

**UNIVERSIDAD AUTÓNOMA METROPOLITANA
AZCAPOTZALCO**

Departamento de Economía

Área de Empresas, Finanzas e Innovación

Reporte de Investigación

**“Financiamiento de las grandes empresas mexicanas en
un ambiente de inestabilidad y liberalización financiera,
para el periodo 1990-2002”**

Por

Mtro. Gerardo García Muñoz

Proyecto de Investigación

Economía y Empresa No. 1042

Línea de Generación y/o Aplicación de Conocimiento

Empresas Finanzas e Innovación

México D.F. a 27 de noviembre de 2015

“Financiamiento de las grandes empresas mexicanas en un ambiente de inestabilidad y liberalización financiera, para el periodo 1990-2002”

Resumen

En el transcurso de las últimas tres décadas del siglo pasado se presentó un notable incremento del estudio de las finanzas internacionales, así como también de las finanzas empresariales. De estos dos intereses surge el reconocimiento del papel sobresaliente que juega el sector privado empresarial en el entorno macroeconómico, sobre todo cuando se desenvuelve en un ambiente de inestabilidad y liberalización financiera internacional, como el que se establece desde principios de la década de los setenta con la terminación de los acuerdos de Bretton Woods.

A partir de entonces, el nuevo entorno empresarial se ha caracterizado por estar inmerso en un mundo en constantes cambios, y por la globalización de la economía mundial. En este contexto, el presente reporte de investigación analiza para las grandes empresas de México que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores, la evolución de algunos indicadores financieros fundamentales, para el periodo 1990-2002. Este análisis se lleva a cabo con el objetivo de identificar condiciones de fragilidad por parte de las empresas privadas, y con ello intentar validar la hipótesis de inestabilidad financiera propuesta por Hyman Minsky, al gestar un sistema financiero frágil, con exposición ante cambios bruscos en el tipo de cambio y en la tasa de interés.

1. Introducción

Durante las últimas tres décadas ha aumentado la importancia de las finanzas internacionales de manera extraordinaria. Al igual que ha evolucionado el campo de las finanzas internacionales también lo ha hecho el estudio de las finanzas de las empresas. De estos dos intereses surge el reconocimiento del papel preponderante que juega el sector privado empresarial, sobre todo cuando se desenvuelve en un ambiente de inestabilidad y liberalización financiera.

El presente reporte de investigación indaga sobre el actual modelo económico que ha configurado un ambiente de inestabilidad y liberalización financiera para las grandes empresas de México. Dicha situación ha provocado el desarrollo de estructuras de pasivos en las cuales se tiende a evaluar en menor medida el riesgo y mermando la capacidad de las empresas privadas de cumplir con sus compromisos financieros, y gestando un sistema financiera frágil con exposición ante cambios bruscos en el tipo de cambio y en la tasa de interés.

Se parte de la exposición sucinta de los principales acontecimientos suscitados en el sistema financiero internacional post Bretton Woods. A partir de la terminación unilateral de dichos acuerdos se comienza con un nuevo periodo en el cual la globalización de los mercados y las crisis recurrentes sistémicas por flujos de capital han sido las constantes. Este análisis permite abordar, con mayor objetividad, los planteamientos hechos por Hyman Minsky en relación a su "Hipótesis de la Inestabilidad Financiera". Se analiza el nuevo entorno económico al cual se enfrenta la empresa privada como resultado de estos cambios y tendencias del sistema financiero internacional.

Finalmente, un objeto central de estudio será las relaciones existentes en la estructura de deuda, que se hará a partir de una muestra representativa de las grandes empresas mexicanas. Tanto el periodo como las variables materia de análisis estuvieron sujetos a la disponibilidad y homogeneidad de la información, es por ello que únicamente se abordan los años que van de 1990 hasta 2002. También por ello, se eligió el análisis del activo, pasivo y capital contable; y la estructura del pasivo en cuatro categorías: moneda nacional de corto plazo,

moneda nacional de largo plazo, moneda extranjera de corto plazo y moneda extranjera de largo plazo.

2. Desarrollo

Sistema financiero internacional post Bretton Woods

En los últimos 30 años del siglo pasado se dio una importante transformación en el funcionamiento del sistema financiero internacional. Se pasó de un periodo de estabilidad financiera a un periodo caracterizado por una gran incertidumbre en términos de flujos financieros, tipos de cambio y tasas de interés. En 1971 E.U. desliga al dólar de su compromiso de convertibilidad; generalizándose a partir de esa fecha la flotación de divisas.¹ Este hecho representó la culminación de los acuerdos de Bretton Woods y el inicio de un nuevo orden monetario mundial denominado post Bretton Woods.

El enfrentamiento al desorden monetario, consecuencia de la adopción de la flotación, recoge planteamientos teóricos según los cuales la estrategia más efectiva de crecimiento económico resultaría del proceso de liberación de los mercados financieros (flotación de las tasas de interés), de la eliminación de restricciones al comercio internacional y de la limitación de la emisión monetaria y crediticia para controlar la inflación.

Dicha situación creó una nueva configuración monetaria-financiera global no regulada por los Estados nacionales y que condicionó la acción de los mismos, bajo un marco de alta volatilidad y fragilidad sistémica. Desde aquel entonces, la economía mundial ha venido operando desde entonces en un ambiente de inestabilidad e incertidumbre cambiaria.

¹ La abrogación del sistema de Bretton Woods, decretada unilateralmente por E.U. en agosto de 1971, fue decidida en respuesta a problemas que le eran propios, en cuyo centro se situaba el nivel de su doble déficit: presupuestario y comercial.

Globalización y volatilidad de los mercados²

Las tendencias suscitadas desde los años setenta del siglo pasado, integraron y tornaron más global el sistema financiero internacional. De tal suerte que los acontecimientos financieros y monetarios de una nación comenzaron a incidir de inmediato en las demás, y asimismo aumentó de manera sustancial el volumen y la volatilidad de los mercados financieros. Bajo esas circunstancias, una característica central del sistema financiero mundial fue su cambio vertiginoso en el tamaño, complejidad y rapidez de los mercados de capital internacional.

La globalización financiera, que nació con la liberalización y la desregulación, trajo consigo la implementación de una economía internacional de valorización del capital bajo su forma financiera.³ Este capital ha impuesto en todo momento su preferencia por la liquidez.⁴ Lo que implica valorizarse invirtiendo en forma de colocaciones en obligaciones y en acciones, pero también en forma de préstamos internacionales a gobiernos, bancos o empresas. De esta manera, este tipo de economía quedó dominada por los grandes fondos de inversión (pension funds y mutual funds), así como por las sociedades transnacionales y los grandes bancos internacionales.

Se pueden identificar tres etapas en la génesis de la globalización financiera⁵ :

1. El papel del régimen de tipos de cambios flexibles
2. La titularización de la deuda pública
3. Las políticas de desregulación y de liberalización financiera

En efecto, la globalización financiera parece hoy evidente, en razón de la libre circulación de los capitales y de la centralización de éstos en poderosos mercados financieros interdependientes. Los tipos de cambio fluctúan a corto plazo sin reflejar las realidades económicas. Su volatilidad excesiva, que se alimenta de las ganancias especulativas que ella nutre, trajo consigo riesgos acrecentados por el

² La expresión "mundialización del capital" es la que corresponde más exactamente a lo que abarca el término inglés *globalisation*.

³ Chesnais (2001)

⁴ Keynes (1936)

⁵ Chesnais (2001)

sistema financiero internacional y una inestabilidad que obstaculizó las decisiones del ámbito macroeconómico.⁶

La movilidad de los flujos de capital se volvió alta y sensible a la variación de las tasas de rendimiento, de interés y de riesgo; afectando a los tipos de cambio e imposibilitando a los Estados nacionales el control de los movimientos de capital por largos periodos, sin correr el riesgo de encontrarse aislados del flujo internacional.⁷

Tras el abandono de los acuerdos de Bretton Woods los flujos de capital internacionales comenzaron a desempeñar un papel cada vez más relevante en el comportamiento de la economía mundial.⁸ Sin embargo, queda explícito el carácter cíclico del capital internacional, evidenciando que cuando las condiciones son propicias y estables permanecen en ciertas economías, y cuando varían son los primeros en fugarse. En suma en el origen de la crisis está el cambio de dirección de las corrientes financieras y la especulación.

Crisis financieras: Un fenómeno económico mundial

La última década del siglo XX se caracterizó por la ocurrencia de una serie de crisis financieras de escala mundial. La relación de esta inestabilidad económica mundial con la globalización y el libre mercado planteó un desafío. En efecto, las crisis financieras de los años noventa dejaron sentir su onda expansiva alrededor del mundo.

Durante los años noventa la economía mundial entró en una etapa de creciente inestabilidad y crisis financieras. Las crisis de México en 1994, Asia Oriental en 1997 y Rusia en 1998 tuvieron impactos negativos que trascendieron sus fronteras. De esta forma se estuvo más propenso a la influencia de nuevos factores desestabilizadores, sobre todo cuando se trata de países en vías de desarrollo. Los mercados han ido integrándose poco a poco hasta formar un

⁶ De Brunhoff (2001)

⁷ Mata (2003)

⁸ Kregel (1999)

mercado único. Por lo cual un pequeño desajuste provoca una gran turbulencia en todo el sistema financiero internacional.

La teoría de Minsky y "La hipótesis de la inestabilidad financiera"⁹

La teoría de la Inestabilidad Financiera propuesta por Hyman Minsky, puede ser caracterizada como una teoría del ciclo económico en donde la incertidumbre permite sostener la endogeneidad del mismo. De acuerdo con sus preceptos, las economías modernas, dominadas por estructuras financieras complejas, desarrollan mecanismos que explican los ciclos económicos independientemente de la existencia de choques exógenos.¹⁰ Según, Minsky la inestabilidad financiera puede definirse como un proceso en el que ocurren cambios rápidos y acelerados en los precios de los activos financieros y de capital en relación con los precios de la producción corriente.

El elemento crítico que ayuda a explicar la razón de ser de la Hipótesis de la Inestabilidad Financiera es el desarrollo a lo largo del tiempo de estructuras de pasivos que no pueden ser validadas por flujos de efectivo o valores de activos determinados por el mercado. De esta manera se cae en inestabilidad financiera por deflación de la deuda.

Una de las interpretaciones hechas a la Teoría General de Keynes es que dicha teoría apunta hacia una teoría económica que resulta relevante para una economía capitalista, puesto que integra el comportamiento de lo que la teoría clásica llama economía real con el sistema financiero. Una implicación de esta interpretación es que los procesos de una economía capitalista que financian a la inversión y a la tenencia de activos, conduce al desarrollo endógeno de las condiciones conducentes a una crisis financiera.

⁹ Esta sección esta basada ampliamente en: H.P. Minsky, "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, 1982.

¹⁰ Probabilidad, incertidumbre y especulación en Keynes: Evolución y actualidad en revista Economía Teoría y Práctica. Tomada de la página web.

Una teoría que vincule a la inversión con los precios de los activos de capital, a éstos y la marcha de la inversión con el funcionamiento de los mercados financieros, y el funcionamiento de éstos con las oportunidades de obtener ganancias en negocios financieros, explicará prontamente la inestabilidad financiera.

En una economía capitalista existen mercados y precios para la producción corriente, servicios laborales, los activos de capital e instrumentos financieros.

Keynes argumentaba que cuando se compra un activo de capital o inversión se compra el derecho a un retorno anticipado que se espera al momento de la venta de su producto (después de gastos). Keynes denominó Q a esta serie de flujos de efectivo y los definió como los ingresos totales menos los costos inaccesibles (gastos corrientes de producción) y son la ganancia bruta o ingreso de capital bruto.

El flujo de efectivo disponible para enfrentar los compromisos de pago provendrá de las operaciones totales de la empresa. Las deudas comprometen a una empresa a realizar pagos monetarios.

En una economía capitalista existen dos tipos de instituciones maximizadoras de ganancia. Una que son poseedoras de activos de capital y obtienen ganancias mediante la producción de bienes y servicios. Las otras poseen activos financieros y obtienen ganancias mediante la producción y venta de deuda, tanto suyas, las cuales están en manos de otros, y las deudas de otros que están en manos de ellas.

Como resultado de su estructura de deuda, las empresas operan hoy con compromisos de pago heredados del pasado. Además, la inversión corriente y la propiedad de activos de capital requieren de financiamiento, el cual establece compromisos de pago para el futuro.

Una proposición resultante, de la teoría económica, basada en la preocupación central de las ganancias, es que la inestabilidad es el resultado del funcionamiento normal de una economía capitalista. Las ganancias están determinadas por la inversión, lo que les permiten a las empresas cumplir con los compromisos que

tienen en instrumentos financieros y entran en la determinación de las perspectivas sobre las ganancias futuras.

Sin embargo, las inversiones requieren de financiamiento. Por lo tanto, los términos bajo los cuales el financiamiento está disponible hoy y se espera esté disponible en el futuro determinan la inversión. Solamente si el financiamiento del pasado fue validado por las ganancias corrientes, nuevo financiamiento estará disponible.

Una unidad de este tipo tiene una proporción del principal en deuda a corto plazo. Las empresas de este tipo pueden cumplir con sus compromisos de pago sólo si entregan sus activos de dinero o si tienen éxito en colocar nuevas deudas.

Mientras que el valor de una unidad hedge es positivo para todas las tasas de interés, el valor de una unidad que se compromete a un financiamiento especulativo depende de las tasas de interés.

El valor será positivo en el caso de tasas de interés bajas y negativo para altas tasas de interés: un incremento en las tasas de interés puede conducir a un trastocamiento de los valores presentes.

Las unidades de financiamiento especulativo tienden a mantener dinero como seguro contra fracasos al intentar refinanciar una posición.

Adicionalmente, existe una clase especial de unidad de financiamiento especulativo, la unidad de financiamiento Ponzi. La porción de ingreso corriente de los compromisos de pago excede la porción de ingreso corriente de los ingresos de efectivo, y tales compromisos de pago exceden los ingresos de efectivo anticipados para todos los periodos excepto algunos periodos terminales

El valor presente de las unidades inmersas en financiamiento Ponzi es sensible a las tasas de interés. Las deudas vigentes de una unidad Ponzi se incrementan a una tasa más rápida entre mayores sean las tasas de interés referidas.

Puesto que las crisis financieras no dependen de una caída previa del ingreso, las unidades de financiamiento hedge no pueden causar una inestabilidad financiera.

Una unidad especulativa está constantemente refinanciando una parte de su estructura de pasivos. Su funcionamiento depende del funcionamiento de los mercados financieros. Un aumento en las tasas de interés de las deudas aumentará los compromisos de pago aún y cuando no cambien las cuasi rentas. Una unidad especulativa puede cambiar a Ponzi.

Las unidades de financiamiento Ponzi son muy vulnerables a cambios en las condiciones del mercado de dinero. No solamente sus compromisos de pago se incrementan más allá de niveles anticipados cuando las tasas de interés aumentan sino que una situación como la anterior puede conducir a una caída en los ingresos del nuevo periodo que se esperaban para así validar pasivos. Esto es porque el valor de un activo de capital está relacionado inversamente con la tasa de interés.

Una vez expuesto lo anterior, el siguiente paso consiste en caracterizar los sistemas financieros. Minsky los clasifica en sistemas financieros robustos y sistemas financieros frágiles. Un sistema financiero es robusto cuando cambios modestos en los flujos de efectivo, tasa de capitalización y compromisos de pago no afectan de manera apreciable la capacidad de las unidades privadas de cumplir con sus compromisos financieros. De manera inversa, un sistema financiero es frágil cuando pequeños cambios en los flujos de efectivo, tasa de capitalización y compromisos de pago afectan de manera adversa la capacidad de las unidades privadas de cumplir con sus compromisos financieros. Sin embargo el que un sistema financiero sea robusto o frágil también depende de otras interacciones. Ya sea que la inversión, el empleo y las ganancias se vean afectadas o no por: 1) pequeños cambios en las variables financieras y 2) El éxito o fracaso de los deudores para cumplir con sus contratos financieros. Ambas son importantes en la determinación de la robustez o fragilidad del sistema financiero.

De esta manera, la robustez o fragilidad de un sistema financiero depende de dos relaciones: las características del sistema financiero respecto a sus flujos financieros y la manera en cómo la conducta del sistema financiero afecta a los flujos de efectivo que posibilitan a las empresas, familias e instituciones

financieras a cumplir con sus obligaciones. Más aún, los análisis de la estabilidad del sistema financiero y las interacciones entre la estructura financiera y la determinación del ingreso necesitan examinar si la fragilidad (y por tanto, la estabilidad) del sistema es una característica invariable de la economía o si ésta evoluciona (y si es así, qué determina su evolución).

La hipótesis de la inestabilidad financiera sostiene que los cambios en las relaciones de flujos de efectivo ocurren durante un periodo de años buenos (o tranquilos) y transforman un sistema financiero inicialmente robusto en uno frágil.

Las empresas hedge, especulativas y Ponzi, se ven afectadas por cambios en las cuasi rentas debido a que una disminución de éstas puede significar que los ingresos de efectivo esperados de algunos propietarios de deuda no serán obtenidos. Por lo tanto, la carencia de cuasi rentas significa que los compromisos de pago sobre deudas no podrán ser cumplidos.

El grado de estratificación de las instituciones financieras y su combinación de activos y pasivos son parámetros de la robustez o fragilidad agregada del sistema financiero.

Un aumento a las tasas de interés disminuye el valor capitalizado de una unidad hedge pero no altera sus compromisos de pago. Mientras que para las unidades especulativas y Ponzi este aumento en tasas de interés si afecta los compromisos de pago y por lo tanto puede transformarse un valor presente positivo en uno negativo.

La estabilidad de un sistema financiero depende del peso que tenga el financiamiento hedge (y mayor el peso del financiamiento especulativo o Ponzi), mayores serán las posibilidades de una crisis financiera. Lo anterior debido a la mayor probabilidad de que mayores tasas de interés conduzcan a trastocamientos de los valores presentes. Estos últimos conducen a un abandono de los proyectos de inversión que están en proceso y a un decremento en el emprendimiento de nuevas inversiones.

Una estructura financiera que está dominada por el financiamiento hedge ofrece incentivos tanto para invertir como para involucrarse en financiamientos especulativos y Ponzi.

La estabilidad es desestabilizante, no al inicio de una recesión sino, primeramente, al expandir la inversión. La determinación de la estructura financiera de hoy por el comportamiento pasado de la economía significa que la estructura financiera se torna más susceptible a crisis financieras cuando los hombres de negocios y los banqueros extrapolan su éxito en el cumplimiento de sus compromisos financieros en una menor protección contra las crisis financieras.

El nuevo entorno de la empresa privada

El nuevo entorno empresarial se ha caracterizado por estar inmerso en un mundo en constantes cambios, y por la globalización de la economía, lo cual ha agudizado las presiones sobre la competitividad de las empresas. En este sentido, el nuevo entorno de la empresa se tornó cambiante e inestable.

En efecto, por una parte, con la globalización de los mercados financieros a partir de la década de los setenta se comienza a dar una expansión acelerada de los flujos internacionales de capital. Este exceso de liquidez internacional aunado a la mayor competencia a raíz de la apertura comercial, originó que muchas de las grandes empresas nacionales aumentaran la proporción de financiamiento externo, con la idea de poder competir en condiciones más equitativas con las grandes transnacionales. De esta manera, la competencia pasó del ámbito puramente comercial al ámbito financiero.

La apertura comercial desató una fuerte competencia entre los empresarios nacionales y las grandes transnacionales, lo que motivó a que las empresas con el afán de no quedar fuera del mercado echaran mano de todas las posibles fuentes de financiamiento. De esta manera, se presentó el fenómeno en el cual las empresas comenzaron a dar mayor peso al financiamiento externo por encima del financiamiento interno.

El hecho de que las empresas excesivamente apalancadas, que luchan por mantenerse financieramente a flote al disminuir la afluencia de capital, vendan sus activos e inviertan menos tal vez explique en parte las grandes diferencias de tasa de crecimiento económico observadas en los países. Dado que las empresas en dificultades pueden decidir deshacerse de activos vendiéndolos a bajo precio y reducir su inversión, los países con sectores empresariales muy apalancados tenderán a registrar una desaceleración económica más pronunciada. Otro nuevo enfoque se centra en el vínculo entre el ajuste de la cuenta corriente y los balances de las empresas. En efecto, una interrupción de las entradas de capital puede hacer necesaria una fluctuación ascendente de la balanza de cuenta corriente, lo cual exige a su vez una depreciación y la contracción del producto. Estos ajustes pueden causar un mayor deterioro de los balances de las empresas, lo que a su vez puede exacerbar aún más la desaceleración económica, creándose así un círculo vicioso.¹¹

Estos planteamientos, se relacionan con lo propuesto por Minsky en relación con la teoría de la inestabilidad financiera, en donde se asocia la expansión de la oferta de crédito y el endeudamiento creciente de las empresas a la fase de expansión del ciclo económico. En este sentido, la recesión está marcada por la incapacidad de pago de las empresas y por la contracción y el rechazo de los créditos por parte de los bancos. La crisis financiera se presenta, entonces, como un componente esencial del ciclo económico, y su inicio se produce cerca del punto de inflexión de la fase de expansión cíclica. Según este enfoque, durante la fase ascendente del ciclo, las oportunidades de ganancia estimulan la demanda de créditos y de préstamos bancarios y conduce a la expansión de una inversión financiada con endeudamiento. El alza de las tasas de interés y el aumento de necesidades de refinanciamiento llegan a situaciones marcadas por un sobre endeudamiento de las empresas y un debilitamiento de las estructuras financieras.

¹¹ Gray y Stone (1999)

Análisis de la estructura de deuda de las empresas en México

Para desarrollar su actividad y cumplir sus fines, las empresas necesitan realizar inversiones. El conjunto de activos que tiene una empresa es el resultado del proceso de realización de inversiones que ha desarrollado a lo largo del tiempo. Para realizar esas inversiones la empresa necesita medios y recursos financieros que puede obtener de diversas fuentes de financiamiento. Las características del conjunto de esos medios financieros determinan la estructura financiera de la empresa.

La decisión de financiamiento deriva de la necesidad de la empresa de conseguir medios líquidos que le permitan desarrollar su actividad. Para ello la empresa debe discernir entre las distintas fuentes financieras a su alcance con el fin de lograr una estructura financiera óptima. El problema fundamental que surge al tratar de configurar la estructura financiera de la empresa se presenta en términos de encontrar la relación óptima entre los distintos tipos de recursos que maximice el valor de la empresa.

Los recursos internos serían todos aquellos que han sido generados por la empresa con el desarrollo de su actividad. Este tipo de recursos financieros son también conocidos como autofinanciamiento de la empresa.

Los recursos externos son aquellos que no son generados por la propia actividad empresarial. Estos recursos pueden tener distinta procedencia, de modo que si son aportados por los propietarios de la empresa se denominan recursos externos propios, en caso contrario, es decir, si son aportados por personas físicas o jurídicas distintas de los propietarios, se clasifican como recursos externos ajenos.

Los *recursos externos propios* no son más que las aportaciones de capital de los propietarios o socios a la empresa. Estas aportaciones pueden tener su origen tanto en el momento fundacional de la empresa como en posteriores ampliaciones de capital. Estos recursos no suelen tener fecha de vencimiento para ser devueltos a su propietario. En el balance de la empresa estos fondos están representados en cuentas como "capital social". Al hablar de sociedades

anónimas, estas aportaciones suponen para el socio la posesión de un número determinado de acciones equivalente a la cantidad aportada.

Por su parte, los *recursos externos ajenos* abarcan aspectos muy variados dependiendo el origen o fuente de donde se obtienen. En este rubro se encuentran desde préstamos otorgados por instituciones de crédito e instituciones auxiliares de crédito, hasta las más sofisticadas y modernas operaciones llevadas a cabo en el mercado de valores.¹² Hoy día, es evidente que las empresas, sobre todo las de mayor tamaño, acuden con mayor frecuencia a emitir títulos de deuda tanto en el mercado de capitales como en el mercado de títulos de deuda para financiar sus inversiones.¹³

El financiamiento empresarial, 1990-2002

Con la fractura en el acceso a fuentes privadas internacionales de financiamiento debida a la crisis de pagos de la deuda externa iniciada en 1982, una nueva escalada de endeudamiento empresarial privado se inició en 1990 concatenada al renovado acceso a flujos financieros internacionales y en el marco de un periodo de crecimiento de la economía mundial.

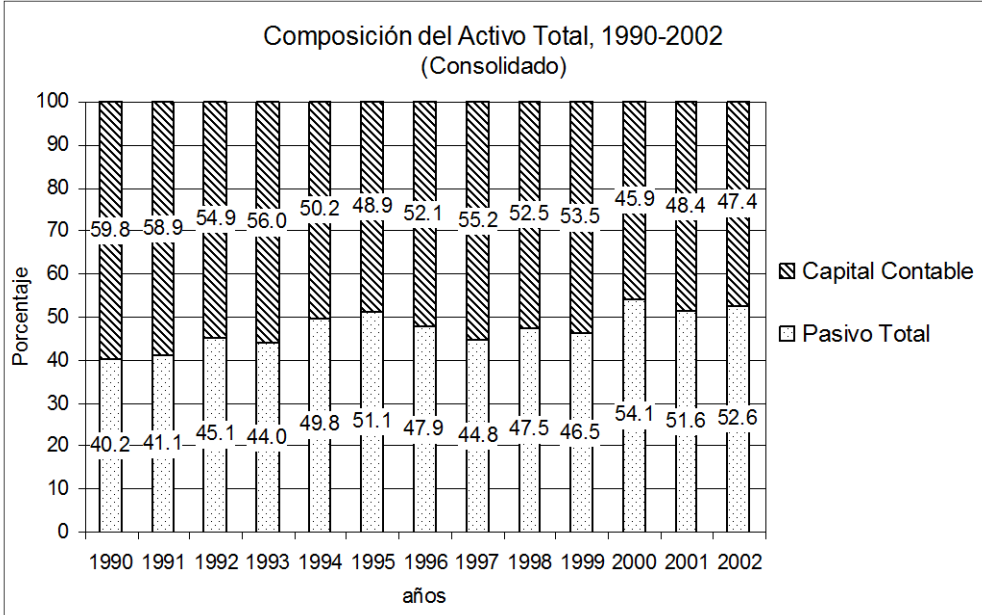
En este contexto, en esta sección se analiza el comportamiento de algunos indicadores fundamentales de un conjunto de cuarenta empresas de México, tomadas como muestra. Cabe señalar, que el criterio de selección estuvo en función de la disponibilidad y homogeneidad de la información proporcionada por la base de datos de Economatica. Dicho lo anterior, en la siguiente gráfica se aprecia que en 1990 el pasivo representaba el 40.2% como proporción del activo total. Esto puede interpretarse que más de la mitad del activo total estaba en manos de las empresas, en la forma de capital contable (Véase Gráfica 1).

¹² Actualmente, dentro de la Bolsa Mexicana de Valores, el mercado de capitales tiene dos secciones: el de renta variable (acciones, sociedades de inversión, CEPO'S, warrants y ADR'S) y el de renta fija o deuda (obligaciones, CEPO'S amortizables y las emisiones de estados y municipios denominados Cegures)

¹³ Las empresas que acuden al mercado de capitales buscan financiamiento de largo plazo, mientras que en el mercado de deuda se busca financiamiento de menor plazo.

Se puede observar que en el transcurso de la primera mitad de la década esta relación fue modificándose a favor del pasivo. Para los años 1996-1999 tuvo una recuperación el capital propio, sin embargo, para finales del periodo de análisis nuevamente se volvió a incrementar el componente de deuda, llegando a un máximo del periodo del orden del 54.1%. Este primer nivel de análisis revela que el grado de cobertura que tenían las empresas al principio del periodo no volvió a recuperarse, más bien, parece ser que la tendencia era mantenerse con cierta preeminencia del componente de deuda, es decir, el apalancamiento.

Gráfica 1

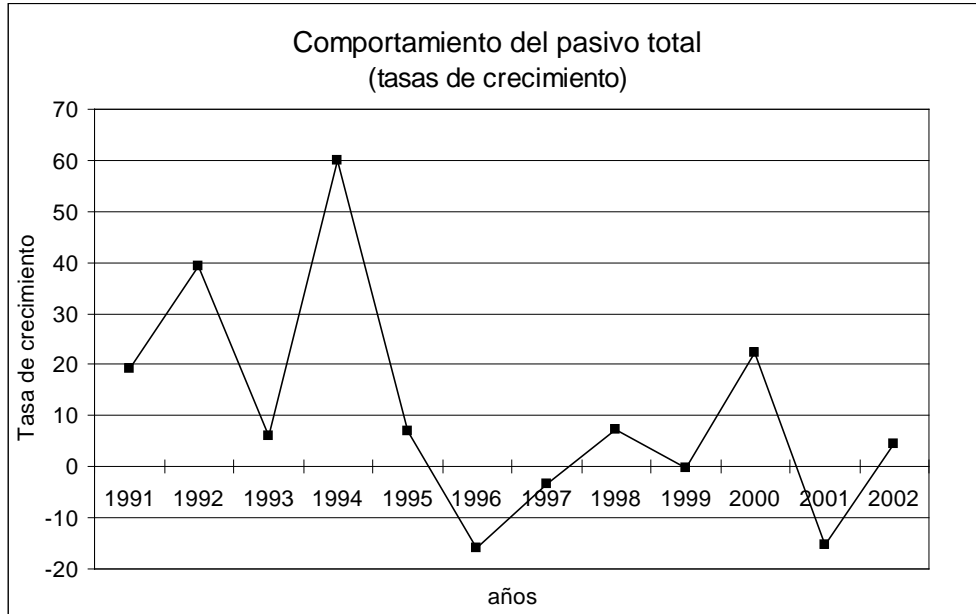


Fuente: Elaboración propia con base en Economatica

Ahora bien, con base en lo anterior se puede advertir la importancia que adquirió la deuda para las empresas. Las empresas de la muestra comenzaron a adquirir deuda para financiar sus proyectos.

En la Gráfica 2 se muestran las tasas de crecimiento del pasivo total. Si bien queda claro el aumento del pasivo, no obstante dicho comportamiento, resulta tener altibajos significativos a lo largo del periodo (Véase Gráfica 2).

Gráfica 2



Fuente: Elaboración propia con base en Economatica

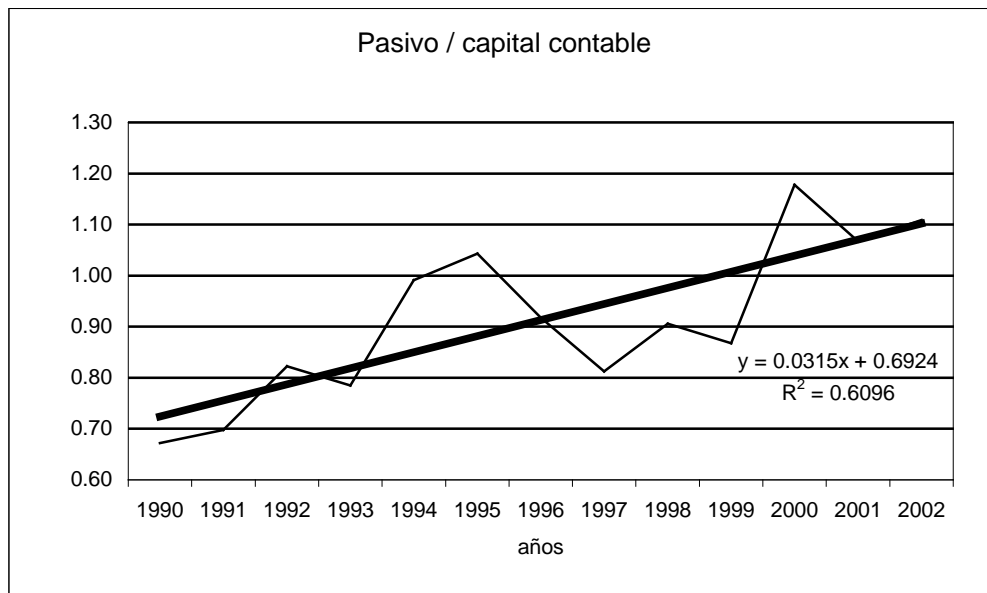
La gráfica 2, describe el comportamiento en términos de tasas de crecimiento del pasivo total a lo largo del periodo. Así, se pueden apreciar tasas de crecimiento muy elevadas en los años donde se presenta cambio de gobierno, dicho de otra manera, las tasas exhiben un comportamiento cíclico sexenal.¹⁴ Cabe resaltar, que en los años posteriores a las cimas señaladas las tasas presentan caídas drásticas, en ambos casos inclusive tocando niveles de crecimiento negativo. Mención especial merece el año de 1994 donde no sólo se presenta la mayor tasa de crecimiento del endeudamiento (59.9% con respecto al año anterior), sino que además, después de ese auge se muestra la mayor caída de todo el periodo, la cual se prolonga con tasas de crecimiento negativas hasta el año de 1997.¹⁵

¹⁴ El caso atípico se presenta en el año de 1991, relacionado directamente con el auge del proceso de fusiones y adquisiciones y, el proceso de desincorporación bancaria llevado a cabo por el gobierno federal.

¹⁵ Es claro el vínculo con la crisis cambiara en el país, iniciada en diciembre de 1994.

Graficando el comportamiento de la relación pasivo a capital contable se puede apreciar una clara tendencia ascendente y por lo tanto los niveles de principios de la década no volvieron a recuperarse, en detrimento de la estructura financiera de las empresas (Véase Gráfica 3).

Gráfica 3



Fuente: Elaboración propia con base en Economatica

Puede apreciarse que el periodo 1994-1995 dicha razón presenta un fuerte crecimiento a favor del endeudamiento. Crecimiento que en el año de 2000 vuelve a tener un repunte significativo.

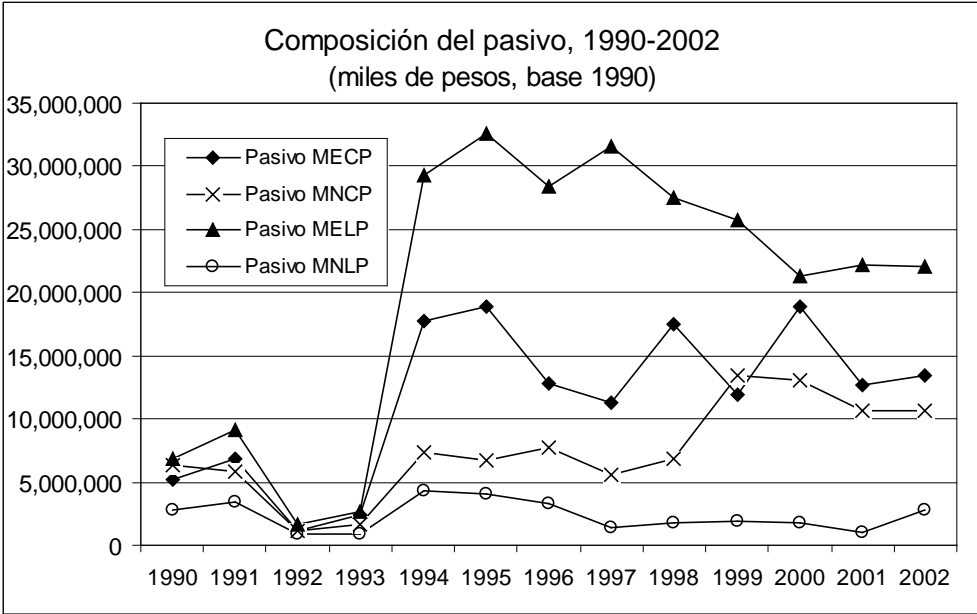
Entonces, una primera conclusión de este primer nivel de análisis es la innegable importancia que ha venido adquiriendo el pasivo, como proporción del activo.

El siguiente nivel de análisis consiste en observar el endeudamiento de las empresas en sus cuatro componentes: largo plazo, corto plazo, moneda nacional y moneda extranjera.

En la Gráfica 4 se observa que hasta antes de 1994 los componentes del pasivo no presentaban caminos muy divergentes. Es para el año de 1994 cuando se presenta un cambio brusco en dicha conducta siendo el pasivo contraído en

moneda extranjera de largo plazo el de mayor dinamismo. En este tenor, se aprecia que el componente más dinámico en el periodo de análisis es el contraído en moneda extranjera de largo plazo, sin embargo, a partir de mediados de la década este componente presenta tendencia decreciente (Véase Gráfica 4).

Gráfica 4



Fuente: Elaboración propia con base en Economatica.

En el Cuadro 1 se muestra el comportamiento de cada uno de los componentes del pasivo en términos de tasa de crecimiento media anual. Se puede apreciar que el pasivo en moneda extranjera de corto y largo plazo presenta una tasa elevada, este último inclusive con tasa superior a la presentada por el pasivo total. Por su parte, el rubro que tuvo el menor crecimiento fue el pasivo en moneda nacional de largo plazo. Un corolario de este segundo nivel de análisis es que el crecimiento del pasivo se explica en gran medida por el aumento en el endeudamiento de las empresas en moneda extranjera (Véase Cuadro 1)

Cuadro 1

Estructura de deuda, tasa de crecimiento media anual
(porcentajes)

Tipo de pasivo	Tasa de crecimiento media anual
Pasivo Total	23.76
Moneda extranjera corto plazo	21.81
Moneda nacional corto plazo	13.99
Moneda extranjera largo plazo	26.99
Moneda nacional largo plazo	8.46

Fuente: Elaboración propia con base en Economatica

Un tercer nivel de análisis implicaría ahondar en la relación entre los componentes. Es decir, se realiza el cálculo de razones financieras con el objetivo de analizar por una parte la relación del vencimiento del pasivo, y por la otra la exposición cambiaria del pasivo. En este sentido, en el Cuadro 2 se puede apreciar que la relación deuda de largo plazo a deuda de corto plazo presenta una relativa tendencia a mantenerse constante bajo ciertos parámetros (Véase Cuadro 2). Los picos en los cuales se dispara dicha relación a favor del endeudamiento de mayor plazo se dan en el periodo 1994-1997, muy probablemente asociado a los problemas de cartera vencida de los bancos y la susodicha reestructuración. Para 1997 la deuda de largo plazo se disparó a casi dos veces la de corto plazo, provocando que el promedio del periodo fuera de 1.16 y el coeficiente de variación de 28.6%. Contrariamente, el año de 2000 resulta ser el de menor crecimiento de todo el periodo, la relación fue de 0.72. Pareciera ser que el sector empresarial, en ese año en particular, se enfrentó a fuertes problemas de vencimiento de sus pasivos, con una recuperación paulatina a lo largo de los siguientes años.

Por su parte, el pasivo por tipo de moneda, presenta una propensión al endeudamiento en moneda extranjera. En 1990 la deuda en moneda extranjera era apenas de 1.32 veces superior a la contraída en moneda nacional. A partir de ese entonces se comienza a presentar un desmesurado crecimiento del endeudamiento en divisas, siendo el punto sobresaliente el año de 1997, cuando

por cada peso de deuda en moneda nacional se tenía que 6.13 pesos estaban contraídos bajo la rúbrica de divisas (Véase Cuadro 2). Posteriormente dicho crecimiento tiende atenuarse pero sin llegar a acercarse a los niveles iniciales. El análisis del periodo muestra que en promedio la relación deuda en moneda extranjera a deuda en moneda nacional fue de 3.18 pesos. Del mismo modo, la desviación estándar y el coeficiente de variación son bastante elevados 1.51 y 47.5 por ciento, respectivamente (Véase Cuadro 2).

Cuadro 2

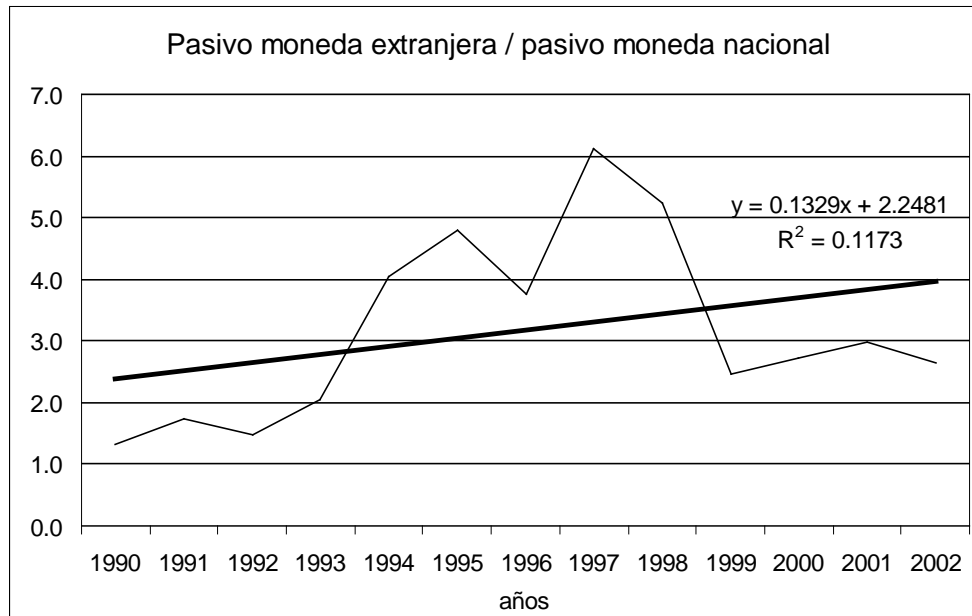
Razones financieras, pasivo de corto plazo vs largo plazo y,
pasivo moneda nacional vs moneda extranjera

Año	Pasivo LP / Pasivo CP	Pasivo ME / Pasivo MN
1990	0.83	1.32
1991	0.99	1.72
1992	1.11	1.48
1993	0.90	2.04
1994	1.34	4.04
1995	1.43	4.80
1996	1.55	3.75
1997	1.95	6.13
1998	1.21	5.23
1999	1.09	2.46
2000	0.72	2.72
2001	0.99	2.98
2002	1.03	2.65
Promedio	1.16	3.18
Desv. Est.	0.33	1.51
Coef. de Var.	28.6%	47.5%

Fuente: Elaboración propia con base en Economatica

Finalmente, la Gráfica 5, muestra claramente la tendencia hacia la adquisición de deuda en moneda extranjera. El periodo 1994-1997 es bastante explícito en ese sentido. Dicho comportamiento ascendente del endeudamiento en divisas se presenta obviamente en detrimento del pasivo en moneda nacional.

Gráfica 5



Fuente: Elaboración propia con base en Economatica

3. Reflexiones finales

Con la terminación de los acuerdos de Bretton Woods por parte de Estados Unidos en 1971, el nuevo orden mundial post Bretton Woods implicó la libre flotación de los tipos de cambio, y con ello un ambiente de volatilidad e inestabilidad en la gran mayoría de los indicadores financieros internacionales. Del mismo modo, la globalización y liberalización financiera trajo consigo un gran flujo de capitales, principalmente en la búsqueda de rentabilidad. Estos flujos de capitales han originado crisis en diversos países, en particular economías en vías de desarrollo.

Para el caso de México, este nuevo orden mundial insidioso en la disponibilidad de recursos por parte de las empresas. Muestra de ello es la innegable importancia que adquirió el pasivo como proporción del activo. Como se pudo demostrar, el crecimiento del pasivo se explicó en gran medida por el aumento en el endeudamiento de las empresas en moneda extranjera.

Por otra parte, en el periodo 1994-1997 se disparó la deuda a largo plazo muy probablemente asociado a los problemas de cartera vencida de los bancos y la susodicha reestructuración. Contrariamente, el año de 2000 resultó ser el de menor crecimiento del periodo. Pareciera ser que el sector empresarial, en ese año en particular, se enfrentó a fuertes problemas de vencimiento de sus pasivos, con una recuperación paulatina a lo largo de los siguientes años.

Por su parte, el pasivo por tipo de moneda, presenta una propensión al endeudamiento en moneda extranjera. Desde principios de la década de los noventa se observa un desmesurado crecimiento del endeudamiento en divisas, siendo el punto sobresaliente el año de 1997, cuando por cada peso de deuda en moneda nacional se tenía que 6.13 pesos estaban contraídos bajo la rúbrica de divisas. Esto pudo ser explicado por la devaluación de la moneda.

4. Referencias

- Arenas, René (1999). Cambios financieros globales y su impacto sobre el sistema monetario internacional, en revista Convergencia, num. 19.
- De Brunhoff, Suzanne de (2001). La inestabilidad monetaria internacional, en La mundialización financiera. Génesis, costos y desafíos, Editorial Losada, Argentina.
- Cuevas, Victor y Eduardo Torres (2003). El FMI y la nueva arquitectura financiera mundial, en revista Análisis Económico, vol. XVIII, UAM, México.
- Chesnais, Francois (2001). Mundialización financiera y vulnerabilidad sistémica, en La mundialización financiera. Génesis, costos y desafíos, Editorial Losada, Argentina.
- Del Villar, Rafael (1997). Experiencia internacional en la resolución de crisis bancarias
- Economía Teoría y Práctica Probabilidad, incertidumbre y especulación en Keynes: Evolución y actualidad, en revista Economía, Teoría y Práctica, México.

- Garrido, Celso (1998). México y los mercados financieros internacionales. Una reflexión sobre las experiencias que llevaron a la crisis de 1994, en La sociedad frente al mercado, la jornada ediciones-UAM, México.
- Gray, Dale y Mark R. Stone (1999). Los balances de las empresas y la política macroeconómica, en revista Finanzas & Desarrollo, FMI.
- Guillén, Arturo (1999). Crisis asiática y restructuración de la economía mundial, en revista Comercio Exterior, México.
- Kregel, Jan (1999). Flujos de capital, banca mundial y crisis financiera después de Bretton Woods, en revista Comercio Exterior, México
- Leriche, Cristian y Juan Froilán Martínez (1997). La crisis cambiaria en México en el contexto de la globalización financiera, en La crisis productiva y financiera mexicana, UAM, México.
- Mantey, Guadalupe (2000). Hyman P. Minsky en el pensamiento económico del siglo XX, en revista Comercio Exterior, México.
- Mata, L. (2003). Factores financieros en las crisis capitalistas, documento de internet
- Minsky, Hyman (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.
- Plihon, Dominique (2001). Desequilibrios mundiales e inestabilidad financiera: la responsabilidad de las políticas liberales, en La mundialización financiera. Génesis, costos y desafíos, Editorial Losada, Argentina.
- Tarassiouk, Alexander (2000). Las crisis financieras: mitos, realidades y lecciones. Documento de internet.
- Werner, Martín (1999). Nueva arquitectura del sistema financiero internacional: avances y retos, en revista El Mercado de Valores, Nacional Financiera, México.
- Base de datos ECONOMATICA