véase gráfico 7).

#### 4 Análisis de las fuentes susceptibles de financiar la inversión en el caso de las empresas no exportadoras

##### 4.1 Análisis de los recursos totales de las empresas no exportadoras que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores

A lo largo del periodo de estudio, tanto el crecimiento de los activos como de la inversión de las empresas no exportadoras tendió a caer y, aunque en 1998 se presentó una leve recuperación, el lento crecimiento de la economía nacional ocasionó una caída en ambas variables durante casi todo el periodo (Véase gráfico 8).



Fuente: Elaboración propia con base en datos Económica

La inversión total registró un decremento de 7.3 por ciento en 2001, año en el cual el PIB registró un crecimiento prácticamente nulo.

Ante el lento crecimiento de los ingresos de las empresas no exportadoras, la deuda se convirtió en la mejor alternativa de financiamiento, representando en promedio el 60% de los recursos totales (Véase cuadro 5). Puede afirmarse que estas empresas presentaron un comportamiento inverso a las empresas exportadoras.

La reinversión de utilidades con relación a los recursos totales, presentó fuertes oscilaciones, reafirmando su importancia en particular a partir de 1997 (41 por ciento), logrando en el año 2001 una participación de 67 por ciento, comportamiento opuesto al presentado por las empresas exportadoras.

**CUADRO 5**  
**FUENTES DE FINANCIAMIENTO INTERNAS Y EXTERNAS A LA EMPRESA**  
(Porcentaje)

EMPRESAS NO EXPORTADORAS									
	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	Promedio %
Deuda/Rt	73	77	93	58	59	66	41	14	60
Aumentos de k/Rt	5	8	9	1	2	2	11	19	7
Reinuti/Rt	23	15	-2	41	39	32	48	67	33

Rt: recursos totales

k: capital

Reinuti: Reinversión de utilidades

Fuente: Elaboración propia con base en datos Económicos

La deuda fue particularmente importante en 1995 y 1996. Cabe señalar que precisamente en 1995 la relación ingresos netos nacionales a recursos totales fue negativa (129%) (Véase gráfico 9).

A partir de 1997 la reinversión de utilidades respecto a los recursos totales, ocupó el segundo lugar en importancia, después que se registrara un decremento de 2 puntos porcentuales en 1996, en 1997 representó el 41% de los recursos totales. Al mismo tiempo los ingresos netos nacionales iniciaron un proceso de crecimiento, llegando a representar el 9.2 por ciento de los recursos totales en 1998 (Véase gráfico 9).

GRÁFICO 9



Fuente: Elaboración propia con base en datos Económica

Es decir, a partir de 1996, cuando las empresas registraron un aumento en los ingresos nacionales, tuvieron mayor disponibilidad de financiamiento interno (reversión de utilidades), en relación con los recursos financieros externos (deuda).

La participación de emisión de acciones, considerada como una fuente externa de financiamiento a la empresa, apenas representó 7 por ciento de los recursos totales susceptibles de financiar la inversión; indicando que este mercado no fue importante.

Esto refleja que a pesar de las reformas en materia bursátil, la emisión de acciones no cumplió con la función de ser un mecanismo de fondeo de la inversión, como propone Keynes.

La emisión de acciones presentó una tendencia creciente, llegando a registrar un crecimiento de hasta 4.5% en el año 2000. Sin embargo, si se observa el cociente, aumento de capital a recursos totales, su valor máximo durante el periodo, apenas alcanzó 19%, muy por debajo del 73% de la deuda y el 67% de la reinversión de utilidades (Véanse cuadro 5 y gráfico 10).

Ello se explica por la alta volatilidad del mercado de capitales, que promovió el uso de ese mercado para especular en vez de promover el fondeo de la inversión.

GRÁFICO 10



Rt: recursos totales

k: capital

Fuente: Elaboración propia con base de datos Económica.

Por lo anterior, se puede afirmar que aunque la deuda, durante el periodo analizado, fue de gran importancia, tiende a reducir su participación dentro del total de recursos, sustituyéndose por la reinversión de utilidades, principalmente al final del periodo, esto es en los años 2000 y 2001. Las empresas no exportadoras prefieren financiarse con fondos internos, aunque en tiempo de crisis, fueron obligadas a acudir al sistema financiero para sobrevivir.

#### 4.2 Composición de deuda de las empresas no exportadoras

Como se mencionó anteriormente, la deuda representó en promedio el 60 por ciento de los recursos totales, que corresponden al 100 por ciento del pasivo total de las empresas no exportadoras; de éste, 57 por ciento corresponde al pasivo de corto plazo.

De los componentes de la deuda, el más importante fue el crédito de proveedores (26%), el segundo fue ocupado por el crédito bancario (15%), seguido por otros pasivos (8%) y el crédito bursátil (3%) (Véase cuadro 6).

**CUADRO 6**  
**DEUDA CORTO PLAZO**  
**(Porcentaje)**

EMPRESAS NO EXPORTADORAS										
Deuda/ Rt 60 %	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	Promedio%
<b>Pasivo CP a Pasivo total</b>	54	60	55	56	56	56	61	53	59	<b>57</b>
<b>Proveedores CP a pasivos total</b>	27	27	30	27	29	29	25	21	21	<b>26</b>
<b>Crédito Bancario CP a pasivos total</b>	13	20	16	15	15	16	18	14	11	15
<b>Crédito Bursátil CP a pasivos total</b>	2	7	2	6	2	1	1	1	3	3
<b>Otros pasivos CP a pasivo de total</b>	8	4	4	6	8	6	11	10	15	8

Fuente: Elaboración propia con base en datos Económática.

Nota. La suma de los pasivo de corto plazo y largo plazo a pasivo total, no suma cien por ciento debido a que el pasivo total no comprende el pago de impuestos, variable que no se consideró como una fuente de financiamiento, además de que su importancia es marginal en el total de los pasivos de corto plazo.

La relevancia del crédito de proveedores se debe a que importantes sectores de la industria mexicana debieron recurrir a créditos al interior de sus grupos empresariales, por la reducción de ingresos y créditos. De hecho, la principal vía de financiamiento de las importaciones de las grandes industrias tuvo lugar a través de este canal.

La restricción crediticia nacional e internacional llevó a las empresas no exportadoras a recurrir a la reinversión de utilidades para satisfacer su demanda de financiamiento.

En cuanto a la tendencia de financiamiento externo a la empresa, al igual que en el caso de las empresas exportadoras, todos los tipos de financiamiento presentan una tendencia a la baja, únicamente otros pasivos creció 5 por ciento en el año 2001.

Cabe destacar que la disponibilidad de financiamiento de corto plazo fue mayor que la de largo plazo, como se puede observar en los cuadros 6 y 7.

CUADRO 7  
DEUDA LARGO PLAZO  
(Porcentaje)

EMPRESAS NO EXPORTADORAS										
Deuda/ Rt 60 %	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	Promedio %
Pasivo LP a Pasivo total	41	34	40	39	41	42	36	23	15	35
Crédito Bancario de LP a pasivos total	17	22	28	24	33	36	25	11	7	23
Crédito Bursátil LP a pasivos total	17	11	7	2	4	4	3	2	0	5
Acreedores LP a pasivos total	7	1	6	14	4	3	8	11	8	7

Fuente: Elaboración propia con base en datos Económica

El pasivo de largo plazo, sólo representó el 35 por ciento del pasivo total, 22 puntos porcentuales menor que el pasivo de corto plazo. Esto revela que las empresas no exportadoras tuvieron una menor disponibilidad de recursos de largo plazo.

Dentro del pasivo de largo plazo, la principal fuente de financiamiento fue el crédito bancario con un 23 por ciento del pasivo total seguido por el crédito otorgado por acreedores 7 por ciento y por el crédito bursátil 5 por ciento (Véase cuadro 7).

GRÁFICO 11



CB: Crédito Bancario

CBUR: Crédito Bursátil

Fuente: Elaboración propia con base en datos Económica

A lo largo de periodo, tanto el crédito bancario como el bursátil tendieron a caer, mientras que el crédito otorgado por acreedores, sin bien disminuyó, no presentó grandes variaciones (Véase gráfico 11).

#### 4.3 Composición de los pasivos en moneda nacional y extranjera en los recursos de las empresas no exportadoras

Las empresas no exportadoras usaron pasivos en moneda nacional de corto plazo en 39%, mientras que el pasivo en moneda nacional y extranjera de largo plazo y en moneda extranjera de corto plazo, tuvieron prácticamente el mismo peso (13, 17 y 13 por ciento, respectivamente) (Véase cuadro 8).

CUADRO 8  
COMPOSICIÓN DE LOS PASIVOS POR TIPO DE MONEDA Y PLAZO

Años	EMPRESAS NO EXPORTADORAS								Promedio
	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	
Pasivo moneda extranjera CP a pasivo total	14	15	21	15	11	12	15	14	13
Pasivo moneda nacional CP a pasivo total	46	40	36	41	44	49	38	45	38
Pasivo moneda extranjera LP a pasivo total	24	21	21	25	30	19	7	3	17
Pasivo moneda nacional LP a pasivo total	11	19	18	16	12	17	16	12	13

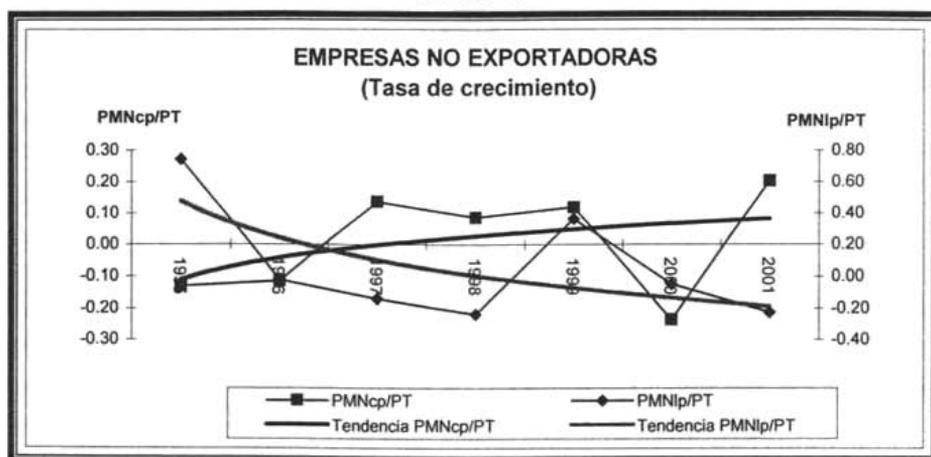
Fuente: Elaboración propia con base en datos Económática<sup>1</sup>

Nota: El pasivo de corto plazo y largo plazo en monedas nacional y extranjera a pasivo total, están integrados por créditos otorgados y diferidos, variables que no están contempladas en los pasivos por tipo de moneda, por lo tanto, su sumatoria no alcanza el cien por ciento.

El financiamiento de largo plazo en moneda nacional tiende a disminuir, mientras que el financiamiento en moneda nacional de corto plazo tiende a aumentar (Véase gráfico 12).

<sup>1</sup> En el caso del coeficiente pasivo de corto y largo plazo en moneda nacional y extranjera a pasivo total, no se obtiene de su suma el 100%, porque el pasivo total también incluye créditos y créditos diferidos, los cuales no están contemplados en los pasivos por tipo de moneda.

GRÁFICO 12



PMN: Pasivo en moneda nacional

Fuente: Elaboración propia con base en datos Económica<sup>2</sup>

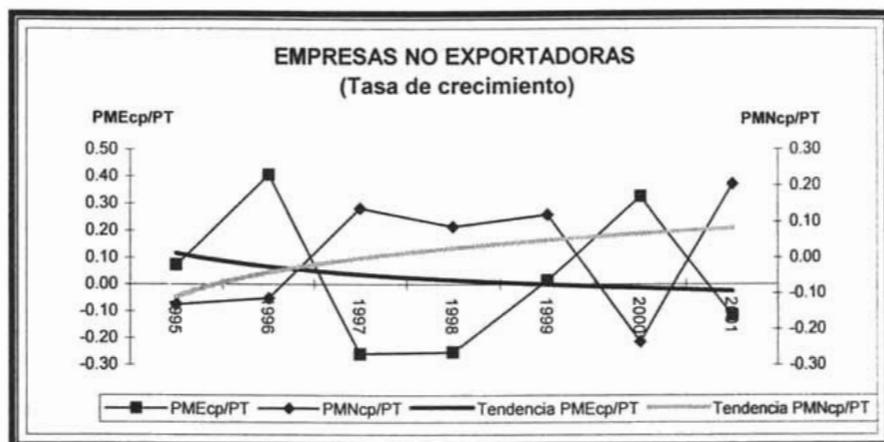
El pasivo en moneda nacional de corto plazo a pasivo total crece a partir de 1997 y hasta 1999, en el mismo periodo el pasivo en moneda nacional de largo plazo cayó hasta en un 24 por ciento en 1998. En el año 2000 ambos pasivos caen y al final del periodo el pasivo en moneda nacional a corto plazo se recupera, creciendo 20 por ciento.

Parece ser que el crecimiento de las empresas no exportadoras está limitando, por el acceso al financiamiento de largo plazo tanto nacional como internacional. Ante lo inaccesible de dicha formas de financiamiento, estas empresas han tenido que recurrir al financiamiento de corto plazo de proveedores y de otros pasivos.

Considerando que el pasivo de corto plazo a pasivo total representó en promedio 57 por ciento y aproximadamente, el 17 por ciento de éste fue contratado en moneda extranjera y, 38 por ciento en moneda nacional, se puede afirmar que la mayor parte de los componentes del pasivo de corto plazo (proveedores, otros pasivos, y crédito bancario y bursátil) fueron contratados en el interior del país.

<sup>2</sup> En el caso del coeficiente pasivo de corto y largo plazo en moneda nacional y extranjera a pasivo total, no se obtiene de su suma el 100%, porque el pasivo total también incluye créditos y créditos diferidos, los cuales no están contemplados en los pasivos por tipo de moneda.

GRÁFICO 13



PME: Pasivo en moneda extranjera

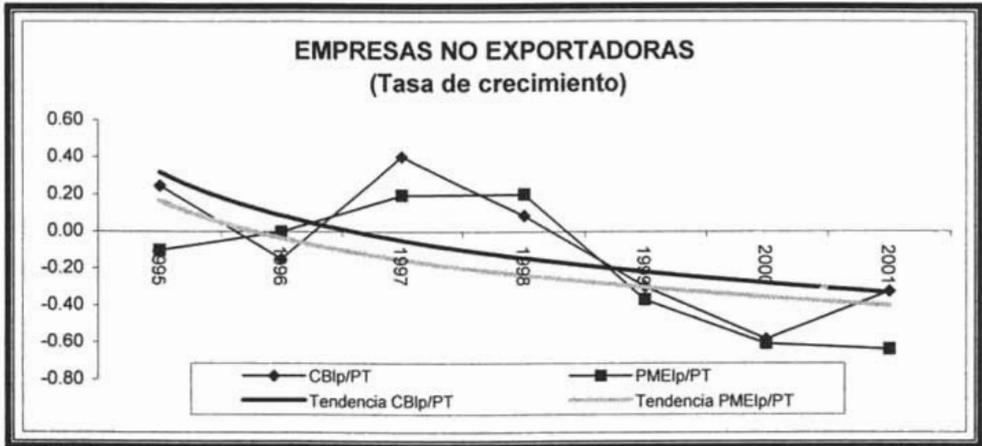
PMN: Pasivo en moneda nacional

Fuente: Elaboración propia con base en datos Económica

Tanto el restringido acceso a los mercados internacionales de capital como la previsión de las empresas ante el riesgo cambiario, se refleja en la baja proporción de pasivo en moneda extranjera a pasivo total y en su tendencia decreciente a lo largo del periodo. Contrario al comportamiento de los pasivos en moneda nacional de corto plazo que presentan una tendencia positiva y creciente a partir de 1997 (Véase gráfico 13).

El crédito bancario de largo plazo, no fue significativo y, además, presentó una tendencia a la baja, similar al pasivo en moneda extranjera de largo plazo, reflejando que la mayoría de los créditos bancarios de largo plazo fueron contratados en moneda extranjera (Véase gráfico 14).

GRÁFICO 14



CB: Crédito bancario

PME: Pasivo en moneda extranjera

Fuente: Elaboración propia con base en datos Económica

En el gráfico 14 se puede apreciar que el financiamiento de largo plazo en moneda extranjera presentó prácticamente el mismo comportamiento que el crédito bancario. En ambos casos se observa que la tendencia de crecimiento fue negativa, es decir, el crédito bancario en moneda extranjera cayó a lo largo del periodo.

## 5 Análisis comparativo empresas bursátiles exportadoras y no exportadoras

Al realizar un cuadro comparativo entre los dos tipos de empresas (exportadoras y no exportadoras), surgen resultados importantes derivados de las diferencias en cuanto a la disponibilidad y elección del financiamiento, tipo de moneda y plazo (Véase cuadro 9).

CUADRO 9

EXPORTADORAS	NO EXPORTADORAS
La mayor parte de los recursos susceptibles de financiar la inversión provinieron de la reinversión de utilidades. (Financiamiento interno a la empresa)	La principal fuente de recursos susceptibles de financiar la inversión fue la deuda (Financiamiento externo a la empresa).
A partir del año 2000 la disponibilidad de la reinversión de utilidades cambia y se sustituye por deuda, como resultado de la desaceleración en el crecimiento de nuestro principal socio comercial.	A partir del año 2000 el uso de la deuda cambia y se sustituye por la reinversión de utilidades.
El financiamiento externo representó un complemento del financiamiento propio.	
La participación de la emisión de acciones como fuente de fondeo de la inversión no fue significativa reflejo de poco desarrollo del Sistema Financiero Mexicano o de la decisión de las empresas de no dar acceso a nuevos inversionistas.	
Su principal fuente de financiamiento en el corto plazo, fue el crédito bancario, seguido por el de proveedores.	Su principal fuente de financiamiento en el corto plazo, fue el crédito de proveedores, seguido por el bancario.
Tuvieron prácticamente la proporción de financiamiento de corto y largo plazo. Apenas fue superior este último en 3 puntos porcentuales.	Tuvieron una mayor proporción de financiamiento de corto plazo que de largo plazo, siendo este último 22 puntos porcentuales menor que el primero.
El crédito bancario de largo plazo fue contratado principalmente en moneda extranjera.	
Dispusieron de financiamiento externo de largo plazo en moneda extranjera por su potencial crecimiento, producto de la firma del TLCAN y la devaluación del peso.	Dispusieron principalmente de financiamiento en moneda nacional de corto plazo.
El pasivo en moneda nacional de largo plazo, tiende a aumentar al final del periodo.	El pasivo en moneda nacional de corto plazo tiende a aumentar al final del periodo.

## Conclusiones

A partir del análisis de las hojas de balance de las empresas exportadoras y no exportadoras, se pudo constatar que la disponibilidad de fuentes de financiamiento internas y externas a la empresa, responde particularmente al comportamiento de sus ingresos y al contexto macroeconómico en que se desenvuelven.

Para el caso de las empresas exportadoras, se concluye que su principal fuente de financiamiento, en promedio, fue la reinversión de utilidades, es decir, financiamiento interno a la empresa. Éste fue promovido por el crecimiento de las ventas en el exterior, de las empresas exportadoras, que se vio favorecido por la devaluación del peso, después de la crisis económica de 1994 y la entrada en vigor del TLCAN. Esto generó un mayor monto de ingresos en moneda extranjera. Este fenómeno tuvo lugar especialmente entre 1995 y 1999, permitiendo a las grandes empresas exportadoras contar con recursos para autofinanciarse.

Es importante señalar que el financiamiento interno, además de haber sido la fuente de recursos más importante para las empresas exportadoras, se ubicó muy por encima del financiamiento externo a la empresa, siendo 5.3 veces superior al pasivo total (deuda) y 75 veces más importante que la emisión de acciones.

En orden de importancia, el financiamiento externo a la empresa, representado por la deuda, ocupó el segundo lugar, como se señaló anteriormente muy por debajo del financiamiento interno. Este hallazgo es particularmente importante, ya que al comparar el comportamiento del financiamiento interno (reinversión de utilidades) y externo (con deuda) a la empresa, se pudo concluir que las empresas exportadoras dispusieron del financiamiento con deuda, cuando se enfrentaron a la disminución en sus ingresos. Es decir, entre 1995 y 1999, cuando se observa un comportamiento favorable en sus ingresos, prefirieron la reinversión de utilidades como fuente de financiamiento y, al final del periodo de estudio, cuando sus ingresos cayeron, recurrieron al financiamiento con deuda.

En el año 2000, la tendencia de financiamiento con recursos propios se modifica y el financiamiento con deuda empieza a cobrar importancia, lo cual coincide con la

disminución del cociente de ingresos a recursos totales de las empresas exportadoras, explicado fundamentalmente por la pérdida de dinamismo de la economía norteamericana y la reducida adecuación de las empresas exportadoras mexicanas al nuevo entorno nacional.

A partir de este planeamiento se puede extraer una importante conclusión del comportamiento financiero de las grandes empresas exportadoras. Acuden al mercado financiero, cuando se reducen sus flujos de ingreso. O, prefieren autofinanciarse si cuentan con recursos.

Una de las particularidades de las empresas exportadoras fue que a pesar de la crisis de 1994, pudieron seguir contratando sin variaciones deuda de largo plazo en moneda extranjera, debido a los crecientes ingresos por ventas provenientes del exterior y a las reformas financieras que permitieron su acceso a los mercados internacionales de capital.

Es importante destacar que las empresas exportadoras registraron montos prácticamente iguales de pasivos de corto y largo plazo, pero en este último sobresale la importancia del crédito bancario de largo plazo, que fue contratado en su mayoría en moneda extranjera. Cabe recordar, que el financiamiento bancario de largo plazo en moneda extranjera no fue más importante que la reinversión de utilidades.

Respecto a la emisión de acciones, que corresponde al segundo componente del financiamiento externo, ésta se ubicó en tercer y último lugar de importancia, registrando en promedio, una participación menor al 1 por ciento, de los recursos totales susceptibles de financiar la inversión.

El objetivo de desarrollar un sistema financiero internacionalizado capaz de cubrir las necesidades de crédito y fondeo de las empresas exportadoras, instaladas en el interior del país, no se cumplió satisfactoriamente. Debido a que la principal fuente de financiamiento a lo largo del periodo, en promedio, de estas empresas fue la reinversión de utilidades, y el monto de deuda bancaria y emisión de acciones no guardan relación alguna para poder afirmar que existe un mecanismo en el sistema financiero nacional en

el cual se este empatando la contratación de créditos bancarios en moneda nacional con la emisión de acciones.

Para el caso de las grandes empresas no exportadoras, se concluye que dispusieron principalmente de financiamiento externo a la empresa, ya que el lento crecimiento de la economía mexicana no favoreció el incremento de sus ingresos, después de la crisis económica de 1994, debido a la contracción de la actividad económica.

El financiamiento interno (reversión de utilidades) representó la segunda fuente de financiamiento, en promedio para las empresas no exportadoras. A partir de 1997, derivado del crecimiento en sus ingresos, se presentó la posibilidad de recurrir a la reversión de utilidades para financiar su inversión. Esto coincidió con la caída de la importancia del financiamiento con deuda.

Es importante destacar que a partir de 1997 se observa una tendencia en la cual, a las caídas en la disponibilidad de financiamiento externo, les corresponden aumentos en el financiamiento interno. Es decir, cuando las empresas no exportadoras, cuentan con ingresos propios para autofinanciarse, dejan de acudir al sistema financiero, o sea, al financiamiento externo a la empresa, pues es una forma de financiamiento menos riesgosa.

Es importante señalar que la emisión de acciones como fuente susceptible para financiar la inversión, no fue importante al interior de esta estructura productiva, reflejando que el mercado financiero nacional no se ha constituido como promotor del fondeo de la inversión productiva, reforzándose la conclusión del anterior capítulo acerca de la debilidad de los mercados de capitales y la falta de voluntad de las empresas.

El financiamiento de corto plazo fue significativamente más importante que el financiamiento de largo plazo, sin embargo, ambos se contrataron, en su mayoría, en moneda nacional. Al respecto se debe destacar, que la deuda procedió principalmente de proveedores y no de créditos bancarios nacionales.

Cabe resaltar que existen diferencias y similitudes en cuanto al uso del financiamiento de las empresas exportadoras y no exportadoras, especialmente que acuden al financiamiento externo cuando se reducen sus ingresos.

Entre las similitudes, cabe destacar que:

- 1) El financiamiento externo representó un complemento del financiamiento propio.
- 2) La participación de la emisión de acciones como fuente de fondeo de la inversión no fue significativa, reflejo del poco desarrollo del Sistema Financiero Mexicano.
- 3) El crédito bancario de largo plazo fue contratado principalmente en moneda extranjera.

Entre las diferencias más importantes se destacan las siguientes:

- 1) Para las empresas exportadoras la mayor parte de los recursos susceptibles de financiar la inversión provino de la reinversión de utilidades (Financiamiento interno a la empresa), en cambio para las empresas no exportadoras fue del financiamiento externo.
- 2) En el caso de las empresas exportadoras, la principal fuente disponible de financiamiento en el corto plazo, fue el crédito bancario, seguido por el de proveedores y para las empresas no exportadoras fue a la inversa.
- 3) Las empresas exportadoras tuvieron prácticamente la misma disponibilidad de financiamiento de corto y largo plazo. Apenas fue superior este último en 3 por ciento. Mientras que las empresas no exportadoras tuvieron mayor disponibilidad de financiamiento de corto plazo que de largo plazo, siendo este último 22 por ciento menor que el primero.
- 4) Las empresas exportadoras dispusieron de financiamiento externo de largo plazo en moneda extranjera por su potencial crecimiento, producto de la firma del TLCAN y la devaluación del peso.

Las empresas no exportadoras dispusieron principalmente de financiamiento en moneda nacional de corto plazo.

Teóricamente se puede afirmar que los planeamientos de Kalecki y Steindl, en los que se afirma que las empresas siempre prefieren financiarse con sus propios recursos antes de recurrir al financiamiento externo, se ajustan tanto para el caso de las empresas exportadoras como para las no exportadoras. Aunque se debe señalar que sólo en los casos en los que las empresas presentan un crecimiento importante se puede considerar la teoría kaleckiana de financiamiento propio. Sin embargo, esa tendencia cambia con el acceso a los mercados internacionales de capital y con la caída de la demanda.

La teoría de Keynes de financiamiento de corto y largo plazo no se cumple en el caso mexicano. Esto se advierte a partir del análisis realizado con base en las hojas de balance de las empresas exportadoras y no exportadoras, donde se advierte que el financiamiento de corto y largo plazo, no refleja una emisión de capital al menos comparable con la deuda de corto plazo.

## CONCLUSIONES GENERALES

Considerando que las grandes empresas pueden elegir entre el financiamiento interno o externo a la empresa para financiar su inversión, en este trabajo se revisaron dos propuestas que se inscriben dentro de la teoría de la demanda efectiva, cuyo principal planteamiento es que no es necesario el ahorro previo para financiar la inversión.

El financiamiento externo, de acuerdo al planteamiento de Keynes, Minsky y Davidson, proviene de la creación de dinero por parte de la banca. Cabe resaltar que para Keynes y Davidson el fondeo, es el mecanismo que permite la continuidad del fondo revolvente y posibilita la continuación del proceso de financiamiento. El fondeo implica, la recolección del ahorro generado por la inversión y, el intercambio de éste por títulos de propiedad que, a su vez, se saldará con los rendimientos que fluyan de la propia inversión, éste proceso permite empatar el financiamiento de corto con el de largo plazo.

Sin embargo, Minsky supone que antes de que el fondeo anule el financiamiento de corto plazo tiene lugar una crisis financiera, resultado de los altos niveles de apalancamiento, promovidos en la etapa de bonanza. Minsky argumenta que un sistema financiero robusto, tiende a la fragilidad, debido a que durante la prosperidad los banqueros incrementan el crédito, por encima de lo recomendable, y disminuye la tasa de interés. Al mismo tiempo, el precio de los activos de capital aumenta y con ello se estimula a las empresas a invertir, lo cual eleva sus pasivos. De esta manera el aumento del crédito incrementa la deuda de las empresas.

El mayor apalancamiento obliga a las empresas a vender sus activos para cumplir con sus obligaciones, y estos se ven más expuestos a la especulación. En este contexto, una política monetaria contractiva, afecta el valor de los activos, incrementando la preferencia por títulos más líquidos, desplazando a los títulos de las empresas, cuyos precios relativos tenderán a disminuir. Finalmente, la asimetría temporal de los vencimientos y los ingresos de las empresas origina inestabilidad financiera antes de que se pueda llevar a cabo el proceso de fondeo.

Por otra parte, los teóricos que se enfocan al financiamiento interno, Kalecki, Steindl y Eichner, afirman que éste surge del poder oligopólico de las empresas. Éstas, mediante

innovaciones tecnológicas, crean economías de escala que reducen los costos de producción, generándose mayores márgenes de ganancia bruta; aumentando el margen de beneficio neto. De esta manera, los fondos internos y la tasa de acumulación, aumentan más que en el caso de las empresas no innovadoras, permitiéndoles a las empresas oligopólicas tener control sobre precios y así aumentar sus márgenes de ganancia. El control de precios genera un flujo de efectivo mayor cuyo objetivo es financiar la inversión.

Eichner afirma, que la oportunidad de las empresas oligopólicas de controlar precios, y de esta manera incrementar los fondos de inversión internos, está limitado por el costo real en que incurren, como resultado de un aumento de precios en la industria. Estos costos están asociados con, el efecto sustitución, la entrada de nuevas firmas y el control gubernamental. A estos, cabría agregarle el costo resultante de la competencia que enfrentan las empresas exportadoras, en el mercado internacional.

Particularmente, Kalecki; señala que un mayor volumen de inversión, incrementa el riesgo de no valorización del capital, acelerándose cuando el financiamiento de la inversión está constituido por fondos externos a la empresa. Por lo que, para evitar el riesgo creciente, las empresas deben financiarse preferentemente con sus propios recursos y diversificar su riqueza en distintos proyectos y sectores.

Este autor, afirma que es prioritario para las empresas financiarse con sus propios recursos para evitar el riesgo creciente, aunque, reconoce que las empresas pueden financiarse externamente y, el acceso de éstas, al mercado de capitales (financiamiento externo a la empresa), depende del monto de su capital propio.

El periodo de estudio que se analizó, es particularmente importante, pues se parte de un momento en que se venía gestando la crisis financiera de 1994, derivada de los cambios en la estructura financiera y comercial del país, promovida desde los ochenta.

La desregulación económica, la apertura financiera y comercial, sumada a la crisis del 1994, influyeron en el comportamiento de las empresas a lo largo del periodo de estudio.

Estos cambios, dieron lugar a la creación de nuevas fuentes de financiamiento, por lo que las grandes empresas exportadoras, además, de contar con sus propios recursos para financiar sus inversiones, tuvieron la oportunidad de disponer de nuevas fuentes de financiamiento externas a nivel nacional e internacional. Por ello, surge la necesidad de contar con un marco teórico que considerara tanto al financiamiento interno como externo a la empresa.

En 1995, en un contexto en que la economía mexicana atravesaba por una fuerte crisis financiera. Las empresas exportadoras, incrementaron sus ingresos totales, producto de la fuerte devaluación del peso y de la firma del TLCAN. Esto permitió, que aumentara el monto de recursos y así la disponibilidad de financiamiento interno, por lo menos de 1995 y hasta el año 2000, cuando las exportaciones tuvieron un crecimiento dinámico.

Por otro lado, la promoción del sector exportador, que impulsara el crecimiento de los ingresos externos de las grandes empresas exportadoras después de la crisis de 1994, también permitió obtener cuantiosos recursos en moneda extranjera, lo que sumado a la reformas financieras, favoreció el acceso de estas empresas a los mercados financieros internacionales.

La desaceleración en el crecimiento económico de Estados Unidos y la consecuente reducción en los ingresos de las empresas exportadoras, dio lugar a que en el año 2000, cambiara la tendencia de financiamiento de las grandes empresas exportadoras. Esto originó que la disponibilidad de financiamiento externo, proveniente de la deuda, sustituyera al financiamiento interno.

Es decir, ante la caída de la disponibilidad de financiamiento interno, las empresas exportadoras aprovecharon el acceso que tenían a los mercados financieros internacionales y sustituyeron al financiamiento interno por financiamiento externo a la empresa.

Cabe señalar que aunque se encontró este efecto sustitutivo, a lo largo del periodo, el financiamiento interno a la empresa fue significativamente más importante que el financiamiento externo (deuda y emisión de capital). El autofinanciamiento se ubicó, en promedio, 61 y 75 por ciento por encima de la deuda y la emisión de capital

respectivamente. Además, las empresas exportadoras recurrieron al financiamiento externo a la empresa (nacional o internacional), hasta el monto en que sus ingresos se redujeron a tal punto, que el financiamiento interno no fue suficiente para cubrir sus necesidades de financiamiento.

Se debe destacar que la principal fuente de financiamiento externo a la empresa, en el corto plazo, para las empresas exportadoras, proviene de crédito bancario y proveedores .

La mayor parte del financiamiento externo a la empresa era crédito bancario de largo plazo en moneda extranjera, confirmando que las grandes empresas exportadoras, aprovecharon el acceso a los mercados financieros internacionales para obtener recursos.

Se puede confirmar que el mercado financiero nacional, no cumplió como promotor del fondeo de la inversión, lo que se reflejó en la baja participación de la emisión de acciones en el total de los recursos. Debido a que el mercado financiero mexicano contaba con pocos instrumentos y agentes, lo que incrementó la volatilidad de los instrumentos financieros, imposibilitando el fondeo de la inversión (Levy,2001).

"La mayor volatilidad de los precios de las acciones ha impedido que esta fuente de financiamiento se pueda usar para la acumulación de capital de las empresas y tiene además el efecto perverso de eleva las tasas de interés de otras fuentes de financiamiento al incrementar los riesgos de mercado" (Mántey, 2004).

En cuanto a las empresas no exportadoras, registraron bajo crecimiento en sus ingresos, resultado de la contracción del mercado nacional, propiciado por de la crisis financiera de 1994, por lo que la disponibilidad de recursos propios para financiarse fue limitada.

Las empresas no exportadoras, al no tener la capacidad de autofinanciarse, recurrieron al financiamiento externo, ubicando a la reinversión como la segunda fuente de financiamiento, seguida por una pequeña participación de la emisión de acciones.

El crédito de proveedores de corto plazo fue la fuente de financiamiento externo más importante para las empresas no exportadoras, ya que importantes sectores de la

industria mexicana debieron recurrir a créditos al interior de sus grupos empresariales, por la reducción en los ingresos y los créditos.

En cuanto a la emisión de acciones, se observa el mismo comportamiento que en el caso de las empresas exportadoras, es decir, el mercado financiero mexicano tampoco cumplió con su tarea de fondear la inversión.

A partir del análisis de los pasivos por tipos de moneda, en caso de las empresas no exportadoras, se pudo apreciar que la disponibilidad de financiamiento externo (internacional) fue restringida, en parte porque éstas no contaban con un respaldo que las cubrieran ante la asimetría entre monedas.

Con base en los resultados, se pueden resumir las siguientes conclusiones, **Primera**, el conjunto de reformas efectuadas en el sector financiero y comercial, fue determinante en la disponibilidad y acceso a las diferentes fuentes de financiamiento, susceptibles de financiar la inversión, de las empresa exportadoras y no exportadoras, influyendo en la decisión final de recurrir al financiamiento interno o externo a la empresa.

**Segunda**, las grandes empresas tienden a financiarse con recursos propios cuando el crecimiento de sus ingresos se los permite, dejando en segundo término el financiamiento externo a la empresa, a partir de esto, puede afirmarse que el planeamiento Kaleckiano del financiamiento interno, se cumple, siempre y cuando las empresas tengan la capacidad de obtener cuantiosos ingresos por ventas, que les permitan autofinanciarse.

**Tercera**, las reformas al sistema financiero mexicano, permitieron el acceso de las grandes empresas a los mercados financieros internacionales, sin embargo, representaron gran competencia para el aún inmaduro mercado financiero nacional. Esto, sumado a la mala asignación del crédito y a la existencia de un mercado financiero volátil, dificultó la promoción del financiamiento y fondeo de la inversión, en el mercado financiero nacional.

Por lo anterior, las teorías de Keynes y Davidson, no cumplen con las características del sistema financiero nacional, lo que se refleja en la baja participación de la emisión de acciones en el total de los recursos totales, susceptibles de financiar la inversión, y en la

nula relación entre el financiamiento bancario y la emisión de capital, tanto en el caso de las empresas exportadoras como en el de las no exportadoras.

**Cuarta**, considerando las diferencias entre las fuentes disponibles de financiamiento de las empresas exportadoras y no exportadoras, se puede afirmar que existe una estrecha relación entre el incremento en los ingresos y la disponibilidad de financiamiento interno de las empresas.

El acceso a las fuentes internacionales de financiamiento, estuvo vinculado a la orientación comercial de las empresas.

En el caso de las empresas exportadoras, la disponibilidad de financiamiento con deuda de corto y largo plazo fue prácticamente igual, durante todo el periodo, mientras que las empresas no exportadoras tuvieron mayor disponibilidad de financiamiento de corto plazo.

**Quinta**, considerando las similitudes entre las fuentes de financiamiento disponibles de las empresas exportadoras y no exportadoras, se puede afirmar, que en ambos casos, el financiamiento externo fue complemento del financiamiento interno a la empresa, la participación de la emisión de acciones fue insignificante, y el crédito bancario de largo plazo fue contratado principalmente en moneda extranjera.

## ANEXOS

## ANEXO DE DEFINICIONES

### Recursos Totales

De acuerdo a la Hoja de Balance de las empresas, éstas acuden principalmente a tres fuentes de financiamiento que son: los flujos integrados por la reinversión de utilidades, aumentos de deuda y aumentos de capital, la suma de estas tres variables constituye los recursos totales que son susceptibles de financiar la inversión empresarial. La descomposición de estos recursos permite conocer la importancia tanto del financiamiento interno como externo a la empresa.

Fuentes de financiamiento interno: Reinversión de utilidades.

La reinversión de utilidades se define como los flujos de caja generados por la operación de la empresa, que son iguales a la suma del ingreso o resultado neto del ejercicio, más la depreciación y amortización para el año fiscal correspondiente, menos el pago de dividendos, de esta manera se muestra los recursos que pueden ser reinvertidos<sup>1</sup>.

Fuentes de financiamiento externo: Deuda y emisión de capital

### Deuda

La deuda esta comprendida por el total de pasivos e incluye la suma de los pasivos de corto y largo plazo. Los pasivos de corto plazo comprenden proveedores, crédito bancario, crédito bursátil y otros pasivos y los pasivos de largo plazo están integrados por, créditos bancarios, créditos bursátiles y acreedores.

Además el total de los pasivos se subdividen de acuerdo a su tipo de moneda y a su plazo en: pasivos en moneda nacional y pasivos de moneda de corto plazo y largo plazo.

---

<sup>1</sup> Esta definición fue propuesta por Leyva (2002).

## Emisión de Capital

En una sociedad anónima es la puesta en circulación de un número determinado de acciones, cuyo valor representará el importe de la emisión realizada.

Componentes del Financiamiento Externo de acuerdo a su plazo

El comportamiento del financiamiento de corto plazo se evaluó a partir del rubro, pasivo corriente, que representa las obligaciones de las empresas que corresponden a periodos de amortización inferiores a un año. Específicamente está integrado por: Financiamiento de proveedores, créditos bancarios, créditos bursátiles y otros pasivos.

## Financiamiento de Proveedores

El financiamiento de proveedores, tiene lugar cuando el proveedor entrega la mercancía a la empresa y el primero establece un periodo de tiempo para la liquidación.

La literatura da cuenta de que mientras más grande es una empresa acude con menos frecuencia a este tipo de financiamiento, ya que por sus características tiene mayor acceso al financiamiento de fuentes internacionales de capital, en los mercados de crédito y valores, por medio de préstamos denominados en moneda extranjera y capital accionarios internacional (López, 1999).

## Crédito Bancario corto plazo

Los créditos bancarios de corto plazo son recursos provenientes de los ahorros del público y son empleados por los empresarios principalmente para cubrir faltantes en sus operaciones diarias y para financiar proyectos de inversión (Leyva, 2002).

## Créditos Bursátiles a Corto Plazo (Obligaciones Negociables a CP)

Los créditos bursátiles a Corto plazo están representados principalmente por:

- A. Papel Comercial
- B. Papel Comercial Indizado<sup>2</sup>
- C. Porción a corto plazo de obligaciones

El Papel Comercial consiste en pagarés a corto plazo, no garantizado, emitidos por empresas grandes que tienen una excelente reputación.

La porción a corto plazo de obligaciones, se refiere a las amortizaciones que vencen durante el ejercicio social que se reporta.

### Otros pasivos

Está representado por todas aquellas obligaciones que son distintas a la bancaria, bursátil o de proveedores.

El financiamiento de largo plazo se encuentra, contablemente, dentro del pasivo no corriente y comprende, el crédito bancario, crédito bursátil y acreedores varios, con vencimiento mayor a un año.

### Crédito Bancario largo plazo

El crédito Bancario de largo plazo se utiliza principalmente para financiar el activo o la inversión fija de una empresa. La gestión de estos créditos casi siempre tiene un costo menor que la emisión de acciones o de obligaciones, inclusive el tiempo empleado en conseguir los recursos es inferior (López, 1999).

---

<sup>2</sup> “Mecanismo económico que consiste en expresar los contratos por pagos futuros a valor presente, es decir, en términos monetarios con poder de compra constante. La indización se realiza con el objetivo de protegerse de la inflación y de las constantes alzas de precios de los bienes y servicios. En esta forma, los pagos se van ajustando periódicamente a los cambios que ocurren en el índice de precios escogido” (Méndez, 1999).

### Crédito Bursátil a Largo Plazo

Este tipo de crédito esta integrado por :

- A. Obligaciones de largo plazo
- B. Obligaciones Indizadas de largo plazo

ANEXO ESTADÍSTICO I

EMPRESAS EXPORTADORAS  
(Tasa de crecimiento)

Alimentos																	
Años	Pasivo Total	Pasivo Corriente	Provedores CP	Deudas Financieras CP	Deudas Financieras LP	Capital Social	Util Resv y Cap	Ret de Moneda Extr CP	Pasivo Moneda Nacion CP	Pasivo Moneda Extr LP	Pasivo Moneda Nacion LP	Otros Pasivos CP	Acredores Varios LP	Depreciacion y Amortiz	Flujo Deriv Result Neto	Dividendos	Reinversión de utilidades
1994	38.10	32.05	23.16	131.00	-55.25	52.00	44.98	87.29	194.55	-11.81	0.00	0.00	0.00	0.00	5.61	0.00	52.68
1995	9.72	26.32	-0.02	85.21	-10.18	-36.60	-33.47	-49.13	-24.71	8.02	86.66	-10.72	-34.78	-49.76	0.78	-99.22	-28.81
1996	15.57	-13.89	31.51	-34.26	-21.69	190.90	215.34	0.00	-15.28	6.93	-55.84	39.96	214.29	0.00	12.52	0.00	73.35
1997	-8.63	-13.71	-1.24	-32.16	0.00	-0.28	0.32	0.00	-14.63	17.27	33.56	-32.86	-1.66	0.00	4.96	-64.85	15.40
1998	44.93	22.72	26.39	0.86	0.00	79.18	80.42	0.00	50.59	1.44	-55.61	85.77	84.33	0.00	35.24	0.00	1.59
1999	-11.63	-9.83	-22.72	-22.50	0.00	-14.58	-14.35	0.00	83.98	14.00	7.81	-13.24	-15.17	0.00	17.38	0.00	-4.14
2000	13.08	7.68	-0.26	35.01	0.00	-25.10	-29.22	0.00	-4.69	15.57	161.23	-29.14	-34.68	0.00	5.32	0.00	2.78
2001	6.76	-15.35	19.08	-53.22	0.00	46.72	49.63	-1.14	-9.54	-19.14	-38.18	4.83	55.45	-5.93	-10.10	0.00	4.80
Cementos																	
Años	Pasivo Total	Pasivo Corriente	Provedores CP	Deudas Financieras CP	Deudas Financieras LP	Capital Social	Util Resv y Cap	Ret de Moneda Extr CP	Pasivo Moneda Nacion CP	Pasivo Moneda Extr LP	Pasivo Moneda Nacion LP	Otros Pasivos CP	Acredores Varios LP	Depreciacion y Amortiz	Flujo Deriv Result Neto	Dividendos	Reinversión de utilidades
1994	54.78	47.92	46.33	81.42	1.25	-37.44	10.94	0.00	0.00	0.00	41.03	88.92	12.59	1.87	16.81	3.19	
1995	9.13	19.92	6.53	14.86	31.53	-1.89	20.16	28.68	-31.10	1.14	-2.14	22.09	-7.37	51.91	99.43	-194.57	118.63
1996	-11.44	-20.94	2.83	-9.32	38.56	-23.98	23.42	-24.22	14.76	-3.02	0.00	42.98	0.00	-14.78	-11.49	21.09	-10.57
1997	-0.66	-3.25	30.70	83.27	-10.36	-16.35	18.76	-6.10	17.24	-0.40	0.00	-44.25	6.92	17.41	-12.78	-74.88	-11.16
1998	-15.01	18.69	-9.91	7.50	3.59	-14.12	3.53	24.03	-12.06	-28.40	0.00	50.62	0.00	-14.59	-11.37	401.67	-4.57
1999	-7.89	-5.68	15.99	-29.97	2.02	-9.18	7.61	-10.12	30.40	-5.60	0.00	5.87	0.00	-0.71	10.73	5.93	7.72
2000	42.17	93.18	34.23	254.70	-44.97	-2.75	9.40	120.13	-57.59	-24.83	0.00	24.88	0.00	3.91	1.43	14.21	3.15
2001	-0.33	-39.12	-34.54	-74.33	84.32	-6.17	10.02	-46.01	160.98	60.75	0.00	6.32	0.00	52.07	24.50	31.55	30.92
Metalurgia																	
Años	Pasivo Total	Pasivo Corriente	Provedores CP	Deudas Financieras CP	Deudas Financieras LP	Capital Social	Util Resv y Cap	Ret de Moneda Extr CP	Pasivo Moneda Nacion CP	Pasivo Moneda Extr LP	Pasivo Moneda Nacion LP	Otros Pasivos CP	Acredores Varios LP	Depreciacion y Amortiz	Flujo Deriv Result Neto	Dividendos	Reinversión de utilidades
1994	43.01	28.60	51.92	59.72	60.22	-38.55	-3.70	0.00	0.00	0.00	0.00	21.57	227.08	5.47	0.00	-30.63	11.00
1995	-8.89	-13.83	11.81	-46.56	-10.33	-21.73	-14.88	-30.36	106.98	-9.08	73.02	-23.60	73.01	38.94	340.26	-246.10	282.29
1996	-29.07	-21.32	21.52	-52.60	-53.66	-13.60	10.59	-17.63	-30.39	-43.53	0.00	-16.79	0.00	24.83	36.12	321.56	51.94
1997	14.70	-25.22	-27.04	0.31	86.44	-12.71	15.56	-48.80	43.37	59.75	0.00	-9.47	-100.00	3.14	-16.94	-43.77	-18.55
1998	-1.08	18.30	16.50	-41.62	0.82	-11.92	10.44	59.47	-24.48	-14.14	0.00	38.24	0.00	6.38	3.75	113.70	17.48
1999	-19.50	-13.86	-3.66	123.14	-22.64	139.68	11.61	-15.30	-10.68	-22.64	0.00	-30.64	0.00	-0.65	-61.75	-63.41	-51.44
2000	42.89	-13.04	9.86	-38.98	12.70	-4.24	-0.15	-13.94	-11.17	12.70	0.00	11.34	0.00	-2.53	7.38	0.39	2.68
2001	-2.53	11.72	-22.09	54.47	-7.36	0.00	-0.98	16.31	2.46	-7.36	0.00	16.40	0.00	-6.72	14.13	-42.49	-2.08

Fuente: Elaboración propia con base de datos de Económica

Continuación...

Holding																	
Años	Pasivo Total	Pasivo Corriente	Provedores CP	Deudas Financieras CP	Deudas Financieras LP	Capital Social	Util Ret y Resv Cap	Pasivo Moneda Extr CP	Pasivo Moneda Nacion CP	Pasivo Moneda Extr LP	Pasivo Moneda Nacion LP	Otros Pasivos CP	Acredores Varios LP	Depreciacion y Amortiz	Flujo Deriv Result Neto	Dividendos	Reinversión de utilidades
1994	47.77	43.85	48.66	50.22	45.95	-39.22	1.83	9011.78	8722.48	7979.17	21127.14	22.52	132.05	11.30	-2.56	-0.61	12.40
1995	2.08	3.47	8.96	0.44	20.00	-20.28	-3.55	6.58	-1.46	14.98	-36.23	17.59	2.26	13.60	922.97	-155.99	386.48
1996	-14.39	-26.57	-9.20	-33.71	-16.01	-43.63	-2.38	-40.35	-2.96	-4.64	0.00	-14.05	0.00	6.10	49.74	222.99	47.27
1997	9.36	9.33	21.72	4.44	25.91	-16.33	9.16	23.22	-5.31	17.90	0.00	-12.18	0.59	-5.12	-14.61	4.71	-10.34
1998	12.72	18.49	10.43	36.81	33.25	-11.06	7.41	11.48	28.10	12.81	0.00	42.84	0.00	8.12	-30.46	37.71	-13.31
1999	-8.45	-6.77	1.03	-12.72	-4.61	-2.27	9.67	-14.21	2.10	-17.06	0.00	-16.65	0.00	0.91	22.04	-79.17	-5.08
2000	21.36	11.09	0.91	1.52	4.93	-4.66	2.54	21.49	0.68	12.86	0.00	44.26	0.00	-1.25	-20.54	42.52	-12.40
2001	-18.45	-19.42	-14.36	-16.91	-16.22	-12.25	1.11	-22.22	-16.03	-28.60	53.98	-31.79	0.00	-1.41	-39.23	-30.20	-27.14
Papel																	
Años	Pasivo Total	Pasivo Corriente	Provedores CP	Deudas Financieras CP	Deudas Financieras LP	Capital Social	Util Ret y Resv Cap	Pasivo Moneda Extr CP	Pasivo Moneda Nacion CP	Pasivo Moneda Extr LP	Pasivo Moneda Nacion LP	Otros Pasivos CP	Acredores Varios LP	Depreciacion y Amortiz	Flujo Deriv Result Neto	Dividendos	Reinversión de utilidades
1994	-10.95	-2.77	104.55	-5.75	-21.30	-0.79	2.12	120.57	109.71	62.92	-24.77	-35.79	-99.71	-13.72	-41.45	5.87	-64.88
1995	27.00	62.11	-35.21	323.52	13.29	6.55	-57.24	115.48	-18.29	-5.86	-100.00	-3.98	-100.00	1.79	327.91	-197.35	1179.59
1996	-15.68	-31.81	15.02	-56.74	-4.42	73.32	23.32	-54.07	52.35	-3.59	0.00	14.85	0.00	40.04	0.55	38.60	11.72
1997	-16.21	-25.95	-0.52	-71.86	-7.74	-16.00	41.29	-41.37	-8.38	-8.53	0.00	2.39	-100.00	6.85	-12.13	16.14	-3.15
1998	1.42	65.98	-1.64	539.26	-39.37	-10.97	21.88	154.56	1.36	-39.37	0.00	2.87	0.00	-5.26	-4.21	45.82	9.43
1999	19.34	-16.66	12.03	-58.16	95.57	-8.47	10.63	-39.92	25.95	95.57	0.00	9.08	0.00	1.97	18.74	-29.66	-1.14
2000	5.93	-1.10	-23.12	-4.85	-28.40	-8.31	-12.89	-29.00	23.30	-28.40	0.00	26.40	0.00	-13.78	-6.48	2.63	-5.04
2001	6.27	10.71	9.92	2.47	20.31	782.30	3.72	-10.36	21.31	-7.92	202.35	-29.27	0.00	6.67	-3.27	9.23	1.42

Fuente: Elaboración propia con base de datos de Económica

## ANEXO ESTADÍSTICO II

EMPRESAS NO EXPORTADORAS (Tasa de crecimiento)																	
Alimentos																	
Años	Pasivo Total	Pasivo Corriente	Proveedores CP	Deudas Financieras CP	Deudas Financieras LP	Capital Social	Util Ret y Resv de Cap	Pasivo Moneda Extr CP	Pasivo Moneda Nacion CP	Pasivo Moneda Extr LP	Pasivo Moneda Nacion LP	Otros Pasivos CP	Acredores Varios LP	Depreciacion y Amortiz	Flujo Deriv Result Neto	Dividendos	Reinversión de utilidades
1994	-2.03	-9.10	9.90	-33.13	0.00	-34.21	7.01	-35.85	1.88	0.00	0.00	-38.75	0.00	21.95	26.04	-3.30	28.54
1995	-44.03	-42.65	-35.89	-69.25	-67.06	-21.68	17.12	-51.58	-40.38	0.00	-67.06	-40.92	0.00	-12.76	-42.31	-150.81	-26.32
1996	37.06	-27.24	-29.00	-100.00	3108.68	-13.58	40.87	-37.04	-25.21	0.00	-100.00	35.82	0.00	-11.87	30.53	11.13	18.44
1997	1.71	110.58	20.38	0.00	-100.00	-15.69	-27.13	251.72	88.05	-100.00	0.00	127.94	0.00	18.46	70.77	1347.26	133.20
1998	-12.10	-36.92	-5.06	-76.46	0.00	-10.97	-5.88	-81.87	-22.15	0.00	0.00	-44.01	0.00	-7.27	-52.27	-88.79	-60.90
1999	32.13	47.21	-44.99	570.47	-24.20	-9.77	1.15	167.14	38.04	-24.20	0.00	32.27	0.00	20.89	30.83	27.22	28.21
2000	42.18	-9.63	100.12	-55.08	-71.54	-4.22	41.09	36.99	-18.53	-71.54	0.00	-21.34	0.00	6.70	27.82	10.15	21.52
2001	8.98	18.30	-1.82	-58.28	-100.00	0.00	27.68	-68.97	39.50	-100.00	0.00	134.10	0.00	22.90	-7.56	12.96	0.03
Comercio																	
Años	Pasivo Total	Pasivo Corriente	Proveedores CP	Deudas Financieras CP	Deudas Financieras LP	Capital Social	Util Ret y Resv de Cap	Pasivo Moneda Extr CP	Pasivo Moneda Nacion CP	Pasivo Moneda Extr LP	Pasivo Moneda Nacion LP	Otros Pasivos CP	Acredores Varios LP	Depreciacion y Amortiz	Flujo Deriv Result Neto	Dividendos	Reinversión de utilidades
1994	134.27	137.03	111.46	431.46	117.02	-9.48	87.91	0.00	0.00	0.00	0.00	96.49	0.00	12.45	0.00	-53.26	5.55
1995	-29.23	-27.36	-18.58	-59.03	-50.78	-21.70	12.71	-64.85	-24.60	0.00	-50.78	-49.83	0.00	77.84	184.87	-218.85	168.82
1996	-8.08	-2.09	11.05	-100.00	-100.00	-13.58	30.96	63.24	-4.34	0.00	-100.00	0.30	0.00	-1.74	0.52	-38.49	-0.21
1997	25.28	25.21	26.43	0.00	0.00	-15.69	23.55	10.31	28.08	0.00	2.07	0.00	0.00	5.63	14.46	145.24	13.95
1998	23.75	23.92	22.18	0.00	0.00	-11.09	21.02	69.44	21.59	0.00	0.00	117.71	0.00	9.90	16.36	275.75	19.06
1999	29.94	29.88	23.68	0.00	0.00	-8.10	22.10	-35.47	34.56	0.00	0.00	85.20	0.00	15.68	9.67	-100.00	5.62
2000	82.03	8.31	10.09	0.00	0.00	-4.25	-7.56	158.54	1.08	0.00	0.00	-41.15	0.00	11.11	7.30	0.00	13.24
2001	7.13	5.33	4.65	0.00	0.00	0.03	18.16	-28.25	8.28	0.00	0.00	20.18	0.00	7.65	-4.60	-100.00	-7.40
Construcción																	
Años	Pasivo Total	Pasivo Corriente	Proveedores CP	Deudas Financieras CP	Deudas Financieras LP	Capital Social	Util Ret y Resv de Cap	Pasivo Moneda Extr CP	Pasivo Moneda Nacion CP	Pasivo Moneda Extr LP	Pasivo Moneda Nacion LP	Otros Pasivos CP	Acredores Varios LP	Depreciacion y Amortiz	Flujo Deriv Result Neto	Dividendos	Reinversión de utilidades
1994	32.50	89.00	64.75	38.50	-9.50	-33.56	64.33	0.00	0.00	0.00	0.00	-39.00	0.00	21.82	0.00	0.00	4.20
1995	-23.74	-60.98	-49.48	-18.79	355.81	-21.70	20.02	122.84	-70.69	38.57	307.70	-39.87	0.00	-41.98	-92.12	0.00	-80.84
1996	9.80	31.39	-0.02	70.86	-26.00	-13.58	-19.91	29.43	32.17	-45.96	19.32	86.16	13.38	42.31	501.48	0.00	188.69
1997	-4.65	75.58	114.89	118.06	19.77	21.11	3.54	299.76	-12.61	10.59	-54.14	23.00	-91.99	4.91	-13.24	0.00	-7.15
1998	49.87	127.34	8.75	164.05	-65.31	-10.97	-133.77	53.12	260.91	-96.09	-50.92	71.72	-7.16	-19.32	-257.84	0.00	-167.35
1999	-35.92	-44.29	-26.58	-61.50	80.59	71.21	307.29	-49.41	-40.39	1979.41	-31.97	20.47	2.56	20.13	-44.90	0.00	-74.45
2000	-10.24	-3.90	-7.20	-23.67	-58.96	-4.22	32.85	-0.91	-5.83	-87.43	-0.25	5.62	-12.44	-28.87	-2.66	0.00	53.36
2001	-1.43	0.58	-25.68	-11.43	-18.49	0.00	22.15	-0.51	1.32	-18.02	-14.50	1.11	-2.21	-18.34	-6.60	0.00	5.03

Fuente: Elaboración propia con base de datos de Económica

Continuación...

<b>Metalurgia</b>																		
Años	Pasivo Total	Pasivo Corriente	Proveedores CP	Deudas Financieras CP	Deudas Financieras LP	Capital Social	Util Ret y Resv de Cap	Pasivo Moneda Extr CP	Pasivo Moneda Nacion CP	Pasivo Moneda Extr LP	Pasivo Moneda Nacion LP	Otros Pasivos CP	Acreedores Varios LP	Depreciacion y Amortiz	Flujo Deriv Result Neto	Dividendos	Reinversión de utilidades	
1994	82.15	174.12	72.87	280.00	33.67	-1.25	27.05	0.00	0.00	0.00	0.00	37.55	150.83	82.86	0.00	0.00	-8.23	
1995	-4.47	1.39	1.73	10.55	-19.17	-27.80	-95.44	6.98	-20.33	-7.50	-29.96	63.30	-57.81	30.56	-94.39	0.00	-119.13	
1996	-12.85	49.33	-24.30	12.09	-100.00	-11.91	-404.75	48.05	56.00	-99.96	-90.06	91.83	-45.91	5.80	-2242.11	0.00	795.68	
1997	-2.78	-76.95	-27.57	-96.44	0.00	-15.89	-460.65	-87.29	-25.72	420609.01	37.17	-2.77	62.38	-0.03	-36.94	0.00	-31.05	
1998	-9.86	-39.34	13.60	5.76	-4.76	-10.97	70.93	-43.20	-36.06	-0.56	-73.29	-35.99	2.45	-12.89	0.00	-9.34		
1999	-5.16	82.81	63.38	177.42	-21.06	6.40	79.26	101.16	68.99	-21.82	-16.81	30.40	-8.42	-9.51	136.71	0.00	98.47	
2000	12.63	82.64	-15.77	292.45	-53.04	297.31	-50.19	123.09	8.46	-46.32	-100.00	21.15	-99.86	-13.11	-66.36	0.00	-60.02	
2001	-3.73	9.22	57.17	-17.67	-48.03	37.13	30.28	-7.35	39.77	-64.20	0.00	99.14	42740.00	45.81	81.89	0.00	72.54	
<b>Servicios</b>																		
Años	Pasivo Total	Pasivo Corriente	Proveedores CP	Deudas Financieras CP	Deudas Financieras LP	Capital Social	Util Ret y Resv de Cap	Pasivo Moneda Extr CP	Pasivo Moneda Nacion CP	Pasivo Moneda Extr LP	Pasivo Moneda Nacion LP	Otros Pasivos CP	Acreedores Varios LP	Depreciacion y Amortiz	Flujo Deriv Result Neto	Dividendos	Reinversión de utilidades	
1994	-36.03	-26.29	-75.19	58.51	6.56	-34.21	64.54	0.00	-26.29	0.00	-78.86	-96.12	-96.19	-17.46	-40.61	0.00	-1.16	
1995	-5.77	-39.03	-15.86	-51.92	5.86	-21.67	-143.81	0.00	-39.03	-17.22	41.88	-39.79	-100.00	-10.83	-189.76	0.00	64.86	
1996	-12.12	-53.25	-50.31	-47.50	-49.84	-13.58	87.80	0.00	-53.25	-14.22	3.69	-99.30	0.00	-45.68	101.33	0.00	-11.82	
1997	7.87	-18.74	432.30	-60.21	73.62	-15.89	-85.43	0.00	-18.74	-10.84	29.27	38522.22	-62.28	68.25	68.50	0.00	68.38	
1998	-5.26	6.88	26.51	-57.98	-1.56	-10.97	-207.84	0.00	6.88	4.32	-12.64	60.27	-29.31	-24.97	-54.23	0.00	-40.37	
1999	-88.76	-58.04	-80.44	-100.00	-94.50	-8.22	117.73	0.00	-58.04	-100.00	-84.17	-21.77	-65.72	-39.92	107.37	0.00	19.57	
2000	9.09	21.75	119.73	0.00	-46.89	-4.22	158.50	0.00	21.75	0.00	2.99	49.06	61.36	-32.97	-61.21	0.00	-52.75	
2001	2.32	77.48	-57.94	0.00	-10.26	0.00	15.87	0.00	77.48	0.00	-22.52	96.09	-27.24	-28.06	-18.46	0.00	-22.54	

Fuente: Elaboración propia con base de datos de Económica

## Referencias

- Arias X. C. (2000), 'Liberalización y seguridad financiera en las economías emergentes', *Comercio exterior*, Vol. 50. No. 6, junio.
- Baer M (1993) ., 'La crisis Financiera del Estado Brasileño en los Años Ochenta: Una Revisión Teórica', *Investigación económica* 206, octubre – diciembre.
- Banco de México (1995), 'Informe anual '
- Clavijo y Valdivieso (2000), 'Reformas Estructurales y Política Macroeconómica: El caso de México 1982 – 1999,' *Serie Reformas Económicas*, Mayo.
- Davidson P.(1986), 'Finance, funding, saving, and investment', *Journal of Post Keynesian Economics Fall* , Vol IX, No. 1
- Eichner S. A (1976), 'The pricing decision en The Megacorp and Oligopoly Micro Foundations of Macro Dynamics', Cambridge University press, Cambridge London New York Melbourne.
- (1988), 'Una Teoría de la Determinación del Margen de Ganancia en el Oligopolio', in J. A. Ocampo (Ed.), *Economía Poskeynesiana, Fondo de Cultura Económica, Serie Lecturas*, No. 60.
- Fazarri, Hubbard y Petersen (1988), " Restricciones financieras y la inversión corporativa", en Alejandro Villagómez A. (comp.), *El financiamiento del desarrollo en América Latina: la movilización del ahorro interno*, Vol. II, CEMLA-BID, México, 1995.
- Garrido C (2001), 'Estrategias empresariales ante el cambio estructural en México', *Comercio Exterior*, Diciembre.
- Gazol A. S. (2004) "Los efectos del TLCAN han sido sobredimensionados", *Economía UNAM, IIEC* abril-junio, México.

Girón A. y Levy N.(en prensa,2005), 'México: ¡Los Bancos que perdimos! De la desregulación a la extranjerización del Sistema Financiero', Instituto de Investigaciones Económicas,UNAM, 2001, en prensa .

González M. H (1993), 'Desregulación Financiera en México,' *Monetaria*, abril –junio.

Guillén R. H. (2002), 'Evolución del régimen macrofinanciero mexicano',*Comercio Exterior*, Vol 52. Núm 7, Julio.

Keynes,J.,M. (1973) 'Alternative Theories of the rate of interest', Collected Writings of John Maynard Keynes, vol.XIV, The General Theory and After, recopilada por Donald Moggridge, Macmillan, Inglaterra 1973

Kalecki M (1984)., 'Teoría de la dinámica económica', FCE, México.

Keynes J. M. 'Teoría general de la ocupación el interés y el dinero', FCE, México 2000.

Levy (2000), 'Kalecki: inversión, inestabilidad financiera y crisis', *Comercio Exterior*, Vol. 50, Núm. 12 (600), México, Diciembre.

—— (2001), 'Cambios institucionales del sector financiero y su efecto sobre el fondeo de la inversión México 1960 – 1994', capítulo 1,2 y 3, DGAPA, UNAM, México.

Leyva M. L. (2002), 'Análisis de las fuentes de financiamiento de las empresas bursátiles en México 1992-1999' , tesis, Facultad de Economía UNAM, Asesora. Dra. Noemí Levy.

López A. G (1999)., 'Tendencias del Financiamiento de empresas en México', *El trimestre económico*, Vol.66 (1), Jan-March.

Mántey (1997), 'Lecciones de economía monetaria', Unidad académica de los ciclos profesionales y de posgrado – CCH Facultad de economía ,México.

—— (2000), 'Hyman P. Minsky en el pensamiento económico del siglo XX', *Comercio Exterior*, Vol. 50, Núm 12 (600), México, Diciembre.

—— (2004), 'Políticas financieras para el desarrollo en mercados imperfectos. Sugerencias para el caso mexicano', *ECONOMÍAUNAM*, UNAM, México, Sep-Dic.

Mántey de Anguiano y Levy Orlik (1999), *Indicadores Gráficos de Inestabilidad Financiera en América y el Sudeste de Asia*, ENEP ACATLAN, México 1999.

Martín, Julián A., (1996) 'Securitización, Fideicomiso, Fondos de Inversión', (Bs.As., Ed. PriceWaterhouse, 1996), 326 págs.

Martínez L., Werner A. (2002), 'El régimen de tipo de cambio y la composición de la deuda corporativa la experiencia mexicana', *Documento de Investigación* No. 2002-02, Dirección General de Investigación Económica, BM, Febrero.

Mateo, F (1988), "La política comercial de México y el GATT", en *El Trimestre Económico*. Vol. LV(1), no. 217, enero-marzo 1988.

Mc Kinnon (1974), *Dinero y capital en el desarrollo económico*, CEMLA, México, 1974.

Minsky H. P. (1982), 'The Financial – Instability Hypothesis: Capitalist Processes and the Behavior of the Economy', en Ch. P. Kindleberger y J.P. Laffargue (eds.), *Financial Crises: Theory, History and Policy*, Cambridge University Press.

—— (1975) , 'Las Razones de Keynes', FCE, México.

Méndez, (1999), 'Diccionario de Economía', Grijalbo, México.

Palencia, G. J. (1992), 'Evolución del sistema Financiero mexicano hacia la banca universal', *Monetaria*, enero-marzo.

Salas – Porras A. (1998) , 'Estrategias de las empresas mexicanas en sus procesos de internacionalización', *Revista de la CEPAL* Num.65, Agosto.

Sánchez G (2002); 'México –OMC: ¿y después del libre comercio?', Comercio Exterior, Vol. 52, Núm. 12, Diciembre.

Steindl J. (1976), 'The pattern of competition within an industry', en Maturity and Stagantion in American Capitalism, Montly Review Express, New York and London, primera edición 1952, actual 1976.

Studart T. (2002), "Liberalización financiera, mecanismo de financiamiento de la inversión y el crecimiento económico: elementos de preocupación", en Guadalupe Mántey y Noemi Levy, Globalización financiera e integración monetaria: una perspectiva de los países en desarrollo, ed.DGAPA-UNAM,Acotlán, Porrúa, México 2002.

Velásquez Vallido F. (2000), 'La estructura de financiamiento de las empresas industriales en México', en Empresas mexicanas ante la globalización, dgapa, IIE, porrua, México.

[www.shcp.gob.mx/index01.html](http://www.shcp.gob.mx/index01.html)