

UNIVERSIDAD
AUTÓNOMA
METROPOLITANA

Unidad Azcapotzalco

“Financiamiento de las grandes empresas mexicanas en un ambiente
de inestabilidad y liberalización financiera”

Trabajo que presenta
Gerardo García Muñoz

Para obtener el grado de
Maestro en Economía

Asesor
Mtro. Celso Garrido Noguera

Diciembre de 2003

En el transcurso de las últimas tres décadas se ha venido presentando un notable incremento del estudio de las finanzas internacionales. De la misma manera que ha evolucionado el campo de las finanzas internacionales también lo ha hecho el de las finanzas de las empresas. De estos dos intereses surge el reconocimiento del papel sobresaliente que juega el sector privado empresarial en el entorno macroeconómico, sobretodo cuando se desenvuelve en un ambiente de inestabilidad y liberalización financiera, 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, lo cual ha agudizado las presiones sobre la competitividad de las empresas.

De esta manera, el presente trabajo de investigación sostiene que el actual modelo económico 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, elevando la adquisición de deuda en moneda extranjera y con vencimiento de menor plazo. Mermando la capacidad de las empresas privadas de cumplir con sus compromisos financieros, gestando un sistema financiero frágil con exposición ante cambios bruscos en el tipo de cambio y en la tasa de interés.

Índice

Financiamiento de las empresas en un ambiente de liberalización e
Inestabilidad financiera

Capítulo I. La inestabilidad financiera y las empresas

1.1 Macroeconomía abierta: el modelo Mundell-Fleming

1.1.1 Efectos de la política fiscal y monetaria

1.1.2 Paridad cambiaria y tasas de interés: paradojas del modelo M-F

1.2 Comportamiento económico: La teoría de Minsky y "La hipótesis de la
inestabilidad financiera"

1.2.1 La Hipótesis de la Inestabilidad Financiera

1.2.2 Estructuras financieras robustas y frágiles

1.2.3 La generación de ganancias y el ciclo económico

1.3 La empresa privada: vínculos macroeconómicos y financieros

1.3.1 El sector empresarial y la política macroeconómica

1.4 Conclusiones del capítulo

Capítulo II. El sistema financiero internacional post Bretton Woods y el
financiamiento a las empresas

2.1 Sistema Financiero Global: Flujos de capital y riesgo cambiario

2.1.1 Globalización y volatilidad de los mercados

2.1.2 Los flujos internacionales de capital

2.2 Crisis financieras: Un fenómeno económico mundial

2.2.1 La crisis del sistema financiero mexicano y el efecto tequila

2.2.2 La crisis financiera del sudeste asiático

2.2.3 Crisis financiera de Rusia

2.3 El nuevo entorno de la empresa privada

Capítulo III La liberalización financiera, causas y efectos en el financiamiento empresarial

3.1 La liberalización financiera en la globalización

3.1.1 Causas de la liberalización financiera

3.1.2 Los sistemas financieros liberalizados

3.1.3 Liberalización financiera y sus efectos sobre el sistema bancario

3.2 El papel de los organismos multilaterales en la liberalización financiera

3.2.1 El Banco Mundial, el FMI y los programas de ajuste

3.3 Reforma y liberalización financiera en México

3.3.1 La reforma del sistema financiero mexicano

3.3.2 Liberalización financiera en México

3.4 La liberalización financiera y sus efectos en el financiamiento al sector empresarial mexicano

Capítulo IV. Análisis de estructura de deuda de las empresas en México

4.1 Estructura financiera de la empresa privada. Aspectos generales

4.1.1 Fuentes de financiamiento empresarial

4.1.2 Fisonomía del financiamiento externo empresarial anterior a 1990

4.2 El financiamiento externo empresarial, 1990-2002

4.2.1 Composición y comportamiento del activo

4.2.2 Estructura y componentes de deuda: patrones de endeudamiento

Capítulo V. Conclusiones

Bibliografía

Introducción

Durante las últimas tres décadas ha aumentado la popularidad del estudio 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, sobretodo cuando se desenvuelve en un ambiente de inestabilidad y liberalización financiera.

De esta manera, el presente trabajo de investigación sostiene que el actual modelo económico 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, elevando la adquisición de deuda en moneda extranjera y con vencimiento de menor plazo. Mermando la capacidad de las empresas privadas de cumplir con sus compromisos financieros y gestando un sistema financiero frágil con exposición ante cambios bruscos en el tipo de cambio y en la tasa de interés. En este sentido, el trabajo se integra de la siguiente manera. En primera instancia, se podría dividir en dos partes. Una de mayor extensión que involucra los capítulos del uno al tres, y otra menos extensa, pero con mayor valor agregado que estaría conformada por el capítulo IV.

La primera parte, aborda toda la problemática actual que se está viviendo en el ambiente financiero internacional. Para ello, en el capítulo I se parte de la exposición breve pero sustanciosa del modelo económico predominante en el mundo, a saber, el análisis macroeconómico de una economía abierta. Se incluye un razonamiento crítico de este enfoque, en donde se resaltan aquellas situaciones que involucran contradicciones y cuestionamientos al interior del modelo. Este análisis permite abordar, con mayor objetividad, los planteamientos hechos por Hyman Minsky en relación a su "Hipótesis de la Inestabilidad

Financiera”. Se finaliza el capítulo con el análisis de los vínculos existentes entre el sector empresarial y la política macroeconómica.

El capítulo II, brinda un recorrido amplio de todos los acontecimientos suscitados en el sistema financiero internacional post Bretón Woods. Analiza como 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. Se incluye al final del capítulo un apartado en donde se analiza el nuevo entorno económico al cual se enfrenta la empresa privada como resultado de estos cambios y tendencias del sistema financiero internacional.

Es innegable el gran auge que ha venido adquiriendo la liberalización de los mercados como parte constitutiva del fenómeno de la globalización. Alentado sobretudo por el discurso oficial e impuesto en algunos casos por las políticas de los grandes organismos multilaterales, llámese Banco Mundial o FMI, algunos países han llevado a cabo grandes reformas en sus sistemas financieros. El capítulo III, aborda toda esta temática, incluyendo el caso de la reforma financiera mexicana. La parte final del capítulo recoge los efectos de la liberalización financiera en el financiamiento al sector empresarial para el caso de México.

La segunda parte a la que hago referencia, entonces, acogería el capítulo IV, el cual tiene como objeto central el estudio de las relaciones existentes en la estructura de deuda, 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.

Capítulo I

La inestabilidad financiera y las empresas

1.1 Macroeconomía abierta: el modelo Mundell-Fleming

A partir de la década de los ochenta muchos de los países de América Latina se vieron envueltos en problemas de deuda. La inestabilidad del ambiente macroeconómico originó que algunos de estos países adoptaron el modelo macroeconómico predominante, es decir, los preceptos del modelo Mundell-Fleming para una economía abierta.¹

Este modelo es una extensión del tradicional modelo IS-LM para el contexto de economías abiertas. Tiene como marco institucional un mercado de bonos y deuda público muy desarrollado y libre movilidad de capitales. Con esto último lo que se quiere decir es que sólo hay un tipo de interés al que la balanza de pagos puede estar en equilibrio.

Supone la existencia de cuatro mercados: el mercado de bienes, el mercado de dinero, el mercado de bonos nacionales y el mercado de bonos en moneda extranjera.

El mercado de bienes

La demanda agregada de una economía abierta se compone de la demanda de consumo, la demanda de inversión, el gasto del gobierno y las exportaciones netas.

El equilibrio en el mercado de bienes se obtiene cuando la producción se iguala con la demanda agregada de la economía. la unión de esos puntos da como resultado la curva IS y viene dada por la siguiente ecuación:

$$Y = D = C(Y_d, i) + I(i) + G + X(Y^*, E) - EM(Y_d, E) \dots\dots\dots(1)$$

La ecuación representa el conjunto de combinaciones de producción y tasa de interés que mantienen el mercado de bienes en equilibrio y que puede ser

¹ Esta sección se basa en los artículos seminales de Mundell (1961) y Fleming (1962)

graficada, en dos dimensiones, en el plano de la producción y de la tasa de interés, como la curva que representa el equilibrio en el mercado de bienes, la curva IS.

Un aumento de la tasa de interés, ceteris paribus, disminuye la demanda agregada, generándose un exceso de oferta en el mercado de bienes. Para restablecer el equilibrio, el nivel de producción u oferta tiene que caer. Es decir, una mayor tasa de interés es compatible con un menor nivel de producción, por lo que la pendiente de la IS es negativa

El mercado de dinero

En este mercado se determina la cantidad de dinero en la economía vía alteraciones en el stock de bonos en moneda extranjera.

La demanda de dinero en términos reales es la parte de la riqueza financiera que el público desea mantener bajo la forma de dinero. La elección dependerá del retorno esperado entre el dinero y los bonos, y el grado de liquidez.²

La demanda nominal de dinero relacionada con la función de medio de cambio, tiene que ver con la cantidad de transacciones que realicen los agentes y con el valor de cada transacción; es por ello que el nivel de producción y el nivel de precios son variables que afectan la demanda nominal de dinero. Por otro lado, cuanto más alto sea el rendimiento de los bonos, mayor será el costo de oportunidad de mantener dinero por el motivo transacción y menor será la demanda de dinero. De otro lado, la elección entre bonos y dinero dependerá del costo de transacción, que implica el cambio de bonos en dinero, y viceversa. Cuanto mayor sea este costo, el cual se llama costo de transacción y se simboliza como b , mayor será la demanda de dinero.

La demanda real de dinero se mide en términos de bienes. Además, depende de los factores que afectan a la demanda nominal de dinero, excepto el nivel de precios. Cuanto mayor sea la cantidad de bienes que se desean comprar, mayor será el poder de compra que la gente reclama del dinero.

La ecuación de comportamiento de la demanda nominal de dinero será:

$$H^d = Ph^d(Y, i, b)$$

O como

$$H^d = H^d(P, Y, i, b)$$

Mientras que la demanda real de dinero se expresa como:

$$h^d = h^d(Y, i, b)$$

Por su parte, la oferta de dinero (base monetaria) es el monto de dinero emitido por la autoridad monetaria, el Banco Central. Éste puede controlar la oferta de dinero a través de la compra y venta de bonos, tanto en moneda nacional como extranjera.³

Una compra (venta) de bonos en moneda nacional (B^b) por parte del Banco Central aumenta (disminuye) la oferta de dinero. Asimismo, una compra (venta) de reservas (B^{*BCR}) aumenta disminuye la oferta de dinero. Por ende, la oferta de dinero puede especificarse de la siguiente manera:

$$H^S = B^{*BCR} + B^b$$

El mercado monetario está en equilibrio cuando la cantidad de dinero demandada es igual a la cantidad de dinero ofrecida. Considerando el supuesto que los precios domésticos sean iguales a la unidad, la demanda nominal de dinero es igual a la demanda real. El equilibrio en el equilibrio monetario viene dado por:

$$H^S = B^{*BCR} + B^b = H^d(Y, i, b) \dots\dots\dots(2)$$

² Es decir, existe un trade-off en las decisiones del público.

³ En este modelo, las reservas internacionales de la autoridad monetaria se mantienen bajo la forma de bonos en moneda extranjera.

A partir de la ecuación anterior se puede definir una curva en el plano (Y, i) , conocida como la curva LM que representa la combinación de niveles de producción y tasas de interés que mantienen el equilibrio en el mercado monetario.

El mercado de bonos

En economías abiertas, los inversionistas financieros pueden elegir entre activos en moneda doméstica y activos en moneda extranjera. Para ello, deberán tomar en cuenta una serie de elementos.

La paridad de intereses descubierta

Si el rendimiento de invertir en bonos nacionales es mayor al rendimiento de invertir en bonos extranjeros, es decir:

$$(1+i) > \frac{(1+i^*)E^e}{E}$$

Entonces, conviene comprar bonos en moneda nacional, y si sucede lo contrario, entonces convendrá comprar bonos en moneda extranjera.

En el equilibrio, deberá ser indiferente comprar bonos nacionales o extranjeros, por lo que debe cumplirse la siguiente igualdad:

$$(1+i) = \frac{E^e}{E}(1+i^*) \quad \text{donde } E^e = E^* - E$$

Esta condición es conocida como "Condición de Arbitraje". La expresión anterior puede re expresarse como:

$$i = i^* + \frac{E^e - E}{E}$$

Donde $\frac{E^e - E}{E}$ es la tasa de devaluación esperada, la cual se convierte en un premio a la rentabilidad de invertir en bonos en moneda extranjera. Entonces, la tasa de interés de bonos en moneda nacional es igual a la tasa de interés en moneda extranjera, más la devaluación esperada.

Naturalmente, la elección entre dos tipos de bonos depende, además de su rendimiento, del grado de riesgo inherente a él.⁴

Esto obliga a incorporar en la condición de arbitraje al riesgo. Siendo θ el riesgo del activo doméstico, la nueva condición de arbitraje exigirá que la tasa de interés del activo doméstico sea más elevada, es decir:

$$i = i^* + \frac{E^e - E}{E} + \theta \dots\dots\dots(3)$$

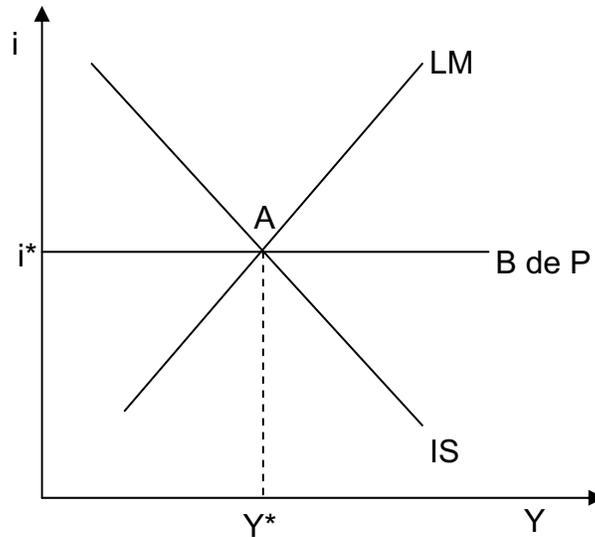
El efecto de un incremento de la tasa de interés de los bonos en moneda extranjera, i^* , ceteris paribus, dependerá del régimen cambiario, pues al ser los bonos en moneda extranjera más rentables, el público cambiará moneda doméstica por moneda extranjera, y al aumentar la demanda de moneda extranjera el tipo de cambio aumenta.

La perfecta movilidad de capitales implica una integración financiera alta, muy similar a la que se lleva a cabo en nuestros días. Como ya se mencionó, este supuesto implica que sólo hay un tipo de interés al que la balanza de pagos puede estar en equilibrio, lo cual lleva a plantearse una línea horizontal paralela al eje de las abscisas para graficar el equilibrio de la balanza de pagos. De esta forma, el modelo Mundell-Fleming para una economía abierta puede describirse gráficamente como lo muestra la gráfica 1.

En este modelo el equilibrio general se logra cuando se cumplen simultáneamente las tres condiciones de equilibrio. El equilibrio general se logra en el punto A, obteniéndose un nivel de producción de equilibrio y una tasa de interés de equilibrio.

⁴ Esto significa que si dos activos dan el mismo rendimiento, el inversionista selecciona aquel activo que es menos riesgoso (más seguro).

Gráfica 1
Modelo Mundell-Fleming



Las dos vertientes del modelo hacen referencia al tipo de régimen cambiario. Así, para un régimen de tipo de cambio fijo, la autoridad monetaria tiene el compromiso de mantener estable el tipo de cambio. Mientras que para un tipo de cambio flexible, la autoridad monetaria no se compromete a mantener estable el tipo de cambio, por lo que puede decidir el stock de reservas internacionales que desea mantener y en consecuencia el stock de oferta monetario. Para efectos del presente análisis, se deja de lado la vertiente bajo régimen cambiario fijo, ya que el régimen de tipo de cambio flexible es el predominante en la economía mundial de nuestros días.

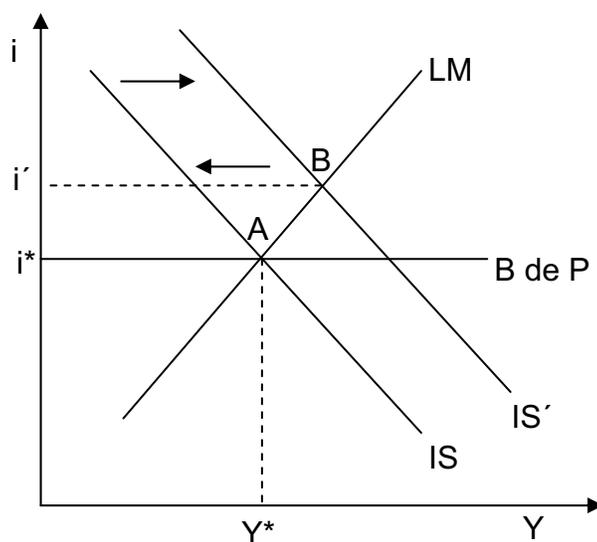
1.1.2 Efectos de la política fiscal y monetaria

Efectos de una política fiscal expansiva

El incremento del gasto del gobierno, incrementa la demanda agregada, esto genera que se demande una mayor cantidad de dinero por lo que el gobierno vende bonos presionando al alza la tasa de interés doméstica, se comienza a dar una entrada masiva de capitales y una abundante cantidad de dólares, lo que origina un superávit en la balanza de pagos (punto B de la Gráfica 2). Dado que se trata de un régimen cambiario de tipo de cambio flexible, se deja que el mercado privado determine el precio, la moneda termina por apreciarse provocando una

disminución en el superávit de la balanza de pagos. Ahora las mercancías nacionales son más caras provocando una caída de las exportaciones netas, contrayendo la demanda agregada, neutralizando el efecto inicial de la política fiscal expansiva.

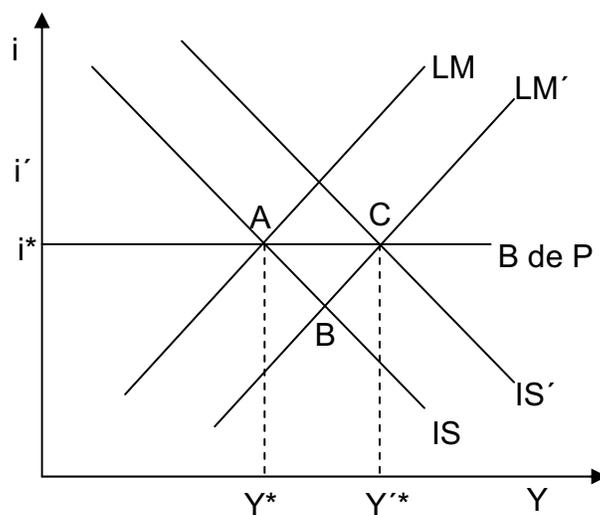
Gráfica 2
Política fiscal expansiva



Efectos de una política monetaria expansiva

Una expansión de la oferta monetaria le otorga mayor liquidez a la economía, aumentando el producto. El desplazamiento de la curva LM hacia la derecha origina una caída de la tasa de interés interna provocando una salida masiva de capitales y un déficit en la balanza de pagos. Se presiona a la moneda hacia una depreciación, la cual bajo el régimen de tipo de cambio flexible es efectuada, provocando una mejoría en el saldo de la cuenta corriente, se desplaza la demanda agregada y la curva IS se traslada hacia la derecha, con lo cual se refuerza el efecto de la política monetaria expansiva (véase Gráfica 3).

Gráfica 3
Política monetaria expansiva



1.1.2 Paridad cambiaria y Tasas de interés: paradojas del modelo M-F

El modelo macroeconómico de economía abierta, descansa sobre dos premisas fundamentales: apertura comercial y liberalización financiera.

La apertura comercial implica que en caso de un desequilibrio deficitario en la balanza comercial, el ajuste no debe darse por medio de restricciones sobre los flujos de bienes y servicio, sino a través del sistema de precios relativos, esto es, a través de la paridad cambiaria. De esta forma, el ajuste por variaciones en la paridad se lleva a cabo de manera automática, esto significa que la variable relevante es el tipo de cambio.

Por otro lado, la desregulación financiera implica la eliminación de barreras al libre flujo de capitales. La liberalización y desregulación financiera se realizan con el fin de atraer capital extranjero e impulsar el proceso de crecimiento económico, utilizando el ahorro externo.

Ambas premisas, en la medida que se llevan a cabo simultáneamente, comienzan a entrar en conflicto provocando una serie de contradicciones y cuestionamientos al modelo.⁵ El primer conflicto que se presenta surge del hecho de que los países

⁵ Para un análisis más detallado acerca de las contradicciones del modelo de economía abierta véase Nadal (2001)

con la intención de atraer ahorro externo, bajo la figura de inversión extranjera, colocan en segundo plano la necesidad de realizar un ajuste devaluatorio generado por déficit comercial, satisfaciendo con ello las necesidades de los inversionistas extranjeros. Con ello, el tipo de cambio se convierte en una variable más ligada a las necesidades de la esfera financiera, dejando de lado su función fundamental.

De esta manera, se observa que los flujos de capital se convierten en la variable que permite financiar los desequilibrios de la balanza comercial, los cuales a su vez estarán en función del nivel de la tasa de interés, es decir, una tasa de interés doméstica por encima de la tasa internacional genera una entrada masiva de capitales y un superávit en la cuenta de capital; una tasa interna por debajo del nivel internacional, provoca un efecto contrario. En efecto, la variable de ajuste del desequilibrio externo ya no es el tipo de cambio, sino la tasa de interés.

En síntesis, la tasa de interés deja de ser un instrumento de regulación monetaria y se convierte en válvula para eliminar presión sobre el mercado cambiario. Se convierte más en una variable de control que permite sostener artificialmente un tipo de cambio sobrevaluado. En otras palabras, la tasa de interés se desnaturaliza y deja de ser un instrumento de regulación monetaria para convertirse en herramienta para garantizar la rentabilidad de los capitales extranjeros.⁶

Lo que se tiene, entonces, es un ambiente macroeconómico incierto, en donde los flujos de capital producen un efecto negativo sobre el tipo de cambio que contribuye a intensificar el desequilibrio externo (la apreciación del tipo de cambio favorece las importaciones y encarece las exportaciones).⁷ El deterioro del saldo de la balanza comercial produce a su vez una mayor necesidad de fondos de corto plazo para financiar el creciente y persistente déficit. Esta necesidad creciente de capital extranjero provoca que las autoridades monetarias eleven la tasa de interés

⁶ Nadal (2001)

⁷ Adicionalmente, se presenta un efecto negativo sobre todo el aparato productivo doméstico, un efecto sustitución que desplaza ramas de la producción doméstica y las reemplaza por importaciones.

mucho más allá del nivel necesario para asegurar el equilibrio en el mercado monetario doméstico.

Por otra parte, el proceso de desregulación financiera incluye la correspondiente al sector bancario, la idea es que conforme se presenten mejores y más rentables oportunidades de inversión los agentes económicos, se supone, tendrán mayores incentivos a ahorrar. Si embargo, dicho proceso a originado que una gran parte del ahorro interno se dirija a la inversión financiera o especulativa, sobre todo a partir del surgimiento y fortalecimiento de los mercados bursátiles.⁸

Finalmente, es de especial consideración las prácticas especulativas y de arbitraje que los agentes financieros realizan sobre los mercados de divisas. A medida que las divisas de otros países se convierten en activos más atractivos los inversionistas pueden preferir aprovechar las disparidades en tipos de cambio y tasas de interés. Al aumentar, la volatilidad y la incertidumbre, se intensifica la presión sobre los agentes para realizar con mayor frecuencia ese tipo de operaciones, en detrimento de la inversión productiva de más largo plazo.

En el marco de la apertura financiera y comercial que plantea el modelo, se observa que el flujo de capitales se erige como una variable exógena, que profundiza los desequilibrios externos. Entonces, los flujos de capital hacia una economía no necesariamente reflejan una situación saludable de dicha economía. Por otro lado, en la medida que se desplace capital de una economía a otra, la apertura financiera abre la posibilidad al sector privado de contraer deuda.

⁸ Nadal (2001)

1.2 Comportamiento económico: La teoría de Minsky y "La hipótesis de la inestabilidad financiera"⁹

1.2.1 La Hipótesis de la Inestabilidad Financiera

La teoría de la Inestabilidad Financiera de 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 choque 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 implicaciones de la teoría que han etiquetado bajo el nombre de hipótesis de la inestabilidad financiera (en adelante HIF) es que, existen costos al hacer desaparecer la amenaza de la deflación de la deuda bajo la forma de una agravada inestabilidad y una tendencia a la estanflación.

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

⁹ Esta sección está 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.

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.

Las interpretaciones clásicas de Keynes virtualmente ignoran su análisis de los mercados e interrelaciones financieras.

La teoría económica clásica no examina la posibilidad de que existan fuerzas endógenas desequilibrantes al interior de una economía capitalista debido a la forma en cómo se determinan los precios de los activos de capital o se financian las posiciones en esos activos y la manera en como se financia la actividad de la inversión.

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.

La HIF es una variante de la teoría keynesiana estrechamente vinculada con las percepciones que sostiene Kalecki sobre la formación de las ganancias.

Para comenzar se supone una economía capitalista moderna, es decir, que posee una estructura financiera compleja y sofisticada, en este tipo de sistemas financieros los títulos están estratificados y existe la especialización en las prácticas financieras, permitiendo un amplio rango de técnicas mediante las cuales las empresas controlan los activos de capital.

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 d 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, 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.

El problema que la teoría asigna es cómo los activos generan efectivo y cómo las relaciones entre los compromisos de pago de efectivo, flujos de efectivo anticipados y flujos de efectivo realizados afectan el desempeño del sistema.

El grueso de los flujos de efectivo de una empresa, procedentes de su participación actual en la producción, son los ingresos provenientes de sus ventas.

Estos ingresos, menos lo que Keynes llamó “gastos en curso”, rinden ganancias brutas antes de impuestos las que, siguiendo a Keynes llamaremos Q. Entonces tendremos una serie de cuasirentas anticipadas o ganancias brutas AQ_1, \dots, AQ_n . Las empresas también pueden poseer activos financieros que rindan flujos de efectivo en tanto los contratos se cumplan.

Los pasivos establecen pagos de efectivo demandados, fechados y contingentes. De esta manera la estructura de pasivos conduce a compromisos de pago los cuales se denominaran PC_1, \dots, PC_n . con esto tenemos dos series de tiempo, una de ganancias brutas anticipadas, AQ_i , la segunda de compromisos de pago provenientes de la estructura de pasivos, PC_i . para que la inversión sea viable se requiere:

$$\sum AQ_i > 0 \quad (1)$$

$$\sum_{i=1}^n AQ_i > PC_i \quad (2)$$

es decir, el efectivo deberá exceder a los compromisos de pago. Si se separan a las cuasirentas anticipadas y los compromisos de pago en dos: $AQ(a)$, $AQ(y)$ y $PC(a)$, $PC(y)$. Donde: $AQ(a)$ es el monto de cuasi rentas que representan el desperdicio o consumo de capital, $PC(a)$ que es el monto de los pagos sobre deudas que constituyen un reembolso del principal, y $AQ(y)$ y $PC(y)$ que son la parte del ingreso neto de los flujos de efectivo.

Entonces:

$$AQ(y) = AQ - AQ(a) \quad (3)$$

$$PC(y) = PC - PC(a)$$

Una unidad financiera se denomina hedge, cuando:

$$AQ_i > PC_i \quad (4)$$

Es decir, los ingresos anticipados totales exceden los gastos en curso. Dicho de otra forma:

$$AQ_i - PC_i > 0 \quad (5)$$

El valor de la empresa se denota por:

$$E = \sum_{i=1}^n k_i (AQ_i - PC_i) \quad (6)$$

Donde K es el grado de incertidumbre y depende de las tasas de interés de mercado. E, es un valor capitalizado de los flujos de efectivo.

Por otra parte la demanda de dinero vendrá dada por la siguiente ecuación:

$$M_d = \sum_{i=1}^n (T_i (X_i) + L_i (PC_i))$$

De esta manera una posición monetaria (la cual puede consistir, en gran parte, en activos financieros de corto plazo) existe y está relacionada con los gastos de corto plazo en curso X_i y los compromisos de pago sobre los contratos PC_i .

Siguiendo la clasificación de Minsky, para una unidad financiera especulativa debe suceder:

$$AQ_i < PC_i \quad (8)$$

($i = 1, \dots, m$ con m muy pequeña)

o también

$$AQ_i > PC_i \quad (8)$$

($i = m+1, \dots, n$)

para los primeros m periodos

$$\sum_{i=1}^n AQ_i (Y) > \sum_{i=1}^n PC_i (Y)$$

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.

Para el financiamiento especulativo la demanda de dinero sigue estando dada por la ecuación (7). Sin embargo, para unidades de este tipo, PC_i / X_i ($i = 1, \dots, m$) por dinero y los activos del mercado de dinero son mas una función de los compromisos de pago a causa de deudas.

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

Por lo anterior, se espera que la L_i de las empresas especulativas esté negativamente relacionada con las tasas de interés.

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, es decir:

$$AQ_i < PC_i \quad (10)$$

$(i = 1, \dots, n-1)$

o también

$$AQ_i \gg PC_i \quad (i = n)$$

Más aún,

$$AQ_i(Y) < PC_i(Y) \quad (11)$$

$(i = 1, \dots, n-1)$

$$AQ_i(Y) \gg PC_i(Y) \quad (i = n)$$

El valor presente de las unidades inmersas en financiamiento Ponzi es sensible a las tasas de interés. Gracias a la ecuación (11) y a que $PC_i(Y)$ se incrementa cuando las tasas de interés (de corto plazo) se incrementan, las deudas vigentes de una unidad Ponzi se incrementan a una tasa más rápida entre mayores sean las tasas de interés referidas. Además si AQ_n refleja el valor de un activo de capital ésta disminuirá con tasas de interés cada vez mayores.

La formalización de las relaciones de flujo de efectivo arroja luz sobre la emergencia de la inestabilidad financiera.

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 n -vo 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.

Este último tipo de financiamiento es característico de una gran parte de la inversión en proceso. Un proyecto de inversión no rinde ingresos hasta que dicho proyecto se ha concluido.

El costo de producción incluye los costos de interés en los primeros gastos que se hicieron. El valor completo del proyecto es el valor presente de las ganancias anticipadas, las cuales están inversamente relacionadas con las tasas de interés. Cuando éstas aumentan, el valor presente de los esquemas Ponzi puede volverse negativo; el valor del AQ_n , que hace viable al esquema, disminuye aún y cuando

la deuda acumulada, por el exceso de los costos corrientes (incluyendo los cargos por intereses) sobre las primeras cuasi rentas, aumente.

1.2.2 Estructuras financieras robustas y frágiles

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.

Ahora bien, ¿qué es lo que determina a las cuasi rentas, que posibilitan a las unidades a cumplir con sus compromisos financieros? ¿ La estructura de relaciones financieras establece límites para el desempeño del sistema, que permite a las unidades satisfacer sus compromisos financieros?

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 pago¹¹. 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.

Un aumento en las tasas que disminuya el valor de mercado de la empresa también disminuye el margen de seguridad que brinda el exceso del valor de mercado de las acciones respecto al valor nominal de las deudas. Para una empresa hedge ello no afecta la capacidad de la empresa para cumplir con sus compromisos de pago, aunque sí puede afectar los términos bajo los cuales deuda adicional puede ser emitida. Puesto que los términos en que la deuda puede ser emitida afectan a la inversión, ésta se reducirá.

Los otros dos tipos de unidades deben emitir deuda para así poder hacer frente a sus compromisos. Ambas son vulnerables a cualquier trastorno, bajo la forma de términos transitorios desfavorables de financiamiento, que puedan presentarse en los mercados financieros. Un aumento en las tasas de interés que afecta de manera el valor de una empresa Ponzi comprometerá su capacidad de emitir

deuda y trasladará a una unidad especulativa o Ponzi a una clase de riesgo más elevado.

La clase de riesgo de una empresa refleja las percepciones que se tienen sobre las posibilidades que ésta tiene para cumplir con sus pagos. Si un aumento en las tasas de interés compromete el valor de una unidad especulativa o Ponzi, el refinanciamiento de la deuda que está próxima a vencer y la emisión de nueva deuda se dará en los términos que reflejen el capital contable comprometido.

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. Los bancos y otras instituciones financieras son comerciantes de deuda. Estas instituciones comercializan sus deudas con los tenedores de activos y, así financian varios tipos de actividades. Los saldos de efectivo de las carteras que son excesivos son materia prima potencial para dichos préstamos. La sustitución de deuda de corto plazo por deuda de largo plazo en el financiamiento de la inversión en proceso y la tenencia de activos provee un mercado para estos préstamos. Por esta razón, los bancos y otras instituciones tienen un incentivo para inducir a las unidades hacia un financiamiento especulativo 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

¹¹ El valor capitalizado viene dado por la E de la ecuación (6)

banqueros extrapolan su éxito en el cumplimiento de sus compromisos financieros en una menor protección contra las crisis financieras.

1.2.3 La generación de ganancias y el ciclo económico

La generación de ganancias

Las ganancias brutas kaleckianas después de impuestos son los flujos de efectivo realizados que posibilitan a aquellas empresas que emplean la deuda para financiar el control sobre los activos de capital a satisfacer sus compromisos de pago. Las ganancias anticipadas determinan la voluntad de los banqueros y los hombres de negocios para extender o adquirir compromisos financieros.

La fórmula extendida de Kalecki para las ganancias son determinantes importantes del comportamiento del sistema y ayuda a explicar la experiencia de los ciclos económicos.

En la formulación de Kalecki de la determinación de las ganancias hay una ambigüedad. Mientras que el nivel de ganancias en la producción de bienes de consumo esta determinado por la condición de que las ganancias en la producción de bienes de consumo equivalen al pago de salarios en la producción de los bienes de inversión ($\Pi_c = W_i N_i$), no existe una relación lineal de este tipo que rijan para la determinación de las ganancias en la producción de los bienes de inversión.

Las ganancias privadas son igual a las ganancias en la producción de bienes de consumo más las ganancias en la producción de los bienes de inversión ($\Pi = \Pi_c + \Pi_i$). El valor de la producción de la inversión es el pago salarial en la producción de los bienes de inversión más las ganancias en la producción de los bienes de inversión ($I = W_i N_i + \Pi_i$).

De lo anterior se sigue que las ganancias totales equivalen a la producción de la inversión ($I = \Pi_c + \Pi_i$).

Sin embargo, para determinar las ganancias en las industrias de los bienes de inversión es necesario referirse a las condiciones de la oferta de la producción de la inversión.

Una gran parte de los bienes de inversión consiste en artículos únicos, además su producción involucra periodos de gestación. Así, la inversión usa recursos financieros líquidos con trabajo en proceso. Estos recursos financieros líquidos frecuentemente se toman prestados de los bancos. En cualquier caso, deberán cargarse intereses, a manera de costos de oportunidad y ser cubiertos por el precio de oferta.

Los bancos prestan sobre la base de un margen de seguridad. Las rentas esperadas de las ventas de la producción de los bienes de inversión deberán exceder los costos de producción, incluyendo los cargos de intereses sobre los fondos asegurados durante el periodo de gestación, en cierto monto. La necesidad de proteger a los banqueros conduce a un precio de oferta de los bienes de inversión que excede por un margen sustancial los costos en curso de la producción.

Además, las deudas hacia los bancos, otras instituciones financieras y el mercado abierto son empleadas por las empresas para financiar posiciones en activos de capital.

Los términos en los que el financiamiento está disponible para la tenencia de activos de capital determinan el precio de mercado de dichos activos.

Las condiciones del mercado financiero entran en la determinación de la inversión de dos maneras: ellas determinan el precio de oferta de la producción de la inversión, debido a que son un costo que debe ser recuperado, y determinan el precio de demanda, gracias a que el precio de los activos de capital depende de la forma en que las posiciones en estos activos pueden ser financiadas.

En las economías capitalistas modernas, las empresas con poder de mercado tienen precios de oferta que involucran un incremento con el fin de obtener ganancias predeterminadas sobre los costos excedentes. La asignación de precios con incremento es el resultado natural del enfoque que el banquero o el funcionario encargado de las finanzas tienen de los procesos económicos.

En una economía capitalista la inversión depende de lo que es financiado, que a su vez depende de un exceso en el precio de demanda de la inversión sobre el

precio de oferta de la producción de la inversión. El precio de la demanda de la inversión se deriva del precio de mercado de los activos de capital.

El precio de oferta de la producción incluye los costos de financiamiento durante los periodos de gestación y los márgenes de seguridad que establecen los banqueros al financiar tales productos.

En un sistema capitalista, los términos bajo los cuales los banqueros financian posiciones en activos de capital y la producción de la inversión son determinantes críticos del comportamiento del sistema. Tal financiamiento afecta directamente a las ganancias y, por lo tanto, el que el ingreso corriente valide o no a la estructura de pasivos heredada.

Los ciclos económicos

En los análisis del ciclo económico, el estudio de crisis financieras, el punto de cambio más elevado es de especial interés, puesto que una crisis financiera frecuentemente ocurre en las vecindades de estos puntos de los ciclos de depresión profunda.

En una economía dominada por el financiamiento hedge, existen oportunidades de obtener ganancias al desplazarse hacia una mezcla mayor de arreglos especulativos. Ello es así debido a que las condiciones para el suministro de financiamiento a corto plazo conducen a unos menores costos de financiamiento para aquellos que pueden calificar. Un aumento en la mezcla de financiamiento especulativo en el total, incrementa la demanda por este tipo de financiamiento y por lo tanto en los precios de los activos de capital, lo anterior conduce a incrementos en la demanda de la inversión, en la inversión que es financiada y en las ganancias. En el paso hacia un financiamiento especulativo, las ganancias se incrementan en el agregado, lo que valida las decisiones de aquellos que prestaron y de aquellos que pidieron prestado para embarcarse en financiamiento especulativo.

El desplazamiento de un sistema financiero de una estructura que no es hospitalaria con las crisis financieras a una que sí lo es tiene dos características.

La primera, que el peso del financiamiento especulativo se incrementa de manera continua. La segunda se refiere a la mayor dependencia de los bancos, las instituciones financieras y las empresas ordinarias en su capacidad para hacer posición mediante la venta de pasivos más que mediante el uso de dinero o activos líquidos y garantizados.

Un auge de la inversión es acompañado por aumentos en el volumen y complejidad de las relaciones financieras. Los arreglos financieros de un proyecto de inversión son muy parecidos a las características que se han identificado del financiamiento Ponzi. Durante el periodo de construcción, los pagos comprometidos exceden a los ingresos del proyecto.

Las relaciones de flujos de efectivo en la inversión en progreso hacen del financiamiento Ponzi una característica esencial y no periférica de la estructura financiera del capitalismo.

El costo del producto de la inversión que es producido y debe recuperarse mediante los precios de venta del bien de inversión pues un activo de capital está positivamente relacionado con la tasa de interés de corto plazo, aún y cuando el precio de mercado del activo de capital está relacionado negativamente con la tasa de interés de largo plazo.

La elevación del costo de inversión por encima del valor esperado del activo de capital llevará a una caída de nueva inversión y al hundimiento de los proyectos de inversión corrientes.

La incapacidad de pago de las unidades ponzi y especulativas hará que los bancos y otras instituciones financieras queden sin fondos. Estas unidades buscarán efectivo emitiendo nuevas obligaciones o vendiendo activos para mantenerse a flote. Bajo estas situaciones, los precios de los activos se desploman y los términos de los obligaciones se incrementarán.

La sequía en las finanzas y la falta de efectivo reduce la inversión, la cual reduce la inversión y las ganancias, conduciendo a una disminución de los valores presentes de las empresas. De esta forma, las protegidas unidades hedge se convierten en unidades especulativas agobiadas.

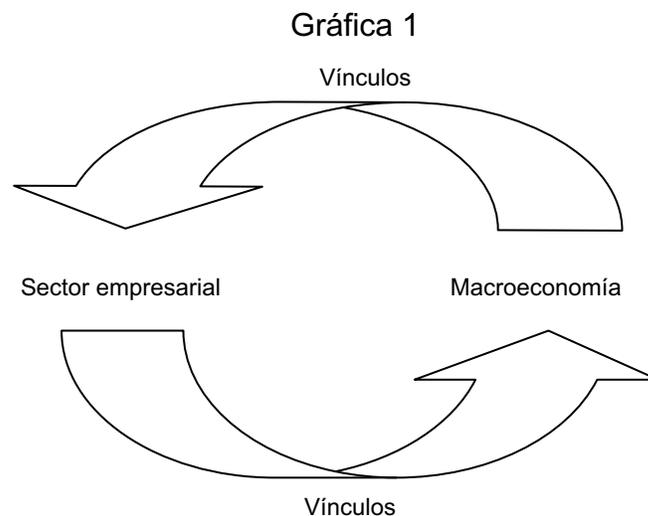
El punto de cambio más elevado es enteramente endógeno si se aceptan dos hechos. Primero, que las tasas de interés aumentan en el auge de la inversión. Segundo, que el éxito económico induce a los banqueros y demás instituciones financieras a buscar mayores oportunidades de obtener ganancias, y a los prestatarios a involucrarse cada vez más en arreglos financieros especulativos y a economizar en sus tenencias de dinero y activos financieros protegidos. Para que las tasas de interés no se eleven en una fase de auge de inversión, la oferta de financiamiento debe ser infinitamente elástica, lo que implica que hay una abundancia de innovación financiera o que el banco está suministrando reservas en montos ilimitados.

De esta manera, aunque los procesos endógenos conducen a una crisis incipiente y a un punto más elevado de cambio, la magnitud de la crisis financiera y el hecho de que tenga lugar o no un proceso de deflación de la deuda dependerá de dos cosas. La primera se refiere a que tan rápido interviene el banco central como prestamista de última instancia y, la segunda se refiere a la capacidad o incapacidad de los déficits gubernamentales para estabilizar las ganancias.

En particular, la función de prestamista de última instancia va dirigida a asegurar que la caída generalizada en los valores de los activos de capital no sucederá cuando dichos activos sean ofrecidos en venta por las unidades que requieran de efectivo para tomar posición. Es la responsabilidad de banco central el facilitar la reestructuración de las deudas para que una vez terminada la crisis el peso del financiamiento hedge en la estructura financiera se incremente.

1.4 La empresa privada: vínculos macroeconómicos y financieros

Tradicionalmente, los policy makers habían centrado su atención en los indicadores macroeconómicos y, en menor medida, en el sector financiero. Durante los últimos años la economía global se ha caracterizado por una fuerte inestabilidad financiera, la cual ha tenido resultados de consideración sobre las naciones, principalmente en vías de desarrollo.¹² Una consecuencia de estos acontecimientos ha sido el reconocimiento de la importancia de la empresa privada y el papel que desempeña en el desarrollo económico.¹³ En la actualidad, en muchos países, se plantean nuevos vínculos e interrelaciones entre los problemas macroeconómicos y la empresa privada (ver gráfica 1)¹⁴



1.4.1 El sector empresarial vs la política macroeconómica

En primer lugar, el desempeño macroeconómico puede afectar el buen funcionamiento del sector empresarial, sobre todo si se trata de empresas con alto grado de apalancamiento de las siguientes formas:

- Las variaciones de las tasas de interés mundiales y las primas por riesgo país pueden hacer variar el costo del endeudamiento de las empresas que soportan una pesada carga de la deuda externa.

¹² La crisis asiática de 1997 dejó ver que ni siquiera naciones desarrolladas como Japón están exentas de verse involucradas y alcanzadas por los desequilibrios financieros internacionales.

¹³ Ya desde la década de los sesenta se hacían planteamientos al respecto. Heiremans (1962)

¹⁴ Gray y Stone (1999)

- Acelerada depreciación del tipo de cambio puede elevar el costo de del servicio de la deuda de las empresas con una gran deuda externa, desestabilizar el sector empresarial e incluso amenazar la viabilidad de muchas empresas.
- Un alto nivel de deuda a corto plazo de las empresas, denominada en moneda extranjera, aumenta la vulnerabilidad de la macroeconomía ante la depreciación del tipo de cambio y las salidas de capital repentinas.
- Los efectos adversos sobre la demanda interna y el crédito bancario que puede tener una política monetaria restrictiva con altas tasas de interés, aplicada para contener la rápida depreciación de tipo de cambio, se ven intensificados por la cuantiosa deuda de las empresas y pueden, por ende, empeorar la situación financiera del sector empresarial.

En segundo lugar, el sector empresarial puede afectar al desempeño macroeconómico a través de los siguientes vínculos:

- La reestructuración de las empresas con un nivel de apalancamiento excesivo que luchan por mantenerse financieramente a flote, puede amplificar la desaceleración económica al provocar la rápida enajenación de activos a precios de liquidación y una rápida contracción
- Una reducción del crédito a las empresas provocada por una insuficiencia de capital bancario puede obligar a los gobiernos a desviar recursos fiscales hacia la recapitalización de los bancos
- Si el sector empresarial cae en insolvencia, la disminución de la inversión y el largo periodo que exige la reestructuración de las empresas pueden obstaculizar el crecimiento económico.

Las recientes crisis han planteado nuevos desafíos en materia de política económica, que a su vez han impulsado el desarrollo de nuevos enfoques analíticos.

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.¹⁵ 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.¹⁶

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.

¹⁵ Kim y Stone (1999)

¹⁶ Gray y Stone (1999)

Capítulo II

El sistema financiero internacional post Bretón Woods y el financiamiento a las empresas

2.1 Sistema Financiero Global: Flujos de capital y riesgo cambiario

En los últimos años se ha dado 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 los años posteriores a la instauración de los acuerdos de Bretton Woods, se suscitó un crecimiento de dólares en circulación a escala mundial, alimentado por las apariciones crediticias nominadas en dólares realizadas en Europa (eurodólares)¹⁷ lo cual hizo imposible satisfacer la conversión al oro de los dólares que constituían las reservas internacionales de los bancos centrales acogidos al sistema de Bretton Woods y defender, al mismo tiempo, al tipo de cambio oro del dólar. Por ello en 1971 E.U. desliga al dólar de su compromiso de convertibilidad; generalizándose a partir de esa fecha la flotación de divisas.¹⁸

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.

Hoy en día, se está creando una nueva configuración monetaria-financiera global no regulada por los Estados nacionales y que condicionan la acción de los

¹⁷ Este rápido crecimiento del mercado del eurodólar tuvo durante la década de los setenta, al menos, dos influencias perturbadoras en el sistema monetario mundial: 1) Expansión acelerada de la liquidez privada internacional y, 2) Aumento de los flujos internacionales de capital. Arenas (1999)

¹⁸ 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.

mismos, bajo un marco de alta volatilidad y fragilidad sistémica. La economía mundial ha venido operando desde entonces en un ambiente de inestabilidad e incertidumbre cambiaria. Se pueden identificar cuatro rasgos que caracterizan al sistema financiero internacional actual.¹⁹

Un primer rasgo es el desplazamiento del financiamiento bancario por el que se obtiene mediante la emisión de títulos de deuda (papeles comerciales, bonos, etc.) en los mercados de valores.²⁰ Dicho de otra manera, la banca comenzó a traspasar títulos a terceros en los llamados mercados secundarios de deuda, con el objeto de reducir los riesgos de moratoria.

Un segundo rasgo corresponde a la innovación financiera, con el objetivo explícito de mejorar la administración y transferencia de riesgos financieros, incrementar la liquidez de los instrumentos y aumentar la oferta de crédito. Sobre este punto cabe resaltar la expansión que tuvo el mercado de derivados: futuros, opciones y swaps.

Un tercer rasgo hace referencia a la globalización y transnacionalización de los movimientos internacionales de dinero y capitales. Esta interconexión de los mercados de los países se hace posible debido a los adelantos en telecomunicaciones vía satélite, permitiendo la operación continua de los procesos financieros y el comercio de capitales en todo el mundo. Cabe mencionar que este conjunto de mercados transnacionales opera fuera de los ámbitos regulatorios de los bancos centrales, creando liquidez internacional en forma privada.

El cuarto y último rasgo, se hace referencia a las nuevas formas regulatorias con los procesos de liberación y desregulación de los mercados y los agentes que buscan que la captación y asignación de fondos se cumpla mediante una acción más abierta de los juegos de mercado.

De conjunto, las características arriba mencionadas han permitido el surgimiento de nuevos centros financieros, se han creado nuevas figuras financieras y, en

¹⁹ Garrido (1998)

²⁰ Este fenómeno se conoce como titularización de la deuda.

muchos casos, la normatividad que rige las actividades financieras se volvió más flexible.

2.1.1 Globalización y volatilidad de los mercados²¹

Las tendencias suscitadas en las décadas pasadas integraron y tornaron más global el sistema financiero internacional. De tal suerte que hoy en día es un hecho que los acontecimientos financieros y monetarios de una nación incidan de inmediato en las demás y asimismo haya aumentado de manera sustancial el volumen y la volatilidad de los mercados financieros. Bajo esas circunstancias, una característica central del sistema financiero mundial es su cambio vertiginoso en el tamaño, complejidad y rapidez de los mercados de capital internacional.

Existe la necesidad de una mayor cooperación monetaria y financiera internacional en virtud de la mayor integración de facto de los mercados financieros. La globalización financiera se refiere a la estructura de mercado creada por el comercio de capitales a nivel mundial, e implica una mayor diversificación y expansión de las fuentes y usos de fondos financieros.²²

La globalización financiera, que nació con la liberalización y la desregulación, ha traído consigo la implementación de una economía internacional de valorización del capital bajo su forma financiera.²³ Este capital impone en todo momento su preferencia por la liquidez.²⁴ Trata de 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 esta dominada por los grandes fondos de inversión (pension funds y mutual funds), así como por las sociedades transnacionales y los grandes bancos internacionales.

²¹ La expresión "mundialización del capital" es la que corresponde más exactamente a lo que abarca el término inglés *globalisation*.

²² Leriche y Martínez (1997)

²³ Chesnais (2001)

²⁴ Keynes (1936)

El crecimiento espectacular de las transacciones financieras ha sido uno de los hechos más significativos que se dieron a partir de la década de los ochenta y de manera más acentuada en la década de los noventa. En efecto, la esfera financiera representa la punta hacia adelante del movimiento de globalización financiera en el cual su movilidad es la más grande y en el cual los intereses privados parecen haber retomado totalmente la iniciativa frente a los Estados. El dinamismo específico de la esfera financiera, su crecimiento a ritmos cualitativamente superiores a los de la inversión, del PIB o del comercio, es quizás el factor que más transformó, por sí sólo, la situación económica de los últimos quince años.²⁵

Se pueden identificar tres etapas en la génesis de la globalización financiera²⁶:

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, trae consigo riesgos acrecentados por el sistema financiero internacional y una inestabilidad que obstaculiza las decisiones del ámbito macroeconómico.²⁷

2.1.2 Los flujos internacionales de capital

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

²⁵ Chesnais (2001)

²⁶ Chesnais (2001)

²⁷ De Brunhoff (2001)

por largos periodos, sin correr el riesgo de encontrarse aislados del flujo internacional.²⁸

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.²⁹

El explosivo crecimiento de los flujos financieros internacionales no sólo ha excedido el crecimiento del comercio y de la inversión extranjera, sino lo más grave, que su abundancia se ha convertido en un elemento desestabilizador de la economía mundial. Una característica común de las recientes crisis financieras es que el gran crecimiento de los flujos de capital es, a la larga, seguido de un igualmente cuantioso y rápido retiro cuando las condiciones que lo favorecieron desaparecen. Los flujos de capital fondearon préstamos en divisas. La necesidad de cubrirse del riesgo cambiario es el factor que con el tiempo termina en crisis. La exposición en moneda extranjera representa dos riesgos para la estabilidad: la tasa de interés, que normalmente es de corta duración y responde al rédito internacional por lo que puede requerir un repago rápido y sustitución con crédito interno, y el riesgo del tipo de cambio.

Los flujos de capital responden a motivaciones de rentabilidad. Su movimiento internacional implica tasa de interés reales altas y monedas estables o en proceso de apreciación. La sobrevaluación de las monedas se refuerza si la cuantía de los flujos aumenta.

Dada la relevancia del fenómeno a continuación se pasa una breve revisión del comportamiento de los flujos internacionales de capital, sobre todo hacia países en desarrollo.

El flujo de capitales de corto plazo es parte de un fenómeno nuevo en los flujos internacionales de capitales hacia los países en desarrollo que se registro desde fines de los ochenta. Un rasgo característico de este nuevo flujo internacional de capitales es que se trata de inversiones de cartera con gran movilidad para

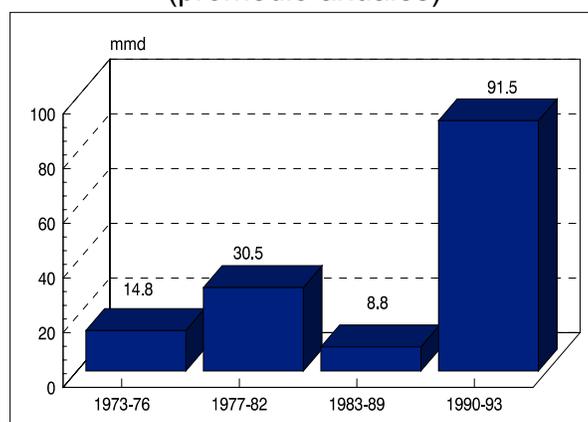
²⁸ Mata (2003)

²⁹ Kregel (1999)

desplazarse de uno a otro mercado emergente en función de las opciones de rentabilidad de corto plazo, por lo que son flujos altamente volátiles y con un carácter marcadamente especulativo.³⁰

Considerando estos flujos de capital de forma agregada, en la siguiente gráfica, se puede identificar distintos comportamientos.

Gráfica 1
Flujos netos de capitales hacia los países en desarrollo
(promedio anuales)



Fuente: Garrido(1998)

Como se puede observar este gran ciclo de financiamiento internacional hacia los países en desarrollo terminó al estallar la crisis de deuda externa a partir de 1982, lo que significó una reducción en los flujos internacionales a dichos países. Sin embargo, a partir de 1990 la situación cambia. El flujo neto de capitales se incrementa a niveles del orden de los 90,000 millones de dólares anuales promedio.

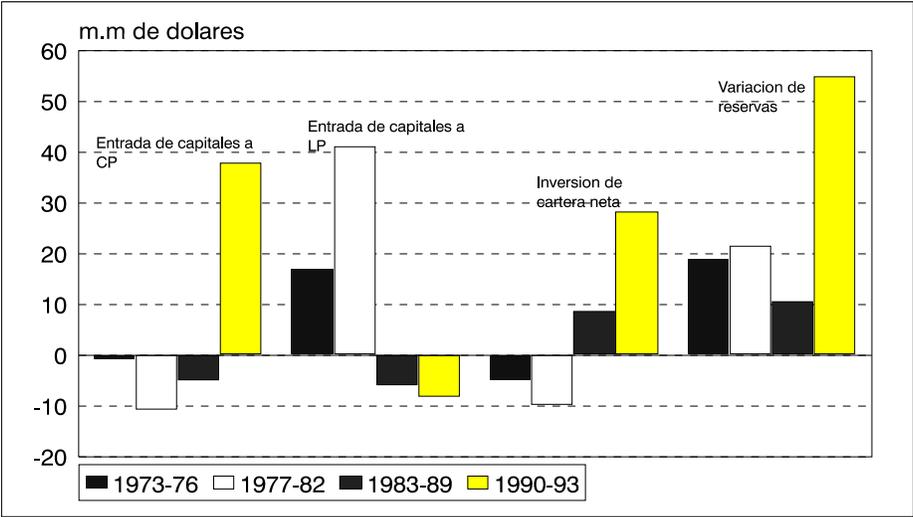
Por su parte, la inversión directa neta hacia los países en desarrollo presenta un comportamiento creciente ya que desde inicios de los setenta ha mantenido una evolución progresiva, llegando a alcanzar valores promedio anuales del orden de los 35,000 millones de dólares, para el periodo 1990-93.³¹

³⁰ Garrido (1998)

³¹ Garrido (1998)

En lo que se refiere al nivel de la inversión de cartera neta para los países en desarrollo, este había sido negativo entre 1973 y 1982, lo que se explica por el signo negativo que tenía el movimiento de capitales de corto plazo, que anulaban el movimiento positivo que tenía la entrada de capitales de largo plazo.

Gráfica 2
Flujos de Inversión de cartera a países en desarrollo
(promedios anuales)



Fuente: Garrido (1998)

Para el periodo que inicia en 1990, la situación arriba descrita se revierte, ya que los flujos de inversión se hacen positivos, al tiempo que se modifica la estructura de este flujo. El incremento de la inversión a corto plazo representa un aumento del endeudamiento vía bonos internacionales, pero también una nueva presencia de inversionistas extranjeros en los mercados accionarios de algunos países de Asia y América Latina. Por otra parte, como se observa en la gráfica anterior, el incremento de los flujos de capital hacia países en desarrollo se refleja también en el aumento de las reservas internacionales.

Otro rasgo a destacar corresponde al hecho que entre 1973 y 1982 los países de América Latina absorbieron casi en su totalidad dicho flujos de capital, mientras

que a partir de 1990 los países de Latinoamérica pierden participación relativa en los flujos globales, principalmente a favor de los países asiáticos.

En efecto, en la década de los noventa los mercados de capital internacional se caracterizan por el gran volumen de recursos financieros que manejan. Situación que facilitó el acceso a muchos países en desarrollo, particularmente a los denominados países emergentes.

Ciertamente, como se puede apreciar en el cuadro 1, los flujos de capital privado internacional hacia los países en desarrollo crecieron alrededor de 137,000 millones de dólares en 1994 a un máximo histórico de 207,000 millones de dólares en 1996. No obstante esta situación, dos años más tarde, los flujos cayeron a niveles de los 99,500 millones de dólares.

Cuadro 1
Flujos de capital privado a países emergentes
(miles de millones de dólares)

Concepto	1994	1995	1996	1997	1998	1999e
Flujos de capital privado neto	136.6	156.1	207.1	157.7	99.5	168.6
Inversión directa neta	75.4	84.3	105	119.4	99.1	99.1
Flujos oficiales netos	9.1	27.4	-3.4	17.5	28.6	5.7
Variación de las reservas	42.4	-65.6	-103.4	-55.2	-37.3	-80.8

Fuente: Arenas (1999)

El impacto de la crisis asiática hizo inevitable el fuerte descenso de los flujos de capital privado a los mercados emergentes desde 1997. Dicho de otro modo, la causa fundamental de la drástica reducción de los flujos de capital se debió, casi en su totalidad, al cambio de sentido de las corrientes financieras en los 5 países más afectados por la crisis de Asia. En efecto, como se observa en el cuadro 2, las cinco economías más afectadas por la crisis (Corea, Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia) registraron una salida neta de capital privado de 12,000 millones de dólares en 1997, mientras que en 1996 registraron una entrada de 93,000 millones de dólares. Contrariamente, los flujos de capital oficiales a estas economías aumentaron de prácticamente cero en 1996 a 27,000 millones de

dólares en 1997, principalmente debido a que el FMI y el Banco Mundial proporcionaron asistencia financiera para sus programas de ajuste.

Cuadro 2
Cinco Economías de Asia: Financiamiento externo
(miles de millones de dólares)

Concepto	1994	1995	1996	1997	1998
Financiamiento externo neto	47.4	80.9	92.8	15.2	15.2
Flujos de capital privado neto	40.5	77.4	93	-12.1	-9.4
Inversión directa	4.7	4.9	7	7.2	9.8
Flujos de capital oficiales netos	7	3.6	-0.2	27.2	24.6

Fuente: Arenas (1999)

Como se aprecia, existe un carácter cíclico del capital internacional, evidenciando que cuando las condiciones son propicias y estables permanecen y cuando varían son los primeros en fugarse. En suma, como se sugiere en el anterior análisis, en el origen de la crisis está el cambio de dirección de las corrientes financieras y la especulación contra el dólar.

2.2 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 ha planteado un desafío a los investigadores. En efecto, las crisis financieras de los últimos años han hecho sentir su onda expansiva alrededor del mundo.

Las crisis de México en 1994, Asia Oriental en 1997 y Rusia en 1998 tuvieron impactos negativos que trascendieron sus fronteras. Comprender las lecciones que han dejado las crisis es una herramienta útil para evitar episodios similares en el futuro.

Durante los años noventa la economía mundial entró en una etapa de creciente inestabilidad y crisis financieras. Los acontecimientos de 1997 en el sudeste asiático mostraron que incluso países como Japón no están exentos de sufrir este tipo de crisis. Se está cada vez 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 mercado único. Por lo cual un pequeño desajuste provoca una gran turbulencia en todo el sistema financiero internacional.

2.3.1 La crisis del sistema financiero mexicano y el efecto tequila

Causas de la crisis

Para el caso de México, en el ámbito macroeconómico, a partir de la renegociación de la deuda externa en 1990, se gestó una creciente entrada de capitales que llegó al orden de los 33,000 millones de dólares en 1993, alentados principalmente por expectativas favorables de la economía mexicana.

Por otra parte, para 1994 el déficit en cuenta corriente alcanzó los 28,000 millones de dólares, financiado por la entrada de capitales a corto plazo.

La reversión de la tendencia favorable se debió a la inestabilidad política y al alza en las tasas de interés internacionales.

Para evitar un ajuste cambiario, el gobierno aumentó la emisión de títulos denominados en dólares (Tesobonos). Para finales de 1994, el 74% del total de valores gubernamentales en poder del público era en tesobonos (en 1993 era sólo el 4%).

Del mismo modo, la desregulación del sector financiero, la privatización de los bancos y una fuerte entrada de capitales tuvieron como consecuencia un crecimiento importante de la cartera de crédito.³² El crecimiento del crédito contribuyó a un sobreendeudamiento privado y a la existencia de una burbuja de precios de activos.

³² Clavijo y Boltvinik (2000)

La falta de experiencia de los nuevos banqueros privados y la inexistencia de información del historial crediticio de las personas propició malas decisiones de crédito. La supervisión bancaria fue incapaz de controlar el rápido deterioro de los activos bancarios a partir de la privatización.

La crisis finalmente se desató con un ataque especulativo sobre la moneda que desembocó en una devaluación del 23% el 21 de diciembre de 1994. Adicionalmente, de enero a marzo el peso de deprecio un 46% y en marzo la tasa de Cetes alcanzó un nivel de 80%. La devaluación y el aumento en las tasas de interés tuvieron como consecuencia una caída del PIB del 6.2% en 1995 y una gran debilidad del sistema bancario.

En el contexto microeconómico, a partir de 1989, el gobierno promueve la creación de grupos financieros. Este nuevo marco legal, ante una banca recién privatizada con algunos banqueros realizando operaciones fraudulentas y con poca experiencia, además de una falta de capacidad de supervisión por parte de la autoridad, contribuyó a que diversos grupos financieros incurrieran en los llamados delitos de cuello blanco, además de que se observó un fuerte crecimiento de la cartera vencida.³³

En 1989 se liberalizaron las tasas de interés pasivas y se eliminó la canalización obligatoria del crédito por sectores, llamados cajones de crédito. Bajo el régimen de encaje legal, el Banco de México canalizaba los recursos depositados por los bancos hacia sectores estratégicos. Éste régimen se sustituye posteriormente por el coeficiente de liquidez y finalmente en 1991 se elimina por completo.

En 1990, se eliminan las restricciones sobre la compra de deuda del gobierno por parte de inversionistas extranjeros.

Los cambios en la regulación y el fuerte crecimiento del sector financiero a partir de 1989 abrumaron la capacidad de supervisión de la autoridad.

Medidas adoptadas a partir de la crisis

Una vez decretado el estado de crisis financiera el gobierno mexicano se dispuso a aplicar una serie de medidas iniciales.

El primer paso consistió en anunciar una sucesión de programas y acuerdos con la intención de reactivar la economía.³⁴ Adicionalmente, se anunció el Fondo para la Estabilidad de la Paridad de más de 50,000 millones de dólares con recursos provenientes del FMI, el Banco Mundial, el BID, el BIS, el Tesoro de E.U. y el Banco de Canadá principalmente.

En enero de 1995 el Banco Central establece una ventanilla de liquidez en dólares para los bancos comerciales a efecto de garantizarles el cumplimiento de sus obligaciones en moneda extranjera. También, en agosto de 1995 se establece el Acuerdo de Apoyo Inmediato a Deudores (ADE), que se enfocó a reducir las tasas activas nominales aplicables a tarjetas de crédito, créditos al consumo, empresariales, agropecuarios y de vivienda, así como a reestructurar créditos a plazos mayores.

Una de las medidas adoptadas a partir de la crisis fue la adquisición de cartera vencida. El gobierno federal a través del Fobaproa, desde 1995, comenzó a adquirir la cartera bruta de los bancos intervenidos por la CNBV

Se buscó el saneamiento de instituciones financieras a través Programas de apoyo adicionales con descuentos a los créditos a la vivienda, a la micro y pequeña empresa y al sector agropecuario y pesquero.³⁵

Finalmente, se buscó el fortalecimiento del marco regulatorio y de supervisión a través un mayor control sobre las carteras de los bancos y una nueva definición de créditos que deben considerarse parte de la cartera vencida.

En noviembre de 1997, el Banco de México dispuso que los pasivos denominados en moneda extranjera no podían exceder el 14% de los pasivos totales.

³³ En 1991 el gobierno vende 18 de los bancos en su poder al sector privado.

³⁴ Acuerdo de Unidad para Superar la Emergencia Económica (AUSEE), Programa de Acción para Reforzar el AUSEE (PARAUSEE) y la Alianza para la Recuperación Económica (ARE).

³⁵ El programa de rescate de carreteras también formó parte de este paquete.

Se logro la fusión de las Comisiones Nacionales Bancaria y de Valores, con la intención de concentrar la supervisión en una sola entidad, así como también se permitió una mayor participación de auditores externos.

En agosto de 1995 el Banco Central establece 31 requerimientos para las instituciones que busque fungir como intermediarios de productos derivados.

2.3.2 La crisis financiera del sudeste asiático

Antecedentes de la crisis

Los antecedentes de la crisis se ubican en la crisis financiera de Japón como resultado del auge financiero y crediticio de los ochenta.³⁶ El desplome de su bolsa de valores condujo a esa economía a una situación de estancamiento productivo. El yen comenzó a devaluarse frente al dólar y otras divisas fuertes, por lo que se acrecentó la competencia entre Japón y los tigres asiáticos en los mercados externos.³⁷ Las exportaciones de esas naciones se frenaron por la apreciación de sus monedas y la disminución de las importaciones japonesas.

Los gobiernos y grupos empresariales siguieron aplicando políticas expansionistas: los sistemas financieros se liberalizaron y se abrieron más al exterior y los desequilibrios externos se financiaron de manera creciente con flujos externos de capital de cartera. El detonador de la crisis asiática fue el ataque especulativo sobre el bath tailandés, el cual agotó prácticamente las reservas monetarias de ese país y llevó a un ajuste abrupto del tipo de cambio.

Por otra parte, algunos países de la región mostraban déficit crecientes en sus balanzas en cuenta corrientes, aunque no era una situación generalizada. Indonesia, una de las naciones más afectadas por la crisis, tenía un déficit en cuenta corriente de 3.26% del PIB.

También las monedas de los países estaban sobrevaluadas: tomando como base 1990, las monedas de Malasia, Singapur y Tailandia se habían apreciado 10%, la

³⁶ Guillen (1999)

³⁷ Las monedas de los países del sudeste asiático forman parte de la zona monetaria del dólar.

de Indonesia 20% y la de Filipinas 30%.³⁸ Como resultado de esa apreciación y los desequilibrios externos fue la notable expansión del endeudamiento en dólares.

En 1990-1994 el saldo superavitario de la balanza de capital generado por el ingreso de flujos de capital de cartera representó 10.1% del PIB en Malasia, 9.4% en Tailandia, 8.3% Filipinas y 5.3% en Indonesia.³⁹ Tan sólo en 1996, los flujos privados de capital a Indonesia, Malasia, Corea del Sur, Tailandia y Filipinas totalizaban 93,000 millones de dólares, contra 41,000 millones de dólares en 1994.⁴⁰

La volatilidad de los flujos provocó la sobrerreacción de los mercados y una cadena de devaluaciones y desplomes en los mercados bursátiles. Por la conexión entre los mercados financiero y bancario, acentuada por los procesos de liberalización la deflación de activos se extendió al crédito y al mercado de bienes raíces.

La crisis financiera provocó una desvalorización de activos en Asia que tan sólo de junio a diciembre de 1997 excedían los 700,000 millones de dólares de pérdidas del valor de las acciones en los mercados asiáticos, excluido Japón.

De junio de 1997 al mismo mes de 1998 el rango de depreciación fluctuó desde más de 20% en Japón y Singapur hasta más de 60% en Corea del Sur y Malasia y hasta 514.3% en el caso de Indonesia.

Dinero fácil y cuentas de capital abiertas generaron un incremento en la inversión extranjera que fueron atraídos por altas tasas de interés internas, mientras las empresas domésticas y grupos financieros fueron impulsando el endeudamiento basado en préstamos en divisas extranjeras. Fue la forma de financiamiento externo la que dejó expuestos a varios países a cambios en el comportamiento del mercado.

³⁸ Gillen (1999)

³⁹ Calvo (1996)

Reestructuración de las economías asiáticas

El programa de rescate de la región ha implicado recursos por 113,000 millones de dólares: 36,000 del FMI y 77,000 de otras fuentes multi y bilaterales. Se han aplicado programas para Tailandia del orden de los 17,000 millones; para Corea del Sur del orden de los 57,000 millones; Indonesia, 40,000 millones, y Malasia.

Con respecto a la parte empresarial asiática, la crisis hizo difícil que las empresas atendieran el servicio de la deuda, lo cual debilitó, a su vez, las instituciones financieras que les habían otorgado préstamos.

Las distintas medidas tomadas se encaminaron hacia la quiebra y disolución de algunos bancos señalados como insolventes, la garantía de los depósitos y el traspaso de los costos del rescate a los erarios públicos.

Todo se acompaña de una reforma de fondo de los institutos supervisores, del marco jurídico legal para dar paso a una eficiente regulación sobre quiebras. La participación de los Estados en la propiedad de los intermediarios financieros se plantea transitoria ya que en el corto plazo y después de su saneamiento de los bancos estos serán recomprados, principalmente por extranjeros.⁴¹

2.3.3 Crisis financiera de Rusia

Uno de los pilares de los últimos brotes de crisis financieras, junto a los casos de México y de Asia, ha sido el de Rusia.

El 27 de octubre de 1997 puede ser comprendida como el inicio de la gestación de la crisis financiera de la ex Unión Soviética.⁴² Se pueden considerar los últimos días de octubre como el punto de partida del periodo en el que la confianza de los inversionistas extranjeros hacia la estabilidad de la situación macroeconómica y financiera de Rusia comenzó a perderse.⁴³ En este periodo el índice de precios y

⁴⁰ Bhagwati (1998)

⁴¹ Girón (1998)

⁴² Ese día, el índice norteamericano Dow Jones registró una caída récord de 554 puntos.

⁴³ Tarassiouk (2000)

cotizaciones de la Bolsa de Valores cayó en 18.5%, mientras que el rendimiento de las obligaciones gubernamentales (GKO) creció de 22 a 28%.

Durante noviembre de ese año el éxodo de dólares representó 6,500 millones de dólares, por este motivo el gobierno ruso decidió defender el rublo de ataques especulativos. En ese mismo mes, las reservas internacionales cayeron de 22,900 millones de dólares a 16,800 millones de dólares.

En la última semana de noviembre, el Banco Central dejó de mantener el control sobre las tasas de rendimiento de las obligaciones gubernamentales elevándose el rendimiento hasta 40% anual. Del periodo que va del 6 de octubre de 1997 a finales de enero del siguiente año el índice de precios y cotizaciones de la Bolsa de Valores presentó una caída del 51%.

Para fines de mayo, la tasa de rendimiento de los GKO era de 65%, las presiones sobre el tipo de cambio aumentaron y las reservas internacionales decrecieron en 1,400 millones de dólares en el mes.

Asimismo, se pueden destacar la existencia de algunos acontecimientos internos: en primer lugar, se aprobó a principios de mayo una ley que reduciría la participación accionaria de los capitales extranjeros en el Sistema Unificado Eléctrico de Rusia (SUER) a un 25%, porcentaje que ya había sido superado para ese entonces. Esto incrementó la incertidumbre sobre la firmeza de las autoridades rusas para garantizar el respeto a los derechos de la propiedad. En segundo término, aparecieron síntomas de una posible crisis bancaria, dada la imposición de una dirección externa en el Tokobank, que poseía una elevada cantidad de créditos en divisas. La cuestión es que, entre 1995 y 1996, se llevaba a cabo un proceso de incremento de pasivos en divisas en los bancos comerciales. Hacia finales del primer trimestre de 1998 las obligaciones en divisas de los bancos comerciales prácticamente se duplicaron, al pasar de 9,500 a 19,200 mil millones de dólares, creciendo inclusive, para el primero de julio de 1998 a 20,500 millones de dólares. Dicha estructura hizo vulnerable al sistema bancario ante la inminente devaluación del rublo. En tercer lugar, la lenta reacción

por parte de las autoridades y ausencia de acciones para fortalecer la confianza de los inversionistas.

En junio de 1998 volvieron a aumentar las tasas de rendimiento de los GKO, llegando hasta 50%. Asimismo, el índice bursátil se contrajo 20%, con lo que aumentó de manera importante las presiones sobre el tipo de cambio.

Para principios de agosto la situación se volvió fuera de control; la tasa de rendimiento de las obligaciones gubernamentales aumentó hasta 56%. Entre el 23 de julio y el 17 de agosto el índice bursátil tuvo una caída de cerca de 30%, al tiempo que iban disminuyendo las reservas internacionales. Aunado al pánico del mercado cambiario, empezó en Rusia una crisis bancaria.

Un punto culminante del desarrollo de la crisis fue la publicación del 17 de agosto del plan de acción del gobierno y el Banco Central, cuya ejecución dio el inicio a una rápida devaluación del rublo.

El rublo se devaluó 26.7% sólo durante el mes de agosto, el índice bursátil cayó en 55%, prácticamente todos los grandes bancos comerciales se vieron en una situación muy complicada en términos de la crisis de liquidez y los montos diarios créditos otorgados cayeron a niveles récord. Se detuvo la aprobación de créditos externos a las empresas y autoridades rusas, se generó una parálisis del sistema de pagos y una caída del sector real de la economía.

De esta manera, se pueden identificar como características de una crisis típica las siguientes:⁴⁴

Establecimiento de una política de estabilización interna, en la cual se restringe el crecimiento monetario, se recortan los presupuestos fiscales, se emprende la privatización y la liberación de los flujos de capital y del sistema financiero y se agrega el uso de algún tipo de ancla para la tasa de cambio o un tipo de cambio fijo. Las altas tasas de interés crean un diferencial lo suficientemente amplio para atraer los flujos de capital en arbitraje, lo que se revierte en un régimen cambiario con tasas de cambio semifija. Los bancos liberalizados pueden hacer préstamos internamente y las empresas nacionales solicitar créditos en el extranjero para

evitar las altas tasas de interés internas, aunque elevan su exposición de riesgo en moneda extranjera. La apreciación real de la tasa de cambio debilita la balanza externa, en tanto que la intención de esterilizar los flujos de capital conduce a tasas de interés incluso mayores y a condiciones internas más débiles y, desde luego, a mayores déficit, pues los bonos nacionales para esterilizar los flujos de capital se emiten a réditos elevados. Con el tiempo las cuentas externas o el balance fiscal se salen de control o las condiciones locales se deterioran significativamente, creando un ambiente propicio para que un incremento de las tasas externas o una caída de las internas conduzca a una salida de los flujos de capital, un colapso de la tasa de cambio y una pérdida masiva de capital en las hojas de balance de los bancos y las empresas con débitos en moneda extranjera. En un intento por cubrir esas pérdidas, la demanda de divisas crea un desequilibrio masivo y una caída libre de la moneda, produciendo bancarrotas empresariales y quiebras bancarias.

2.4 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 a agudizado las presiones sobre la competitividad de las empresas. En este sentido, el nuevo entorno de la empresa se tornó cambiante e inestable.

Esta inestabilidad en el entorno empresarial influyó de sobre manera en el pensamiento y actitud de los managment, los cuales tuvieron que tomar en cuenta nuevos factores y voltear no sólo hacia el interior de la empresa, buscando una mayor interacción entre cada una de las áreas o departamentos, sino también, en una especie de sistema abierto, mirar al exterior de la empresa y buscar interactuar y adaptarse al ambiente macroeconómico que la rodea. Bajo este

⁴⁴ Kregel (1999)

enfoque, la empresa tuvo que adquirir una postura más flexible y capacidad de respuesta para adaptarse a dicho entorno cambiante.

Las mayores presiones sobre la competitividad, obligaron a innovar en nuevos instrumentos, técnicas y métodos que permitieran una administración más eficiente de las empresas, una administración que permitiera a la empresa tener una posición proactiva, y que resultara en una mayor competitividad, mayor eficacia en el aprovechamiento de los recursos y, mayores ingresos.⁴⁵

Otra de las incidencias de los cambios en el entorno de la empresa es la continua búsqueda de mejoras en la optimización de todos sus recursos, incluyendo el capital humano e intelectual.⁴⁶ La creciente necesidad por posicionarse con éxito ante la competitividad ha generado una preocupación por revisar los sistemas de gestión, las organizaciones buscan elevar su desempeño creando sinergias entre los recursos financieros, materiales y humanos.⁴⁷

El cambio de escenario en el que se desenvuelve la empresa actual, refuerza el argumento a favor de que la empresa debe adaptarse a las nuevas circunstancias y dotarse de una mayor flexibilidad para hacer frente a los cambios que le rodean y que implican una mayor competencia.

A partir de esta mayor competencia, la capacidad de una empresa para producir un mayor valor añadido dependerá del adecuado engranaje entre los siguientes componentes: la estrategia, el entorno, los procesos internos y las personas.

En este tenor, las empresas modernas comenzaron a incluir en sus procesos de administración algunos componentes de evaluación tanto interna como externa, dando como resultado la elección de estrategias para la toma de decisiones,

⁴⁵ De esta manera surgen diversos enfoques innovadores como los de Administración Estratégica, Planeación Estratégica, Gerencia Estratégica, etc.

⁴⁶ Es por ello que muchas de las empresas modernas han tenido como piedra angular de su competitividad la creación de conocimiento en donde la idea principal es el reconocimiento de que los recursos humanos intervienen en todos y cada uno de los procesos de la empresa, siendo entonces el principal activo y por lo cual se busca que la organización este en continuo aprendizaje.

⁴⁷ Porter (1990)

incluyendo aquellas en lo referente con el financiamiento y las fuentes para allegarse recursos.

Hoy en día, como se ha referido, la competencia se lleva a cabo de una manera global. Dicho en otras palabras, se compite en todo y por todo. Se compite vía diferenciación de producto, precios, costos, investigación y desarrollo, etc. Del mismo modo, se compite por mercados, clientes, recursos humanos calificados, recursos financieros, etc.

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.

Capítulo III

La liberalización financiera, causas y efectos en el financiamiento empresarial

3.1 La liberalización financiera en la globalización

La llamada globalización de la economía mundial ha puesto su principal interés en la liberalización del comercio, de los sistemas financieros y de los movimientos de capital. Uno de los avances más recientes en la teoría económica es el enfoque de los servicios financieros, el cual afirma que su extensión y calidad son claves para el crecimiento económico. En los últimos años han proliferado estudios sobre el papel del sector financiero en el desarrollo económico.⁴⁸ Con base en lo anterior varios países, tanto desarrollados como en desarrollo, han adoptado medidas para liberalizar sus sistemas financieros.⁴⁹

Varios factores impulsaron estos cambios de política. Desde el decenio de los setenta muchos países en desarrollo comenzaron a dar mayor importancia al sector privado y a la fijación de precios basada en las condiciones del mercado. Las crisis inflacionarias de esa década y principios de la siguiente pusieron de relieve las limitaciones de la reglamentación de los tipos de interés y el crédito.⁵⁰ Por otra parte, los adelantos en las tecnologías de la información y la comunicación estimularon la creación de nuevos instrumentos financieros y fomentaron una mayor integración financiera, tanto en el plano nacional como en el internacional. A su vez, esto hizo más difícil para los gobiernos controlar los mercados financieros. Sin embargo, para los organismos internacionales como el

⁴⁸ Desde 1911, Shumpeter resaltaba la importancia del sistema financiero en el desarrollo económico. Actualmente, trabajos de autores como Fry, Levine, McKinnon, Shaw y el propio Banco Mundial consideran el sector financiero como factor primordial en el fomento del ahorro, la asignación eficiente de recursos y, en última instancia, la promoción del desarrollo económico.

⁴⁹ Argentina, Australia, Corea, Chile, Estados Unidos, Filipinas, Francia, Ghana, Indonesia, Japón, Malasia, Nigeria, Nueva Zelandia, Sri Lanka, Turquía y Uruguay liberalizaron sus tipos de interés y en algunos casos como Tailandia y Yugoslavia los controlaron de forma más flexible. Corea, Chile y México, privatizaron sus bancos comerciales. Argentina, Chile, Pakistán y Turquía redujeron sus programas de crédito dirigido, y en Corea y Filipinas se rebajaron o abolieron las subvenciones de los tipos de interés.

⁵⁰ Banco Mundial (1989)

Banco Mundial esta claro que la liberación financiera ayuda a movilizar recursos y a mejorar la eficiencia con que se utilizan.⁵¹

3.1.1 Causas de la liberalización financiera

Mucho se ha escrito acerca de las causas, efectos y consecuencias, así como las relaciones mundiales que se gestan a raíz de liberalización y desregulación financiera. En diversos libros, revistas y papers se pueden encontrar diferentes enfoques y teorías que tratan de explicar todos o algunos de esos tópicos. La mayoría de estos estudios argumentan, de manera explícita o implícita, situaciones en las que la liberalización financiera ha traído como consecuencia una sumisión por parte de la política económica nacional ante los embates agresivos de los movimientos de capitales y una total falta de poder para controlar y evitar estos embates relacionados con cambios bruscos en la política cambiaria. El régimen regulado que había originado un rápido crecimiento comenzó a desarreglarse a comienzos de 1970 con el derrumbe del sistema monetario internacional de Bretton Woods. El cambio de régimen trajo consigo que la estabilidad monetaria se convirtiera en el objetivo prioritario e implicó que la política monetaria fuera el principal instrumento de regulación macroeconómica, de esta manera el monetarismo y el liberalismo se vuelven los nuevos principios fundamentales de política económica.

El endurecimiento de la política monetaria desató un alza brutal de las tasas de interés, lo cual desembocó en un nuevo modo de regulación financiera internacional.

Desde inicios de 1980 la situación de las finanzas públicas se fue degradando progresivamente de manera generalizada a nivel mundial. Esto dio origen a que los organismos internacionales (incluido en FMI) comenzaran a considerar, a mediados de los años noventa que los déficits públicos se convertían en un obstáculo para el buen orden económico mundial. De esta manera, el restablecimiento de las finanzas públicas se transformó en un objetivo prioritario de política económica. Sin embargo, lejos de lograrse dicho objetivo la mayoría de los países vio incrementarse sus déficits públicos. Las elevadas tasas de interés se volvieron la causa esencial, y cada vez más importante, de los déficits públicos.

⁵¹ Banco Mundial (1989)

El elevado monto de sus deudas originó dos efectos: por un lado los organismos internacionales comenzaron a asistir a los países que comenzaron a tener problemas de insolvencia dicha ayuda se condicionaba a seguir ciertas políticas de ajuste entre las que se encontraba liberalizar sus economías en general y en particular sus sistemas financieros. Por otro lado, con el agravamiento de la deuda, los Tesoros públicos nacionales ya no podían contar exclusivamente con los inversores nacionales. Era necesario apelar a inversores internacionales para que adquirieran los títulos públicos nacionales. Es así como las autoridades públicas liberalizaron y modernizaron los sistemas financieros para satisfacer sus propias necesidades de financiamiento.

3.1.2 Los sistemas financieros liberalizados

Durante los pasados treinta años el panorama financiero mundial ha estado sumergido en una dinámica de constante cambio, impulsada sobre todo por las innovaciones financieras y tecnológicas, el surgimiento de nuevos actores y la desintermediación bancaria. Más recientemente, la inestabilidad cambiaria, la presencia de crisis financieras tanto en países desarrollados como los emergentes y los efectos de contagio a través de los mercados financieros internacionales, son algunos de los eventos que han caracterizado el panorama financiero de fin de siglo.⁵²

Todos estos acontecimientos han estado acompañados de una ola de desregulación y liberalización financiera que, en los países desarrollados, surgió como respuesta a la configuración de nuevos actores, instrumentos y crecientes recursos disponibles. En los países en desarrollo la desregulación financiera ha formado parte de un conjunto más amplio de reformas macroeconómicas de tipo estructural, instrumentadas desde la década de los setenta, como respuesta al agotamiento del modelo de crecimiento basado principalmente en la intervención del Estado. Aunque este proceso de desregulación financiera ocurrió bajo las presiones de la globalización y de grandes modificaciones en el modelo de

desarrollo, el llamado "Consenso de Washington" generó la expectativa de que la desregulación financiera contribuiría a un mayor crecimiento económico, al aumentar el ahorro interno.⁵³

Una de las bases analíticas más utilizadas para el estudio del papel que desempeña el sistema financiero en el desarrollo económico ha sido el de McKinnon (1973) y Swaw (1973), quienes cuestionaron la aplicabilidad del enfoque neoclásico en los países en desarrollo y argumentaron que las distorsiones inducidas por la represión financiera desplazan las inversiones de alto rendimiento, crean preferencias por proyectos intensivos en capital, desalientan el ahorro esperado y, en consecuencia, reducen tanto la calidad como la cantidad de la inversión en una economía.⁵⁴

En este contexto, las reformas financieras orientadas al mercado se llevaron a cabo con la idea de que la liberación mejora la asignación de los recursos financieros, promueve mayor ahorro e incrementa la oferta crediticia de la economía. El resultado sería un crecimiento económico más elevado y sostenido.

McKinnon y Shaw introdujeron un nuevo paradigma. Sostenían que en vez de promover el desarrollo económico, las tasas de interés artificialmente bajas en realidad lo habían obstaculizado al deprimir las tasas de ahorro y, en consecuencia, la cantidad de recursos disponibles para la inversión. Muchos países en desarrollo tienen bases impositivas pequeñas, por lo que deben apoyarse en el financiamiento obligatorio del sistema bancario (con frecuencia por medio del encaje legal). Una base de depositantes pequeña muchas veces lleva a los gobiernos a recurrir a la impresión de moneda para financiar sus necesidades. Pero la inflación, sumada a los techos impuestos a las tasas de interés, pueden

⁵² Clavijo y Boltvinik (2000)

⁵³ El llamado "Consenso de Washington" de 1989, se erige como un paliativo para los países en vías de desarrollo, e intenta dotar de un enfoque de mercado a los organismos multilaterales (FMI, Banco Mundial, BID, entre otros). En el Consenso de Washington se proponen 10 instrumentos de política económica para orientar a los gobiernos de países en desarrollo y a los organismos multilaterales en el momento de valorar los avances en materia ortodoxia económica de los primeros, que pedían ayuda a los segundos.

volverlas marcadamente negativas, deprimiendo aún más el ahorro. Además, tasas de interés inferiores a las del mercado incitan a los inversionistas a solicitar préstamos para proyectos que de otro modo no generarían suficientes rendimientos. Cuando el crédito escaso se distribuye con criterios no económicos predominan las inversiones que aportan poco a la economía, lo cual se traduce en tasas de crecimiento globales más bajas. Asimismo, cuando se introducen cuotas de crédito en los bancos con el fin de promover el desarrollo de regiones o sectores prioritarios, los segmentos no favorecidos pueden quedar marginados. Esas estrategias distorsionantes promueven lo que McKinnon calificó de "represión financiera", que ocasiona sistemas financieros más débiles y pequeños y con menor capacidad para movilizar el ahorro, canalizar la inversión y realizar transacciones a bajo costo; es decir, menos aptos para promover el desarrollo económico. La solución de McKinnon-Shaw entraña un programa anti-inflacionario creíble y la liberalización financiera (eliminación de los techos a las tasas de interés y las cuotas para otorgar préstamos y la canalización de recursos para la inversión del sector privado).⁵⁵

3.1.3 Liberalización financiera y sus efectos sobre el sistema bancario

La liberalización financiera es un proceso complejo y su efecto sobre el sistema bancario sigue siendo un fenómeno comprendido sólo parcialmente. La liberalización financiera puede cambiar considerablemente el ambiente en el que se desarrolla la actividad de los intermediarios financieros.⁵⁶ Esto se explica por el cambio radical de regulaciones y del ambiente macroeconómico que traen consigo estas reformas. Por ejemplo, la liberalización financiera puede implicar la eliminación de los controles en las tasas de interés; una modificación de la política de asignación de créditos preferenciales o la eliminación de cuotas en la

⁵⁴ Represión financiera se refiere a un conjunto de políticas, leyes y controles impuestos por los gobiernos en el sector financiero. Los principales instrumentos de represión financiera son los altos requerimientos de reservas y los techos a las tasas de interés.

⁵⁵ Mansell (1995)

⁵⁶ Chávez, Fischer y Ortiz (1996)

asignación de los mismos; una eliminación de subsidios en las tasas de interés y en los esquemas de asignación de fondos financiados por el gobierno; una apertura en la cuanta de capitales para el ingreso de flujos de capital internacionales; etc. Obviamente, el sector que se ve más afectado con la liberalización financiera es el sector bancario comercial. El efecto sobre los bancos comerciales puede ser directo o indirecto.⁵⁷ Directo, ya que los bancos comerciales constituyen generalmente el objetivo inmediato del proceso de liberalización financiera. Indirecto, pues la liberalización modifica generalmente los parámetros de decisión utilizados por los clientes de los bancos en cuanto a la toma de decisiones sobre el financiamiento de las empresas. La liberalización puede también modificar el tipo y el monto de crédito intermediario por los bancos comerciales y otras instituciones bancarias.

En este sentido, la liberalización financiera puede ser definida simplemente como la eliminación de la represión financiera, entendida esta última como un conjunto de restricciones en los mercados que conlleva a un ambiente protegido para los intermediarios financieros.

3.2 El papel de los organismos multilaterales en la liberalización financiera

Hay que comenzar por recordar que los inicios del orden financiero y monetario mundial de la segunda posguerra, y cuya expresión máxima la constituyen el Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional, se localizan en los que se denominaron los acuerdos de Bretton Woods de 1944.⁵⁸

Como ya se enunció en el segundo capítulo el nuevo orden económico surgido a partir de los acuerdos de Bretton Woods puede ser caracterizado en dos periodos claramente identificables. El primero, de 1944 a 1971 considerado como un periodo de estabilidad financiera internacional; El segundo, caracterizado por una

⁵⁷ Chávez, Fischer y Ortiz (1996)

⁵⁸ Green (1986)

gran incertidumbre financiera en términos de flujos financieros, tipos de cambio y tasas de interés.

El abandono de la convertibilidad del dólar, así como el de las paridades fijas, el alza del precio del oro y las devaluaciones del dólar en 1971 y 1973 configuraron la situación de crisis del sistema monetario internacional concebido en Bretton Woods. Desde entonces han surgido diversas corrientes de opinión que han abordado el tema de la necesaria y urgente reforma del sistema monetario internacional desde varios enfoques. Unos se han pronunciado a favor de la creación de un sistema que tenga como base no la divisa de un país sino el patrón oro o la creación de activos internacionales de reserva. Por el contrario, otros han estado más preocupados por la problemática de la adecuación de la liquidez y los mecanismos de ajuste de la balanza de pagos. Por último, se encuentran aquellos que se pronuncian por un nuevo orden económico internacional y que han tratado de ligar todos los mecanismos de la reforma con el tema de la asistencia financiera para los países en desarrollo, algunos de los cuales, enfrentaron problemas serios, en la década de los ochenta, por el volumen de su endeudamiento externo. Sea cual sea el hecho es que el excesivo endeudamiento externo de varios países en desarrollo y la modificación obligada del sistema de Bretton Woods vuelven más urgente que nunca el acuerdo mundial sobre las reformas fundamentales al orden monetario internacional.

En efecto, un considerable monto de capital excedente en el mundo capitalista desarrollado coadyuvó de manera importante al endeudamiento de las naciones menos desarrolladas. En los setenta, la recesión en la esfera de la producción de los países más industrializados provocó que el dinero se desplazara a la esfera bancaria para buscar su colocación por la vía de la intermediación financiera. De este modo, el mercado de euromonedas se incrementó de 160 mil millones de dólares en 1973 a 855 mil millones en 1981.⁵⁹ Ello abrió paso a una oferta excesiva de capitales en los mercados mundiales. De hecho, en los setenta los

⁵⁹ Green (1996)

bancos transnacionales sustituyeron al FMI como principal generador de liquidez internacional.

Entonces, los gobiernos de algunos países en desarrollo, necesitados de financiamiento externo para corregir sus desequilibrios internos y de balanza de pagos, se dejaron llevar por la creencia de que se estaba ante una oferta infinitamente elástica de capitales que, por lo demás, se presentaba en condiciones bastante ventajosas debido a que la elevada inflación mundial convertía a las tasas de interés en términos reales en relativamente bajas e incluso negativas.

Se asistió así a un proceso de privatización y bancarización de la deuda externa de los países menos desarrollados.⁶⁰ En este sentido, el panorama para América Latina era el siguiente:

Cuadro 1
Deuda externa de América Latina

Año	Deuda contratada con fuentes oficiales (%)	Deuda contratada con fuentes privadas (%)
1961	52.0	48.0
1980	23.2	76.8

Fuente: Green (1996)

El problema de la deuda externa de los países en desarrollo se agravó de manera particular en 1979, cuando comenzaron a subir las tasas de interés, no sólo porque el dinero se encareció al bajar la tasa de inflación mundial, sino también porque al controlarse la recesión, las naciones industrializadas empezaron a ganarles el acceso a los recursos financieros del euromercado, que en el fondo siempre ha preferido deudores más seguros, aceptando mayores riesgos sólo en casos de excesiva liquidez internacional y poca demanda de prestatarios industrializados.⁶¹

⁶⁰ Para un análisis más exhaustivo de la crisis de deuda externa en la América Latina véase: Griffith-Jones (1988), Deuda externa, renegociación y ajuste en la América Latina. El trimestre económico, Fondo de Cultura Económica, México.

⁶¹ Green (1996)

El proceso de endeudamiento externo de los países en desarrollo se ha convertido en una fuente de enriquecimiento para la banca internacional, en virtud de que cada vez se tiene mayor necesidad de pedir prestado para poder pagar lo que ya se debe.

A partir de la década de los ochenta las naciones en desarrollo han buscado nuevas formas de renegociación de su deuda. Sin embargo éstas no parecen eliminar la presencia de programas de ajuste.

3.2.1 El Banco Mundial, el FMI y los programas de ajuste

El Banco Mundial

Creado, en Bretton Woods, en 1944, en el cuadro del nuevo sistema monetario internacional, posee un capital aportado por los países miembros y sobre todo tomado en préstamo sobre los mercados internacionales de capital. El banco financia proyectos sectoriales, públicos o privados, con destinación a los países del Tercer Mundo. Con el crecimiento de la deuda, el Banco Mundial, en acuerdo con el FMI, desarrolla sus intervenciones en una perspectiva macroeconómica. Es así como el banco impone la implementación de políticas de ajuste destinadas a equilibrar la balanza de pagos de los países fuertemente endeudados. El banco no se priva de aconsejar a los países sometidos a la terapia del FMI, sobre la mejor manera de reducir los déficit presupuestarios, movilizar el ahorro interno, liberalizar las tasas de cambio y los precios, así que de incitar a los inversores extranjeros a instalarse.

El Fondo Monetario Internacional

El FMI nace el mismo día que la Banca mundial, con la firma de los acuerdos de Bretton Woods. En su origen el rol del FMI era defender el nuevo sistema de cambios fijos instaurado. A la finalización de estos acuerdos el FMI es mantenido y se transforma paulatinamente en el gendarme y el bombero del capitalismo mundializado: gendarme cuando impone los programas de ajuste estructural;

bombero cuando interviene financieramente para sostener los países tocados por una crisis.

Los programas de ajuste estructural

Los planes de ajuste estructural han sido impuestos por el FMI y la Banca mundial a comienzos de los ochenta en contrapartida al otorgamiento de nuevos préstamos o al escalonamiento de los anteriores acordados. Este tipo de ajuste tiene por finalidad asegurarse que el país deudor podrá hacer frente al servicio de la deuda (pago de los intereses y reembolso de los préstamos). Los ajustes estructurales se apoyan habitualmente sobre el dosaje de los siguientes elementos: devaluación de la moneda (con el objetivo de reducir el precio de los productos exportados y recortar las divisas fuertes para el pago de la deuda), subida de las tasas de interés (a fin de atraer el capital internacional), reducción del gasto público, privatizaciones, reducciones de las subvenciones estatales a ciertas empresas o productos, bloqueo de salarios (para evitar que la devaluación de la moneda no provoque una escalada inflacionista).

Adicionalmente, el llamado “Consenso de Washington” de 1989, se erigió como un paliativo para los países en vías de desarrollo, e intenta dotar de un enfoque de mercado a los organismos multilaterales (FMI, Banco Mundial, BID, entre otros). En el Consenso de Washington se proponen 10 instrumentos de política económica para orientar a los gobiernos de países en desarrollo y a los organismos multilaterales en el momento de valorar los avances en materia ortodoxia económica de los primeros, que pedían ayuda a los segundos:

1. Disciplina presupuestaria
2. Cambios en las prioridades del gasto público
3. Reforma fiscal encaminada a buscar bases imponibles amplias y tipos marginales moderadas
4. Liberalización financiera
5. Búsqueda y mantenimiento de tipos de cambio competitivos
6. Liberalización comercial

7. Apertura a la entrada de inversiones extranjeras directas
8. Privatizaciones
9. Desregulaciones
10. Garantía de los derechos de propiedad

3.3 Reforma y liberalización financiera en México

3.3.1 La reforma del sistema financiero mexicano

Durante la década de los ochenta el sector financiero mexicano era un claro ejemplo de represión financiera: el gobierno canalizaba para sí la mayoría de los recursos captados por la banca comercial, establecía cuotas de préstamo a varios sectores prioritarios e imponía techos a las tasas de interés sobre los activos y pasivos bancarios.

En 1987 se decía que el sistema financiero mexicano estaba bloqueado, dado que no asignaba a los procesos productivos el excedente financiero que captaba. Una marginación de los mercados financieros internacionales, una creciente deuda pública externa y la fuga de capitales configuraron la situación de bloqueo.⁶²

La reforma financiera promovida por el poder ejecutivo⁶³ buscaba refuncionalizar circuitos, mercados y actores del sistema financiero tratando de adecuar al sistema financiero a un ciclo de crecimiento económico con apertura externa.

La reforma del sistema financiero ocupa un lugar destacado por sus efectos casi inmediatos en la actividad económica, su desregulación inicio en 1989 con el propósito de elevar su competitividad en el entorno de la mundialización y la globalización de los mercados. Tal como se ha planteado, la reforma del sistema financiero mexicano comprendió seis medidas complementarias: liberalización financiera; desarrollo del mercado de dinero; reprivatización de la banca comercial e implantación de un modelo de “banca universal”; medidas para incrementar la

⁶² Garrido (1991)

⁶³ La iniciativa fue enviada por el presidente Salinas de Gortari el 2 de Mayo al Congreso de la Unión.

competencia en el sector financiero; reforma de la banca de desarrollo y los fideicomisos, y autonomía del banco central⁶⁴.

Liberalización financiera

La liberalización financiera, como medida para la desregulación del sector financiero inicio a finales de 1988 y la mayor parte concluyó en 1990. Una de las principales características consistió en liberalizar las tasas de interés, es decir dejar de controlar las tasas de interés sobre los activos y los pasivos de la banca. También se eliminaron las cuotas crediticias y el encaje legal, lo cual permitió que los bancos pudieran prestar más. También se implementaron medidas en pos de lograr una mayor competencia por parte de la banca comercial.

Desarrollo del mercado de dinero

Se reorientó la política monetaria haciéndola más eficaz mediante operaciones de mercado abierto, principalmente a través de la compra y venta de instrumentos de deuda pública⁶⁵.

Reprivatización y banca universal

La venta de los bancos comerciales se llevó a cabo de junio de 1991 a julio de 1992 y significó para el gobierno un monto de 36,000 millones de nuevos pesos en términos netos.

Por otra parte, la Ley de Instituciones de Crédito (LIC) aprobada en 1990 se dio con la idea de promover la banca universal en términos de servicios.

Medidas para incrementar la competencia

La competencia contribuye a mejorar la eficiencia y la calidad del servicio, y esta según el discurso oficial se vio fortalecida gracias a la liberalización financiera, la reprivatización bancaria y la diversificación de los intermediarios financieros no bancarios; Esta diversificación hizo aumentar el número de intermediarios

⁶⁴ Mansell, Catherine (1995)

⁶⁵ Cetes, Tesobonos, Ajustabonos y Bondes

financieros logrando la institución de nuevas figuras legales como las Sociedades de Ahorro y Préstamo (SAP) y las financieras de objeto limitado.

Reforma de la banca de desarrollo y los fideicomisos

La banca de desarrollo se creó durante el decenio de los treinta para financiar grandes inversiones de largo plazo y para canalizar los recursos a regiones y sectores específicos, en especial la agricultura, que el sector privado no podía o no quería financiar.

Sin embargo, en la práctica los préstamos otorgados eran en su mayoría a empresas del gobierno. Con los años, la ineficiencia, la inadecuada supervisión, la corrupción y los efectos de la inflación deterioraron sus carteras.

Con la venta de las paraestatales se reorientaron las actividades de la banca de desarrollo y los fideicomisos y dieron mayor prioridad al otorgamiento de préstamos al sector privado.

Las principales instituciones de este tipo son: Nafin, Bancomext, Banrural y los Fira, entre otros.⁶⁶

Autonomía del banco central.

En abril de 1994, a través de una modificación a la Constitución Mexicana se decidió otorgar autonomía plena al Banco de México, esto con la intención de lograr una estabilidad de precios, una mejor penetración financiera, una reorientación del crédito al sector privado y un mayor crecimiento económico.

3.3.2 Liberalización financiera en México

Como se mencionó, en noviembre de 1988 comenzó la liberalización financiera, cuya mayor parte concluyó en 1990. Su instrumentación significó dejar de controlar las tasas de interés sobre los activos y los pasivos de la banca; eliminar las cuotas crediticias y todo tipo de préstamos obligatorios, y reducir o eliminar el encaje legal y los coeficientes de liquidez.⁶⁷ Asimismo, permitió a la banca

⁶⁶ De todas ellas, la única que subsiste hasta lo que va de este año es Bancomext, el resto ha sido reestructuradas o cambiadas de nombre solamente.

⁶⁷ Ortiz (1994)

comercial competir por los fondos y ampliar el crédito al sector privado, tanto con fines de consumo como de inversión.

A partir de 1988 las autoridades financieras del país dictaron una serie de medidas tendentes a profundizar la liberalización y la modernización del sistema financiero mexicano. Dichas medidas se dieron en dos frentes distintos: por un lado se dictaron disposiciones cuyo objetivo principal era desregular las operaciones del sistema financiero en su conjunto y del bancario en particular; y, por el otro, se reformaron y dictaron las leyes que regían a los distintos intermediarios, con el fin de adecuar la estructura jurídica e institucional del sistema financiero mexicano a las condiciones cambiantes de un mundo cada vez más abierto y competitivo.

Liberalización de las tasas de interés bancarias

El proceso de liberalización de las tasas de interés fue lento, pero progresivo. En efecto, en la década de los setenta las tasas de interés, tanto las activas como las pasivas estaban sujetas a estrictos mecanismos de control; al tiempo que las instituciones financieras –principalmente la banca especializada- eran objeto de reglas rígidas en lo referente a la canalización obligatoria de crédito. En este sentido, a una gran parte de las actividades se le fijaba una tasa de interés máxima, lo que generaba distorsiones e ineficiencias en el sistema bancario, toda vez que bajo el esquema mencionado, los costos eran relativamente menos importantes para la banca comercial, en virtud de que una gran proporción de sus utilidades dependía de la retribución que fijara el Banco de México.

De esta manera, desde el otoño de 1988, las autoridades monetarias dejaron que las tasas de interés se movieran conforme a las fuerzas del mercado

La transición de un mercado de tasas de interés administradas a uno en el cual éstas se determinan libremente se produjo con notable fluidez y sin mayores sobresaltos. La liberación de las tasas de interés permitió la desregulación de una parte importante de la intermediación bancaria. De esta manera, se buscaba que el sistema bancario mexicano aumentara su cartera de crédito,

Canalización selectiva del crédito⁶⁸

En un contexto de cuantiosos déficit fiscales, el gobierno generalmente recurre al financiamiento obligatorio proveniente de las instituciones de crédito. Sin embargo, la canalización selectiva del crédito no siempre constituye el medio más eficiente para proveer de recursos financieros al gobierno. Además, la existencia de renglones obligatorios crea graves distorsiones en el sistema, al otorgar financiamiento barato a los sectores privilegiados y al encarecer el crédito destinado a los sectores no privilegiados.

La corrección del déficit fiscal y el desarrollo de un mercado de valores públicos hicieron posible que, en 1989, se eliminaran por completo las pocas reglas de canalización obligatoria de crédito que hasta ese entonces todavía existían.

Así, se eliminaron los cajones obligatorios y se estableció que en aquellos casos en que se otorgara financiamiento en condiciones preferenciales, éste debería concederse a través de los bancos y fideicomisos de fomento.

Encaje legal y coeficiente de liquidez

El encaje legal es un instrumento de política monetaria cuyo propósito es el de aumentar o restringir el circulante y el crédito. El encaje legal consiste fundamentalmente en el porcentaje de la captación bancaria que el Banco de México determina que debe quedar depositada obligatoriamente en el propio Instituto, con o sin causa de intereses. La utilización del encaje legal se remonta a 1924. A partir de esa fecha y hasta 1936, cuando se consolida el Banco de México como un verdadero banco central, el encaje legal tuvo como propósito principal la protección de los depósitos efectuados por el público ahorrador en las instituciones crediticias.

⁶⁸ La canalización selectiva del crédito es un instrumento monetario cuyo objetivo es fomentar o disminuir ciertos tipos de préstamos e inversiones del sistema bancario, de acuerdo con los objetivos de política financiera. Se busca orientar el financiamiento hacia aquellas actividades productivas consideradas como prioritarias.

Los porcentajes obligatorios del encaje legal se mantuvieron vigentes durante mucho tiempo. De hecho, tanto los niveles de los porcentajes como las tasas de interés obtenidas por los bancos en las inversiones obligatorias, variaron dependiendo de los objetivos de política monetaria.

En 1989, el régimen del encaje legal fue sustituido por un coeficiente liquidez de 30%.⁶⁹ Esta sustitución se dio de manera gradual. En resumen, el coeficiente obligaba a las instituciones de crédito a mantener una reserva de liquidez de por lo menos 30% de su captación, el cual podía integrarse por valores gubernamentales y/o efectivo en caja y/o depósitos a la vista en el Banco de México.

Sin embargo, en septiembre de 1991, las reglas del juego fueron cambiadas radicalmente, con el fin de profundizar la desregulación del sistema bancario y dotar de mayor transparencia a la intermediación bancaria y dar mayor orden al mercado de dinero. Entre las reformas al sistema financiero destaca, sin lugar a dudas, la eliminación del coeficiente de liquidez.

Con la implantación de estas medidas, el proceso de liberalización de un sistema financiero reprimido para lograr un esquema basado en principios de mercado y de transparencia quedó concluido.⁷⁰

De esta manera, la liberalización financiera es concebida como un conjunto de medidas aplicadas principalmente al sector bancario, las cuales a su vez formaron parte del proceso modernizador del sistema financiero mexicano. Es decir, la liberalización financiera es sólo una de las vertientes por las que se encauzó este proceso. Dichas medidas dirigidas a eliminar la represión del sector financiero se llevaron a cabo entre el periodo de 1988 y 1991.

Parte importante del presente trabajo es analizar si dichas medidas lograron sus objetivos y cuales fueron sus consecuencias en el sistema financiero mexicano en la década de los noventa.

⁶⁹ El restante 70% podía canalizarse al otorgamiento de créditos, a la inversión en valores gubernamentales o en otros instrumentos bancarios.

⁷⁰ Aspe (1993)

3.4 La liberalización y sus efectos en el financiamiento al sector empresarial mexicano

En primera instancia, la liberalización de las tasas de interés tenían como objetivo principal aumentar la intermediación financiera, así como también elevar la competencia entre los bancos comerciales. Ambos objetivos se lograron, sin embargo, un primer efecto que se tuvo fue que mientras las tasas activas se elevaron de sobremanera, las tasas pasivas quedaron muy deprimidas. De esta manera el aumento en el financiamiento se dio a tasas de interés muy elevadas, lo que implicó que muchas empresas obtuvieran financiamiento para sus proyectos en condiciones muy desfavorables. Los bancos empezaron a aumentar sus carteras de crédito pero sin evaluar conscientemente el riesgo, lo cual los dejaba en una posición de vulnerabilidad ante cualquier choque externo. Esta situación desembocaría en una falta liquidez por parte de las empresas y finalmente en insolvencia, primero de las empresas y posteriormente de los bancos.

El elevado índice de mora en los pagos a los bancos comerciales, traería como consecuencia problemas de cartera vencida. El porcentaje de los créditos bancarios impagables respecto al total de los activos bancarios creció de manera importante al pasar de 0.99% en 1988 a 2.26% en 1991; ese coeficiente alcanzó 9.02% en 1994, y para 1996 se colocó en 18.3%.⁷¹ Este problema, en términos generales, está vinculado a cuatro factores principalmente:

- a) Las elevadas tasas de interés.
- b) La rápida expansión del crédito de la banca comercial al sector privado.
- c) La inexperiencia de los banqueros reflejada en el elevado margen de intermediación.⁷²
- d) Fallas importantes en el control y supervisión por parte de las autoridades reguladoras.

⁷¹ Solís (1997)

⁷² Se le llama margen de intermediación a la diferencia que hay entre las tasas que los bancos cobran por realizar sus préstamos y las tasas que pagan a los ahorradores, es decir, el diferencial entre las tasas pasivas y las activas.

Por otra parte, se comenzaron a homologar las tasas de interés activas internas a las internacionales, esto con el objetivo de atraer capitales e inversión extranjera. Sin embargo, la mayoría del capital que se logró atraer hacia el país no fue de largo plazo, sino flujos de capital que sólo buscaban obtener ganancias especulativas. Es decir la economía pasó a ser una economía con capital volátil y sostenida por alfileres.

Al respecto, la bibliografía actual argumenta que la entrada de flujos de capital, atraídos por las altas tasas de interés nacionales, configura una situación de riesgo cambiario por parte de las empresas y los bancos. Este escenario coloca a las empresas y bancos en una situación de vulnerabilidad ante cambios bruscos de la política cambiaria ya que ven incrementados sus pasivos en moneda extranjera.

Por su parte, las tasas pasivas tan bajas y que en algunos periodos dichas tasa reales inclusive llegando a ser negativas, no han permitido aumentar la tasa de ahorro interno que se esperaba, lo cual no ha permitido lograr el objetivo que el ahorro interno sea el promotor del crecimiento económico.⁷³

Se puede concluir que las medidas conducentes a lograr la liberalización financiera en el sistema financiero mexicano, durante la década de los noventa se interpretaron como una mejora de las expectativas de rentabilidad de la inversión, lo cual es una visión equivocada, lo que en realidad pasa es que se configura una situación de inestabilidad financiera.

⁷³ Para un análisis más detallado del comportamiento del ahorro véase Garrido (1996). Sistema financiero y ahorro en México.

Capítulo IV Análisis de la estructura de deuda de las empresas en México

4.1 Estructura financiera de la empresa privada. Aspectos Generales

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.

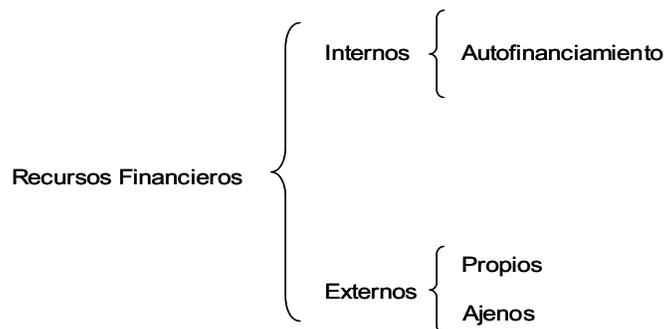
La decisión de financiamiento deriva de la necesidad de la empresa de conseguir medios líquidos que le permitan desarrollar su actividad. Para ello la empresa debe discernir entre las distintas fuentes financieras a su alcance con el fin de lograr una estructura financiera óptima. El problema fundamental 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.

4.1.1 Fuentes de financiamiento empresarial

Si se atiende a la procedencia de los recursos susceptibles de ser utilizados por la empresa éstos podrían ser clasificados de la siguiente forma:

Gráfica 1

Fuentes de financiamiento 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.⁷⁴ 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.⁷⁵

⁷⁴ 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)

⁷⁵ 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.

4.1.2 Fisonomía del financiamiento externo empresarial anterior a 1990

El financiamiento externo ha desempeñado una opción interesante como palanca de expansión de las grandes empresas mexicanas.

A partir de los años sesenta se pueden identificar dos periodos de endeudamiento empresarial con el exterior.⁷⁶ El primero es de duración prolongada y hace referencia al periodo 1963-1982. Dicho periodo a su vez puede dividirse en dos etapas. Una inicial de 1963 a 1973 cuyo perfil es definido en torno a las modificaciones en el tipo de prestatarios y a las implicaciones que esto acarreó en la relación de México con el sector financiero internacional, y que trajo como consecuencia que la deuda externa tendió a privatizarse en cuanto a deudores y acreedores con un gran peso de las empresas privadas nacionales en lo que constituyó el inicio de sus relaciones con el mercado financiero internacional. La etapa final de este primer periodo va de 1974 a 1982, y se caracteriza por lo explosivo de su crecimiento y por el papel que cumplieron los flujos crediticios en la expansión empresarial al interior de un modelo cerrado de acumulación. Se diferencia de la anterior etapa por factores internos relativos a las estrategias de expansión empresarial montadas sobre los abundantes flujos crediticios externos. En resumen, se encuentra que esta segunda etapa del primer periodo esta definida por: a) crecimiento explosivo de la deuda externa privada que culmina con la fractura temporal del acceso a las fuentes privadas internacionales de financiamiento debida a la crisis de pagos de la deuda externa iniciada en 1982; b) su desempeño en la centralización de capital; y c) las características específicas que la deuda le imprime a la crisis estructural del modelo de economía cerrada. El segundo periodo, después de un interregno de siete años, se inicia en 1990 y el cual es materia de análisis del presente capítulo.

⁷⁶ Basave (1996)

4.2 El financiamiento externo empresarial, 1990-2002

En líneas anteriores se mencionó que fue hasta 1989 cuando algunos pocos países en desarrollo pasaron de ser considerados de alto riesgo a ser de nueva cuenta sujetos de crédito internacional, entre ellos México.⁷⁷

Las razones de la reapertura de relaciones con la comunidad financiera internacional se encuentran en la reanudación del crecimiento económico desde fines de la década, en los programas de abatimiento de la inflación y en general en el aval internacional al cambio de modelo económico hacia uno de apertura y privatizaciones.⁷⁸

De esta forma, la 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.

Una de las tendencias que destacan al inicio de este periodo, acorde con las nuevas prácticas financieras internacionales, es el uso de instrumentos financieros bursátiles sustituyendo al crédito bancario tradicional. Así por ejemplo, la razón de recursos bancarios a bursátiles era superior en 5.32 veces, ésta disminuyó aceleradamente para situarse en 3.04 en 1993 y revertirse ligeramente a causa de la devaluación de 1994 y terminar en 3.30 en 1995.⁷⁹

4.2.1 Composición y comportamiento del activo

En este apartado se describe cual ha sido el comportamiento de los componentes del activo total del conjunto de las cuarenta empresas de México tomadas como muestra.⁸⁰ Cabe señalar, que el criterio de selección estuvo en función de la disponibilidad y homogeneidad de la información proporcionada por la Bolsa Mexicana de Valores. El activo total está constituido de dos partes. El capital contable (o activo neto) y el pasivo total, de esta manera, si al activo se le resta el pasivo se obtiene como resultado el activo neto de la empresa. En 1990 el pasivo

⁷⁷ Girón (1995)

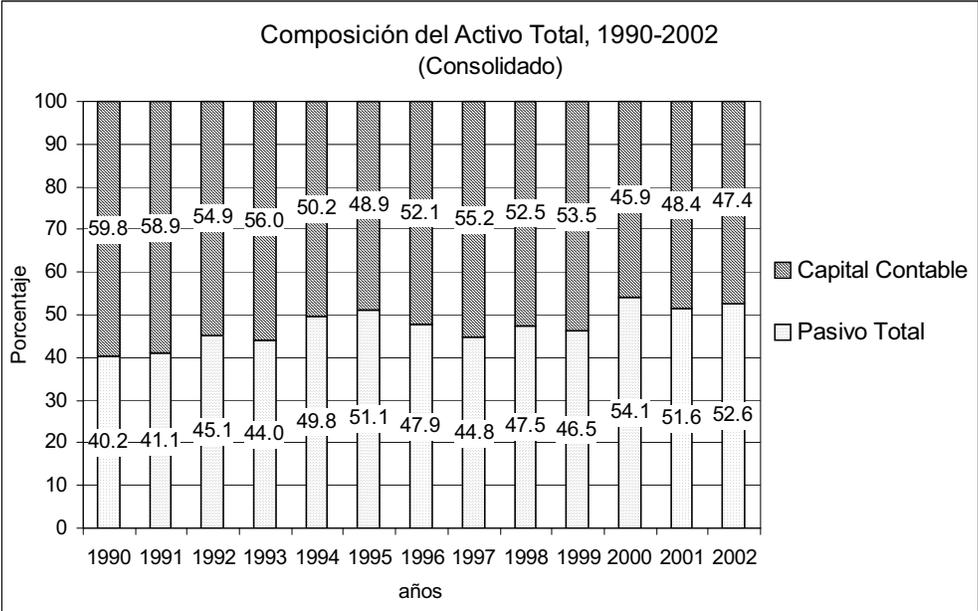
⁷⁸ Basave (1996)

⁷⁹ Basave (1996)

⁸⁰ Véase anexo

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 2).

Gráfica 2



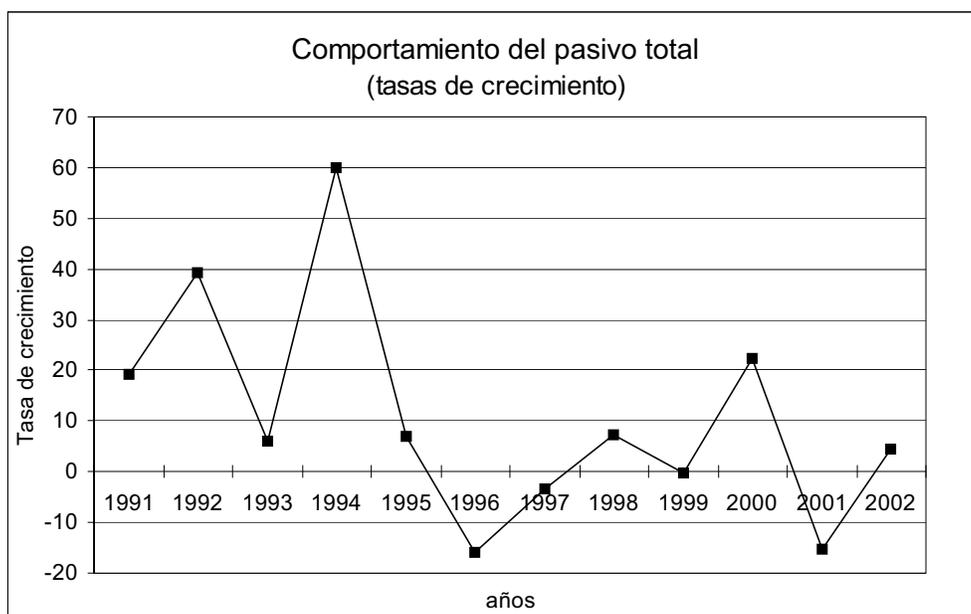
Fuente: Elaboración propia con base en *Economática, Base de Datos de la Bolsa Mexicana de Valores*

En el transcurso de la primera mitad de la década esta relación fue modificándose a favor del pasivo, de tal manera que para 1995 más de la mitad del activo total correspondía al componente de deuda. En la segunda mitad de la década la composición del activo tuvo predominancia del capital contable, sin embargo, no volvió alcanzar los niveles que se tenían al principio de la década. Para finales de la década 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 en el presente siglo es mantenerse con cierta preeminencia del componente de deuda.

Ahora bien, con base en lo anterior se puede advertir la importancia que ha venido adquiriendo el pasivo como proporción del activo total de las empresas. Las

empresas han tendido a adquirir deuda para financiar sus proyectos. Por una parte, se muestra un peso cada vez más predominante y por otra, no obstante dicho comportamiento, resulta tener altibajos significativos a lo largo del periodo (Véase Gráfica 3).

Gráfica 3



Fuente: Elaboración propia con base en *Economática, Base de Datos de la Bolsa Mexicana de Valores*

La gráfica 3, 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.⁸¹ 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

⁸¹ 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.

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.

De esta manera, las mayores tasas de crecimiento en el endeudamiento empresarial se corresponden con caídas acentuadas en los años inmediatos posteriores. Inclusive, la relación podría ser más directa en el sentido de que a mayor tasa de crecimiento del endeudamiento trae posteriormente una caída de mayor duración.

En ese sentido, el nivel de apalancamiento es un rubro importante que indica la solidez financiera de una empresa. La razón financiera pasivo/activo, expresa cuanto del activo total esta representado por deuda, en otras palabras muestra por cada peso que se tiene de activo cuanto se tiene en pasivo.

De esta forma, mientras en 1990 por cada peso del activo total 0.40 pesos se encontraban bajo la forma de deuda. Para finales del periodo dicha relación había cambiado mostrando que de cada peso del activo 53 centavos eran deuda (Véase Cuadro 1). Comparando con el promedio del periodo se aprecia la tendencia a incrementarse. Nuevamente, el asunto a resaltar radica en el hecho que los niveles de bajo endeudamiento que se tenían a inicios de la década de los noventa nunca más se vuelven a alcanzar, distanciándose aún más en aquellos años difíciles económicamente hablando, a saber 1994 y 2000.

Cuadro 1
Razones financieras, activo total y componentes

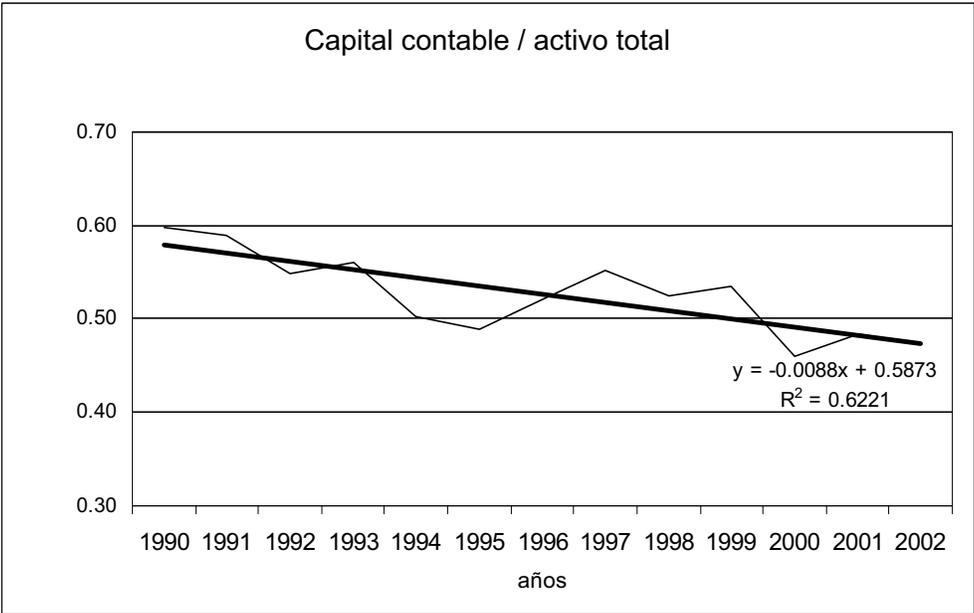
Año	Pasivo / Activo	Capital contable / Activo	Pasivo / Capital contable
1990	0.40	0.60	0.67
1991	0.41	0.59	0.70
1992	0.45	0.55	0.82
1993	0.44	0.56	0.78
1994	0.50	0.50	0.99
1995	0.51	0.49	1.04
1996	0.48	0.52	0.92
1997	0.45	0.55	0.81
1998	0.48	0.52	0.91
1999	0.46	0.54	0.87
2000	0.54	0.46	1.18

2001	0.52	0.48	1.07
2002	0.53	0.47	1.11
Promedio	0.47	0.53	0.91
Desv. Est.	0.04	0.04	0.16
Coef. De Var.	9.1%	8.2%	17.2%

Fuente: Elaboración propia con base en Economática, *Base de Datos de la Bolsa Mexicana de Valores*

Del mismo modo, la segunda columna del Cuadro 1 indica la razón capital contable a activo total, que por cada peso de activo total cuanto corresponde a su capital contable, es decir, una razón de cuanto del activo total se encuentra en manos de la empresa. De esta manera, la Gráfica 4 muestra claramente la tendencia a deteriorarse dicho indicador y se verifica la propensión a disminuir a lo largo del periodo de análisis.

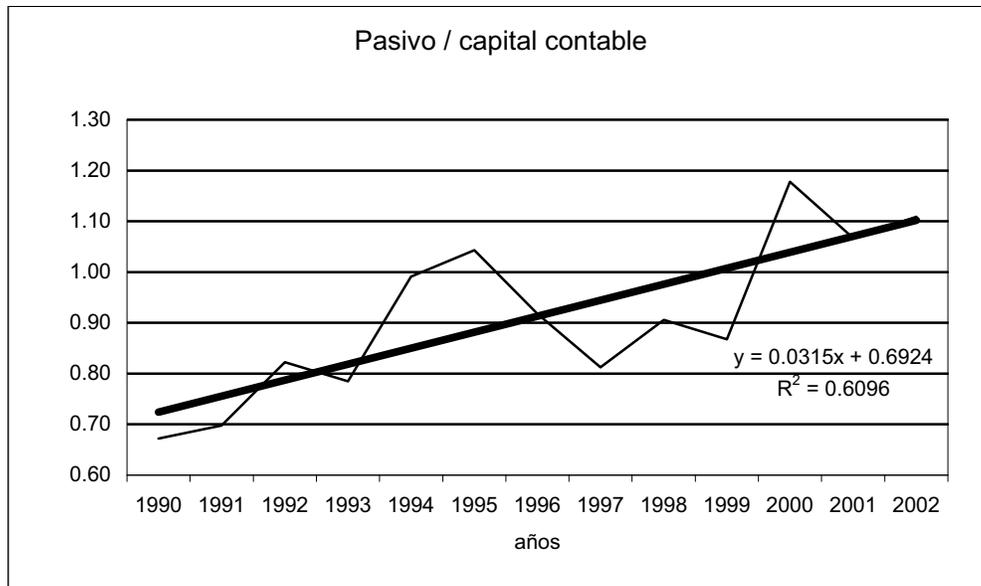
Gráfica 4



Fuente: Elaboración propia con base en Economática, *Base de Datos de la Bolsa Mexicana de Valores*

Del mismo modo, la propensión a endeudarse se refleja en la relación pasivo a capital contable de la siguiente manera. Mientras en 1990 esta razón era de 0.67 a mediados de la década ya se tenía que por cada peso en capital contable había un peso en deuda (Véase Cuadro 1). Para el año 2000 nuevamente se incrementa de manera significativa el valor del indicador, obteniendo aquí el punto máximo de todo el periodo. Graficando el comportamiento de esta relación 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 5).

Gráfica 5



Fuente: Elaboración propia con base en Económica, *Base de Datos de la Bolsa Mexicana de Valores*

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.

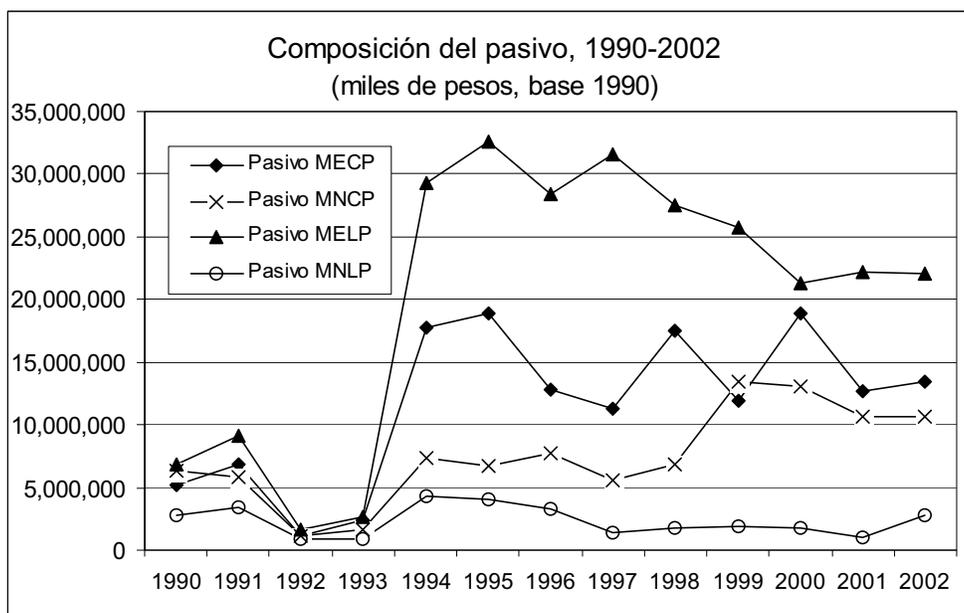
En promedio se tiene que la razón pasivo a capital contable a lo largo del periodo fue de 0.91, asimismo se observa que esta razón es la de mayor desviación estándar (Véase Cuadro 1). Por consiguiente, el coeficiente de variación de esta razón es bastante elevado en comparación con los demás.

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

4.2.2 Estructura y componentes de deuda: patrones de endeudamiento

En cuanto a los patrones de endeudamiento ⁸², el primer rasgo, resulta del hecho 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. 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 pasada presenta una tendencia decreciente. No obstante, hacia finales del periodo su comportamiento es impredecible (Véase Gráfica 6).

Gráfica 6



Fuente: Elaboración propia con base en Económica, *Base de Datos de la Bolsa Mexicana de Valores*

El Cuadro 2, muestra el comportamiento de cada uno de estos rubros en términos de tasa de crecimiento media anual. En particular, el pasivo en moneda extranjera de largo plazo muestra una tasa elevada, superior inclusive a la presentada por el pasivo total. Por su parte, el rubro que tuvo el menor crecimiento fue el pasivo en

⁸² En el anexo se presenta la categorización del pasivo.

moneda nacional de largo plazo. Pero en general, la deuda en moneda extranjera presento mayores tasas, en detrimento de la deuda en moneda nacional.

Cuadro 2
Estructura de deuda, tasa de crecimiento media anual
(porcentajes)

Categoría	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 Económica, *Base de Datos de la Bolsa Mexicana de Valores*

Ahora bien, el análisis bajo la perspectiva de razones financieras arroja la siguiente información. 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 3). 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 su 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 otra parte, se observa una propensión al endeudamiento en moneda extranjera. En 1990 la deuda en moneda extranjera era 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 culminante 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 3).⁸³ Posteriormente dicho crecimiento tiende a 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 3).

Cuadro 3

⁸³ Nuevamente vinculado al proceso de fusiones y adquisiciones

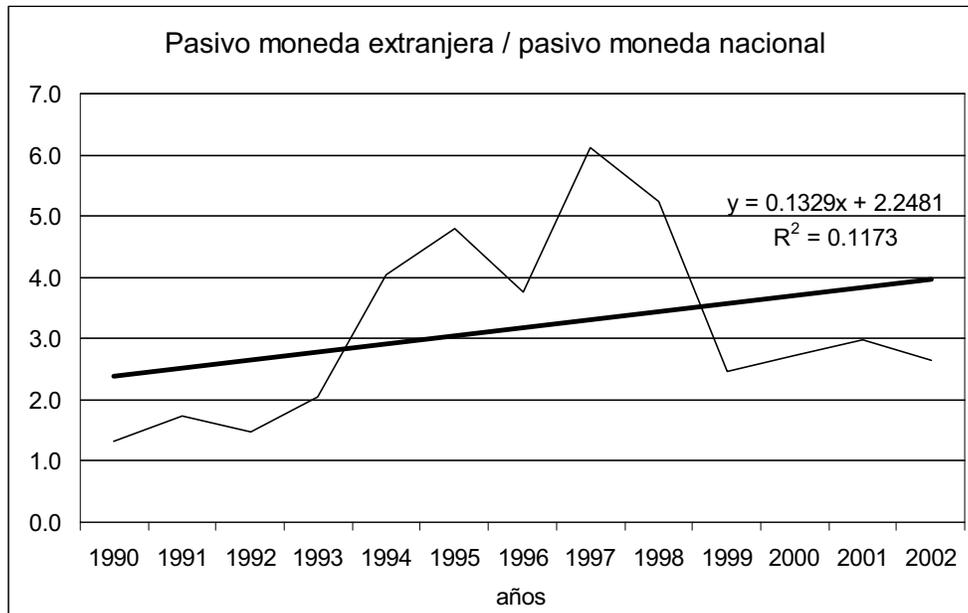
Razones financieras, pasivo de corto plazo vs largo plazo y,
pasivo moneda nacional vs moneda extranjera

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 Economática, *Base de Datos de la Bolsa Mexicana de Valores*

La Gráfica 7, 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 7



Fuente: Elaboración propia con base en Economática, *Base de Datos de la Bolsa Mexicana de Valores*

Razones financieras, según origen y plazo del pasivo

Al realizar el análisis de la composición del pasivo a fondo se obtiene mayor información. Por una parte, se aprecia que el endeudamiento de menor plazo a tendido a efectuarse preferentemente en moneda extranjera. Mientras al comienzo del periodo la razón pasivo de corto plazo en moneda extranjera a pasivo de corto plazo en moneda nacional era tan sólo de 0.8, para el año de 1995 el pasivo de corto plazo en moneda extranjera era superior 2.8 veces (Véase primer columna del Cuadro 4). Posterior a un descenso, para el bienio 1997-1998 de nueva cuenta se presenta una escalada importante de dicho indicador. Finalmente, es en el año de 1999 cuando se vuelve a tocar fondo y el pasivo en moneda extranjera de corto plazo pierde importancia relativa.

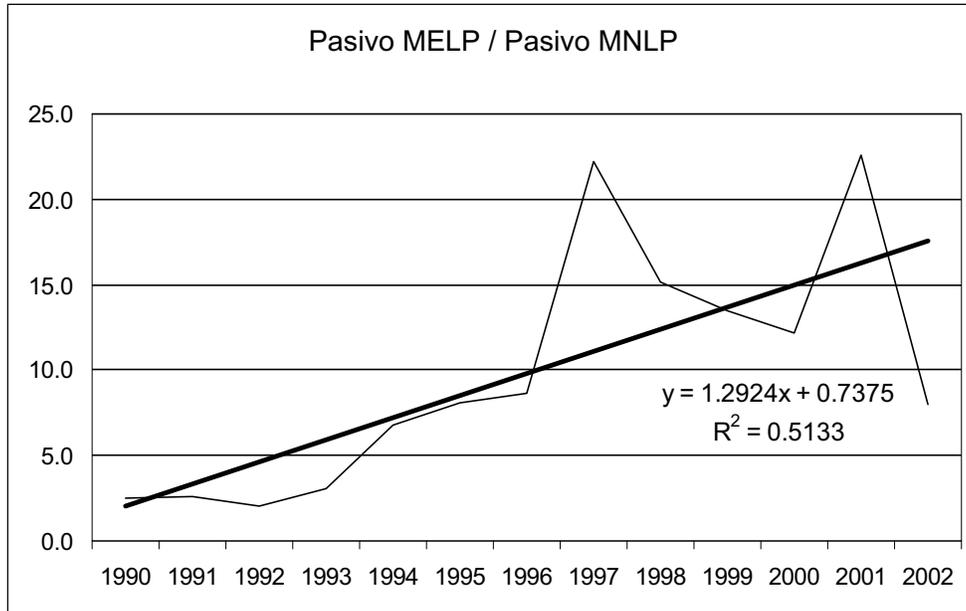
Cuadro 4
Razones financieras, pasivo por tipo de plazo y moneda

Año	Pasivo MECP / Pasivo MNCP	Pasivo MELP / Pasivo MNLP	Pasivo MNLP / Pasivo MNCP	Pasivo MELP / Pasivo MECP
1990	0.8	2.5	0.43	1.33
1991	1.2	2.6	0.60	1.32
1992	1.1	2.0	0.75	1.45
1993	1.5	3.1	0.54	1.14
1994	2.4	6.8	0.59	1.65
1995	2.8	8.1	0.60	1.72
1996	1.7	8.6	0.43	2.22
1997	2.0	22.2	0.26	2.78
1998	2.6	15.1	0.27	1.58
1999	0.9	13.5	0.14	2.16
2000	1.5	12.2	0.13	1.13
2001	1.2	22.6	0.09	1.75
2002	1.3	7.9	0.26	1.64
Promedio	1.60	9.78	0.39	1.68
Desv. Est.	0.66	7.02	0.21	0.47
Coef. de Var.	41.2%	71.8%	54.7%	28%

Fuente: Elaboración propia con base en Economática, *Base de Datos de la Bolsa Mexicana de Valores*

Por su parte, el endeudamiento de mayor plazo presenta también marcada preferencia por la moneda extranjera. En 1990, la deuda en moneda extranjera de largo plazo era 2.5 veces superior a la deuda en moneda nacional de largo plazo (Véase columna 2 del Cuadro 4). Sin embargo, a partir de 1994 se presenta una tendencia ascendente en dicho indicador. Se evidencian crecimientos pronunciados en el periodo 1997-2000, sobretodo en los extremos de este subperiodo, a saber, 1997 y 2001. En estos dos años la moneda extranjera supera en más de 22 veces la moneda nacional, de largo plazo (Véase Gráfica 8). Finalmente, como se aprecia en dicha gráfica, en el año de 2002 se verifica una estrepitosa caída de este indicador a favor del endeudamiento en moneda nacional y de mayor plazo (Véase Gráfica 8). Cabe señalar, que el periodo promedió 9.78 en este indicador lo cual originó una desviación estándar y un coeficiente de variación bastante elevados, 7.02 y 71.8 por ciento, respectivamente.

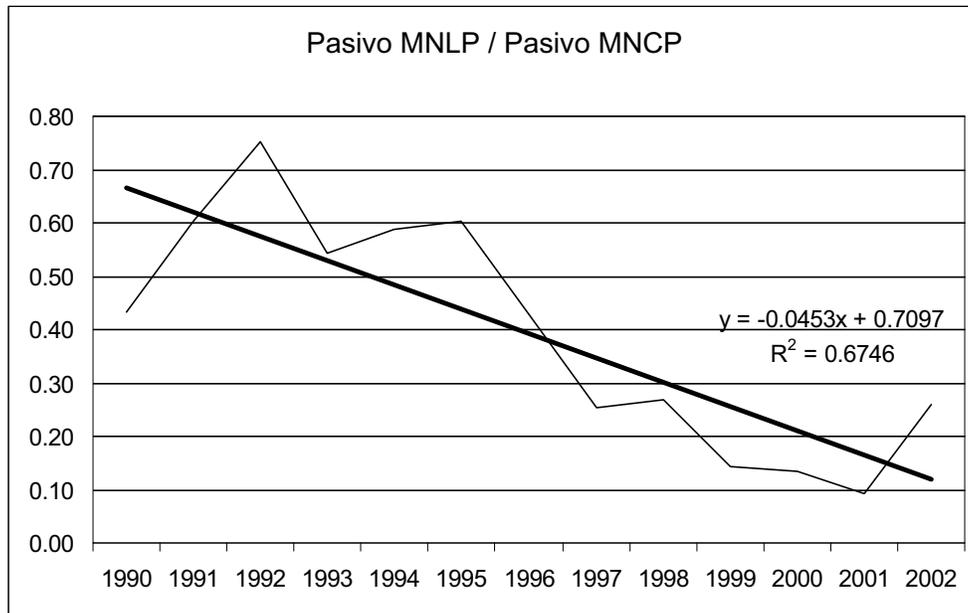
Gráfica 8



Fuente: Elaboración propia con base en Economática, *Base de Datos de la Bolsa Mexicana de Valores*

Las dos últimas columnas del Cuadro 4 muestran relaciones desde el punto de vista del origen de la deuda, es decir, de otra índole pero de extrema relación con lo anterior. En primera instancia, el análisis con respecto al endeudamiento en moneda nacional arroja que en 1990 la razón pasivo en moneda nacional de largo plazo / pasivo en moneda nacional de corto plazo era de 0.43 (Véase columna 3 del Cuadro 4). Lo verdaderamente relevante resulta del hecho que esta relación sólo mostró una tendencia ascendente hasta el año de 1992 (Véase Gráfica 9). Posteriormente, dicha proporción comienza a descender paulatinamente, hasta que en 1996 se tocan niveles similares a los del inicio del periodo. A partir de entonces la tendencia descendente es todavía más pronunciada, hasta llegar a un mínimo de todo el periodo en el año de 2001. Una vez tocado el fondo parece ser que la relación toma un nuevo aire y recupera cierta posición el endeudamiento de largo plazo en moneda nacional.

Gráfica 9

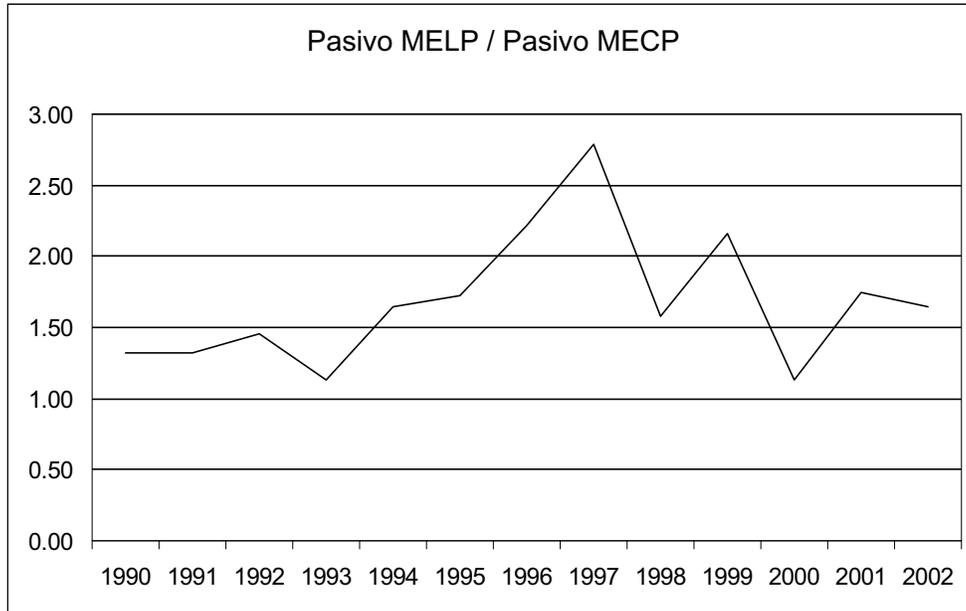


Fuente: Elaboración propia con base en Economática, *Base de Datos de la Bolsa Mexicana de Valores*

Finalmente, la última columna del Cuadro 4 hace referencia a la estructura del endeudamiento de origen extranjero. La relación de pasivo en moneda extranjera de largo plazo a pasivo en moneda extranjera de corto plazo era superior en 1.33 veces en 1990 (Véase columna 4 del Cuadro 4). Esta relación se mantuvo relativamente estable hasta que en los años de 1996-1997 se eleva de manera significativa, mostrando en esos años los puntos máximos del periodo (Véase Gráfica 10).

En 1998, se presenta un significativo descenso en el valor de este indicador, pero nuevamente al año siguiente se dispara de manera importante para llegar al orden de 2.16, muy cercano al valor presentado en el año de 1996. Posteriormente, para el año 2000 se tiene una nueva y marcada caída. Para el resto del periodo la situación recupera cierta calma y parece oscilar en valores muy cercanos al promedio del periodo.

Gráfica 10



Fuente: Elaboración propia con base en Economática, *Base de Datos de la Bolsa Mexicana de Valores*

La relativa estabilidad de esta relación, en el sentido de que no se presentan tendencias descendentes o crecientes muy marcadas, origina que el coeficiente de variación sea el de menor valor de los cuatro rubros que se exponen y analizan en el Cuadro 4.

Capítulo V

Conclusiones

Los beneficios que el modelo económico predominante ha pregonado parecen tener claroscuros. La globalización de los mercados financieros y la liberalización financiera como parte integral del modelo macroeconómico de economía abierta ha tenido en los flujos de capital su talón de Aquiles. Los flujos internacionales de capital se erigen, entonces, como una variable exógena que profundiza los desequilibrios externos de los países.

En efecto, en los últimos años, una de las manifestaciones más notables de la globalización ha sido el rápido crecimiento de las corrientes internacionales de capital. Estas corrientes han producido algunos beneficios económicos, pero también han expuesto a los países a crisis periódicas de confianza cuando las entradas de capital se han convertido súbitamente en salidas, provocando ataques especulativos contra las monedas nacionales.

Las corrientes de capital financiero que cruzan las fronteras nacionales han impulsado desde hace tiempo el crecimiento económico mundial. La capacidad de mover capital de un país a otro permite que los prestatarios financien inversiones rentables sin tener que depender de un ahorro nacional escaso. Al mismo tiempo, ofrece a inversores y prestamistas la posibilidad de obtener un rendimiento más elevado que el que podrían conseguir en los países de origen. Desde una óptica mundial, los movimientos transfronterizos de capital fomentan la eficiencia y el crecimiento económicos, pues permiten que los recursos financieros se empleen en el uso más rentable y productivo posible.

El problema resulta cuando las inversiones realizadas se convierten en cargas financieras demasiado pesadas para las empresas que adquieren dichos recursos. En este sentido, las empresas recurren al endeudamiento en divisas para financiarse. Del mismo modo la negociación de la deuda, en muchas ocasiones y, dependiendo las condiciones del mercado, se lleva a cabo en términos muy desfavorables en donde se conceden periodos de tiempo muy cortos. Bajo este

panorama, las empresas se enfrentan a dos problemas: riesgo cambiario y riesgo por tasas de interés.

Para el caso del ejercicio práctico realizado en el presente trabajo, se aprecia una tendencia clara a incrementarse el apalancamiento de las empresas.

Después de la liberalización financiera llevada a cabo en México a finales de la década de los ochenta y principios de los noventa se originó que las empresas incrementaran sus pasivos, en detrimento del activo neto, elevando con esto su nivel de apalancamiento.

El análisis de la estructura de estructura de pasivos verifica la exposición al riesgo cambiario. En 1994, tras la devaluación decretada por las autoridades, se observa que los pasivos de las empresas seleccionadas, contraídas en moneda extranjera, se elevan de manera desmesurada después de llevar un comportamiento bastante homogéneo (Gráfica 6).

Al realizar el análisis atendiendo al plazo, se obtiene que tanto en el corto como en el largo plazo el mayor peso lo tiene el pasivo en moneda extranjera. La investigación bajo la perspectiva de razones financieras arroja una tendencia firme a privilegiar el endeudamiento en divisas y con ello una latente exposición al riesgo cambiario, originado por las fluctuaciones del tipo de cambio y los ataques especulativos.

El estudio referido del pasivo en función al origen de la moneda, arroja que en cuanto al pasivo en moneda nacional cada vez adquiere mayor relevancia el endeudamiento de corto plazo, con esto se deja claro que el riesgo se adquiere por el lado del incremento en las tasas de interés nacionales.

De conjunto, se observa una sensible fragilidad de la estructura financiera de las empresas investigadas en la muestra. Se advierte una estructura de pasivos con poco peso del pasivo en moneda nacional de largo plazo. Siendo esta variable la de menor peso y crecimiento en todo el periodo de análisis. En contra parte se observa un aumento del endeudamiento en moneda extranjera y de vencimiento de corto plazo.

Bibliografía

- Arenas, René (1999). Cambios financieros globales y su impacto sobre el sistema monetario internacional, en revista *Convergencia*, num. 19.
- Aspe, Pedro (1993). El camino mexicano de la transformación económica, FCE, México.
- Aspe, Pedro (1994). La reforma financiera de México, en revista *Comercio Exterior*, México.
- Banco Mundial (1989). Informe sobre el desarrollo mundial 1989. Los sistemas financieros y el desarrollo, Banco Mundial, Washington, D.C.
- Bhagwati (1998)
- Brunhoff, Suzanne de (2001). La inestabilidad monetaria internacional, en *La mundialización financiera. Génesis, costos y desafíos*, Editorial Losada, Argentina.
- Clavijo, Fernando y Jana Boltvinik (2000). La reforma financiera, el crédito y el ahorro, en "Reformas económicas en México 1982-1999", FCE, México.
- Cuevas, Victor y Eduardo Torres (2003). El FMI y la nueva arquitectura financiera mundial, en revista *Análisis Económico*, vol. XVIII, UAM, México.
- Chávez, Jacqueline y Klaus P. Fischer (1996). Liberalización financiera y solvencia bancaria: un estudio comparativo de América Latina y Asia, en *Problemas del desarrollo. Revista latinoamericana de economía*, vol. 27, UNAM, México.
- Chesnais, Francois (2001). Capítulo I: Introducción general, en *La mundialización financiera. Génesis, costos y desafíos*, Editorial Losada, Argentina.
- 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.

Fleming (1962)

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.

Garrido, Celso y Tomás Peñaloza (1996). Ahorro y sistema financiero en México, Grijalbo-UAM, México.

Gavito, Javier (1999). Crisis bancarias y cómo prevenirlas, en revista El Mercado de Valores, Nacional Financiera, México.

Gray, Dale y Mark R. Stone (1999). Los balances de las empresas y la política macroeconómica, en revista Finanzas & Desarrollo, FMI.

Green, Rosario (1986). Los organismos financieros internacionales, colección Grandes Tendencias Políticas Contemporáneas, UNAM, México.

Guillén, Arturo (1999). Crisis asiática y restructuración de la economía mundial, en revista Comercio Exterior, México.

Huerta, Guadalupe (2003). La apertura del sistema financiero mexicano en el contexto de la desregulación financiera mundial, en revista Gestión y Estrategia, edición internet. México.

Kregel, Jan

Kregel, Jan (1999). Flujos de capital, banca mundial y crisis financiera después de Bretton Woods, en revista Comercio Exterior, México

Lerliche, 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.

Levy, Noemí (2000). Kalecki: inversión, inestabilidad financiera y crisis, en revista Comercio Exterior, México.

Mallon, Richard (2003). Un nuevo centro y una nueva periferia, CEPAL, documento de internet

Mansell, Catherine (1995). Servicios financieros, desarrollo económico y reforma en México, en revista Comercio Exterior, 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.

Miranda, Jacobo (2003). Sistema financieromexicano, documento de internet.

Mundell (1961)

Nadal, Alejandro (2001). Contradicciones del modelo de economía abierta, documento de internet, El colegio de México.

Ortiz, Guillermo (1994). La reforma financiera y la desincorporación bancaria. Una visión de la modernización de México, FCE, México.

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.

Serrano, Josep (2002). El "consenso de Washington" ¿paradigma económico del capitalismo triunfante. UTAL

Shelton Judy. Documento de internet

Solís, Leopoldo (1997). Evolución del sistema financiero mexicano hacia los umbrales del siglo XXI, Siglo veintiuno editores, México.

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.